



ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

UNIVERSITY OF PIRAEUS

ΤΜΗΜΑ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΚΑΙ ΤΡΑΠΕΖΙΚΗΣ ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΗΣ

**ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ ΣΤΗ
ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΑΙ ΤΡΑΠΕΖΙΚΗ ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΗ**

Διπλωματική Εργασία:

«Επίτευξη στόχων κερδοφορίας και εταιρική διακυβέρνηση»

Παππά Γαρυφαλλιά, ΜΧΡΗ 1916

Επιβλέπουσα καθηγήτρια: κα. Αναγνωστοπούλου Σεραΐνα

***Τριμελής Επιτροπή: Αν. Καθηγήτρια Σ. Αναγνωστοπούλου,
Καθηγητής Α. Αντζουλάτος, Επικ. Καθηγητής Μ. Ανθρωπέλος***

Ιανουάριος 2021

Ευχαριστίες

Με την περάτωση της παρούσας διπλωματικής εργασίας, θα ήθελα να ευχαριστήσω την επιβλέπουσα καθηγήτρια κα. Αναγνωστοπούλου για τη διαρκή καθοδήγηση και παροχή υποδείξεων, καθώς και για τις γνώσεις που αποκόμισα.

Εν συνεχεία, θα ήθελα να πω ένα θερμό ευχαριστώ στην οικογένεια μου για τη συνεχή στήριξη και για τη δυνατότητα που μου προσέφερε απλόχερα να εκπληρώσω τους στόχους μου.

Περίληψη

Η παρούσα διπλωματική εργασία διερευνά για ένα δείγμα εταιρειών της Ευρωζώνης, για τα έτη 2004-2019, τον τρόπο με τον οποίο η ποιότητα της Εταιρικής Διακυβέρνησης και οι μηχανισμοί της επιδρούν στην τάση των επιχειρήσεων να επιτυγχάνουν οριακούς στόχους κερδών, δηλαδή να χειραγωγούν τα κέρδη τους. Ως Εταιρική Διακυβέρνηση ορίζεται το σύνολο των κανόνων που συμβάλλει στην κατανομή των υποχρεώσεων αλλά και των δικαιωμάτων μεταξύ του διοικητικού συμβουλίου, των διευθυντών, των μετόχων και των υπόλοιπων ενδιαφερόμενων μερών και επεξηγεί τη διαδικασία λήψης αποφάσεων για εταιρικά ζητήματα, με σκοπό την αύξηση της αξίας της επιχείρησης. Η επίτευξη οριακών στόχων κερδών μεταφράζεται ως την επίτευξη οριακά θετικών κερδών ή ως τη διατήρηση των κερδών της προηγούμενης περιόδου ή ακόμη ως την επίτευξη των προβλέψεων των αναλυτών σχετικά με τα κέρδη. Επιπλέον, εξετάζεται η επίδραση της ποιότητας της Εταιρικής Διακυβέρνησης και των δεικτών που την καθορίζουν, στην επίτευξη οριακών στόχων κερδών για χώρες που δέχονται πίεση από το μακροοικονομικό τους περιβάλλον και για χώρες που το κλίμα της οικονομίας είναι πιο ευνοϊκό για τις ίδιες. Από την ανάλυση των αποτελεσμάτων των παλινδρομήσεων προκύπτει ότι η ισχυρή ποιότητα της Εταιρικής Διακυβέρνησης, όπως και οι περισσότεροι δείκτες που την αποτυπώνουν, μειώνουν τα κίνητρα των επιχειρήσεων να υιοθετούν πρακτικές που συμβάλλουν στη χειραγώγηση των κερδών. Τα ευρήματα δείχνουν επίσης, ότι οι χώρες που αντιμετωπίζουν οικονομικές δυσχέρειες παρουσιάζουν υψηλότερη τάση επίτευξης οριακών στόχων κερδών συγκριτικά με τις πιο οικονομικά ισχυρές χώρες, γεγονός που υποδηλώνει ότι οι μακροοικονομικές δυσκολίες συνδέονται με θετικό τρόπο με τη χειραγώγηση των κερδών.

Summary

The present project studies about a sample of Companies in the Eurozone, during the period of 2014-2019, the way in which the quality of the Corporate Governance and its mechanisms react to the tendency of the Companies to achieve meet or beat earnings targets, that is to manipulate their earnings. Corporate Governance is defined as the set of the rules that contributes to the distribution of obligations and rights between the board of directors, the principles, the shareholders and the rest of the stakeholders, and explains extensively the decision-making process for Corporate matters, in order to increase the value of the business. Achieving meet or beat earnings targets is translated as, the achieving marginally positive profits or maintaining the profits of a previous period or even the achieving analyst's predictions about profits. Furthermore, is studied the impact of the quality of the Corporate's Governance and the indicators that determine it, in achieving meet or beat earning targets for countries under pressure from their macroeconomic environment and for countries where the climate of the economy is more favorable for them. The analysis of the results of regressions shows that a strong quality of Corporate Governance like most indicators that capture it, reduce the incentive for businesses to adopt profiteering practices. The findings of this research also show, that countries which face financial difficulties have a higher tendency in achieving meet or beat earning targets in comparison with the most economically powerful countries, and this fact suggests that macroeconomically difficulties are linked in a positive way with earnings management.

Περιεχόμενα

Περίληψη	2
Summary	3
1. Εισαγωγή	5
2. Ανασκόπηση της βιβλιογραφίας	9
2.1 Στόχοι κερδών και χειραγώγηση των κερδών	9
2.2 Η Εταιρική Διακυβέρνηση	15
2.3 Εταιρική Διακυβέρνηση και χειραγώγηση των κερδών	25
3. Δείγμα και μεθοδολογία	30
3.1 Διαμόρφωση δείγματος	30
3.2 Υπολογισμός οριακών στόχων κερδών	30
3.3 Μέτρηση της ποιότητας της Εταιρικής Διακυβέρνησης	31
3.4 Μεταβλητές ελέγχου	31
3.5 Μεθοδολογία	32
4. Παρουσίαση ευρημάτων και ερμηνεία τους	33
4.1 Περιγραφική στατιστική	33
4.2 Η επίδραση της ποιότητας της Εταιρικής Διακυβέρνησης στα οριακά θετικά κέρδη	34
4.3 Η επίδραση της ποιότητας της Εταιρικής Διακυβέρνησης στη μεταβολή των οριακών θετικών κερδών	41
4.4 Η επίδραση της Εταιρικής Διακυβέρνησης των οικονομικά ισχυρών χωρών στα οριακά θετικά κέρδη	46
4.5 Η επίδραση της ποιότητας της Εταιρικής Διακυβέρνησης των μη οικονομικά ισχυρών χωρών στα οριακά θετικά κέρδη	52
4.6 Η επίδραση της ποιότητας της Εταιρικής Διακυβέρνησης των οικονομικά και μη οικονομικά ισχυρών χωρών στην οριακή μεταβολή θετικών κερδών	58
5. Σχολιασμός και ερμηνεία των ευρημάτων	69
6. Επίλογος	72
Παράρτημα	76
Βιβλιογραφία	90

1. Εισαγωγή

Η παρούσα διπλωματική εργασία εξετάζει την επίδραση της ποιότητας της Εταιρικής Διακυβέρνησης στην τάση των επιχειρήσεων να προσπαθούν να επιτύχουν στόχους κερδών (profit targets) και το ενδεχόμενο οι επιχειρήσεις αυτές να πραγματοποιούν οριακά θετικούς στόχους κερδών, δηλαδή να κρίνονται ύποπτες για χειραγώγηση κερδών. Ειδικότερα, εξετάζεται το κατά πόσο η ισχυρή ποιότητα Εταιρικής Διακυβέρνησης αποτρέπει τις διοικήσεις από λογιστικές πράξεις με σκοπό την ένδειξη μιας θετικής εικόνας στο επίπεδο των οικονομικών καταστάσεων.

Η εταιρική διακυβέρνηση και η σημασία της στις σύγχρονες επιχειρήσεις προκύπτει λόγω του διαχωρισμού της διαχείρισης και του ελέγχου ιδιοκτησίας στους οργανισμούς (Garcia- Sánchez et al., 2015; Kang et al., 2007). Τα κύρια προβλήματα διαχείρισης και ελέγχου που προκύπτουν οφείλονται στις συγκρούσεις συμφερόντων των μετόχων και των διαχειριστών (Garcia-Sánchez et al., 2015; Kang et al., 2007). Μέχρι στιγμής δεν υπάρχει ένας μοναδικός ορισμός για την Εταιρική Διακυβέρνηση καθώς μπορεί να οριστεί από διάφορες οπτικές γωνίες. Για παράδειγμα, οι Shleifer and Vishny (1997), έχουν ορίσει την Εταιρική Διακυβέρνηση ως τους τρόπους με τους οποίους οι χρηματοδότες μιας επιχείρησης διασφαλίζουν ότι θα λάβουν απόδοση της επένδυσής τους, ενώ οι La Porta (2000), Silanes and Shliefer (2002) διέκριναν την Εταιρική Διακυβέρνηση ως ένα σύνολο μηχανισμών με τους οποίους τα συμφέροντα των μετόχων προστατεύονται από τα συμφέροντα των διαχειριστών.

Οι Holmstrom and Kaplan (2001) έχουν υποστηρίξει ότι η ποιότητα της Εταιρικής Διακυβέρνησης σχετίζεται με την απόδοση μιας επιχείρησης και όπως έχει αποδειχτεί, η υψηλότερη ποιότητα Εταιρικής Διακυβέρνησης σχετίζεται με υψηλότερη απόδοση των επιχειρήσεων και κατά συνέπεια οι επιχειρήσεις με καλύτερη διοίκηση αποδίδουν καλύτερα συγκριτικά με εκείνες που έχουν χειρότερη διοίκηση (Brown and Caylor, 2004). Επίσης, έπειτα από εξέταση των επιπτώσεων της ποιότητας της Εταιρικής Διακυβέρνησης στη χειραγώγηση των κερδών, βρέθηκαν ισχυρές ενδείξεις που υποδηλώνουν ότι

οι βελτιώσεις στην ποιότητα της Εταιρικής Διακυβέρνησης βελτιώνουν την ποιότητα των χρηματοοικονομικών αναφορών και περιορίζουν τη χειραγώγηση του αποτελέσματος (Zhongwen et al., 2020).

Όπως έχει δείξει η έρευνα των Graham et al. (2005), ορισμένα οικονομικά στελέχη δίνουν μεγάλη έμφαση στην επίτευξη των στόχων κερδών, δηλαδή στην επίτευξη μηδενικών ή οριακά θετικών κερδών, στην επίτευξη των κερδών της προηγούμενης χρονιάς καθώς και στην επίτευξη των προβλέψεων των αναλυτών, με αποτέλεσμα να χειραγωγούν το αποτέλεσμα προκειμένου να επιτύχουν τους στόχους αυτούς ακόμη και με τον ενδεχόμενο κίνδυνο να μειωθεί η αξία της επιχείρησης. Η τάση λοιπόν των επιχειρήσεων να προσπαθεί να επιτύχει οριακούς στόχους κερδών έχει ερμηνευτεί ως απόδειξη χειραγώγησης των κερδών (Burgstahler and Dichev, 1997; Degeorge et al., 1999). Ένδειξη χειραγώγησης κερδών αποτελεί επίσης η ασυνήθιστα χαμηλή συχνότητα παρατηρήσεων μικρών ζημιών και η ασυνήθιστα υψηλή συχνότητα παρατηρήσεων χαμηλών κερδών, δηλαδή η ασυνέχεια, στην κατανομή των κερδών (Beaver et al., 2007).

Στη συγκεκριμένη έρευνα, η επίτευξη οριακών στόχων κερδών και κατά συνέπεια, η χειραγώγηση κερδών, ερμηνεύεται όπως έχει οριστεί από τους Roychowdhury (2006) και Zang (2012). Σύμφωνα με τους Roychowdhury (2006) και Zang (2012), τα εταιρικά έτη κατά τα οποία η απόδοση των στοιχείων του ενεργητικού, υπολογιζόμενη ως το πηλίκο των καθαρών εσόδων προς το σύνολο του ενεργητικού (Return on Assets - ROA), είναι ίση ή οριακά ίση με το 0, και πιο συγκεκριμένα κυμαίνεται στο διάστημα 0,00-0,005, καθιστά πιο πιθανό το ενδεχόμενο οι επιχειρήσεις να έχουν χειραγωγήσει τα κέρδη τους.

Για την εξέταση του θέματος σχεδιάστηκε και μελετήθηκε ένα δείγμα για 770 εταιρείες της Ευρωζώνης, αντλώντας ετήσια δεδομένα από το έτος 2004 έως το 2019. Το 2004 χρησιμοποιήθηκε ως χρονιά σύγκρισης καθώς από το 2005 και έπειτα τέθηκε υποχρεωτική η υιοθέτηση των Διεθνών Προτύπων Χρηματοοικονομικής Αναφοράς (International Financial Reporting Standards - IFRS) στην Ευρώπη. Για κάθε εταιρεία εξετάστηκε η επίδραση της ποιότητας της Εταιρικής Διακυβέρνησης καθώς και η επίδραση διαφόρων δεικτών που την αποτυπώνουν, στους οριακούς στόχους κερδών. Τα ευρήματα έδειξαν ότι η ισχυρότερη Εταιρική Διακυβέρνηση συμβάλλει στη διαφάνεια των επιχειρήσεων, δηλαδή οι εταιρείες με καλή ποιότητα Εταιρικής Διακυβέρνησης

δεν παρουσιάζουν την τάση να χειραγωγούν τα κέρδη τους. Άλλοι δείκτες που αποτυπώνουν την ποιότητα της Εταιρικής Διακυβέρνησης, όπως ο αριθμός των συνεδριάσεων του διοικητικού συμβουλίου και ο αριθμός των ανεξάρτητων μελών του, αποτελούν μέτρα που η αύξηση τους θέτει λιγότερο πιθανό το ενδεχόμενο μια επιχείρηση να πετυχαίνει οριακούς στόχους κερδών, δηλαδή να χειραγωγεί. Προς την ίδια κατεύθυνση κινήθηκαν και τα ευρήματα για το ESG score και για την ποιότητα της Εταιρικής Κοινωνικής Ευθύνης (Corporate Social Responsibility strategy score - CSR strategy score). Όλα τα παραπάνω αποτελέσματα, σύμφωνα με προϋπάρχουσα βιβλιογραφία που υποστηρίζει ότι η ποιότητα της Εταιρικής Διακυβέρνησης και οι μηχανισμοί της αποτρέπουν τις διοικήσεις από μεθόδους χειραγώγησης των κερδών (Mansor et al., 2013), ήταν αναμενόμενα σε αντίθεση με το μέγεθος του διοικητικού συμβουλίου, το οποίο αποδείχτηκε ότι έχει θετική επίδραση στο να πραγματοποιεί η επιχείρηση στόχους κερδών. Επίσης, ευρήματα έδειξαν ότι ο αριθμός των γυναικών του διοικητικού συμβουλίου εκφρασμένος σε ποσοστό, συμβάλλει με θετικό τρόπο στην τάση των επιχειρήσεων να πετυχαίνουν οριακά θετικούς στόχους κερδών, όπως και η πολιτισμική ποικιλομορφία στην περίπτωση της οριακής θετικής μεταβολής στόχων κερδών, ενώ αναμένονταν να ενισχύουν τη διαφάνεια των επιχειρήσεων σχετικά με τις οικονομικές τους καταστάσεις. Τα αποτελέσματα αυτά ενδέχεται να οφείλονται στην αδυναμία του διοικητικού συμβουλίου να πειθαρχήσει λόγω της έντονης ποικιλομορφίας που επικρατεί σε αυτό.

Στη συνέχεια, πραγματοποιήθηκε διαχωρισμός του αρχικού δείγματος σε οικονομικά και μη οικονομικά ισχυρές χώρες, βάσει του μέσου όρου του Ακαθάριστου Εγχώριου Εισοδήματος (Gross National Income - GNI) και επανεξετάστηκαν τα ίδια ζητήματα για κάθε κατηγορία ξεχωριστά. Όπως ήταν αναμενόμενο, τα ευρήματα για τις οικονομικά ισχυρές χώρες είχαν μεγαλύτερη στατιστική σημαντικότητα σε αντίθεση με εκείνα των μη οικονομικά ισχυρών χωρών. Τα ευρήματα για τη μεταβλητή της οριακής θετικής μεταβολής στόχων κερδών, ήταν και σε αυτή την περίπτωση πιο ισχυρά και προς την αναμενόμενη κατεύθυνση για τις οικονομικά ισχυρές χώρες, με μοναδική εξαίρεση τον αριθμό των γυναικών του διοικητικού συμβουλίου και το μέγεθος του διοικητικού συμβουλίου που φέρεται να έχουν θετική επίδραση στην τάση των επιχειρήσεων να πετυχαίνουν οριακά θετικά κέρδη. Αντίθετα, τα ευρήματα για τις μη οικονομικά ισχυρές χώρες, κινήθηκαν σε αντίθετη κατεύθυνση από την

αναμενόμενη. Συγκεκριμένα, η ποιότητα της Εταιρικής Κοινωνικής Ευθύνης (Corporate Social Responsibility strategy score - CSR strategy score), μεταβλητές που την επηρεάζουν, όπως ο αριθμός των γυναικών του διοικητικού συμβουλίου και η πολιτισμική ποικιλομορφία, καθώς και ορισμένοι δείκτες που εκφράζουν την ποιότητα της Εταιρικής Διακυβέρνησης, αποδείχθηκε ότι συμβάλλουν με θετικό τρόπο στη χειραγώγηση του αποτελέσματος μιας επιχείρησης. Ωστόσο, η ποιότητα της Εταιρικής Διακυβέρνησης και κάποιοι δείκτες που την αποτυπώνουν, όπως ο αριθμός των συνεδριάσεων του διοικητικού συμβουλίου, διατήρησαν την κατεύθυνση που αναμενόταν.

Στην έρευνα εντοπίζονται σημεία ενδιαφέροντος καθώς εξετάζεται ο ρόλος της Εταιρικής Διακυβέρνησης και κάθε μηχανισμού της, σε χρονικό διάστημα που επικρατεί κοινή νομοθεσία στην Ευρώπη, στη συμπεριφορά των επιχειρήσεων όσον αφορά τη χρήση της διακριτικής τους ευχέρειας και τη δυνατότητα χρήσης λογιστικών εργαλείων με σκοπό την τροποποίηση των κερδών. Μέγιστης σημασίας κρίνεται και η εξειδικευμένη μελέτη του δείγματος διαχωρισμένο σε χώρες οικονομικά ισχυρές και μη, βάσει του μέσου όρου του Ακαθάριστου Εγχώριου Εισοδήματος (Gross National Income – GNI), ώστε να μπορούν να παρατηρηθούν και να επεξηγηθούν οι ενδεχόμενες διαφορές λόγω των επιδράσεων του μακροοικονομικού τους περιβάλλοντος. Τέλος, τα ευρήματα αυτά αποδεικνύονται χρήσιμα για επενδυτές αλλά και για τις ρυθμιστικές αρχές κάθε κράτους, καθώς η ποιότητα της Εταιρικής Διακυβέρνησης συνδέεται τόσο με την απόδοση των εταιρειών όσο και με την ποιότητα των κερδών τους.

2. Ανασκόπηση της βιβλιογραφίας

2.1 Στόχοι κερδών και χειραγώγηση των κερδών

Τα κέρδη και οι οικονομικές καταστάσεις που τα εμπεριέχουν, απασχολούν έντονα τα διοικητικά συμβούλια, τους αναλυτές αλλά και τους επενδυτές καθώς παρέχουν σημαντικές πληροφορίες για επενδυτικές αποφάσεις (Degeorge et al., 1999). Τα τελευταία χρόνια, ένα επιπλέον θέμα μέγιστης σημασίας για τα οικονομικά στελέχη αποτελούν οι στόχοι κερδών και η επίτευξη τους (Graham et al., 2005). Ο όρος «στόχοι κερδών» αναφέρεται στα κατώτατα όρια σχετικά με την αναφορά κερδών, δηλαδή στην αναφορά θετικών κερδών, στη διατήρηση τουλάχιστον των κερδών της προηγούμενης λογιστικής περιόδου και στην ικανοποίηση των προβλέψεων των αναλυτών σχετικά με το επίπεδο των κερδών (Degeorge et al., 1999).

Προηγούμενες μελέτες έχουν δείξει ότι η επίτευξη στόχων κερδών από μια επιχείρηση, αποτελεί ένδειξη μη ποιοτικών κερδών και κατά συνέπεια, η επιχείρηση καθίσταται ύποπτη για χειραγώγηση κερδών (Roychowdhury 2016, Zang 2012). Έρευνες έχουν επισημάνει ενδείξεις ασυνέχειας που εμφανίζονται στην κατανομή των αναφερθέντων κερδών σχετικά με σημεία αναφοράς για τους στόχους κερδών, δηλαδή κατανομές κερδών που περιλαμβάνουν λιγότερες παρατηρήσεις αμέσως αριστερά του δείκτη αναφοράς και περισσότερες παρατηρήσεις αμέσως δεξιά του δείκτη αναφοράς από ότι θα αναμένονταν εάν η κατανομή ήταν ομαλή (Burgstahler and Chuk, 2012). Δηλαδή, δεδομένου ότι η κατανομή των κερδών χωρίς να έχει χειραγωγηθεί το αποτέλεσμα, είναι ομαλή γύρω στο μηδέν, οι ερευνητές έχουν ερμηνεύσει την ασυνήθιστα χαμηλή συχνότητα παρατηρήσεων μικρών ζημιών και την ασυνήθιστα υψηλή συχνότητα παρατηρήσεων χαμηλών κερδών, δηλαδή την ασυνέχεια, ως αποδεικτικό στοιχείο ότι τα στελέχη χειραγωγούν τα κέρδη για να αποφύγουν να αναφέρουν ζημιές (Beaver et al., 2007). Ο Hayn (1995), ήταν ο πρώτος που παρατήρησε ασυνέχειες στις κατανομές των κερδών. Οι ασυνέχειες αυτές ερμηνεύονται ως απόδειξη χειραγώγησης κερδών και από τους Burgstahler and Chuk (2012). Οι Burgstahler and Dichev (1997) αποδεικνύουν ότι οι κατανομές των κερδών και οι κατανομές της μεταβολής των κερδών εμφανίζουν ασυνέχειες κοντά στο μηδέν, οι οποίες

αντιμετωπίζονται ως προσπάθειες των διοικητικών στελεχών να επιτύχουν τα κατώτατα όρια αναφοράς κερδών ώστε να μην αναφέρουν ζημίες ή μειώσεις κερδών. Σύμφωνα με τη συγκεκριμένη θεωρία είναι και οι Graham et al. (2005), οι οποίοι έχουν προσθέσει ότι τα στελέχη που χειραγωγούν το αποτέλεσμα, είναι πρόθυμα ακόμα και να επιβαρυνθούν με κάποιο κόστος προκειμένου να πραγματοποιήσουν τους στόχους κερδών. Υποστηρικτές της υπόθεσης ότι η ασυνέχεια στην κατανομή των κερδών είναι ένδειξη χειραγώγησης του αποτελέσματος είναι και οι Degeorge et al. (1999). Οι επιλογές, λοιπόν, που έχουν τα στελέχη για να αποφύγουν αρνητικές εκπλήξεις κερδών και να αναφέρουν μηδενικές ή θετικές εκπλήξεις κερδών, είναι η ανοδική (προς τα πάνω) και η καθοδική (προς τα κάτω) χειραγώγηση των προβλέψεων των αναλυτών (Burgstahler and Eames, 2006). Προηγούμενη βιβλιογραφία έχει δείξει ότι αν τα στελέχη χειραγωγούν τα κέρδη για να παραλείψουν την αναφορά κάποιας ζημίας, τότε η κατανομή των κερδών είναι ασυνεχής στο μηδέν και παρατηρούνται ασυνήθιστα λίγες και χαμηλές απώλειες και ασυνήθιστα πολλά αλλά χαμηλά κέρδη, ενώ όταν στοχεύουν στην απόκρυψη της μείωσης των κερδών προκύπτει μια αντίστοιχη ασυνέχεια για την κατανομή της μεταβολής των κερδών (Byzalon and Basu, 2019). Όσον αφορά τις προβλέψεις των αναλυτών, εάν το επίπεδο των κερδών συμπίπτει με το επίπεδο των κερδών που είχαν προβλέψει οι αναλυτές, αναμένεται να παρατηρηθεί μια απότομη ασυνέχεια κοντά στο μηδέν, δηλαδή μια φανερά χαμηλότερη συγκέντρωση αρνητικών αποκλίσεων των αναφερθέντων κερδών από τις προβλέψεις και μια φανερά υψηλότερη συγκέντρωση θετικών, αλλά μικρών, αποκλίσεων των αναφερθέντων κερδών από τις προβλέψεις (Burgstahler and Dichev, 1997).

Για πολλά χρόνια η χειραγώγηση των κερδών αποτελούσε αντικείμενο μεγάλου ενδιαφέροντος προς μελέτη για τη λογιστική (Burgstahler and Chuck, 2012). Όπως αναφέρουν οι Healy και Wahlen (1999), η παρουσία της ήταν γνωστή αλλά ήταν δύσκολο για τους ερευνητές να την τεκμηριώσουν. Δύσκολο επίσης ήταν και να παρατηρηθεί, αλλά για να εντοπιστεί αρκεί να εξεταστεί και να διακριθεί κάποια διαφορά στα κέρδη η οποία δεν θα υπήρχε σε περίπτωση που δεν είχαν χειραγωγηθεί, ή να ελεγχθεί η κατανομή των κερδών. Όσον αφορά τον έλεγχο της κατανομής των κερδών, θα πρέπει να είναι γνωστό το ποσό που χειραγωγείται και έπειτα να γίνει σύγκριση μεταξύ της κατανομής των

κερδών πριν χειραγωγηθούν και της κατανομής των κερδών μετά τη χειραγωγήσή τους (Donelson et al., 2013).

Η χειραγωγή των κερδών προκύπτει όταν τα στελέχη αλλάζουν τις χρηματοοικονομικές αναφορές και τη δομή των συναλλαγών ώστε να τροποποιηθούν και οι οικονομικές καταστάσεις με απώτερο σκοπό να παραπλανήσουν ενδιαφερόμενα μέρη για την απόδοση της επιχείρησης (Healy and Wahlen, 1999). Ως μέσα παρέμβασης των χρηματοοικονομικών αναφορών μπορούν να χρησιμοποιηθούν λογιστικές πρακτικές και μέθοδοι αλλά και επιχειρησιακές αποφάσεις (Healy and Wahlen, 1999). Οι Dechow and Skinner (2000), έχουν τονίσει ορισμένα από αυτά, όπως την επιτάχυνση των πωλήσεων, την επιβράδυνση των δαπανών για την Έρευνα και Ανάπτυξη (R&D) και την καθυστέρηση των εξόδων συντήρησης. Ο Zang (2012) αναφέρει δύο στρατηγικές χειραγωγής κερδών: τη χειραγωγή πραγματικών δραστηριοτήτων και τη χειραγωγή κερδών βάσει των δεδουλευμένων. Η χειραγωγή πραγματικών δραστηριοτήτων ορίζεται ως οι εσκεμμένες αποκλίσεις από τις συνηθισμένες επιχειρησιακές πρακτικές, με άμεσο σκοπό την ένδειξη αποτελεσμάτων επίτευξης των στόχων κερδών σε ορισμένα ενδιαφερόμενα μέρη. Η μείωση των τιμών για την προσωρινή αύξηση των πωλήσεων, η υπερπαραγωγή μονάδων προϊόντος για την αναφορά πιο χαμηλού κόστους πωληθέντων και η μείωση των διακριτικών δαπανών αποτελούν κάποιους από τους πιο αποτελεσματικούς τρόπους χειραγωγής πραγματικών δραστηριοτήτων (Roychowdhury, 2006). Αντίθετα, η χειραγωγή βάσει των δεδουλευμένων βασίζεται στην εναλλαγή λογιστικών μεθόδων που χρησιμοποιούνται στην παρουσίαση συγκεκριμένων συναλλαγών και επιχειρηματικών δραστηριοτήτων στις οικονομικές καταστάσεις (Zang, 2012). Έρευνες έχουν αποδείξει πως οι επιχειρήσεις πολλές φορές εναλλάσσουν τις δύο αυτές στρατηγικές (Cohen et al., 2008), κάποιες άλλες ανάμεσα στη χειραγωγή πραγματικών δραστηριοτήτων και στη χειραγωγή βάσει των δεδουλευμένων επιλέγουν τη λιγότερο δαπανηρή μέθοδο (Zang, 2012) και κάποιες άλλες φορές χρησιμοποιούν πολλές στρατηγικές χειραγωγής κερδών ταυτόχρονα (Barton, 2001). Οι Degeorge et al. (1999), είχαν δώσει παρόμοιους ορισμούς για τους τρόπους χειραγωγής των κερδών. Συγκεκριμένα, όρισαν την «άμεση χειραγωγή» ως την πραγματική μετατόπιση των εσόδων με την πάροδο του χρόνου και την

«εσφαλμένη αναφορά» ως τη μεταφορά ενός ποσού από το ένα έτος σε κάποιο άλλο. Οι Burgstahler and Dichev (1997) επισημαίνουν ότι η αύξηση των ταμειακών ροών, η οποία προκύπτει από τη χειραγώγηση τους, αποτελεί έναν επιπλέον τρόπο ενίσχυσης των κερδών. Η ενίσχυση των κερδών μπορεί επίσης να επιτευχθεί με τη χρήση των λειτουργικών ταμειακών ροών καθώς και με αλλαγές στο κεφάλαιο κίνησης (Burgstahler and Dichev, 1997).

Ωστόσο, πολλές έρευνες έχουν αναζητήσει μια διαφορετική εξήγηση της ασυνέχειας στην κατανομή των κερδών, πέρα από τη χειραγώγηση των κερδών. Οι Durtschi and Easton (2005) υποστηρίζουν ότι οι ασυνέχειες στις κατανομές των κερδών οφείλονται στις διαφοροποιημένες επιλογές ανάλυσης δειγμάτων προηγούμενων ερευνών, στη σχέση μεταξύ των τιμών της αγοράς και του επιπέδου των κερδών καθώς και στη διαφορά των χαρακτηριστικών των παρατηρήσεων κερδών και ζημιών. Παρόλα αυτά, η χειραγώγηση των κερδών αποτελεί τη λογική εξήγηση στις ασυνέχειες των κατανομών των κερδών (Burgstahler and Chuk, 2012). Μια άλλη εναλλακτική εξήγηση για την ασυνέχεια στην κατανομή των κερδών προτείνουν οι Beaver et al. (2007) ισχυριζόμενοι πως η ασυμμετρία των αποτελεσμάτων που προκύπτει από τους φόρους εισοδήματος και των ειδικών στοιχείων των κερδών και των ζημιών συμβάλλουν στην ασυνέχεια της κατανομής των κερδών στο μηδέν. Τα ειδικά στοιχεία απομακρύνουν τις παρατηρήσεις των ζημιών από το μηδέν ενώ οι φόροι εισοδήματος τραβούν τις παρατηρήσεις κέρδους στο μηδέν, με αποτέλεσμα να παρουσιάζεται ασυνέχεια στην κατανομή των κερδών χωρίς όμως να μπορεί να αποδειχτεί ότι δεν υπήρξε χειραγώγηση του αποτελέσματος. Είναι σημαντικό να προσδιοριστούν και να επιλυθούν οι διάφορες εναλλακτικές ερμηνείες σχετικά με την ασυνέχεια που παρουσιάζεται στην κατανομή, καθώς επηρεάζουν τον τρόπο με τον οποίο τα στελέχη, οι ρυθμιστικές αρχές και οι επενδυτές αντιμετωπίζουν τη χειραγώγηση των κερδών (Burgstahler and Chuk, 2012).

Σύμφωνα με τις γενικά αποδεκτές αρχές της λογιστικής (GAAP), τα στελέχη έχουν μεγάλη ευελιξία στην επιλογή μεθόδων απογραφής, στην καθυστέρηση πληρωμής δαπανών συντήρησης και εξόδων Έρευνας και Ανάπτυξης, στις προβλέψεις επισφαλών απαιτήσεων και στη μείωση των τιμών που αποσκοπεί στην αύξηση των εσόδων. Αυτό σημαίνει ότι έχουν τη δυνατότητα αλλά και τα κίνητρα να χειραγωγήσουν το αποτέλεσμα (Degeorge et al., 1999). Όπως έχει

δείξει παλαιότερη βιβλιογραφία, πολλές φορές τα στελέχη χειραγωγούν τα κέρδη για να αποφύγουν να αναφέρουν ζημιές, για να αυξήσουν το επίπεδο κερδών συγκριτικά με το τελευταίο οικονομικό έτος καθώς και να επιβεβαιώσουν τις προβλέψεις των αναλυτών σχετικά με το επίπεδο των κερδών (Burgstahler and Dichev, 1997; Degeorge et al., 1999; Peasnell et al., 2001). Προηγούμενοι ερευνητές, έχουν εξετάσει και επισημάνει περισσότερους λόγους για τους οποίους τα στελέχη τροποποιούν οικονομικές καταστάσεις. Η «εξομάλυνση των εσόδων», η οποία αναφέρεται στις σκόπιμες προσπάθειες των στελεχών να παραποιήσουν τις οικονομικές καταστάσεις για τον περιορισμό των διακυμάνσεων των πραγματοποιηθέντων κερδών μιας επιχείρησης (Beidleman, 1973), έχει αποδειχτεί ότι πολλές φορές χρησιμοποιείται από τα στελέχη για την επίτευξη στόχων επιπλέον επιβράβευσης (Healy, 1985) ή ακόμα και για την προστασία και διατήρηση της εργασίας τους (Fudenberg and Tirole, 1995; Arya et al., 1998). Άλλες μελέτες έχουν δείξει ότι η «εξομάλυνση των εσόδων» χρησιμοποιείται από τα στελέχη για να αποκαλύψουν την προσωπική τους εκτίμηση για το επίπεδο των μελλοντικών κερδών (Kirschenheiter and Melumad 2002; Ronen and Sadan 1981; Sankar and Subramanyam 2001; Demski, 1998). Τα στελέχη επίσης, ενδέχεται να χειραγωγούν τα κέρδη με σκοπό την παραπλάνηση ορισμένων ομάδων ενδιαφέροντος για προσωπικούς τους λόγους, όπως είναι η προσωπική επίτευξη στόχων (Degeorge et al., 1999). Ένα επιπλέον κίνητρο για τη χειραγωγή των κερδών, αποτελεί το ενδεχόμενο η πληρωμή των στελεχών να συνδέεται με την απόδοση των τιμών των μετοχών ή με τα κέρδη ή ακόμα και με τα δύο (Gaver et al., 1995), οπότε σε αυτήν την περίπτωση το κίνητρο αφορά προσωπικό όφελος που είναι οι ιδιωτικές αποδόσεις (Degeorge et al., 1999). Επίσης, είναι πιθανό τα στελέχη να παρουσιάζουν εσφαλμένες οικονομικές καταστάσεις όταν τα συμφέροντά τους δεν ταυτίζονται πλήρως με αυτά των μετόχων (Degeorge et al., 1999). Ένα ακόμη βασικό κίνητρο που οδηγεί τα στελέχη να αποκρύψουν κάποιες απώλειες και μειώσεις των κερδών, δηλαδή να χειραγωγήσουν τα κέρδη, είναι η μείωση του κόστους που θα επιβληθεί στην επιχείρηση για τις συναλλαγές της με τις ομάδες ενδιαφέροντος (Burgstahler and Dichev, 1997). Παρόλα αυτά, οι Dechow et al. (2003) μελετούν κίνητρα τα οποία δεν αποσκοπούν στη χειραγωγή των κερδών και οι ενδείξεις μη ποιοτικών κερδών οφείλονται στις προσπάθειες των στελεχών

να λάβουν μέτρα για τη βελτίωση της απόδοσης της επιχείρησης. Προσθέτουν πως η συστροφή στα κέρδη μπορεί να προέρχεται από τις διαφορετικές μεθόδους αποτίμησης των επενδυτών και κατά συνέπεια η συστροφή αυτή να είναι αποτέλεσμα της αγοραίας αξίας και όχι της χειραγώγησης των κερδών και τονίζουν το ρόλο των λογιστικών κανόνων και των χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων στη συστροφή των κερδών.

Ευρήματα προηγούμενων ερευνών έχουν δείξει ότι ένα ποσοστό 8% έως 12% εταιρειών με χαμηλά κέρδη που δεν έχουν χειραγωγηθεί, μειώνουν την άσκηση της διακριτικής τους ευχέρειας για την αναφορά αυξημένων κερδών. Αντίθετα, το 30% έως 40% των εταιρειών με οριακά αρνητικά κέρδη προ χειραγώγησης, ασκεί διακριτική ευχέρεια με στόχο την αναφορά αυξημένου επιπέδου κερδών (Burgstahler and Dichev, 1997). Ο Hayn (1995) αναφέρει πως η χειραγώγηση των κερδών εντοπίζεται πιο συχνά σε επιχειρήσεις χαμηλού επιπέδου κερδών, παρά σε επιχειρήσεις χαμηλού επιπέδου ζημιών. Προηγούμενη μελέτη έχει εστιάσει σε ένα μεγάλο δείγμα επιχειρήσεων της Ευρωπαϊκής Ένωσης ερευνώντας τη συμπεριφορά οριακής επίτευξης στόχων κερδών. Πρόκειται για ένα δείγμα χωρών, στο οποίο ενώ υπάρχουν κοινά πολιτικά, οικονομικά και κανονιστικά θεμέλια, τα θεσμικά πλαίσια και οι λογιστικοί κανονισμοί ποικίλουν ανά κράτος (Daske et al., 2006). Τα ευρήματα έδειξαν ότι περισσότερες επιχειρήσεις από ό,τι αναμενόταν, πετυχαίνουν τους στόχους κερδών, δηλαδή αναφέρουν οριακά θετικά κέρδη, οριακά θετικές μεταβολές κερδών ή παρουσιάζουν μηδενικά ή οριακά θετικά σφάλματα προβλέψεων (Daske et al., 2006). Παρατηρήθηκε ότι η συμπεριφορά επίτευξης οριακών στόχων κερδών διαφοροποιείται για κάθε κράτος της Ευρωπαϊκής Ένωσης και ότι η υιοθέτηση της συγκεκριμένης συμπεριφοράς είναι πιο έντονη στην ηπειρωτική Ευρώπη και κυρίως σε χώρες όπως η Γερμανία, η Ιταλία και η Αυστρία (Daske et al., 2006). Εξετάστηκε επίσης για το ίδιο δείγμα χωρών και η συμπεριφορά εξομάλυνσης των εσόδων και παρατηρήθηκε πως και σε αυτή την περίπτωση οι επιχειρήσεις της Γερμανίας ασκούν σε μεγαλύτερο βαθμό τη συγκεκριμένη μέθοδο (Daske et al., 2006). Παρά τις προσπάθειες για κοινούς λογιστικούς κανόνες, μέσω της συγκεκριμένης έρευνας αποδεικνύεται πόσο διαφέρουν οι κατανομές των κερδών στην Ευρωπαϊκή Ένωση στο πλαίσιο γενικά αποδεκτών αρχών της λογιστικής (GAAP) (Daske et al., 2006).

Είναι γνωστό από προηγούμενη βιβλιογραφία ότι οι εσφαλμένες οικονομικές καταστάσεις οδηγούν σε αναποτελεσματικότητα της κεφαλαιαγοράς (Laux, 2007). Λογιστές και μη, εξ αρχής αντιμετώπισαν τη χειραγώγηση των κερδών ως «εχθρό», οι πρώτοι κυρίως λόγω της προσήλωσης τους στην αξιοπιστία (Laux, 2007). Ωστόσο, η χειραγώγηση των κερδών δεν αποτελεί κάτι νέο και δεν είναι απαραίτητα καταστροφική για τις αποτελεσματικές κεφαλαιαγορές. Μελέτες έχουν διερευνήσει το ενδεχόμενο ύπαρξης θετικής πλευράς της χειραγώγησης κερδών και τα ευρήματά τους έχουν δείξει ότι η χειραγώγηση των κερδών ουσιαστικά αποτελεί ένα φυσικό αποτέλεσμα της ευελιξίας επιλογών που προσφέρουν οι γενικά αποδεκτές αρχές της λογιστικής (GAAP), που με τον κατάλληλο τρόπο η χειραγώγηση των κερδών μπορεί να γίνει «φίλος» λογιστών και μη (Laux, 2007). Μια επιπλέον μέθοδος χειραγώγησης των κερδών που με την κατάλληλη διαχείριση μπορεί να αποφέρει θετικά αποτελέσματα είναι η «εξομάλυνση των εσόδων», καθώς συμβάλλει στη μείωση του κόστους των ιδίων κεφαλαίων, στη μεγιστοποίηση της τιμής των μετοχών και στη μείωση της μεταβλητότητας των αναμενόμενων μελλοντικών ταμειακών ροών (Laux, 2007).

2.2 Η Εταιρική Διακυβέρνηση

Μέχρι σήμερα οι ορισμοί που αποδίδουν την Εταιρική Διακυβέρνηση ποικίλουν. Σύμφωνα με τον MacKenzie (1992), η Εταιρική Διακυβέρνηση αποτελεί έναν πολλαπλό όρο που αντιστοιχεί στην ηγεσία, στον έλεγχο και στη διαχείριση των επιχειρήσεων στο πλαίσιο των οικονομικών συστημάτων και οργανισμών. Πρόκειται για ένα υποσύνολο των συμβάσεων των εταιρειών που μεσολαβεί στην ευθυγράμμιση των αποφάσεων και ενεργειών των στελεχών με τα συμφέροντα των μετόχων (Armstrong et., 2010). Οι Jensen (1993), Mehran (1995), Core et al. (1999, 2003), Holderness (2003) διακρίνουν την Εταιρική Διακυβέρνηση ως το σύνολο των μηχανισμών με τους οποίους οι μέτοχοι εξασφαλίζουν την ευθυγράμμιση των δικών τους συμφερόντων με αυτά των διευθυντών από την πλευρά του διοικητικού συμβουλίου. Οι Shleifer and Vishny (1997), έχουν ορίσει την Εταιρική Διακυβέρνηση ως τους τρόπους με τους οποίους οι χρηματοδότες μιας επιχείρησης διασφαλίζουν ότι θα λάβουν απόδοση της επένδυσής τους. Ουσιαστικά, η Εταιρική Διακυβέρνηση

αντιπροσωπεύει τις διαδικασίες, τις πολιτικές, τα έθιμα και τους νόμους που επιδρούν στη διοίκηση, στη διαχείριση καθώς και στον έλεγχο μιας επιχείρησης και καθορίζει τόσο τους στόχους όσο και τις σχέσεις μεταξύ των ενδιαφερόμενων μερών (Broni and Velentzas, 2012). Μια επιχείρηση θα πρέπει να λειτουργεί και να διοικείται με τρόπο που κάθε ενδιαφερόμενο μέρος ωφελείται. Τα ενδιαφερόμενα μέρη στην πραγματικότητα είναι τα διοικητικά συμβούλια, οι μέτοχοι, οι εργαζόμενοι, οι πιστωτές, οι πελάτες και η ολόκληρη κοινότητα (Broni and Velentzas, 2012). Συνήθως, η Εταιρική Διακυβέρνηση ορίζεται ως ένα σύστημα κατεύθυνσης και ελέγχου των εταιρειών (Cadbury Committee, 1992), ενώ η αποτελεσματική Εταιρική Διακυβέρνηση καθιερώνει μακροπρόθεσμους στρατηγικούς στόχους, σχέδια και κατάλληλους τρόπους διαχείρισης, με σκοπό την επίτευξη αυτών των στόχων και επιδιώκει να διασφαλίσει την ακεραία λειτουργία της επιχείρησης (Cadbury Committee, 1992). Επιπλέον, η αποτελεσματική Εταιρική Διακυβέρνηση στοχεύει στη λειτουργία της επιχείρησης προς όφελος όλων των ενδιαφερόμενων μερών καθώς και στη λειτουργία της επιχείρησης σύμφωνα με αποδεκτά ηθικά πρότυπα και επίσημους νόμους (Broni and Velentzas, 2012). Ουσιαστικά, η Εταιρική Διακυβέρνηση στοχεύει στη βελτιστοποίηση της αξίας της εταιρείας (Turnbull, 2015).

Όπως προαναφέρθηκε, η Εταιρική Διακυβέρνηση αποτελεί ένα σύνολο συμβάσεων των εταιρειών με σκοπό την ευθυγράμμιση των συμφερόντων των μετόχων με τις αποφάσεις και ενέργειες των στελεχών (Armstrong et., 2010). Κατά τη διάρθρωση αυτών των συμβάσεων, τα συμφέροντα μεταξύ των στελεχών, των διοικητικών συμβουλίων, των δανειστών και των μετόχων που συγκρούονται, δημιουργούν την ανάγκη για μηχανισμούς παρακολούθησης και δέσμευσης που συμβάλλουν στον περιορισμό αυτών των συγκρούσεων (Jensen and Meckling, 1976). Ένας από τους παράγοντες που διαδραματίζει βασικό ρόλο στο σχεδιασμό των μηχανισμών αυτών αλλά και στον προσδιορισμό των συγκρούσεων και κατά συνέπεια στη μετριάσή τους, αποτελεί το πληροφοριακό περιβάλλον (Armstrong et., 2010). Η ασυμμετρία πληροφόρησης που προκύπτει λόγω της τάσης ορισμένων συμβαλλόμενων μερών να διαθέτουν περισσότερες πληροφορίες για ορισμένες εταιρείες σε διάφορες χρονικές στιγμές, συμβάλλει στην επέκταση αυτών των συγκρούσεων, αλλά μετριάζεται από τη χρηματοοικονομική αναφορά, η οποία

με τη σειρά της εξαρτάται από τους μηχανισμούς παρακολούθησης και δέσμευσης που επιλέγουν οι επιχειρήσεις (Armstrong et., 2010). Η χρησιμότητα, λοιπόν, της χρηματοοικονομικής αναφοράς οφείλεται στο γεγονός ότι οι συμβάσεις, τυπικές και άτυπες, είναι πιο αποτελεσματικές λόγω της δέσμευσης των ενδιαφερόμενων μερών σε ένα περιβάλλον πληροφόρησης με μεγαλύτερη διαφάνεια (Armstrong et., 2010). Προηγούμενη βιβλιογραφία έχει δείξει ότι η χρηματοοικονομική πληροφόρηση έχει επίδραση τόσο στη δομή του διοικητικού συμβουλίου, όσο και στη δομή της ιδιοκτησίας και ενδέχεται η σχέση αυτή να είναι αμφίδρομη (Armstrong et., 2010). Το διοικητικό συμβούλιο κατέχει πρωταγωνιστικό ρόλο τόσο στο να παρακολουθεί τη διαχείριση, όσο και στο να δημιουργεί μηχανισμούς που συμβάλλουν στην ευθυγράμμιση των στόχων των στελεχών με τα συμφέροντα των μετόχων (Armstrong et., 2010).

Προηγούμενες μελέτες έχουν επισημάνει τη σημαντικότητα του διοικητικού συμβουλίου στην Εταιρική Διακυβέρνηση (Schwartz-Ziv and Weisbach, 2013). Έχει εξεταστεί ο ρόλος του διοικητικού συμβουλίου και έχουν εντοπιστεί δύο βασικές λειτουργίες του: η παροχή συμβουλών στα ανώτερα διοικητικά στελέχη και η παρακολούθηση των ανώτερων στελεχών (Armstrong et., 2010). Για την ορθή επίτευξη των λειτουργιών αυτών απαιτούνται εξειδικευμένα μέλη διοικητικού συμβουλίου αλλά και διευθυντές που είναι ανεξάρτητοι από τη διοίκηση (Armstrong et., 2010). Τα διοικητικά συμβούλια κατά κύριο λόγο αποτελούνται από εξωτερικούς και εσωτερικούς διευθυντές, με τους εξωτερικούς να αναγνωρίζουν μεγάλη αξία λόγω των εξειδικευμένων γνώσεων τους σε κλάδους όπως η επιχειρησιακή στρατηγική, το μάρκετινγκ, η χρηματοδότηση και η οργανωτική δομή, καθώς συνήθως οι εξωτερικοί διευθυντές διαθέτουν μεγάλη επαγγελματική εμπειρία και είναι κυρίως διευθύνοντες σύμβουλοι και στελέχη άλλων επιχειρήσεων, πανεπιστημίων, πρώην πολιτικοί, ρυθμιστές και επιτυχημένοι επιχειρηματίες (Armstrong et., 2010). Επίσης οι εξωτερικοί διευθυντές διακρίνονται για την ανεξαρτησία που φέρουν η οποία συμβάλλει στην παρακολούθηση της διοίκησης με περισσότερη αντικειμενικότητα (Yermack, 2004). Όσον αφορά τους εσωτερικούς διευθυντές, συνήθως είναι στελέχη της επιχείρησης που λόγω των πλούσιων πληροφοριών που κατέχουν σχετικά με τις ευκαιρίες και τους περιορισμούς, συμβάλλουν σημαντικά στην αποτελεσματικότερη λήψη των αποφάσεων (Raheja, 2005; Harris and Raviv, 2008; Adams et al., 2009). Οι

Fama and Jensen (1983), προσθέτουν ότι πέρα από τη συμβολή στη λήψη αποφάσεων, οι εσωτερικοί διευθυντές συνεισφέρουν σε μεγάλο βαθμό και στην εκπαίδευση των εξωτερικών διευθυντών σχετικά με τις δραστηριότητες της επιχείρησης. Παρόλο που μπορεί οι εσωτερικοί διευθυντές να διαθέτουν περισσότερες πληροφορίες, πολλές φορές δεν είναι πρόθυμοι να μεταφέρουν τις πληροφορίες τους για να συμβουλευσουν τον διευθύνοντα σύμβουλο, σε αντίθεση με τα τους εξωτερικούς διευθυντές, οι οποίοι μάλιστα είναι πιο πιθανό να επηρεάσουν τον διευθύνοντα σύμβουλο σχετικά με τη λήψη στρατηγικών αποφάσεων (Adams and Ferreira, 2007).

Το διοικητικό συμβούλιο έχει μεγάλη ευθύνη για τις εξωτερικές λειτουργίες της χρηματοοικονομικής πληροφόρησης της επιχείρησης (Broni and Velentzas, 2012). Έως ένα μεγάλο βαθμό εξαρτώνται από τον διευθύνοντα σύμβουλο για την ακεραιότητα και την παροχή λογιστικών πληροφοριών, καθώς και από τους λογιστές και τους ελεγκτές της εταιρείας λόγω της αρμοδιότητάς τους να παρακολουθούν τα λογιστικά συστήματα (Jensen, 1993). Οι Watts and Zimmerman (1986) επισημαίνουν ότι η αποτελεσματικότητα του λογιστικού συστήματος στον περιορισμό των συγκρούσεων εξαρτάται από τους ισχυρισμούς των συμβαλλόμενων μερών ότι η σύνταξη των οικονομικών εκθέσεων έχει πραγματοποιηθεί με βάση τις διατάξεις της σύμβασης. Ουσιαστικά, η διαδικασία ελέγχου αποτελεί το σύνολο των μηχανισμών που παρέχει αυτούς τους ισχυρισμούς στα συμβαλλόμενα μέρη με την παρακολούθηση της χρηματοοικονομικής αναφοράς (Armstrong et., 2010). Συνεπώς, η διαδικασία ελέγχου προάγει την εμπιστοσύνη για την εγκυρότητα και αξιοπιστία της χρηματοοικονομικής αναφοράς σε διευθυντές, μετόχους και άλλα συμβαλλόμενα μέρη (Armstrong et., 2010). Προηγούμενη βιβλιογραφία έχει δείξει ότι η ποιότητα της χρηματοοικονομικής πληροφόρησης μπορεί να επηρεαστεί από την επιλογή κάποιου ελεγκτή υψηλής ποιότητας, δηλαδή από μια μεγάλη ελεγκτική εταιρία που κατά την πραγματοποίηση ενός ελέγχου μπορεί να θέσει σε κίνδυνο το οικονομικό κεφάλαιο και την αξιοπιστία (Armstrong et., 2010). Έρευνες διακρίνουν τους ελεγκτές υψηλής ποιότητας ως ένα μηχανισμό που περιορίζει τη δυνατότητα των στελεχών να τροποποιήσουν τις οικονομικές καταστάσεις (Francis et al., 1999), ενώ άλλες μελέτες υποστηρίζουν πως στελέχη που αποσκοπούν στη χειραγώγηση των κερδών θα επιλέξουν έναν ελεγκτή υψηλής ποιότητας (Armstrong et. al., 2010).

Αντίθετα, άλλες έρευνες τονίζουν ότι οι ελεγκτές υψηλής ποιότητας συνδέονται με εκθέσεις ελέγχου που διαθέτουν περισσότερες πληροφορίες (Weber and Willenborg, 2003), λιγότερα λογιστικά σφάλματα και παρατυπίες (DeFond and Jiambavlo, 1991) καθώς και ότι σχετίζονται με συντελεστές απόκρισης υψηλότερων κερδών (Teoh and Wong, 1993).

Λόγω της σημασίας του διοικητικού συμβουλίου για την ποιότητα της Εταιρικής Διακυβέρνησης, μεγάλος αριθμός ερευνών έχει μελετήσει τα χαρακτηριστικά του (Armstrong et al., 2010). Το διοικητικό συμβούλιο αποτελεί ένα από τα πιο βασικά εργαλεία της Εταιρικής Διακυβέρνησης το οποίο συμβάλλει στη δημιουργία και διατήρηση της εμπιστοσύνης των επενδυτών, μειώνει τα κόστη αντιπροσώπευσης, βελτιώνει την πρόσβαση στη χρηματοδότηση καθώς και την αποτελεσματικότητα της οργανωτικής δομής (Berle and Means, 1932; Fama and Jensen, 1983; García-Sánchez and Martínez-Ferrero, 2017; Jensen and Meckling, 1976; Shleifer and Vishny, 1997). Προηγούμενη βιβλιογραφία υποστηρίζει ότι τα μικρότερα διοικητικά συμβούλια, δηλαδή τα συμβούλια με λιγότερα μέλη, είναι πιο αποτελεσματικά στον έλεγχο και στην παρακολούθηση της διοίκησης από ότι τα μεγαλύτερα διοικητικά συμβούλια, καθώς λόγω των μειωμένων μελών, η μεταξύ τους επικοινωνία και ο συντονισμός, ενδέχεται να είναι πιο αποτελεσματικά (Ahmed et al. 2006; Dey 2008). Ωστόσο, έρευνα έχει δείξει ότι τα μικρότερα διοικητικά συμβούλια λόγω του φόρτου εργασίας που διαμοιράζεται σε λιγότερα μέλη, είναι πιθανό να μειώσει τη δυνατότητα παρακολούθησης (John and Senbet, 1998). Επίσης, τα μικρότερα διοικητικά συμβούλια έχουν τη δυνατότητα να αξιοποιήσουν ένα λιγότερο διαφοροποιημένο φάσμα εμπειρογνωμοσύνης από ότι τα μεγαλύτερα διοικητικά συμβούλια, τα οποία μπορούν να επηρεάσουν την ποιότητα των παρεχόμενων συμβουλών και παρακολούθησης (Guest, 2009). Ένα επιπλέον χαρακτηριστικό του διοικητικού συμβουλίου που συμβάλλει στην αποτελεσματικότητα του ελέγχου και της παρακολούθησης της διαχείρισης είναι το αυξημένο ποσοστό ανεξάρτητων μελών (Jizi et al., 2013). Οι ανεξάρτητοι διευθυντές αναμένεται να διαχειρίζονται με μεγαλύτερη επιτυχία μακροπρόθεσμες δραστηριότητες που ενισχύουν τη διαφάνεια και την αξία μιας επιχείρησης (Jizi et al., 2013). Ένας παράγοντας που επηρεάζει σε μεγάλο βαθμό την αποδοτικότητα του διοικητικού συμβουλίου, την αποφυγή αναποτελεσματικών στρατηγικών διαχείρισης και οικονομικών

αποτελεσμάτων, είναι η νομοθεσία κάθε χώρας (Defond and Hung, 2004; Kim, Kitsabunnarat-Chatjuthamard and Nofsinger, 2007; Klapper and Love, 2004; La Porta, Lopez-de-Silanes and Shleifer, 2006; La Porta, Lopez-de-Silanes and Vishny, 2002). Προηγούμενες μελέτες έχουν δείξει ότι οι αυστηροί δικαστικοί μηχανισμοί και νόμοι συμβάλλουν στην αποτελεσματικότερη διάκριση ανήθικων πρακτικών από την αγορά (Bohorquez et al. 2018).

Για δεκαετίες, η Εταιρική Διακυβέρνηση καθώς και η Εταιρική Κοινωνική Ευθύνη αποτελούσαν αντικείμενο μελέτης, δίνοντας ιδιαίτερη έμφαση στη σχέση μεταξύ αυτών των δύο όρων (Sahut et al., 2019). Σε πολλές μελέτες η Εταιρική Διακυβέρνηση έχει ερμηνευτεί ως προαπαιτούμενο ή ως συστατικό της Εταιρικής Κοινωνικής Ευθύνης (Jamali et al., 2008; Roshima et al., 2009; García-Sánchez et al., 2015). Ως Εταιρική Κοινωνική Ευθύνη, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή, αποδίδει όλες τις ενέργειες που επιτρέπουν στις επιχειρήσεις, πέρα από την εκπλήρωση των νομικών τους υποχρεώσεων, να επενδύσουν σε ανθρώπινο κεφάλαιο, στο περιβάλλον καθώς και στην ενδυνάμωση των σχέσεων με τις ομάδες ενδιαφέροντος (Sahut et al., 2019). Μεγάλο μέρος της βιβλιογραφίας ισχυρίζεται ότι η υιοθέτηση πολιτικών Εταιρικής Κοινωνικής Ευθύνης, συμβάλλει στη δημιουργία και εφαρμογή νέων προτύπων κανονισμών και βελτιωμένων μηχανισμών Εταιρικής Διακυβέρνησης σε μια επιχείρηση (Albareda et al. 2008). Η ανάγκη υιοθέτησης πολιτικών Εταιρικής Κοινωνικής Ευθύνης δημιουργήθηκε λόγω κάποιων λογιστικών σκανδάλων που κλόνισαν την εμπιστοσύνη των επενδυτών (Agrawal και Chadha, 2005) και πλέον οι πολιτικές αυτές και η εφαρμογή τους, αποτελούν θέμα μέγιστης σημασίας για τα ενδιαφερόμενα μέρη που θέλουν να διασφαλίσουν ότι τα στελέχη τηρούν αυτές τις πολιτικές, τόσο για τη βέλτιστη ανάπτυξη μηχανισμών Εταιρικής Διακυβέρνησης, όσο και για την αποκατάσταση της εμπιστοσύνης των επενδυτών στο χρηματοοικονομικό σύστημα (Sahut et al., 2019). Ουσιαστικά, λόγω της δυνατότητας της Εταιρικής Κοινωνικής Ευθύνης να μειώνει την ασυμμετρία πληροφόρησης μεταξύ επενδυτών και στελεχών, βοηθά στον έλεγχο των στελεχών (Jizi et al., 2013), με αποτέλεσμα οι εκθέσεις της να μπορούν να επηρεάσουν θετικά τη γνώμη των ενδιαφερόμενων μερών σχετικά με την απόδοση των επιχειρήσεων, τον εταιρικό κίνδυνο και την εταιρική αξία και κατά συνέπεια την κερδοφορία των επιχειρήσεων (Gray et al., 1995; Simpson and Kohers 2002; Scholtens, 2008; Godfrey et al., 2009;

Salama et al, 2011; Ghoul et al., 2011; Cormier et al., 2011; Lourenco et al., 2012).

Όπως προαναφέρθηκε, το διοικητικό συμβούλιο έχει την ευθύνη για την ανάπτυξη επιχειρηματικών στρατηγικών αλλά και για την παρακολούθηση της υπεύθυνης χρήσης των περιουσιακών στοιχείων των επιχειρήσεων. Συνεπώς, εκείνο είναι υπεύθυνο και για τις αποφάσεις για δραστηριότητες και πολιτικές που συνδέονται με την Εταιρική Κοινωνική Ευθύνη (Jizi et., 2013). Δεδομένου ότι οι επιχειρήσεις ασχολούνται με δραστηριότητες που σχετίζονται με την Εταιρική Κοινωνική Ευθύνη, όχι για τον προσωρινό καθισχυασμό των ηθικών ζητημάτων των διευθυντών (Porter and Kramer 2006; Hennigfeld et al., 2006), αλλά για να βελτιώσουν τη βιωσιμότητα της επιχείρησης, να αναγνωρίσουν κοινωνικές ανησυχίες και να ενισχύσουν τις σχέσεις τους με τις ομάδες ενδιαφέροντος, αναμένεται ότι οι αποτελεσματικές δομές των διοικητικών συμβουλίων θα είναι πιο επιμελείς στο να παρέχουν πληροφορίες για θέματα Εταιρικής Κοινωνικής Ευθύνης (Jizi et., 2013).

Ένας παράγοντας ακόμη, που συνεισφέρει σε μεγάλο βαθμό στην αποτελεσματικότητα του διοικητικού συμβουλίου, είναι ο αριθμός των γυναικών που ανήκουν σε αυτό (Bear et al., 2010). Ενώ ορισμένες μελέτες υποστηρίζουν ότι η παρουσία των γυναικών στο διοικητικό συμβούλιο μπορεί να συνδέεται με αδυναμία των ίδιων να εκφράσουν τη γνώμη τους και να ακουστούν (Brewer and Kramer, 1985; Kanter, 1977b; Lord and Saenz, 1985; Nemeth, 1986), άλλες έρευνες έχουν επισημάνει τη σπουδαιότητα και την αναγκαιότητα για την παρουσία τους στο διοικητικό συμβούλιο καθώς η αύξηση τους συμβάλλει στη μείωση προβλημάτων επικοινωνίας (Konrad et al., 2008; Kramer et al., 2006) και ενισχύει τις κρίσιμες διαδικασίες του, όπως είναι η ανάλυση και η λήψη αποφάσεων (Bear et al., 2010). Η θετική επίδραση των γυναικών στα διοικητικά συμβούλια έχει αποδειχτεί ότι μπορεί να επηρεάσει επίσης θετικά τις αξιολογήσεις για την Εταιρική Κοινωνική Ευθύνη (Fombrun, 2006). Οι γυναίκες μαζί με τα οφέλη που φέρουν στη λήψη αποφάσεων (Konrad et al., 2008), συμβάλλουν και στην αυξημένη ευαισθησία για πολιτικές της Εταιρικής Κοινωνικής Ευθύνης (Williams, 2003). Έρευνες έχουν δείξει ότι η αύξηση των γυναικών του διοικητικού συμβουλίου αυξάνει και τις δραστηριότητες που σχετίζονται με την Εταιρική Κοινωνική Ευθύνη, γεγονός που υποδηλώνει ότι η

συμβολή των γυναικών σε αυτόν τον τομέα λαμβάνεται σε υψηλό βαθμό υπόψη από το διοικητικό συμβούλιο (Erkut et al., 2008).

Ο θετικός αντίκτυπος των γυναικών στα διοικητικά συμβούλια, όπως έγινε γνωστό, βελτιώνει τις αξιολογήσεις για την Εταιρική Κοινωνική Ευθύνη, οι οποίες με τη σειρά τους μπορούν να βελτιώσουν την εταιρική φήμη (Fombrun, 2006). Η εταιρική φήμη αναφέρεται στην «κοινή αθροιστική κρίση των επιχειρήσεων με την πάροδο του χρόνου» (Fombrun and Shanley, 1990). Προηγούμενη βιβλιογραφία έχει δείξει ότι μια θετική φήμη μπορεί να είναι πολύ ωφέλιμη για μια επιχείρηση (Bear et al., 2010). Αρχικά, μια καλή φήμη μιας επιχείρησης συμβάλλει τόσο στη διατήρηση των εργαζομένων της, καθώς το γεγονός ότι αναγνωρίζουν ότι εργάζονται σε μια καλή επιχείρηση αυξάνει την ικανοποίησή τους και μειώνει την πρόθεσή τους για παραίτηση (Riordan et al., 1997), όσο και στην έλκυση νέων εργαζομένων (Gatewood et al., 1993). Επίσης, η θετική φήμη ενισχύει την επωνυμία μιας επιχείρησης, με αποτέλεσμα η επιχείρηση να έχει τη δυνατότητα να χρησιμοποιεί το μετοχικό της σήμα με σκοπό την κυκλοφορία νέων προϊόντων και την εισαγωγή της σε καινούριες αγορές (Dowling, 2006). Έρευνες έχουν δείξει ότι η καλή εταιρική φήμη μπορεί να βελτιώσει την οικονομική απόδοση, την τιμή της μετοχής και τις θεσμικές επενδύσεις (Fombrun, 2006). Όσον αφορά την ενίσχυση της εταιρικής φήμης, οι Fombrun and Shanley (1990), επισημαίνουν ότι τα λογιστικά μέτρα της κερδοφορίας και του κινδύνου, η απόδοση μερισμάτων, το μέγεθος της επιχείρησης και η επίδειξη κοινωνικής ανησυχίας, οδηγούν σε μια καλή φήμη για την επιχείρηση. Έρευνες έχουν προσθέσει και άλλους παράγοντες που ενισχύουν τη φήμη, όπως την ικανοποίηση των πελατών (Bontis et al., 2007), την οικειότητα των ομάδων ενδιαφέροντος (McCorkindale, 2008), καθώς και τις εκστρατείες των εταιρειών (Ellen et al., 2006). Προηγούμενη βιβλιογραφία έχει δείξει ότι οι δραστηριότητες που σχετίζονται με την Εταιρική Κοινωνική Ευθύνη μπορούν να επηρεάσουν θετικά τη φήμη μιας επιχείρησης με ένα ευρύ φάσμα ενδιαφερόμενων μερών, προμηθευτών, ανταγωνιστών, πελατών, επενδυτών και τραπεζιτών (Branco and Rodrigues, 2006). Οι Pfau et al. (2008) αναφέρουν ότι όταν οι δραστηριότητες που σχετίζονται με την Εταιρική Κοινωνική Ευθύνη γίνονται γνωστές στο κοινό, όπως η συνεισφορά στην οργάνωση φιλανθρωπιών (Fombrun and Shanley, 1990), βελτιώνεται η εταιρική φήμη και δημιουργείται η αξιοπιστία. Γενικότερα, η Εταιρική Κοινωνική Ευθύνη

προστατεύει τη φήμη (Fombrun and Gardberg, 2000) και μπορεί να μειώσει την αρνητική δημοσιότητα σε περιόδους κρίσεων (Vanhamme and Grobben, 2009).

Λόγω της αντιμετώπισης του διοικητικού συμβουλίου ως του βασικότερου οργάνου μιας επιχείρησης, επιπλέον χαρακτηριστικά του που έχουν εξεταστεί είναι η πολιτισμική ποικιλομορφία καθώς και η εμπειρία και θητεία του διευθύνοντα σύμβουλου (Adams and Ferreira, 2009; Anderson et al., 2011; Ferreira, 2010). Προηγούμενες έρευνες έχουν τεκμηριώσει ότι ο πολιτισμός είναι ένας παράγοντας που επηρεάζει τα οικονομικά αποτελέσματα καθώς και τη λήψη αποφάσεων (Frijns et al., 2016). Μέχρι τώρα οι έρευνες σχετικών αποτελεσμάτων αντιμετωπίζουν τον πολιτισμό ως εθνικό χαρακτηριστικό που μπορεί να εξηγήσει τις διακρατικές διαφορές σε εταιρικές πρακτικές (Bryan et al., 2015; Ghoul and Zheng, 2016; Zheng et al., 2012) ή δίνουν έμφαση στις πολιτιστικές διαφορές και στον τρόπο που μπορούν να επηρεάσουν τα οικονομικά αποτελέσματα (Ahern et al., 2015; Beugelsdijk and Frijns, 2010; Karolyi, 2016). Τα ευρήματα ερευνών σχετικά με την πολιτισμική ποικιλομορφία δείχνουν δύο πλευρές της. Αρχικά, η πολιτισμική ποικιλομορφία μπορεί να επιφέρει οφέλη στην επεξεργασία πληροφοριών αλλά και στη συνεισφορά διαφορετικών γνώσεων και προοπτικών (Nederveen Pieterse et al., 2013). Πολλές φορές οι γνώσεις αυτές είναι συγκεκριμένες για τις χώρες καταγωγής των μελών του διοικητικού συμβουλίου και συνήθως είναι χρήσιμες για μια επιχείρηση όταν εκείνη ενδιαφέρεται να δραστηριοποιηθεί στη συγκεκριμένη αγορά (Maznevski, 1994). Αντίθετα, ορισμένες μελέτες επισημαίνουν πως η πολιτισμική ποικιλομορφία μπορεί να φέρει τριβές λόγω του ότι ο συντονισμός μπορεί να γίνει πιο δύσκολος, η επικοινωνία πιο αργή και οι παρεξηγήσεις περισσότερες (Anderson et al., 2011; Doney et al., 1998). Ο Bjørnskov (2008) υποστηρίζει πως η πολιτισμική ποικιλομορφία μειώνει το επίπεδο εμπιστοσύνης μέσα σε μια επιχείρηση. Τα ευρήματα ερευνών έχουν δείξει ότι η απόδοση των πιο πολύπλοκων επιχειρήσεων, δηλαδή των επιχειρήσεων που δραστηριοποιούνται σε παραπάνω από τρία επιχειρηματικά τμήματα, δεν επηρεάζεται από την πολιτισμική ποικιλομορφία, ενώ για επιχειρήσεις που δεν είναι σύνθετες, η απόδοση τους επηρεάζεται από την πολιτισμική ποικιλομορφία αρνητικά (Frijns et al., 2016). Συνεπώς, δεν είναι όλες οι πτυχές των πολιτιστικών διαφορών εξίσου σημαντικές και ουσιαστικά η ατομική

ποικιλομορφία είναι αυτή που επιδρά στην αποτελεσματικότητα των συμβουλίων (Frijns et al., 2016).

Όπως προαναφέρθηκε έρευνες έχουν εστιάσει στον αντίκτυπο της εμπειρίας (Hambrick and Mason, 1984) και της θητείας του διευθύνοντα σύμβουλου (Henderson, et al., 2006; Simsek, 2007) στην εταιρική απόδοση. Η ηλικία και η θητεία ενός διευθύνοντα συμβούλου συνδέονται με την απόδοση μιας επιχείρησης μέσω της μέτρησης ορισμένων παραγόντων όπως είναι το παράδειγμα για τη λειτουργία της επιχείρησης και ο χρονικός ορίζοντας της καριέρας του διευθύνοντα συμβούλου (McClelland et al., 2012). Παρόλο που ευρήματα μελετών έχουν δείξει ότι η ηλικία του διευθύνοντα συμβούλου σχετίζεται με τη θητεία του, οι Barker and Mueller (2002), Musteen et al. (2006) επισημαίνουν ότι τα δύο αυτά μεγέθη μπορούν να επηρεάσουν με διαφορετικό τρόπο τα εταιρικά αποτελέσματα.

Όσον αφορά τους διευθύνοντες συμβούλους, προηγούμενη βιβλιογραφία έχει δείξει ότι οι ηλικιακά νεότεροι διευθύνοντες σύμβουλοι με μεγάλους επαγγελματικούς ορίζοντες τείνουν να ακολουθούν στρατηγικές μεγάλου ρίσκου με σκοπό να βελτιωθούν οι μελλοντικές χρηματοοικονομικές επιδόσεις της επιχείρησης, ενδεχομένως επειδή οι αποπληρωμές αναμένεται να πραγματοποιηθούν αφού συνταξιοδοτηθούν (McClelland et al., 2012). Αντίθετα, οι διευθύνοντες σύμβουλοι με μικρότερους ορίζοντες σταδιοδρομίας συνήθως υιοθετούν στρατηγικές χαμηλότερου ρίσκου. Οι Hambrick and Fukutomi (1991) αναλύουν τα στάδια της θητείας του διευθύνοντα συμβούλου επισημαίνοντας ότι στο αρχικό στάδιο οι διευθύνοντες σύμβουλοι που μόλις έχουν διοριστεί, αρχίζουν να αναπτύσσουν γνώσεις και πεποιθήσεις για τον τρόπο διαχείρισης της επιχείρησης, ενώ στη συνέχεια δείχνουν χαμηλότερο ενδιαφέρον να αποδεχτούν νέες πληροφορίες και αλλαγές στις στρατηγικές τους. Προηγούμενες μελέτες έχουν δείξει ότι το πρόβλημα αυτό εμφανίζεται πιο έντονα σε δυναμικά περιβάλλοντα, καθώς σε αυτά απαιτείται συνεχής προσαρμογή και όχι οι προηγούμενες γνώσεις για να βελτιωθεί η απόδοση της επιχείρησης (Henderson et al., 2006). Ωστόσο, σύμφωνα με τους Finkelstein and Hambrick (1990), η οικονομική απόδοση της επιχείρησης εξαρτάται και από άλλους παράγοντες, όπως η διακριτική ευχέρεια του διευθύνοντα συμβούλου καθώς και το διοικητικό συμβούλιο (Walters et al., 2007).

Ένας ακόμα παράγοντας που συνδέεται στενά με την Εταιρική Διακυβέρνηση είναι η αναφορά και η ποιότητα περιβαλλοντικών, κοινωνικών και διακυβερνητικών δεδομένων (Environmental, Social and Governance - ESG). Το ESG αναφέρεται σε μέτρα αειφορίας, σε περιβαλλοντικές, κοινωνικές και διακυβερνητικές πρακτικές αλλά και σε χρηματοοικονομικές αρχές που επηρεάζουν την απόδοση των επιχειρήσεων, όπως είναι η Εταιρική Διακυβέρνηση, τα πρότυπα εργασίας και απασχόλησης, καθώς και η διαχείριση ανθρώπινων πόρων (Harper, 2016). Το ESG αποτελεί σημαντικό εργαλείο που συμβάλλει στη μείωση του κινδύνου και είναι πολύτιμο στη διαχείριση περιουσιακών στοιχείων (Gadinis and Miazad, 2019). Ουσιαστικά είναι ένας εξελισσόμενος συνδυασμός μηχανισμών εσωτερικής διακυβέρνησης, ιδιωτικών αρχών και αξιολογήσεων ομάδων ενδιαφέροντος, χωρίς ένα συγκεκριμένο σύνολο περιεχομένου (Pollman, 2019). Σε γενικές γραμμές, αποτελεί την αυτορρύθμιση εσωτερικών μηχανισμών της Εταιρικής Διακυβέρνησης που υιοθετούνται σε εθελοντική βάση και τη μεταρρυθμιστική ρύθμιση εξωτερικών μετρήσεων (Gill, 2008). Όπως και η Εταιρική Κοινωνική Ευθύνη, το ESG συμπληρώνει την επίσημη κυβερνητική ρύθμιση και οι επιχειρήσεις ενδέχεται να συμμετέχουν και στις δύο περιπτώσεις, σε τέτοιου είδους εθελοντικές δραστηριότητες λόγω εσωτερικών παραγόντων ή ακόμα και λόγω εξωτερικών κοινωνικών πιέσεων (Aguinis and Glavas, 2012; HowardGrenville et al., 2008; Kagan et al., 2003).

2.3 Εταιρική Διακυβέρνηση και χειραγώγηση των κερδών

Προηγούμενη βιβλιογραφία έχει δείξει ότι η Εταιρική Διακυβέρνηση συνδέεται με την ποιότητα των κερδών και τη χειραγώγηση του αποτελέσματος (Healy and Wahlen, 1999; Fields and Keys, 2003). Συγκεκριμένα έχει αποδειχτεί ότι οι μηχανισμοί της Εταιρικής Διακυβέρνησης αποτρέπουν πρακτικές που οδηγούν στη χειραγώγηση των κερδών (Mansor et al., 2013). Οι Xie et al. (2003), υποστηρίζουν ότι η σύνθεση του διοικητικού συμβουλίου και πιο συγκεκριμένα η επιτροπή ελέγχου, συνδέονται με τη χειραγώγηση των κερδών. Όπως προαναφέρθηκε, το διοικητικό συμβούλιο αποτελεί έναν από τους πιο ισχυρούς μηχανισμούς Εταιρικής Διακυβέρνησης και όπως έχουν

δείξει προηγούμενες έρευνες, ένα διοικητικό συμβούλιο μεγάλου μεγέθους παρεμποδίζει τη χειραγώγηση των κερδών, ενδεχομένως λόγω της ποικίλης εμπειρογνωμοσύνης μεταξύ των μελών που θα μπορούσαν να εντοπίσουν τέτοιου είδους πρακτικές (Abed et al., 2012). Επίσης, τα διοικητικά συμβούλια είναι υπεύθυνα για τη διαχείριση της εποπτείας με σκοπό την προστασία των συμφερόντων των μετόχων, με αποτέλεσμα να επηρεάζουν το κατά πόσο μια επιχείρηση ενασχολείται με πρακτικές που παραποιούν το αποτέλεσμα (Xie et al., 2003). Δεδομένου ότι τα διοικητικά συμβούλια των οποίων οι εξωτερικοί διευθυντές παρακολουθούν με μεγαλύτερη αποτελεσματικότητα τη διαχείριση της επιχείρησης συγκριτικά με τους εσωτερικούς διευθυντές, αναμένεται ότι οι επιχειρήσεις με υψηλότερο ποσοστό ανεξάρτητων μελών είναι λιγότερο πιθανό να προβούν σε χειραγώγηση των κερδών από τις επιχειρήσεις που στην πλειοψηφία τους στελεχώνονται με εσωτερικούς διευθυντές (Xie et al., 2003). Όσον αφορά τους ανεξάρτητους διευθυντές και την αναγνώριση της χειραγώγησης των κερδών, έρευνες επισημαίνουν ότι το επαγγελματικό τους υπόβαθρο συμβάλλει σε μεγάλο βαθμό στην αποτελεσματική παρακολούθηση (Xie et al., 2003). Ένας ανεξάρτητος διευθυντής με οικονομικό επαγγελματικό υπόβαθρο είναι πιο εξοικειωμένος με τους τρόπους χειραγώγησης του αποτελέσματος και τον εντοπισμό τους, σε αντίθεση με τους ανεξάρτητους διευθυντές που δεν διαθέτουν την αντίστοιχη οικονομική εξειδίκευση (Xie et al., 2003).

Η παρακολούθηση του διοικητικού συμβουλίου είναι συνάρτηση της σύνθεσης του διοικητικού συμβουλίου στο σύνολό της, αλλά και της σύνθεσης και δομής των υποεπιτροπών του συμβουλίου (Xie et al., 2003). Σύμφωνα με τον Vance (1983), υπάρχουν τέσσερις επιτροπές διοικητικών συμβουλίων που επηρεάζουν τις δραστηριότητες μιας επιχείρησης: η ελεγκτική επιτροπή, η εκτελεστική επιτροπή, η επιτροπή αποζημίωσης και η επιτροπή διορισμού. Όπως προαναφέρθηκε, η δομή και η σύνθεση των επιτροπών του διοικητικού συμβουλίου επηρεάζουν την επιθυμία της διοίκησης να χειραγωγήσει το αποτέλεσμα (Xie et al., 2003). Εστιάζοντας στις ελεγκτικές και εκτελεστικές επιτροπές, έρευνες έχουν δείξει ότι η εκτελεστική επιτροπή συνδέεται με έμμεσο τρόπο με τον έλεγχο για τη χειραγώγηση των κερδών, ενώ οι επιτροπές ελέγχου ή χρηματοδότησης με πιο άμεσο (Xie et al., 2003). Ο Spira (1999) υποστηρίζει ότι οι επιτροπές ελέγχου συμβάλλουν σε μεγάλο βαθμό στη

βελτίωση των οικονομικών αναφορών, ενώ οι Xie et al. (2003) προσθέτουν ότι τα μέλη των επιτροπών ελέγχου θα πρέπει να είναι εξελεγμένα στον οικονομικό κλάδο. Μια επιτροπή ελέγχου καλά δομημένη, ενεργή και εύρυθμη συμβάλλει στην αποτροπή χειραγώγησης των κερδών, όταν μάλιστα όπως προαναφέρθηκε αποτελείται στο μεγαλύτερο βαθμό της από ανεξάρτητα μέλη με επαγγελματικό υπόβαθρο στον οικονομικό τομέα (Xie et al., 2003). Ένας ακόμα παράγοντας που μειώνει την τάση των επιχειρήσεων να χειραγωγούν τα κέρδη τους είναι η συχνότητα συνεδριάσεων του διοικητικού συμβουλίου (Xie et al., 2003). Ο Vafeas (1999) υποστηρίζει ότι οι συνεδριάσεις του διοικητικού συμβουλίου γίνονται συχνότερες κατά τη διάρκεια περιόδων αναταραχής και ότι οι συχνότερες συνεδριάσεις του διοικητικού συμβουλίου βελτιώνουν την οικονομική απόδοση μιας επιχείρησης. Συνεπώς, τα διοικητικά συμβούλια που συνεδριάζουν πιο συχνά επικεντρώνονται περισσότερο σε θέματα όπως είναι η χειραγώγηση των κερδών, σε αντίθεση με τα διοικητικά συμβούλια που συνεδριάζουν πιο σπάνια (Xie et al., 2003).

Ορισμένες έρευνες έχουν υποστηρίξει ότι οι επιχειρήσεις με αδύναμη δομή εταιρικής διακυβέρνησης, έχουν περισσότερα κίνητρα να χειραγωγήσουν τα κέρδη τους (Chena et al., 2019). Οι Dechow et al. (1996), επισημαίνουν πως οι επιχειρήσεις με ασθενέστερη Εταιρική Διακυβέρνηση, όπως είναι τα διοικητικά συμβούλια που κυριαρχούνται από τη διοίκηση, έχουν μεγαλύτερη πιθανότητα να εφαρμόσουν πρακτικές που υποδηλώνουν χειραγώγηση των κερδών. Ωστόσο, έχουν γίνει υποθέσεις που υποστηρίζουν ότι η καλύτερη Εταιρική Διακυβέρνηση δημιουργεί μια πίεση στη διοίκηση να πετύχει τους στόχους κερδών με αποτέλεσμα η διοίκηση να ωθείται στη χειραγώγηση των κερδών (Chena et al., 2019). Υψηλότερη πιθανότητα να χειραγωγούν το αποτέλεσμα έχουν και οι επιχειρήσεις των οποίων οι διευθύνοντες σύμβουλοι είναι ταυτόχρονα και πρόεδροι του διοικητικού συμβουλίου (Dechow et al., 1996).

Προηγούμενες έρευνες έχουν εξετάσει και τη σχέση ορισμένων μεταβλητών ελέγχου, όπως είναι η κερδοφορία, το μέγεθος της επιχείρησης και το συνολικό της χρέος, με τη χειραγώγηση των κερδών (Mansor et al., 2013). Οι Saleh et al. (2005) αποδεικνύουν ότι οι επιχειρήσεις που παρουσιάζουν περισσότερες ζημίες είναι πιο πιθανό να χειραγωγούν το αποτέλεσμα. Το ίδιο υποστηρίζεται και για τις μικρότερες επιχειρήσεις καθώς είναι λιγότερο πιθανό να ελεγχθούν οι ενέργειες τους (Che-Ahmad and Mansor, 2009). Αντίθετα, οι επιχειρήσεις με

υψηλότερα επίπεδα συνολικού χρέους αντιμετωπίζουν αυξημένα επίπεδα θεσμικής παρακολούθησης, με αποτέλεσμα να μειώνεται η πιθανότητα να χειραγωγούν το αποτέλεσμα (Becker et al., 1998).

Έρευνες έχουν εξετάσει την επίδραση της ισχύος της αγοράς και του ανταγωνισμού των βιομηχανιών στη σχέση της Εταιρικής Διακυβέρνησης με τη χειραγώγηση κερδών και τα ευρήματα έδειξαν ότι τα δείγματα επιχειρήσεων με χαμηλή ισχύ στην αγορά ή έντονο ανταγωνισμό στη βιομηχανία, ενδεχομένως να στραφούν σε πρακτικές που χειραγωγούν τα κέρδη καθώς οι μηχανισμοί της Εταιρικής Διακυβέρνησης θα αποτύχουν (Tanga and Chenb, 2019). Ουσιαστικά, η πίεση από τη χαμηλή ισχύ της αγοράς και τον έντονο ανταγωνισμό της αγοράς, όχι μόνο θα μειώνει την επίδραση της Εταιρικής Διακυβέρνησης στη χειραγώγηση των κερδών, αλλά θα προκαλούσε την αύξηση της χειραγώγησης κερδών, καθώς και την αναξιοπιστία των οικονομικών πληροφοριών της επιχείρησης (Tanga and Chenb, 2019).

Ένας επιπλέον παράγοντας που επηρεάζει την τάση των επιχειρήσεων να χειραγωγούν το αποτέλεσμα είναι το οικονομικό κλίμα και οι αλλαγές που προκύπτουν σε αυτό (Filipa and Raffournier, 2013). Προηγούμενη βιβλιογραφία έχει δείξει ότι σε περιόδους ασύμμετρης πληροφόρησης και αβεβαιότητας, οι επιχειρήσεις τείνουν να χειραγωγούν τα κέρδη τους σε μεγαλύτερο βαθμό (Stein and Wang, 2016), τονίζοντας ότι περισσότερα κίνητρα για χειραγώγηση του αποτελέσματος σε τέτοιες περιόδους έχουν οι εταιρείες που η ενδεχόμενη συνολική αποζημίωση του διευθύνοντος συμβούλου συνδέεται σε μεγάλο βαθμό με την αξία των μετοχών και των δικαιωμάτων προέλευσης, ή που δέχονται πιέσεις για τα κέρδη τους από την αγορά (Bergstresser and Philippon, 2006; Core and Guay, 2002). Προηγούμενη βιβλιογραφία έχει επισημάνει ότι σε περιόδους οικονομικής κρίσης, η ποιότητα του ελέγχου είναι υψηλότερη για επιχειρήσεις με ισχυρή προστασία των επενδυτών και νομική επιβολή και χαμηλότερη για επιχειρήσεις με χαμηλή προστασία των επενδυτών και νομική επιβολή, όπως και η ποιότητα των κερδών αντίστοιχα (Persakis and Iatridis, 2015).

Οι λόγοι για τους οποίους η χειραγώγηση των κερδών είναι υψηλότερη σε περιόδους οικονομικής κρίσης είναι διάφοροι (Filipa and Raffournier, 2013). Αρχικά, οι περισσότερες επιχειρήσεις σε τέτοιες περιόδους εμφανίζουν χαμηλότερα κέρδη τα οποία τείνουν να χειραγωγηθούν ώστε να αντισταθμιστεί

η μείωση της επιχειρησιακής απόδοσης (Zaluki et al., 2011). Οι διευθυντές των επιχειρήσεων που επηρεάζονται περισσότερο, ενδέχεται να χειραγωγούν το αποτέλεσμα προς τα πάνω για να μετριάσουν την πτώση της τιμής της μετοχής, κάτι που θα επιδρούσε αρνητικά στην αποζημίωσή τους (Charitou et al., 2007). Ένας ακόμη λόγος για να χειραγωγηθούν τα κέρδη προς τα κάτω αυτή τη φορά, είναι η επιθυμία των στελεχών να δείξουν ότι η επιχείρηση αντιμετωπίζει προβλήματα, με σκοπό να κινητοποιήσουν τους υπαλλήλους που διαφορετικά θα αμφισβητούσαν την ύπαρξη και την επιμονή των δυσκολιών της επιχείρησης (DeAngelo et al., 1994). Επιπλέον, οι επιχειρήσεις ενδέχεται να εκμεταλλευτούν την οικονομική κρίση και να παρουσιάσουν μειωμένα κέρδη προκειμένου να αποκτήσουν πλεονεκτήματα ή να αντιταχθούν σε νέους κανονισμούς καθώς γνωρίζουν ότι οι κυβερνήσεις είναι πιθανό να παρέχουν υποστήριξη σε επιχειρήσεις που η οικονομική τους κατάσταση επιδεινώνεται σε περιόδους οικονομικών δυσχερειών (Filipa and Raffournier, 2013).

Στην παρούσα διπλωματική εργασία εξετάζεται η επίδραση της ποιότητας της Εταιρικής Διακυβέρνησης, ενός δείγματος επιχειρήσεων της Ευρωζώνης, στην τάση των επιχειρήσεων αυτών να πετυχαίνουν οριακούς στόχους κερδών, δηλαδή να χειραγωγούν. Αναμένεται, σύμφωνα με προηγούμενη βιβλιογραφία, ότι η ισχυρή ποιότητα Εταιρικής Διακυβέρνησης, καθώς και οι μηχανισμοί της, θα αποτρέπουν τις διοικήσεις από λογιστικές πράξεις με σκοπό την τροποποίηση του αποτελέσματος.

Στη συνέχεια η ίδια διαδικασία θα επαναληφθεί για το ίδιο δείγμα εταιρειών, αλλά αυτή τη φορά διαιρεμένο σε χώρες οικονομικά ισχυρές και μη, βάσει του μέσου όρου του Ακαθάριστου Εγχώριου Εισοδήματος (Gross National Income-GNI). Σκοπός είναι να μελετηθεί η επίδραση του οικονομικού κλίματος στη συμπεριφορά των χωρών όσον αφορά την ποιότητα της Εταιρικής Διακυβέρνησης και της τάσης τους να χειραγωγούν. Όπως έχει δείξει η πλειοψηφία των ερευνών, αναμένεται οι χώρες που δέχονται οικονομική πίεση, δηλαδή οι μη οικονομικά ισχυρές χώρες, να είναι πιο επιρρεπείς στη χειραγωγή του αποτελέσματος. Ωστόσο, σύμφωνα με τα ευρήματα ορισμένων μελετών, τυχόν αποκλίσεις είναι πιθανές καθώς όπως προαναφέρθηκε, η ένταση της χειραγωγώησης των κερδών ποικίλει ανά χώρα.

3. Δείγμα και μεθοδολογία

3.1 Διαμόρφωση δείγματος

Για τη διαμόρφωση του δείγματος συγκεντρώθηκαν και αναλύθηκαν ετήσια δεδομένα από το Thomson Reuters, που αποτελεί πάροχο χρηματοοικονομικών πληροφοριών και οικονομικών δραστηριοτήτων, και πιο συγκεκριμένα από την ASSET4. Πρόκειται για μια βάση δεδομένων που περιέχει περιβαλλοντικές, κοινωνικές και διακυβερνητικές πληροφορίες (ESG) για χώρες, δημόσιες και ιδιωτικές επιχειρήσεις καθώς και τοπικές αρχές. Αντλήθηκαν δεδομένα για 9760 εταιρείες παγκοσμίως της ASSET4, για τα έτη 2004 έως 2019 και στη συνέχεια επιλέχθηκαν μόνο οι εταιρείες που ανήκουν στην Ευρωζώνη, δηλαδή εταιρείες που χρησιμοποιούν το ευρώ, και που είναι ενεργές, καταλήγοντας με αυτόν τον τρόπο σε 770 εταιρείες. Το 2004 χρησιμοποιήθηκε ως έτος σύγκρισης, καθώς από το 2005 και έπειτα υιοθετήθηκαν τα Διεθνή Πρότυπα Χρηματοοικονομικής Αναφοράς (International Financial Reporting Standards - IFRS) στην Ευρώπη.

3.2 Υπολογισμός οριακών στόχων κερδών

Για τον προσδιορισμό της επίτευξης οριακών στόχων κερδών και κατά συνέπεια, για τον εντοπισμό ύποπτων εταιρειών για χειραγώγηση των κερδών τους, η παρούσα μελέτη βασίστηκε σε προηγούμενη έρευνα του Roychowdhury (2006). Συγκεκριμένα, σύμφωνα με τον Roychowdhury (2006) τα εταιρικά έτη κατά τα οποία η απόδοση των στοιχείων του ενεργητικού, υπολογιζόμενη ως το πηλίκο των καθαρών εσόδων προς το σύνολο του ενεργητικού (Return on Assets - ROA), κυμαίνεται στο διάστημα 0,00-0,005, καθιστά πιο πιθανό το ενδεχόμενο οι επιχειρήσεις να έχουν χειραγωγήσει τα κέρδη τους. Ως εξαρτημένες μεταβλητές χρησιμοποιήθηκαν τα οριακά θετικά κέρδη (SUSPECT) και η οριακή μεταβολή θετικών κερδών (DSUSPECT). Η εξαρτημένη μεταβλητή SUSPECT υπολογίστηκε όπως ο δείκτης ROA, ενώ η εξαρτημένη μεταβλητή DSUSPECT, υπολογίστηκε από το πηλίκο της διαφοράς των καθαρών εσόδων της τρέχουσας χρονιάς με εκείνων της περασμένης χρονιάς προς το σύνολο του ενεργητικού της επιχείρησης: [(net income before

extra items_{*t*}/net income before extra items_{*t-1*})/total assets]. Για τιμές του δείκτη ROA και της μεταβολής του, που ανήκουν στο διάστημα 0,00-0,005, οι εξαρτημένες μεταβλητές SUSPECT και DSUSPECT λαμβάνουν την τιμή 1, υποδηλώνοντας ότι οι επιχειρήσεις είναι ύποπτες για χειραγώγηση κερδών, διαφορετικά παίρνουν την τιμή 0.

3.3 Μέτρηση της ποιότητας της Εταιρικής Διακυβέρνησης

Για κάθε εξαρτημένη μεταβλητή που ορίστηκε παραπάνω χρησιμοποιήθηκαν ως ανεξάρτητες μεταβλητές η ποιότητα της Εταιρικής Διακυβέρνησης και δείκτες που αντιπροσωπεύουν την ποιότητα της. Για την ποιότητα της Εταιρικής Διακυβέρνησης (CG_score) χρησιμοποιήθηκε το γενικό σκορ της ASSET4, σύμφωνα με την έρευνα των Sanchez et al. (2020). Οι επιμέρους δείκτες της ASSET4 που αποτυπώνουν την ποιότητα της Εταιρικής Διακυβέρνησης και που χρησιμοποιήθηκαν στη συγκεκριμένη έρευνα, είναι η ποιότητα περιβαλλοντικών, κοινωνικών και διακυβερνητικών κριτηρίων (ESG_score) (Sanchez et al., 2020), το μέγεθος του διοικητικού συμβουλίου που αντιστοιχεί στον αριθμό μελών του (BOARD_SIZE) (Ooghe and Delanghe, 2002), το ποσοστό ανεξάρτητων μελών του διοικητικού συμβουλίου (BOARD_INDEPENDENCE) (Jizi et al., 2013), ο αριθμός των μη εκτελεστικών μελών του διοικητικού συμβουλίου (NON_EXECUTIVE), ο αριθμός των συνεδριάσεων του διοικητικού συμβουλίου (BOARD_MEETINGS) (Jizi et al., 2013), η ποιότητα της Εταιρικής Κοινωνικής Ευθύνης που έχει οριστεί ως CSR_score (Bear et al., 2010), το ποσοστό των γυναικών που ανήκουν στο διοικητικό συμβούλιο (BOARD_DIVERSITY) (Bear et al., 2010) καθώς και η πολιτισμική ποικιλομορφία, οριζόμενη ως CULTURAL_DIVERSITY (Frijns et al., 2016).

3.4 Μεταβλητές ελέγχου

Ως μεταβλητές ελέγχου στα υποδείγματα που αναλύθηκαν, χρησιμοποιήθηκαν: η μόχλευση (LEV) υπολογιζόμενη από το συνολικό χρέος μιας επιχείρησης διαιρούμενο με το σύνολο του ενεργητικού (total debt/total assets) (Jizi et al., 2013), το μέγεθος της επιχείρησης (logTA), το οποίο μετρήθηκε από τον λογάριθμο του συνόλου του ενεργητικού (Roychowdhury,

2006), το ύψος της κερδοφορίας (C_ROA), ο υπολογισμός του οποίου πραγματοποιήθηκε από τη διαίρεση των καθαρών ταμειακών ροών από λειτουργικές δραστηριότητες προς το σύνολο του ενεργητικού (net cash flow from operating activities/total assets), καθώς και το ύψος των πωλήσεων μιας επιχείρησης (SG), υπολογισμένο από τη διαφορά των καθαρών πωλήσεων του τρέχοντος έτους με του προηγούμενου έτους (Zang, 2012).

3.5 Μεθοδολογία

Για την ανάλυση των δεδομένων έγινε χρήση παλινδρόμησης σε μορφή probit, με δεδομένο ότι η εξαρτημένη μεταβλητή λαμβάνει την 0 ή 1. Τα υποδείγματα που αναλύθηκαν είναι τα εξής:

1. $\text{Prob}[\text{SUSPECT}_{t=1}] = \text{Probit}(\alpha_0 + \alpha_1 \text{CG_score}_t + \alpha_2 \text{LEV}_t + \alpha_3 \log \text{TA}_t + \alpha_4 \text{C_ROA}_t + \alpha_5 \text{SG}_t + \varepsilon_t)$
2. $\text{Prob}[\text{DSUSPECT}_{t=1}] = \text{Probit}(\alpha_0 + \alpha_1 \text{CG_score}_t + \alpha_2 \text{LEV}_t + \alpha_3 \log \text{TA}_t + \alpha_4 \text{C_ROA}_t + \alpha_5 \text{SG}_t + \varepsilon_t)$

Με αυτόν τον τρόπο, αρχικά εξετάστηκε, για όλες τις εταιρείες της Ευρωζώνης, η επίδραση όλων των ανεξάρτητων μεταβλητών που αναφέρθηκαν παραπάνω, δηλαδή η επίδραση της ποιότητας της Εταιρικής Διακυβέρνησης και των δεικτών που την αντιπροσωπεύουν, στα οριακά θετικά κέρδη αλλά και στην οριακή μεταβολή τους. Έπειτα από την εκτίμηση των παραπάνω εξισώσεων, ακολούθησε διαχωρισμός του δείγματος σε χώρες οικονομικά και μη οικονομικά ισχυρές, βάσει του μέσου όρου του Ακαθάριστου Εγχώριου Εισοδήματος (Gross National Income - GNI), υπολογιζόμενου από το 2009, έτος αφετηρίας για την οικονομική κρίση, έως το 2019 και επανάληψη της διαδικασίας για να εκτιμηθούν τα αποτελέσματα.

4. Παρουσίαση ευρημάτων και ερμηνεία τους

4.1 Περιγραφική στατιστική

Στον πίνακα 1 παρουσιάζεται η περιγραφική στατιστική των μεταβλητών που χρησιμοποιήθηκαν για το ερευνητικό κομμάτι της εργασίας, οι οποίες αντλήθηκαν για 770 εταιρείες της Ευρωζώνης για τα έτη 2004-2019.

Πίνακας 1: Περιγραφική στατιστική.

	Obs.	Mean	Median	StDEV
CG_score	6.320	49,4	46,69	22,95
BOARD_SIZE	6.303	12,34	12	4,65
BOARD_INDEPENDENCE	5.935	52,19	50	28,17
BOARD_MEETINGS	5.575	9,09	8	4,51
ESG_score	6.320	52,82	54,77	21,59
NON_EXECUTIVE	6.095	87,76	91,67	13,77
CSR_score	6.320	42,64	41,4	32,09
BOARD_DIVERSITY	6.147	19,91	20	14,73
CULTURAL_DIVERSITY	3.281	36,34	25	29,98
LEV	11.059	0,27	0,25	0,17
logTA	11.059	6,53	6,45	0,9
C_ROA	11.059	0,07	0,07	0,75
SG	11.029	0,017	0,045	0,39

Παρατηρείται ότι το γενικό σκορ της Εταιρικής Διακυβέρνησης και ορισμένων μεταβλητών που την καθορίζουν, όπως το ποσοστό των ανεξάρτητων μελών, η ποιότητα περιβαλλοντικών, κοινωνικών και διακυβερνητικών κριτηρίων, καθώς και η ποιότητα της Εταιρικής Κοινωνικής Ευθύνης, κυμαίνονται σε διάστημα τιμών 42-55, όσον αφορά τη μέση τιμή και τη διάμεσο, με μέγιστη δυνατή τιμή το 100. Αντίθετα, το μέγεθος του διοικητικού συμβουλίου και η συχνότητα συνεδριάσεων του έχουν μέση τιμή 12,34 και 9,09 αντίστοιχα, ενώ το ποσοστό των γυναικών 19,91 και η πολιτισμική ποικιλομορφία 36,34. Η μέγιστη μέση τιμή και μάλιστα με διαφορά, είναι 87,76 και αντιστοιχεί στο ποσοστό των μη εκτελεστικών μελών. Όσον αφορά τις μεταβλητές ελέγχου, η μέση τιμή της αύξησης των πωλήσεων είναι 1,17%, της κερδοφορίας (C-ROA) 7%, της μόχλευσης 27% και οι διάμεσοί τους 4,5%, 7% και 25% αντίστοιχα.

4.2 Η επίδραση της ποιότητας της Εταιρικής Διακυβέρνησης στα οριακά θετικά κέρδη

Οι παρακάτω πίνακες περιλαμβάνουν τα αποτελέσματα των παλινδρομήσεων στις οποίες εξετάστηκε η επίδραση της ποιότητας της Εταιρικής Διακυβέρνησης και των δεικτών που την αποτυπώνουν, για 770 εταιρείες της Ευρωζώνης για τα έτη 2004-2019, στους στόχους κερδών. Αρχικά, παρατίθενται τα αποτελέσματα της επιρροής της ποιότητας της Εταιρικής Διακυβέρνησης και των μηχανισμών της, στα οριακά θετικά κέρδη.

Στον πίνακα 1 παρουσιάζεται η επίδραση της ποιότητας της Εταιρικής Διακυβέρνησης και των περιβαλλοντικών, κοινωνικών και διακυβερνητικών κριτηρίων, στα οριακά θετικά κέρδη.

Πίνακας 2: Η επίδραση της Εταιρικής Διακυβέρνησης και του ESG score στα οριακά θετικά κέρδη.

VARIABLES	SUSPECT	VARIABLES	SUSPECT
CG_score	-0.000929 (0.000780)	ESG_score	0.000324 (0.000886)
LEV	0.624*** (0.0889)	LEV	0.624*** (0.0889)
logTA	0.577*** (0.0248)	logTA	0.563*** (0.0262)
C_ROA	-3.613*** (0.246)	C_ROA	-3.655*** (0.247)
SG	-0.0191 (0.0161)	SG	-0.0173 (0.0155)
Constant	-3.783*** (0.169)	Constant	-3.746*** (0.172)
Pseudo R2	0.1327	Pseudo R2	0.1325
Observations	6,304	Observations	6,304
Standard errors in parentheses			
*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1			

Ο πίνακας 2 παρουσιάζει τα αποτελέσματα παλινδρομήσεων που εξετάζουν κατά πόσο ορισμένα σκορ της ASSET4, όπως το γενικό σκορ της Εταιρικής

Διακυβέρνησης και το γενικό σκορ περιβαλλοντικών, κοινωνικών και διακυβερνητικών κριτηρίων, σχετίζονται με την πιθανότητα μιας εταιρείας να πετυχαίνει οριακούς θετικούς στόχους κερδών, οι οποίοι υποδηλώνουν χειραγώγηση του αποτελέσματος. Παρατηρείται ότι η μεταβλητή στην πρώτη παλινδρόμηση ενδιαφέροντος που είναι το γενικό σκορ της Εταιρικής Διακυβέρνησης της ASSET4 κάθε εταιρείας σχετίζεται αρνητικά, αλλά όχι στατιστικά σημαντικά στο 1% επίπεδο σημαντικότητας με την επίδραση των στόχων κερδών. Αυτό σημαίνει ότι όσο καλύτερη είναι η ποιότητα της Εταιρικής Διακυβέρνησης, τόσο χαμηλότερη είναι η πιθανότητα μια επιχείρηση να πετυχαίνει στόχους κερδών, δηλαδή να χειραγωγεί τα κέρδη της. Η κατεύθυνση αυτή ήταν αναμενόμενη καθώς προηγούμενη βιβλιογραφία έχει δείξει ότι η Εταιρική Διακυβέρνηση παρέχει κανονισμούς και διαδικασίες ελέγχου μέσω των οποίων οι αποφάσεις των στελεχών παρακολουθούνται (Ungureanu, 2012). Αντίθετα, η μεταβλητή της δεύτερης παλινδρόμησης, που είναι η ποιότητα Περιβαλλοντικών, Κοινωνικών και Διακυβερνητικών κριτηρίων, δηλαδή το Environmental, Social and Governance score (ESG score) της ASSET4, συσχετίζεται θετικά με τους στόχους κερδών, αλλά χωρίς στατιστική σημαντικότητα και σε αυτή την περίπτωση. Αυτό σημαίνει ότι όσο πιο καλό είναι το ESG_score, τόσο μεγαλύτερη είναι η τάση της επιχείρησης να πραγματοποιεί στόχους κερδών. Και στις δύο παλινδρομήσεις του πίνακα 2, παρατηρείται ότι συντελεστές όπως ο δανεισμός και το μέγεθος της εταιρείας, συνδέονται με στατιστικά θετικό και σημαντικό τρόπο με τους στόχους κερδών. Δηλαδή, όσο πιο μεγάλη είναι η μόχλευση μιας εταιρείας και το μέγεθος της, τόσο πιο πιθανό είναι η εταιρεία να χειραγωγεί το αποτέλεσμα. Αντίθετα, διαπιστώνεται ότι το ύψος της κερδοφορίας μιας επιχείρησης και η αύξηση των πωλήσεων της συσχετίζονται αρνητικά, αλλά μόνο το ύψος της κερδοφορίας στατιστικά σημαντικά με τα οριακά θετικά κέρδη. Όσο πιο κερδοφόρα είναι μια επιχείρηση και όσο πιο πολύ αυξάνονται οι πωλήσεις της, τόσο πιο πολύ μειώνεται η πιθανότητα η επιχείρηση να πετυχαίνει στόχους κερδών.

Ο πίνακας 3 περιγράφει τη σχέση ορισμένων δεικτών που αποτυπώνουν την ποιότητα της Εταιρικής Διακυβέρνησης, όπως το μέγεθος του διοικητικού συμβουλίου, ο αριθμός των μη εκτελεστικών μελών, η συχνότητα συνεδριάσεων καθώς και το ποσοστό ανεξάρτητων μελών, με τα οριακά θετικά κέρδη.

Πίνακας 3: Η επίδραση του διοικητικού συμβουλίου και των βασικών χαρακτηριστικών του στην επίτευξη οριακών θετικών κερδών.

VARIABLES	SUSPECT	VARIABLES	SUSPECT	VARIABLES	SUSPECT	VARIABLES	SUSPECT
BOARD_SIZE	0.0163*** (0.00410)	NON_EXECUTIVE	0.000746 (0.00123)	BOARD_MEETINGS	-0.0136*** (0.00353)	BOARD_INDEPENDENCE	-0.00243*** (0.000619)
LEV	0.612*** (0.0889)	LEV	0.618*** (0.0910)	LEV	0.746*** (0.0959)	LEV	0.605*** (0.0913)
logTA	0.515*** (0.0265)	logTA	0.558*** (0.0239)	logTA	0.552*** (0.0257)	logTA	0.565*** (0.0243)
C_ROA	-3.679*** (0.245)	C_ROA	-3.566*** (0.248)	C_ROA	-4.371*** (0.280)	C_ROA	-3.623*** (0.250)
SG	-0.0190 (0.0162)	SG	-0.0322 (0.0223)	SG	-0.0325 (0.0252)	SG	-0.0177 (0.0158)
Constant	-3.591*** (0.172)	Constant	-3.767*** (0.192)	Constant	-3.509*** (0.185)	Constant	-3.614*** (0.174)
Pseudo R2	0.1334	Pseudo R2	0.1295	Pseudo R2	0.1365	Pseudo R2	0.1320
Observations	6,287	Observations	6,079	Observations	5,561	Observations	5,919
Standard errors in parentheses							
*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1							

Στον Πίνακα 3 εξετάζεται κατά πόσο δείκτες οι οποίοι αποτυπώνουν την ποιότητα της Εταιρικής Διακυβέρνησης, δηλαδή το μέγεθος του διοικητικού συμβουλίου, το ποσοστό μη εκτελεστικών μελών, η συχνότητα συνεδρίασης του διοικητικού συμβουλίου καθώς και το ποσοστό ανεξάρτητων μελών, σχετίζονται με την πιθανότητα μιας εταιρείας να πετυχαίνει οριακούς στόχους κερδών. Παρατηρείται ότι, η μεταβλητή στην πρώτη παλινδρόμηση ενδιαφέροντος που είναι το μέγεθος του διοικητικού συμβουλίου (αριθμός των μελών που ανήκουν στο διοικητικό συμβούλιο) συνδέεται με στατιστικά θετικό και σημαντικό τρόπο στο 1% επίπεδο σημαντικότητας με την επίδραση των στόχων κερδών. Αυτό σημαίνει ότι όσο μεγαλύτερος είναι ο αριθμός των μελών του διοικητικού συμβουλίου μιας επιχείρησης, τόσο πιο μεγάλη είναι η τάση της να πραγματοποιεί στόχους κερδών, κάτι το οποίο δεν αναμενόταν. Παρόλο που θεωρούνταν πως στα μικρά συμβούλια είναι πιο εύκολη η παρακολούθηση της διοίκησης (Ahmed et al., 2006), έρευνες έχουν δείξει ότι ο υψηλός φόρτος εργασίας που διαμοιράζεται σε λιγότερα μέλη περιορίζει τη δυνατότητα παρακολούθησης της διοίκησης (John and Senbet, 1998). Συνεπώς, ένα μεγαλύτερο διοικητικό συμβούλιο θα είχε περισσότερες δυνατότητες παρακολούθησης της διοίκησης. Θετικά, αλλά όχι στατιστικά σημαντικά, συνδέεται και ο αριθμός των μη εκτελεστικών μελών του διοικητικού συμβουλίου με τα οριακά θετικά κέρδη. Δηλαδή, όσο πιο αυξημένος είναι ο αριθμός των μη εκτελεστικών μελών, τόσο πιο αυξημένη είναι και η πιθανότητα η επιχείρηση να χειραγωγεί το αποτέλεσμα. Πρόκειται για ένα επιπλέον αποτέλεσμα αντίθετης κατεύθυνσης καθώς ο αριθμός των μη εκτελεστικών μελών του διοικητικού συμβουλίου αποτελεί τρόπο μέτρησης της ποιότητας της Εταιρικής Διακυβέρνησης. Αντίθετα, μεταβλητές όπως ο αριθμός των συνεδριάσεων του διοικητικού συμβουλίου και ο αριθμός των ανεξάρτητων μελών, παρουσιάζουν αρνητική συσχέτιση και στατιστική σημαντικότητα με τους στόχους κερδών. Συνεπώς, όσο περισσότερες συνεδριάσεις πραγματοποιούνται από το διοικητικό συμβούλιο και όσο πιο πολλά ανεξάρτητα μέλη ανήκουν σε αυτό, τόσο πιο χαμηλή είναι η πιθανότητα η επιχείρηση να πετυχαίνει στόχους κερδών. Τα αποτελέσματα αυτά κυμαίνονται προς την κατεύθυνση που αναμενόταν. Προηγούμενες έρευνες έχουν δείξει ότι ο αριθμός των συνεδριάσεων του διοικητικού συμβουλίου συσχετίζεται θετικά με την Εταιρική Κοινωνική Ευθύνη (Corporate Social Responsibility - CSR) των

επιχειρήσεων (Jizi et al., 2003), η οποία με τη σειρά της συμβάλλει στη διαμόρφωση νέων κανονισμών και βελτιωμένων μηχανισμών Εταιρικής Διακυβέρνησης (Albareda et al., 2008) και κατά συνέπεια, όπως προαναφέρθηκε, η καλύτερη ποιότητα της Εταιρικής Διακυβέρνησης είναι αντίθετη με τις λογιστικές πρακτικές που παραπτοούν το αποτέλεσμα. Επιπλέον, ο αυξημένος αριθμός των ανεξάρτητων μελών του διοικητικού συμβουλίου συμβάλλει στην αποτελεσματικότερη παρακολούθηση της διοίκησης (Ahmed et al., 2006). Σε όλες τις παραπάνω παλινδρομήσεις, παρατηρείται ότι η μόχλευση και το μέγεθος της εταιρείας συνδέονται θετικά και στατιστικά σημαντικά με τα θετικά οριακά κέρδη, Δηλαδή, όσο πιο μοχλευμένη και μεγάλη είναι μια εταιρεία, τόσο πιο πιθανό είναι να πετυχαίνει στόχους κερδών, δηλαδή να χειραγωγεί. Αντίθετα, το ύψος της κερδοφορίας και η αύξηση των πωλήσεων, συσχετίζονται αρνητικά, αλλά μόνο το ύψος της κερδοφορίας στατιστικά σημαντικά με τους στόχους κερδών. Αυτό σημαίνει ότι όσο πιο κερδοφόρα είναι μια επιχείρηση και όσο πιο αυξημένες είναι οι πωλήσεις της, τόσο πιο χαμηλή είναι η τάση της να πραγματοποιεί στόχους κερδών.

Στον πίνακα 4 παρουσιάζεται η συσχέτιση της ποιότητας της Εταιρικής Κοινωνικής Ευθύνης και των δεικτών που την επηρεάζουν, όπως το ποσοστό γυναικών του διοικητικού συμβουλίου και η πολιτισμική ποικιλομορφία, στην επίτευξη οριακών θετικών κερδών.

Πίνακας 4: Το CSR score και μεταβλητές που το επηρεάζουν, στην επίτευξη οριακών θετικών κερδών.

VARIABLES	SUSPECT	VARIABLES	SUSPECT	VARIABLES	SUSPECT
CSR_score	-0.000369 (0.000586)	BOARD_DIVERSITY	0.00460*** (0.00116)	CULTURAL_DIVERSITY	-0.000693 (0.000788)
LEV	0.626*** (0.0889)	LEV	0.642*** (0.0898)	LEV	0.789*** (0.138)
logTA	0.575*** (0.0260)	logTA	0.563*** (0.0237)	logTA	0.503*** (0.0331)
C_ROA	-3.625*** (0.247)	C_ROA	-3.566*** (0.247)	C_ROA	-4.036*** (0.375)
SG	-0.0187 (0.0160)	SG	-0.0137 (0.0137)	SG	-0.0167 (0.0274)
Constant	-3.795*** (0.177)	Constant	-3.836*** (0.172)	Constant	-3.314*** (0.244)
Pseudo R2	0.1325	Pseudo R2	0.1323	Pseudo R2	0.1145
Observations	6,304	Observations	6,130	Observations	3,272
Standard errors in parentheses					
*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1					

Στον πίνακα 4 μελετάται κατά πόσο η ποιότητα της Εταιρικής Κοινωνικής Ευθύνης (Corporate Social Responsibility score - CSR score) και μεταβλητές που συνδέονται με την ίδια, δηλαδή το ποσοστό των γυναικών του διοικητικού συμβουλίου και η πολιτισμική ποικιλομορφία, συσχετίζονται με την πιθανότητα μια επιχείρηση να πετυχαίνει οριακούς θετικούς στόχους κερδών. Παρατηρείται ότι το γενικό CSR_score και η πολιτισμική ποικιλομορφία συνδέονται με αρνητικό, αλλά όχι στατιστικά σημαντικό τρόπο με τα οριακά θετικά κέρδη. Αυτό σημαίνει ότι όσο πιο υψηλό είναι το CSR_score και όσο πιο μεγάλη είναι η αλληλεπίδραση διαφορετικών πολιτισμών σε μια επιχείρηση, τόσο πιο χαμηλή είναι η πιθανότητα η επιχείρηση να πραγματοποιεί στόχους κερδών, δηλαδή να χειραγωγεί το αποτέλεσμα. Πρόκειται για αποτελέσματα αναμενόμενης κατεύθυνσης καθώς όπως έχει επισημάνει προηγούμενη βιβλιογραφία και όπως προαναφέρθηκε, η Εταιρική Κοινωνική Ευθύνη συμβάλλει στην καλύτερη ποιότητα της Εταιρικής Διακυβέρνησης (Albareda et al., 2008). Όσον αφορά την πολιτισμική ποικιλομορφία, έρευνα έχει αποδείξει ότι δεν είναι πάντα σημαντική η αλληλεπίδραση πολλών πολιτισμών για την αποτελεσματικότητα του διοικητικού συμβουλίου, αλλά η ατομική διαφορετικότητα που διακρίνει κάθε μέλος, καθώς και ότι παρά τα οφέλη που μπορεί να αποφέρει η πολιτισμική ποικιλομορφία, λόγω των ενδεχόμενων τριβών που δημιουργούνται η επίδοση μιας επιχείρησης επηρεάζεται αρνητικά. Παρόλα αυτά, η πολυπλοκότητα κάθε επιχείρησης και η προβολή της σε ξένες χώρες, μετριάζουν τις αρνητικές επιδράσεις που μπορεί να φέρει η πολιτισμική ποικιλομορφία (Frijns et al., 2016). Αντίθετα, από τη δεύτερη παλινδρόμηση του πίνακα 4 προκύπτει ότι ο αριθμός των γυναικών του διοικητικού συμβουλίου (σε ποσοστό) συνδέεται με στατιστικά θετικό και σημαντικό τρόπο με τα οριακά θετικά κέρδη. Συνεπώς, όσο πιο πολλές γυναίκες ανήκουν στο διοικητικό συμβούλιο, τόσο πιο υψηλή είναι η τάση μιας επιχείρησης να πετυχαίνει στόχους κερδών. Το συγκεκριμένο εύρημα είναι αντίθετης κατεύθυνσης από της προσδοκώμενης, καθώς έρευνες έχουν τονίσει ότι ένα μεγαλύτερο ποσοστό γυναικών στο διοικητικό συμβούλιο συνεπάγεται υψηλότερη ποιότητα της Εταιρικής Κοινωνικής Ευθύνης, καθώς και ότι υπολογίζονται οι συνεισφορές τους σε αυτό (Erkut et al., 2008). Ωστόσο, σύμφωνα με τους Konrad et al. (2008), σε ορισμένες περιπτώσεις ο αυξημένος αριθμός των γυναικών στο διοικητικό συμβούλιο συνδυάζεται με επικοινωνιακά

προβλήματα και αδυναμία να ακουστούν και να πειθαρχήσουν. Άλλες μεταβλητές όπως η μόχλευση και το μέγεθος της εταιρείας επίσης συσχετίζονται θετικά και στατιστικά σημαντικά με τους στόχους κερδών και στις τρεις παραπάνω παλινδρομήσεις. Συνεπώς, όσο πιο μοχλευμένη και όσο πιο μεγάλη είναι μια εταιρεία, τόσο πιο πιθανό είναι να χειραγωγεί τα κέρδη της. Ωστόσο, σε όλες τις παραπάνω παλινδρομήσεις του πίνακα 4, το ύψος της κερδοφορίας και η αύξηση των πωλήσεων σχετίζονται αρνητικά, αλλά μόνο το ύψος της κερδοφορίας στατιστικά σημαντικά με τους στόχους κερδών. Αυτό συνεπάγεται ότι, η υψηλότερη κερδοφορία και η μεγαλύτερη αύξηση των πωλήσεων για μια εταιρεία, καθιστά λιγότερο πιθανό το ενδεχόμενο να πραγματοποιεί στόχους κερδών.

4.3 Η επίδραση της ποιότητας της Εταιρικής Διακυβέρνησης στη μεταβολή των οριακών θετικών κερδών

Στους παρακάτω πίνακες, εξετάστηκε ο τρόπος με τον οποίο η ποιότητα της Εταιρικής Διακυβέρνησης καθώς και διάφοροι δείκτες που την καθορίζουν, συνδέονται με την επίτευξη οριακής μεταβολής θετικών κερδών (DSUSPECT).

Πίνακας 5: Η σχέση του γενικού σκορ της Εταιρικής Διακυβέρνησης και του σκορ του ESG με την οριακή μεταβολή θετικών κερδών.

VARIABLES	DSUSPECT	VARIABLES	DSUSPECT
CG_score	-0.00200*** (0.000739)	ESG_score	-0.00363*** (0.000836)
LEV	-0.240*** (0.0862)	LEV	-0.233*** (0.0861)
logTA	0.196*** (0.0223)	logTA	0.223*** (0.0237)
C_ROA	0.829*** (0.226)	C_ROA	0.895*** (0.227)
SG	4.299 (7.5667)	SG	4.1111 (7.2667)
Constant	-1.327*** (0.155)	Constant	-1.428*** (0.158)
Pseudo R2	0.0101	Pseudo R2	0.0115
Observations	6,304	Observations	6,304
Standard errors in parentheses			
*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1			

Στον πίνακα 5 αναλύεται η επίδραση της ποιότητας της Εταιρικής Διακυβέρνησης και η ποιότητα περιβαλλοντικών, κοινωνικών και διακυβερνητικών κριτηρίων στην επίτευξη οριακής μεταβολής θετικών κερδών. Στην πρώτη παλινδρόμηση ενδιαφέροντος, παρατηρείται ότι το γενικό governance score της ASSET4 συνδέεται με αρνητικό και στατιστικά σημαντικό τρόπο με τη μεταβολή των οριακών θετικών κερδών. Δηλαδή, όπως και στην περίπτωση των οριακών θετικών κερδών στον πίνακα 2, η υψηλή ποιότητα της εταιρικής διακυβέρνησης, μειώνει την πιθανότητα μια επιχείρηση να πετυχαίνει στόχους κερδών. Και σε αυτή την περίπτωση λοιπόν, το αποτέλεσμα βρίσκεται στην αναμενόμενη κατεύθυνση, ενισχύοντας την αρνητική σχέση μεταξύ εξαρτημένης και ανεξάρτητης μεταβλητής. Ωστόσο, τα αποτελέσματα της δεύτερης παλινδρόμησης του πίνακα 5 είναι αντίθετα με αυτά του πίνακα 2 για τη μεταβλητή του ESG_score. Συγκεκριμένα, στον πίνακα 5 παρατηρείται ότι το ESG_score σχετίζεται αρνητικά και στατιστικά σημαντικά με τη μεταβολή των οριακών θετικών κερδών. Αυτό σημαίνει ότι όσο πιο υψηλό είναι το ESG_score, τόσο πιο χαμηλή είναι η τάση της επιχείρησης να πραγματοποιεί στόχους κερδών, δηλαδή να χειραγωγεί. Από την ανάλυση των αποτελεσμάτων των παλινδρομήσεων του πίνακα 5, προκύπτει ότι η μόχλευση μιας επιχείρησης σχετίζεται με αρνητικό και στατιστικά σημαντικό τρόπο με τους στόχους κερδών. Δηλαδή, όσο πιο υψηλή είναι η μόχλευση μιας εταιρείας, τόσο πιο χαμηλή είναι η τάση της εταιρείας να πετυχαίνει στόχους κερδών. Αντίθετα, μεταβλητές όπως το μέγεθος της εταιρείας, το ύψος της κερδοφορίας της και η αύξηση των πωλήσεων της, συνδέονται με στατιστικά θετικό τρόπο με τη μεταβολή των οριακών θετικών κερδών, αλλά μόνο η αύξηση των πωλήσεων δεν παρουσιάζει στατιστική σημαντικότητα. Κάθε αύξηση λοιπόν, του μεγέθους της επιχείρησης, του ύψους της κερδοφορίας και της αύξησης των κερδών συμβάλλει σε υψηλότερη τάση της επιχείρησης να πραγματοποιεί στόχους κερδών.

Στον πίνακα 6 περιγράφεται η σχέση του μεγέθους του διοικητικού συμβουλίου, του αριθμού των μη εκτελεστικών μελών, της συχνότητας συνεδρίασης του διοικητικού συμβουλίου και του ποσοστού των ανεξάρτητων μελών, με την εξαρτημένη μεταβλητή, δηλαδή την οριακή μεταβολή θετικών κερδών.

Πίνακας 6: Η σύνδεση του διοικητικού συμβουλίου και των βασικών χαρακτηριστικών του με την οριακή μεταβολή θετικών κερδών.

VARIABLES	DSUSPECT	VARIABLES	DSUSPECT	VARIABLES	DSUSPECT	VARIABLES	DSUSPECT
BOARD_SIZE	0.0104*** (0.00384)	NON_EXECUTIVE	0.000476 (0.00116)	BOARD_MEETINGS	-0.0134*** (0.00341)	BOARD_INDEPENDENCE	-0.00137** (0.000585)
LEV	-0.245*** (0.0863)	LEV	-0.251*** (0.0885)	LEV	-0.218** (0.0928)	LEV	-0.268*** (0.0890)
logTA	0.146*** (0.0237)	logTA	0.166*** (0.0213)	logTA	0.189*** (0.0228)	logTA	0.184*** (0.0216)
C_ROA	0.760*** (0.226)	C_ROA	0.744*** (0.228)	C_ROA	0.812*** (0.255)	C_ROA	0.795*** (0.231)
SG	4.4889 (7.9333)	SG	4.4667 (7.8444)	SG	4.5556 (7.8999)	SG	4.4333 (7.8222)
Constant	-1.197*** (0.157)	Constant	-1.263*** (0.177)	Constant	-1.259*** (0.169)	Constant	-1.264*** (0.160)
Pseudo R2	0.0103	Pseudo R2	0.0088	Pseudo R2	0.0117	Pseudo R2	0.0107
Observations	6,287	Observations	6,079	Observations	5,561	Observations	5,919
Standard errors in parentheses							
*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1							

Παρατηρείται ότι οι κύριες ανεξάρτητες μεταβλητές των παλινδρομήσεων και συγκεκριμένα το μέγεθος του διοικητικού συμβουλίου, ο αριθμός των μη εκτελεστικών μελών, ο αριθμός των συνεδριάσεων του διοικητικού συμβουλίου και ο αριθμός των ανεξάρτητων μελών του διοικητικού συμβουλίου, συνδέονται με τη μεταβολή των οριακών θετικών κερδών με τον ίδιο τρόπο που συνδέονται και με τα οριακά θετικά κέρδη, με μοναδική διαφορά την έλλειψη στατιστικής σημαντικότητας μεταξύ του αριθμού των ανεξάρτητων μελών και της μεταβολής των οριακών θετικών κερδών. Ωστόσο, οι υπόλοιπες ανεξάρτητες μεταβλητές των παλινδρομήσεων διαφέρουν. Συγκεκριμένα, η μόχλευση σε όλες τις παραπάνω παλινδρομήσεις συνδέεται με αρνητικό τρόπο με τη μεταβολή των οριακών θετικών κερδών, αλλά και με στατιστική σημαντικότητα με μοναδική εξαίρεση την παλινδρόμηση στην οποία μελετάται η συσχέτιση του αριθμού των συνεδριάσεων του διοικητικού συμβουλίου με τη μεταβολή των οριακών θετικών κερδών, στην οποία η μόχλευση δεν σχετίζεται με στατιστικά σημαντικό τρόπο με την εξαρτημένη μεταβλητή. Άλλες ανεξάρτητες μεταβλητές όπως το μέγεθος της εταιρείας, το ύψος της κερδοφορίας και η αύξηση των πωλήσεων συσχετίζονται θετικά με τους στόχους κερδών. Αυτό σημαίνει ότι όσο πιο μεγάλη είναι μια εταιρεία, όσο πιο κερδοφόρα και όσο μεγαλύτερη είναι η αύξηση των πωλήσεων της, τόσο πιο μεγάλη είναι η πιθανότητα της να πραγματοποιεί στόχους κερδών. Οι συγκεκριμένες μεταβλητές, πλην της αύξησης των κερδών, παρατηρείται ότι συνδέονται και με στατιστικά σημαντικό τρόπο με τη μεταβολή των οριακών θετικών κερδών.

Στον πίνακα 7 αναλύεται η επίδραση της ποιότητας της Εταιρικής Κοινωνικής Ευθύνης, του ποσοστού των γυναικών που ανήκουν στο διοικητικό συμβούλιο και της πολιτισμικής ποικιλομορφίας στην οριακή μεταβολή των θετικών κερδών.

Πίνακας 7: Η επίδραση του CSR score και των μεταβλητών που το καθορίζουν, στην οριακή μεταβολή θετικών κερδών.

VARIABLES	DSUSPECT	VARIABLES	DSUSPECT	VARIABLES	DSUSPECT
CSR_score	-0.00224*** (0.000554)	BOARD_DIVERSITY	-0.00371*** (0.00109)	CULTURAL_DIVERSITY	0.000613 (0.000745)
LEV	-0.231*** (0.0861)	LEV	-0.246*** (0.0873)	LEV	-0.415*** (0.135)
logTA	0.216*** (0.0233)	logTA	0.176*** (0.0210)	logTA	0.150*** (0.0300)
C_ROA	0.866*** (0.226)	C_ROA	0.818*** (0.229)	C_ROA	1.082*** (0.356)
SG	4.3001 (7.6001)	SG	4.5001 (7.9112)	SG	0.115*** (0.0233)
Constant	-1.477*** (0.162)	Constant	-1.222*** (0.156)	Constant	-1.103*** (0.227)
Pseudo R2	0.0112	Pseudo R2	0.0107	Pseudo R2	0.0145
Observations	6,304	Observations	6,130	Observations	3,272

Standard errors in parentheses
*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

Από τον πίνακα 7 διαπιστώνεται ότι η ποιότητα της Εταιρικής Κοινωνικής Ευθύνης (CSR_score) συνδέεται με στατιστικά αρνητικό, αλλά αυτή τη φορά σημαντικό τρόπο με την οριακή μεταβολή θετικών κερδών, όπως και ο αριθμός των γυναικών στο διοικητικό συμβούλιο. Δηλαδή, όσο πιο υψηλό είναι το CSR_score και όσο πιο πολλές γυναίκες υπάρχουν στο διοικητικό συμβούλιο, τόσο πιο χαμηλή είναι η τάση της επιχείρησης να χειραγωγεί τα κέρδη της. Παρατηρείται λοιπόν, ότι στην περίπτωση εξέτασης της επίδρασης του αριθμού των γυναικών που ανήκουν στο διοικητικό συμβούλιο, στην οριακή μεταβολή των θετικών κερδών αυτή τη φορά, το αποτέλεσμα επαληθεύει τα ευρήματα προηγούμενων μελετών που υποστηρίζουν την αναγνώριση της συνεισφοράς τους από το υπόλοιπο διοικητικό συμβούλιο (Erkut et al., 2008). Σε αντίθεση με τις προηγούμενες μεταβλητές, η πολιτισμική ποικιλομορφία συσχετίζεται θετικά, αλλά όχι με στατιστικά σημαντικό τρόπο με τη μεταβολή των οριακών θετικών κερδών. Αυτό σημαίνει ότι όσο πιο πολλοί πολιτισμοί αλληλεπιδρούν σε μια εταιρεία, τόσο πιο μεγάλη είναι η τάση της εταιρείας να πραγματοποιεί στόχους κερδών. Το μέγεθος της εταιρείας, το ύψος της κερδοφορίας αλλά και η αύξηση των πωλήσεων συσχετίζονται θετικά με τη μεταβολή των οριακών θετικών κερδών. Συνεπώς, μια πιο μεγάλη επιχείρηση, πιο κερδοφόρα και με μεγαλύτερη αύξηση πωλήσεων, είναι πιο πιθανό να πετυχαίνει στόχους κερδών, δηλαδή να θεωρηθεί ύποπτη για χειραγώγηση κερδών.

Έπειτα από την ανάλυση όλων των παραπάνω υποδειγμάτων για κάθε εξαρτημένη μεταβλητή ξεχωριστά (SUSPECT, DSUSPECT), προκύπτει ότι τα αποτελέσματα είναι πιο ισχυρά για τη μεταβολή των οριακών θετικών κερδών (DSUSPECT), δηλαδή παρουσιάζουν μεγαλύτερη στατιστική σημαντικότητα.

4.4 Η επίδραση της Εταιρικής Διακυβέρνησης των οικονομικά ισχυρών χωρών στα οριακά θετικά κέρδη

Στους ακόλουθους πίνακες, τα αποτελέσματα των παλινδρομήσεων προέκυψαν από την επανάληψη της ίδιας διαδικασίας αλλά αυτή τη φορά έπειτα από το διαχωρισμό του δείγματος σε χώρες οικονομικά και μη οικονομικά ισχυρές, βάσει του μέσου όρου του Ακαθάριστου Εγχώριου Εισοδήματος (Gross National Income - GNI). Σκοπός της μελέτης αυτής, είναι να αναλυθούν οι επιπτώσεις των μακροοικονομικών συνθηκών στην τάση των

επιχειρήσεων να πετυχαίνουν οριακούς στόχους κερδών. Αρχικά, αναλύεται η σχέση της ποιότητας της Εταιρικής Διακυβέρνησης των οικονομικά ισχυρών χωρών (Γερμανία, Αυστρία, Βέλγιο, Γαλλία, Ολλανδία, Φινλανδία) και των επιμέρους δεικτών της, με τα οριακά θετικά κέρδη (SUSPECT) και στη συνέχεια, παρουσιάζονται τα αποτελέσματα για τις μη οικονομικά ισχυρές χώρες. Σκοπός αυτής της υποδιαίρεσης είναι να προσδιοριστεί η συμπεριφορά σε οικονομικό επίπεδο κάθε κατηγορίας χωρών και ιδίως των χωρών που χρειάστηκαν βοήθεια δημοσιονομικής φύσεως.

Πίνακας 8: Η σύνδεση των σκορ της Εταιρικής Διακυβέρνησης και του ESG των οικονομικά ισχυρών χωρών, με τα οριακά θετικά κέρδη.

VARIABLES	SUSPECT	VARIABLES	SUSPECT
CG_score	-0.00201** (0.000942)	ESG_score	-0.00202* (0.00112)
LEV	0.747*** (0.106)	LEV	0.749*** (0.106)
logTA	0.557*** (0.0306)	logTA	0.562*** (0.0328)
C_ROA	-4.218*** (0.296)	C_ROA	-4.211*** (0.296)
SG	-0.0153 (0.0149)	SG	-0.0162 (0.0154)
Constant	-3.581*** (0.206)	Constant	-3.610*** (0.210)
Pseudo R2	0.1283	Pseudo R2	0.1280
Observations	4,358	Observations	4,358
Standard errors in parentheses			
*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1			

Στον πίνακα 8, περιγράφεται η επίδραση της ποιότητας της Εταιρικής Διακυβέρνησης και της ποιότητας περιβαλλοντικών, κοινωνικών και διακυβερνητικών κριτηρίων στην επίτευξη οριακών θετικών κερδών. Παρατηρείται ότι η μεταβλητή στην πρώτη παλινδρόμηση ενδιαφέροντος που είναι το γενικό governance score της ASSET4 κάθε εταιρείας των οικονομικά ισχυρών χωρών, σχετίζεται αρνητικά, αλλά όχι στατιστικά σημαντικά στο 1%

επίπεδο σημαντικότητας με την επίδραση των στόχων κερδών. Αυτό σημαίνει ότι όσο καλύτερη είναι η ποιότητα της Εταιρικής Διακυβέρνησης, τόσο χαμηλότερη είναι η πιθανότητα μια επιχείρηση να πετυχαίνει στόχους κερδών, δηλαδή να χειραγωγεί τα κέρδη της, κάτι το οποίο ήταν αναμενόμενο καθώς χώρες υψηλής οικονομικής ανάπτυξης που δεν επηρεάστηκαν σε μεγάλο βαθμό από την κρίση, δεν θα είχαν λόγο να τροποποιήσουν τις οικονομικές τους καταστάσεις εφόσον θα είχαν ήδη ένα θετικό αποτέλεσμα. Αρνητικά αλλά και πάλι μη στατιστικά σημαντικά, συσχετίζεται και η μεταβλητή της δεύτερης παλινδρόμησης, που είναι το ESG_score της ASSET4. Αυτό σημαίνει ότι όσο πιο καλό είναι το ESG_score, τόσο μικρότερη είναι η τάση της επιχείρησης να πραγματοποιεί στόχους κερδών. Και στις δύο παλινδρομήσεις του πίνακα 8, παρατηρείται ότι συντελεστές όπως ο δανεισμός και το μέγεθος της εταιρείας, συνδέονται με στατιστικά θετικό και σημαντικό τρόπο με τους στόχους κερδών. Δηλαδή, όσο πιο μεγάλη είναι η μόχλευση μιας εταιρείας και το μέγεθος της, τόσο πιο πιθανό είναι η εταιρεία να χειραγωγεί το αποτέλεσμα. Αντίθετα, διαπιστώνεται ότι το ύψος της κερδοφορίας μιας επιχείρησης και η αύξηση των πωλήσεων της συσχετίζονται αρνητικά, αλλά μόνο το ύψος της κερδοφορίας στατιστικά σημαντικά με τα οριακά θετικά κέρδη. Όσο πιο κερδοφόρα είναι μια επιχείρηση και όσο πιο πολύ αυξάνονται οι πωλήσεις της, τόσο πιο πολύ μειώνεται η πιθανότητα η επιχείρηση να πετυχαίνει στόχους κερδών.

Στον πίνακα 9 εξετάζεται κατά πόσο δείκτες οι οποίοι αποτυπώνουν την ποιότητα της Εταιρικής Διακυβέρνησης των οικονομικά ισχυρών χωρών, δηλαδή το μέγεθος του διοικητικού συμβουλίου και των βασικών χαρακτηριστικών του, σχετίζονται με την πιθανότητα μιας εταιρείας να πετυχαίνει οριακούς θετικούς στόχους κερδών.

Πίνακας 9: Τα χαρακτηριστικά των διοικητικών συμβουλίων των οικονομικά ισχυρών χωρών στην επίτευξη οριακών θετικών κερδών.

VARIABLES	SUSPECT	VARIABLES	SUSPECT	VARIABLES	SUSPECT	VARIABLES	SUSPECT
BOARD_SIZE	0.0109** (0.00509)	NON_EXECUTIVE	-0.000584 (0.00183)	BOARD_MEETINGS	-0.0117** (0.00572)	BOARD_INDEPENDENCE	-0.00337*** (0.000689)
LEV	0.748*** (0.106)	LEV	0.754*** (0.109)	LEV	0.756*** (0.111)	LEV	0.754*** (0.109)
logTA	0.496*** (0.0333)	logTA	0.533*** (0.0288)	logTA	0.537*** (0.0299)	logTA	0.537*** (0.0296)
C_ROA	-4.283*** (0.296)	C_ROA	-4.205*** (0.297)	C_ROA	-4.803*** (0.325)	C_ROA	-4.276*** (0.301)
SG	-0.0135 (0.0145)	SG	-0.0225 (0.0205)	SG	-0.0190 (0.0193)	SG	-0.0123 (0.0140)
Constant	-3.384*** (0.212)	Constant	-3.468*** (0.257)	Constant	-3.412*** (0.219)	Constant	-3.352*** (0.213)
Pseudo R2	0.1284	Pseudo R2	0.1275	Pseudo R2	0.1353	Pseudo R2	0.1324
Observations	4,354	Observations	4,230	Observations	4,093	Observations	4,078
Standard errors in parentheses							
*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1							

Παρατηρείται ότι, η μεταβλητή στην πρώτη παλινδρόμηση ενδιαφέροντος που είναι το μέγεθος του διοικητικού συμβουλίου (αριθμός των μελών που ανήκουν στο διοικητικό συμβούλιο) συνδέεται με στατιστικά θετικό και αλλά όχι σημαντικό τρόπο στο 1% επίπεδο σημαντικότητας με την επίδραση των στόχων κερδών. Αυτό σημαίνει ότι όσο μεγαλύτερος είναι ο αριθμός των μελών του διοικητικού συμβουλίου μιας επιχείρησης, τόσο πιο μεγάλη είναι η τάση της να πραγματοποιεί στόχους κερδών. Πρόκειται για μη αναμενόμενο αποτέλεσμα καθώς τα ευρήματα προηγούμενης έρευνας έχουν αποδείξει ότι τα μεγαλύτερα διοικητικά συμβούλια έχουν αρνητική σύνδεση με το επίπεδο διακριτικής ευχέρειας, ενδεχομένως λόγω του μεγαλύτερου αριθμού έμπειρων μελών (Xie et al., 2003). Αντίθετα, ο αριθμός των μη εκτελεστικών μελών του διοικητικού συμβουλίου, ο αριθμός των συνεδριάσεων του διοικητικού συμβουλίου και ο αριθμός των ανεξάρτητων μελών συνδέεται αρνητικά, αλλά μόνο ο αριθμός των ανεξάρτητων μελών στατιστικά σημαντικά με τα οριακά θετικά κέρδη. Δηλαδή, όσο πιο αυξημένος είναι ο αριθμός των μη εκτελεστικών μελών, όσο πιο πολλές συνεδριάσεις πραγματοποιούνται από το διοικητικό συμβούλιο και όσο πιο πολλά είναι τα ανεξάρτητα μέλη του διοικητικού συμβουλίου, τόσο πιο χαμηλή είναι και η πιθανότητα η επιχείρηση να χειραγωγεί το αποτέλεσμα. Τα αποτελέσματα αυτά κινούνται προς την προσδοκώμενη κατεύθυνση σύμφωνα με προηγούμενη βιβλιογραφία που έχει επισημάνει ότι οι πιο συχνές συνεδριάσεις του διοικητικού συμβουλίου και ο μεγαλύτερος αριθμός ανεξάρτητων μελών συνδέονται με αρνητικό τρόπο με τη χειραγώγηση των κερδών (Xie et al., 2003). Σε όλες τις παλινδρομήσεις του πίνακα 9, παρατηρείται ότι η μόχλευση και το μέγεθος μιας επιχείρησης συσχετίζεται θετικά και στατιστικά σημαντικά με τους στόχους κερδών. Αυτό σημαίνει ότι όσο πιο μοχλευμένη είναι μια εταιρεία και όσο πιο μεγάλη είναι, τόσο πιο υψηλή είναι η τάση της να πραγματοποιεί στόχους κερδών. Ωστόσο, μεταβλητές όπως το ύψος της κερδοφορίας και η αύξηση των πωλήσεων συνδέονται αρνητικά, αλλά μόνο το ύψος της κερδοφορίας στατιστικά σημαντικά με τους στόχους κερδών. Συνεπώς, όσο πιο κερδοφόρα είναι μια επιχείρηση και όσο πιο αυξημένες είναι οι πωλήσεις της, τόσο πιο χαμηλή είναι η πιθανότητα να πετυχαίνει στόχους κερδών, δηλαδή να χειραγωγεί.

Πίνακας 10: Το CSR score και δείκτες που το καθορίζουν, στα οριακά θετικά κέρδη.

VARIABLES	SUSPECT	VARIABLES	SUSPECT	VARIABLES	SUSPECT
CSR_score	-0.00165** (0.000710)	BOARD_DIVERSITY	0.00481*** (0.00137)	CULTURAL_DIVERSITY	-7.3333 (0.000876)
LEV	0.753*** (0.106)	LEV	0.765*** (0.107)	LEV	0.754*** (0.158)
logTA	0.568*** (0.0322)	logTA	0.533*** (0.0287)	logTA	0.488*** (0.0380)
C_ROA	-4.201*** (0.296)	C_ROA	-4.112*** (0.297)	C_ROA	-4.551*** (0.428)
SG	-0.0157 (0.0152)	SG	-0.0109 (0.0132)	SG	0.0108 (0.0380)
Constant	-3.686*** (0.217)	Constant	-3.635*** (0.207)	Constant	-3.195*** (0.277)
Pseudo R2	0.1284	Pseudo R2	0.1297	Pseudo R2	0.1121
Observations	4,358	Observations	4,241	Observations	2,527
Standard errors in parentheses					
*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1					

Στον πίνακα 10 περιγράφεται η σχέση της ποιότητας της Εταιρικής Κοινωνικής Ευθύνης και των παραγόντων που την επηρεάζουν, όπως το ποσοστό των γυναικών του διοικητικού συμβουλίου και η πολιτισμική ποικιλομορφία, με την επίτευξη οριακών θετικών κερδών από την πλευρά των οικονομικά ισχυρών χωρών. Παρατηρείται ότι το γενικό CSR_score και η πολιτισμική ποικιλομορφία των οικονομικά ισχυρών χωρών, συνδέονται με αρνητικό αλλά όχι στατιστικά σημαντικό τρόπο με τα οριακά θετικά κέρδη. Αυτό σημαίνει ότι όσο πιο υψηλό είναι το CSR_score και όσο πιο μεγάλη είναι η αλληλεπίδραση διαφορετικών πολιτισμών σε μια επιχείρηση, τόσο πιο χαμηλή είναι η πιθανότητα η επιχείρηση να πραγματοποιεί στόχους κερδών, δηλαδή να χειραγωγεί το αποτέλεσμα. Αντίθετα, από τη δεύτερη παλινδρόμηση του πίνακα 10 προκύπτει ότι ο αριθμός των γυναικών του διοικητικού συμβουλίου (σε ποσοστό) συνδέεται με στατιστικά θετικό και σημαντικό τρόπο με τα οριακά θετικά κέρδη. Συνεπώς, όσο πιο πολλές γυναίκες ανήκουν στο διοικητικό συμβούλιο, τόσο πιο υψηλή είναι η τάση μιας επιχείρησης να πετυχαίνει στόχους κερδών. Μεταβλητές όπως η μόχλευση και το μέγεθος της εταιρείας επίσης συσχετίζονται θετικά και στατιστικά σημαντικά με τους στόχους κερδών και στις τρεις παραπάνω παλινδρομήσεις. Συνεπώς, όσο πιο μοχλευμένη και όσο πιο μεγάλη είναι μια εταιρεία, τόσο πιο πιθανό είναι να χειραγωγεί τα κέρδη της. Αντίθετα, το ύψος της κερδοφορίας μιας επιχείρησης συνδέεται αρνητικά και στατιστικά σημαντικά με τους στόχους κερδών, δηλαδή όσο πιο κερδοφόρα είναι μια επιχείρηση, τόσο πιο χαμηλή είναι η πιθανότητα να χειραγωγεί το αποτέλεσμα. Αρνητικά, αλλά όχι στατιστικά σημαντικά και μόνο στις παλινδρομήσεις με ανεξάρτητη μεταβλητή το CSR_score και το ποσοστό των γυναικών που ανήκουν στο διοικητικό συμβούλιο, συνδέεται και η αύξηση των πωλήσεων. Αυτό σημαίνει ότι όσο πιο υψηλή είναι η αύξηση των πωλήσεων, τόσο χαμηλότερη είναι η τάση της επιχείρησης να πραγματοποιεί στόχους κερδών.

4.5 Η επίδραση της ποιότητας της Εταιρικής Διακυβέρνησης των μη οικονομικά ισχυρών χωρών στα οριακά θετικά κέρδη

Στους παρακάτω πίνακες, αναφέρονται τα αποτελέσματα από την εξέταση της επίδρασης της ποιότητας της Εταιρικής Διακυβέρνησης και των μηχανισμών της, στα οριακά θετικά κέρδη από την πλευρά των μη οικονομικά

ισχυρών χωρών (Ελλάδα, Πορτογαλία, Ισπανία, Ιταλία και Ιρλανδία), δηλαδή των χωρών που δέχονται πίεση από το μακροοικονομικό περιβάλλον.

Στον πίνακα 11, διακρίνεται η επίδραση του γενικού σκορ της Εταιρικής Διακυβέρνησης και του σκορ περιβαλλοντικών, κοινωνικών και διακυβερνητικών κριτηρίων της ASSET4, στην εξαρτημένη μεταβλητή των παλινδρομήσεων, τα οριακά θετικά κέρδη.

Πίνακας 11: Η σύνδεση της ποιότητας της Εταιρικής Διακυβέρνησης και του ESG με τα οριακά θετικά κέρδη.

VARIABLES	SUSPECT	VARIABLES	SUSPECT
CG_score	-4.4667 (0.00147)	ESG_score	0.00304** (0.00153)
LEV	0.227 (0.178)	LEV	0.186 (0.179)
logTA	0.668*** (0.0438)	logTA	0.633*** (0.0457)
C_ROA	-2.204*** (0.452)	C_ROA	-2.419*** (0.459)
SG	-0.0658 (0.0542)	SG	-0.0541 (0.0524)
Constant	-4.373*** (0.306)	Constant	-4.263*** (0.311)
Pseudo R2	0.1521	Pseudo R2	0.1536
Observations	1,881	Observations	1,881
Standard errors in parentheses			
*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1			

Παρατηρείται ότι η ποιότητα της Εταιρικής Διακυβέρνησης, δηλαδή το γενικό σκορ της ASSET4 κάθε εταιρείας των μη οικονομικά ισχυρών χωρών σχετίζεται αρνητικά, αλλά όχι στατιστικά σημαντικά στο 1% επίπεδο σημαντικότητας με την επίδραση των στόχων κερδών. Αυτό σημαίνει ότι όσο καλύτερη είναι η ποιότητα της Εταιρικής Διακυβέρνησης, τόσο χαμηλότερη είναι η πιθανότητα μια επιχείρηση να πετυχαίνει στόχους κερδών, δηλαδή να χειραγωγεί τα κέρδη της. Θετικά, αλλά πάλι χωρίς στατιστική σημαντικότητα, συνδέεται και το ESG_score με τα οριακά θετικά κέρδη. Δηλαδή, όσο πιο καλό είναι το

ESG_score, τόσο πιο πιθανό είναι μια επιχείρηση να πραγματοποιεί οριακούς στόχους κερδών. Και στις δύο παλινδρομήσεις του πίνακα 11, παρατηρείται ότι συντελεστές όπως ο δανεισμός και το μέγεθος της εταιρείας, συνδέονται με στατιστικά θετικό, αλλά μόνο το μέγεθος της εταιρείας με σημαντικό τρόπο με τους στόχους κερδών. Δηλαδή, όσο πιο μεγάλη είναι η μόχλευση μιας εταιρείας και το μέγεθος της, τόσο πιο πιθανό είναι η εταιρεία να χειραγωγεί το αποτέλεσμα. Αντίθετα, διαπιστώνεται ότι το ύψος της κερδοφορίας μιας επιχείρησης και η αύξηση των πωλήσεών της συσχετίζονται αρνητικά, αλλά μόνο το ύψος της κερδοφορίας στατιστικά σημαντικά με τα οριακά θετικά κέρδη. Όσο πιο κερδοφόρα είναι μια επιχείρηση και όσο πιο πολύ αυξάνονται οι πωλήσεις της, τόσο πιο πολύ μειώνεται η πιθανότητα η επιχείρηση να πετυχαίνει στόχους κερδών.

Στον πίνακα 12 παρουσιάζεται η επίδραση του βασικότερου μηχανισμού της Εταιρικής Διακυβέρνησης, δηλαδή του διοικητικού συμβουλίου, καθώς και κάποιων χαρακτηριστικών του, όπως το ποσοστό μη εκτελεστικών και ανεξάρτητων μελών και της συχνότητας συνεδριάσεων, στην επίτευξη οριακών θετικών κερδών.

Πίνακας 12: Τα βασικά χαρακτηριστικά του διοικητικού συμβουλίου και η επίδραση τους στους οριακούς στόχους κερδών.

VARIABLES	SUSPECT	VARIABLES	SUSPECT	VARIABLES	SUSPECT	VARIABLES	SUSPECT
BOARD_DSIZE	0.0272*** (0.00773)	NON_EXECUTIVE	0.00491** (0.00246)	BOARD_MEETINGS	-0.0213*** (0.00522)	BOARD_INDEPENDENCE	0.00139 (0.00161)
LEV	0.235 (0.179)	LEV	0.159 (0.183)	LEV	0.495** (0.213)	LEV	0.192 (0.181)
logTA	0.602*** (0.0453)	logTA	0.623*** (0.0447)	logTA	0.614*** (0.0519)	logTA	0.633*** (0.0447)
C_ROA	-2.218*** (0.447)	C_ROA	-2.180*** (0.453)	C_ROA	-3.042*** (0.562)	C_ROA	-2.192*** (0.455)
SG	-0.0744 (0.0554)	SG	-0.0731 (0.0564)	SG	-0.102 (0.0717)	SG	-0.0727 (0.0568)
Constant	-4.284*** (0.307)	Constant	-4.429*** (0.325)	Constant	-3.766*** (0.377)	Constant	-4.192*** (0.313)
Pseudo R2	0.1531	Pseudo R2	0.1452	Pseudo R2	0.1415	Pseudo R2	0.1441
Observations	1,868	Observations	1,786	Observations	1,412	Observations	1,777
Standard errors in parentheses							
*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1							

Από την ανάλυση των αποτελεσμάτων των παραπάνω παλινδρομήσεων, προκύπτει ότι το μέγεθος του διοικητικού συμβουλίου (αριθμός των μελών που ανήκουν στο διοικητικό συμβούλιο) συνδέεται με στατιστικά θετικό και σημαντικό τρόπο στο 1% επίπεδο σημαντικότητας με την επίδραση των στόχων κερδών. Αυτό σημαίνει ότι όσο μεγαλύτερος είναι ο αριθμός των μελών του διοικητικού συμβουλίου μιας επιχείρησης, τόσο πιο μεγάλη είναι η τάση της επιχείρησης να πραγματοποιεί στόχους κερδών. Θετικά, αλλά όχι στατιστικά σημαντικά, συνδέεται και ο αριθμός των μη εκτελεστικών μελών του διοικητικού συμβουλίου καθώς και ο αριθμός των ανεξάρτητων μελών με τα οριακά θετικά κέρδη. Δηλαδή, όσο πιο αυξημένος είναι ο αριθμός των μη εκτελεστικών μελών αλλά και ο αριθμός των ανεξάρτητων μελών, τόσο πιο αυξημένη είναι και η πιθανότητα η επιχείρηση να χειραγωγεί το αποτέλεσμα, κάτι που ενδεχομένως να οφείλεται στην πίεση που ασκείται στις μη οικονομικά ισχυρές χώρες από το μακροοικονομικό τους περιβάλλον και στην προσπάθειά τους να καταδείξουν ένα θετικό αποτέλεσμα στις οικονομικές τους αναφορές. Αντίθετα, ο αριθμός των συνεδριάσεων του διοικητικού συμβουλίου συνδέεται με αρνητικό και στατιστικά σημαντικό τρόπο με τους στόχους κερδών. Δηλαδή, όσο πιο πολλές συνεδριάσεις πραγματοποιούνται από το διοικητικό συμβούλιο, τόσο πιο χαμηλή είναι η πιθανότητα μια επιχείρηση να χειραγωγεί τα κέρδη της. Παρατηρείται επίσης, ότι μεταβλητές όπως η μόχλευση και το μέγεθος μιας επιχείρησης, συνδέονται θετικά αλλά μόνο το μέγεθος της επιχείρησης στατιστικά σημαντικά, με τους στόχους κερδών. Αυτό σημαίνει ότι όσο πιο μοχλευμένη είναι μια εταιρεία και όσο πιο μεγάλη είναι, τόσο πιο υψηλή είναι και η τάση της να πραγματοποιεί στόχους κερδών, δηλαδή να χειραγωγεί. Άλλες ανεξάρτητες μεταβλητές των πινάκων, όπως το ύψος της κερδοφορίας και η αύξηση των πωλήσεων, συνδέονται αρνητικά, αλλά μόνο το ύψος της κερδοφορίας στατιστικά σημαντικά με τους στόχους κερδών. Δηλαδή, όσο πιο κερδοφόρα είναι μια επιχείρηση και όσο πιο αυξημένες είναι οι πωλήσεις της, τόσο πιο χαμηλή είναι η τάση της να χειραγωγεί.

Στον ακόλουθο πίνακα (13), αναλύεται ο τρόπος με τον οποίο συνδέεται η ποιότητα της Εταιρικής Κοινωνικής Ευθύνης, το ποσοστό των γυναικών του διοικητικού συμβουλίου και η πολιτισμική ποικιλομορφία, με την τάση των μη οικονομικά ισχυρών χωρών να πετυχαίνουν οριακά θετικά κέρδη.

Πίνακας 13: Η επίδραση του CSR score και των επιμέρους δεικτών του στα οριακά θετικά κέρδη.

VARIABLES	SUSPECT	VARIABLES	SUSPECT	VARIABLES	SUSPECT
CSR_score	0.00225** (0.00109)	BOARD_DIVERSITY	0.00300 (0.00244)	CULTURAL_DIVERSITY	0.00262 (0.00247)
LEV	0.185 (0.179)	LEV	0.210 (0.181)	LEV	0.813** (0.338)
logTA	0.633*** (0.0455)	logTA	0.650*** (0.0427)	logTA	0.538*** (0.0704)
C_ROA	-2.378*** (0.454)	C_ROA	-2.233*** (0.454)	C_ROA	-2.048** (0.797)
SG	-0.0553 (0.0524)	SG	-0.0530 (0.0524)	SG	-0.131 (0.126)
Constant	-4.196*** (0.317)	Constant	-4.296*** (0.314)	Constant	-3.698*** (0.537)
Pseudo R2	0.1538	Pseudo R2	0.1450	Pseudo R2	0.1208
Observations	1,881	Observations	1,824	Observations	699
Standard errors in parentheses					
*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1					

Παρατηρείται ότι και οι τρεις κύριες ανεξάρτητες μεταβλητές των παλινδρομήσεων, δηλαδή το γενικό CSR_score, το ποσοστό των γυναικών που ανήκει στο διοικητικό συμβούλιο καθώς και η πολιτισμική ποικιλομορφία, συνδέονται θετικά αλλά όχι στατιστικά σημαντικά με τους στόχους κερδών. Αυτό σημαίνει ότι όσο πιο καλό είναι το CSR_score, όσο πιο πολλές γυναίκες υπάρχουν στο διοικητικό συμβούλιο και όσο πιο μεγάλη είναι η αλληλεπίδραση διαφορετικών πολιτισμών σε μια επιχείρηση, τόσο μεγαλύτερη είναι η τάση μιας επιχείρησης να πετυχαίνει στόχους κερδών, δηλαδή να χειραγωγεί. Άλλες ανεξάρτητες μεταβλητές όπως η μόχλευση και το μέγεθος της επιχείρησης συσχετίζονται θετικά, αλλά μόνο το μέγεθος της επιχείρησης στατιστικά σημαντικά με τους στόχους κερδών. Δηλαδή, όσο πιο μοχλευμένη είναι μια επιχείρηση και όσο πιο μεγάλη είναι, τόσο πιο πιθανό είναι να πραγματοποιεί στόχους κερδών. Αντίθετα, το ύψος της κερδοφορίας και η αύξηση των πωλήσεων έχουν αρνητική συσχέτιση με τα οριακά θετικά κέρδη, που σημαίνει ότι όσο πιο κερδοφόρα είναι μια εταιρεία και όσο πιο αυξημένες είναι οι πωλήσεις της, τόσο πιο χαμηλή είναι η τάση της να χειραγωγεί.

4.6 Η επίδραση της ποιότητας της Εταιρικής Διακυβέρνησης των οικονομικά και μη οικονομικά ισχυρών χωρών στην οριακή μεταβολή θετικών κερδών

Στους ακόλουθους πίνακες περιγράφονται τα αποτελέσματα των παλινδρομήσεων των οικονομικά και μη οικονομικά ισχυρών χωρών, για τη διερεύνηση της επιρροής της ποιότητας της Εταιρικής Διακυβέρνησης και των δεικτών που την επηρεάζουν, στη μεταβολή των οριακών θετικών κερδών.

Για τις οικονομικά ισχυρές χώρες:

Στον πίνακα 14 αναλύεται η σύνδεση της ποιότητας της Εταιρικής Διακυβέρνησης και περιβαλλοντικών, κοινωνικών και διακυβερνητικών κριτηρίων, με την τάση των επιχειρήσεων των οικονομικά ισχυρών χωρών να χρησιμοποιούν τη διακριτική τους ευχέρεια στις οικονομικές καταστάσεις.

Πίνακας 14: Η επίδραση της Εταιρικής Διακυβέρνησης και του ESG score των οικονομικά ισχυρών χωρών στην οριακή μεταβολή θετικών κερδών.

VARIABLES	DSUSPECT	VARIABLES	DSUSPECT
CG_score	-0.00236*** (0.000899)	ESG_score	-0.00489*** (0.00106)
LEV	-0.302*** (0.105)	LEV	-0.301*** (0.105)
logTA	0.226*** (0.0276)	logTA	0.265*** (0.0295)
C_ROA	1.134*** (0.284)	C_ROA	1.187*** (0.285)
SG	4.299 (7.2999)	SG	4.0222 (6.911)
Constant	-1.534*** (0.190)	Constant	-1.672*** (0.193)
Pseudo R2	0.0136	Pseudo R2	0.0159
Observations	4,358	Observations	4,358

Standard errors in parentheses *** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

Στην πρώτη παλινδρόμηση, παρατηρείται ότι το γενικό governance score της ASSET4 για τις οικονομικά ισχυρές χώρες συνδέεται με αρνητικό και στατιστικά σημαντικό τρόπο με τη μεταβολή των οριακών θετικών κερδών. Δηλαδή, όπως και στην περίπτωση των οριακών θετικών κερδών στον πίνακα 8, η υψηλή ποιότητα της Εταιρικής Διακυβέρνησης, μειώνει την πιθανότητα μια επιχείρηση να πετυχαίνει στόχους κερδών. Το αποτέλεσμα αυτό είναι σύμφωνο με προηγούμενα εμπειρικά ευρήματα που έχουν δείξει ότι η υψηλή ποιότητα Εταιρικής Διακυβέρνησης μειώνει τις πρακτικές των επιχειρήσεων για τροποποίηση των κερδών (Filipa and Raffournier, 2013). Ωστόσο, τα αποτελέσματα της δεύτερης παλινδρόμησης του πίνακα 14, είναι αντίθετα με αυτά του πίνακα 8 για τη μεταβλητή του ESG_score. Συγκεκριμένα, στον πίνακα 14 παρατηρείται ότι το ESG_score σχετίζεται αρνητικά και στατιστικά σημαντικά με τη μεταβολή των οριακών θετικών κερδών. Αυτό σημαίνει ότι όσο πιο υψηλό είναι το ESG_score, τόσο πιο χαμηλή είναι η τάση της επιχείρησης

να πραγματοποιεί στόχους κερδών, δηλαδή να χειραγωγεί. Από την ανάλυση των αποτελεσμάτων των παλινδρομήσεων του πίνακα 14, προκύπτει ότι η μόχλευση μιας επιχείρησης σχετίζεται με αρνητικό και στατιστικά σημαντικό τρόπο με τους στόχους κερδών. Δηλαδή, όσο πιο υψηλή είναι η μόχλευση μιας εταιρείας, τόσο πιο χαμηλή είναι η τάση της εταιρείας να πετυχαίνει στόχους κερδών. Αντίθετα, μεταβλητές όπως το μέγεθος της εταιρείας, το ύψος της κερδοφορίας της και η αύξηση των πωλήσεων της, συνδέονται με στατιστικά θετικό τρόπο με τη μεταβολή των οριακών θετικών κερδών, αλλά μόνο η αύξηση των πωλήσεων δεν παρουσιάζει στατιστική σημαντικότητα. Κάθε αύξηση λοιπόν, του μεγέθους της επιχείρησης, του ύψους της κερδοφορίας και της αύξησης των πωλήσεων, συμβάλλει στην υψηλότερη τάση της επιχείρησης να πραγματοποιεί στόχους κερδών.

Στον πίνακα 15 παρουσιάζεται η σύνδεση του μεγέθους του διοικητικού συμβουλίου και άλλων μεταβλητών, όπως ο αριθμός των μη εκτελεστικών μελών, ο αριθμός συνεδριάσεων του διοικητικού συμβουλίου και το ποσοστό ανεξάρτητων μελών των οικονομικά ισχυρών χωρών, με την εξαρτημένη μεταβλητή, δηλαδή την οριακή μεταβολή θετικών κερδών.

Πίνακας 15: Η επίδραση των χαρακτηριστικών του διοικητικού συμβουλίου των οικονομικά ισχυρών χωρών στην οριακή μεταβολή θετικών κερδών.

VARIABLES	DSUSPECT	VARIABLES	DSUSPECT	VARIABLES	DSUSPECT	VARIABLES	DSUSPECT
BOARD_SIZE	0.0103** (0.00478)	NON_EXECUTIVE	0.00122 (0.00171)	BOARD_MEETINGS	-0.0274*** (0.00556)	BOARD_INDEPENDENCE	-0.00180*** (0.000652)
LEV	-0.304*** (0.105)	LEV	-0.304*** (0.107)	LEV	-0.243** (0.108)	LEV	-0.318*** (0.108)
logTA	0.164*** (0.0298)	logTA	0.192*** (0.0258)	logTA	0.208*** (0.0266)	logTA	0.213*** (0.0265)
C_ROA	1.054*** (0.283)	C_ROA	1.079*** (0.286)	C_ROA	1.117*** (0.302)	C_ROA	1.094*** (0.290)
SG	4.4889 (7.566)	SG	4.5111 (7.5667)	SG	4.7444 (7.9444)	SG	4.4222 (7.4555)
Constant	-1.344*** (0.195)	Constant	-1.539*** (0.241)	Constant	-1.320*** (0.200)	Constant	-1.456*** (0.197)
Pseudo R2	0.0133	Pseudo R2	0.0122	Pseudo R2	0.0171	Pseudo R2	0.0153
Observations	4,354	Observations	4,230	Observations	4,093	Observations	4,078
Standard errors in parentheses							
*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1							

Παρατηρείται ότι οι μεταβλητές στις δύο πρώτες παλινδρομήσεις, δηλαδή ο αριθμός των μελών του διοικητικού συμβουλίου και ο αριθμός των μη εκτελεστικών μελών, συνδέονται θετικά αλλά όχι στατιστικά σημαντικά με τη μεταβολή των οριακών θετικών κερδών. Αυτό σημαίνει ότι όσο πιο πολλά είναι τα μέλη του διοικητικού συμβουλίου και όσο πιο πολλά είναι τα μη εκτελεστικά μέλη, τόσο πιο μεγάλη είναι η τάση της της επιχείρησης να πετυχαίνει στόχους κερδών. Ωστόσο, οι κύριες μεταβλητές των παλινδρομήσεων του πίνακα 15, που είναι ο αριθμός των συνεδριάσεων του διοικητικού συμβουλίου και ο αριθμός των ανεξάρτητων μελών, συνδέονται με αρνητικό και στατιστικά σημαντικό τρόπο με την εξαρτημένη μεταβλητή. Δηλαδή, όσο πιο πολλές συνεδριάσεις πραγματοποιούνται από το διοικητικό συμβούλιο και όσο πιο πολλά είναι τα ανεξάρτητα μέλη του διοικητικού συμβουλίου, τόσο πιο χαμηλή είναι η τάση της επιχείρησης να πετυχαίνει στόχους κερδών. Σε όλες τις υπόλοιπες ανεξάρτητες μεταβλητές του πίνακα 15, παρατηρείται ότι η μόχλευση συνδέεται με στατιστικά αρνητικό και σημαντικό τρόπο με τους στόχους κερδών. Όσο πιο μοχλευμένη είναι μια επιχείρηση δηλαδή, τόσο πιο χαμηλή είναι η πιθανότητα μια επιχείρηση να χειραγωγεί το αποτέλεσμα. Αντίθετα, μεταβλητές όπως το μέγεθος της εταιρείας, το ύψος της κερδοφορίας και η αύξηση των πωλήσεων συνδέονται θετικά, αλλά μόνο το ύψος της κερδοφορίας και το μέγεθος της εταιρείας στατιστικά σημαντικά με τη μεταβολή των οριακών θετικών κερδών. Αυτό σημαίνει ότι όσο πιο κερδοφόρα είναι μια επιχείρηση, όσο πιο μεγάλη είναι και όσο πιο υψηλή είναι η αύξηση των πωλήσεων της, τόσο πιο πιθανό είναι να πραγματοποιεί στόχους κερδών.

Στη συνέχεια, στον πίνακα 16 παρουσιάζεται η επίδραση της ποιότητας της Εταιρικής Κοινωνικής Ευθύνης, του ποσοστού γυναικών που ανήκουν στο διοικητικό συμβούλιο καθώς και της πολιτισμικής ποικιλομορφίας που επικρατεί σε αυτό, στην τάση των επιχειρήσεων των οικονομικά ισχυρών χωρών να πραγματοποιούν οριακή μεταβολή θετικών κερδών, δηλαδή να είναι επιρρεπείς σε πρακτικές που αποσκοπούν στη χειραγώγηση των κερδών.

Πίνακας 16: Η σχέση της ποιότητας του CSR και των δεικτών που το επηρεάζουν στην επίτευξη οριακής μεταβολής θετικών κερδών.

VARIABLES	DSUSPECT	VARIABLES	DSUSPECT	VARIABLES	DSUSPECT
CSR_score	-0.00333*** (0.000677)	BOARD_DIVERSITY	-0.00391*** (0.00130)	CULTURAL_DIVERSITY	0.00167** (0.000837)
LEV	-0.294*** (0.105)	LEV	-0.264** (0.105)	LEV	-0.538*** (0.158)
logTA	0.265*** (0.0289)	logTA	0.205*** (0.0257)	logTA	0.235*** (0.0349)
C_ROA	1.194*** (0.285)	C_ROA	1.049*** (0.285)	C_ROA	1.560*** (0.427)
SG	4.2667 (7.2999)	SG	4.500 (7.5889)	SG	0.230*** (0.0275)
Constant	-1.786*** (0.199)	Constant	-1.446*** (0.189)	Constant	-1.745*** (0.264)
Pseudo R2	0.0164	Pseudo R2	0.0205	Pseudo R2	0.0205
Observations	4,358	Observations	4,241	Observations	2,527
Standard errors in parentheses					
*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1					

Όπως προκύπτει από τον πίνακα 16, το CSR_score συνδέεται με στατιστικά αρνητικό και σημαντικό τρόπο με τη μεταβολή των οριακών θετικών κερδών, όπως και ο αριθμός των γυναικών στο διοικητικό συμβούλιο. Δηλαδή, όσο πιο υψηλό είναι το CSR_score και όσο πιο πολλές γυναίκες υπάρχουν στο διοικητικό συμβούλιο, τόσο πιο χαμηλή είναι η τάση της επιχείρησης να χειραγωγεί τα κέρδη της. Αντίθετα, η πολιτισμική ποικιλομορφία σχετίζεται θετικά, αλλά όχι στατιστικά σημαντικά με τη μεταβολή των οριακών θετικών κερδών, που σημαίνει ότι όσο πιο πολλοί πολιτισμοί αλληλεπιδρούν σε μια επιχείρηση, τόσο πιο μεγάλη είναι η τάση της επιχείρησης να πετυχαίνει οριακή μεταβολή στόχων κερδών. Αρνητικά και στατιστικά σημαντικά συσχετίζεται ο δανεισμός με τη μεταβολή των οριακών θετικών κερδών, δηλαδή όσο πιο μοχλευμένη είναι μια επιχείρηση, τόσο πιο χαμηλή είναι η πιθανότητα να πετυχαίνει στόχους κερδών. Άλλες ανεξάρτητες μεταβλητές του πίνακα 16, όπως το μέγεθος της εταιρείας, το ύψος κερδοφορίας και η αύξηση των πωλήσεων, συνδέονται θετικά, αλλά μόνο το μέγεθος της εταιρείας και το ύψος της κερδοφορίας στατιστικά σημαντικά με τους στόχους κερδών, με μοναδική εξαίρεση την παλινδρόμηση με ανεξάρτητη μεταβλητή την πολιτισμική ποικιλομορφία, στην οποία και οι πωλήσεις σχετίζονται με στατιστικά σημαντικό τρόπο με την εξαρτημένη μεταβλητή. Αυτό σημαίνει ότι όσο πιο μεγάλη είναι μια επιχείρηση, όσο πιο κερδοφόρα είναι και όσο πιο μεγάλη είναι η αύξηση των πωλήσεών της, τόσο πιο πιθανό είναι να πετυχαίνει στόχους κερδών, δηλαδή να χειραγωγεί.

Για τις μη οικονομικά ισχυρές χώρες:

Στον πίνακα 17 απεικονίζεται η επίδραση της ποιότητας της Εταιρικής Διακυβέρνησης και των περιβαλλοντικών, κοινωνικών και διακυβερνητικών κριτηρίων, των χωρών που δέχονται πίεση λόγω των μακροοικονομικών συνθηκών, για τα έτη 2004-2019, στην τάση των επιχειρήσεων τους να πραγματοποιούν οριακή μεταβολή θετικών κερδών, δηλαδή να χειραγωγούν.

Πίνακας 17: Η σχέση της Εταιρικής Διακυβέρνησης και του ESG score με την οριακή μεταβολή θετικών κερδών για τις μη οικονομικά ισχυρές χώρες.

VARIABLES	DSUSPECT	VARIABLES	DSUSPECT
CG_score	-0.00236* (0.00137)	ESG_score	-0.00140 (0.00144)
LEV	-0.193 (0.170)	LEV	-0.193 (0.171)
logTA	0.223*** (0.0394)	logTA	0.219*** (0.0414)
C_ROA	0.630 (0.408)	C_ROA	0.591 (0.412)
SG	0.505*** (0.0380)	SG	0.502*** (0.0382)
Constant	-1.456*** (0.278)	Constant	-1.469*** (0.283)
Pseudo R2	0.0367	Pseudo R2	0.0364
Observations	1,881	Observations	1,881
Standard errors in parentheses			
*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1			

Παρατηρείται ότι η ποιότητα της Εταιρικής Διακυβέρνησης καθώς και η ποιότητα περιβαλλοντικών, κοινωνικών και διακυβερνητικών κριτηρίων για τις μη οικονομικά ισχυρές χώρες, σχετίζονται με αρνητικό αλλά όχι στατιστικά σημαντικό τρόπο με τη μεταβολή των οριακών θετικών κερδών. Αυτό σημαίνει ότι όσο πιο καλή είναι η ποιότητα της Εταιρικής Διακυβέρνησης και όσο πιο υψηλό είναι το ESG_score τόσο πιο χαμηλή είναι και η τάση των επιχειρήσεων να χειραγωγούν το αποτέλεσμα. Την ίδια ακριβώς κατεύθυνση ακολουθεί και η μόχλευση των εταιρειών, σε αντίθεση με το μέγεθος της επιχείρησης, το ύψος της κερδοφορίας και των πωλήσεων που συσχετίζονται με θετικό αλλά μόνο το ύψος της κερδοφορίας με μη στατιστικά σημαντικό τρόπο με την εξαρτημένη μεταβλητή των παραπάνω παλινδρομήσεων. Δηλαδή, όσο πιο μεγάλη, κερδοφόρα και με αυξημένο ύψος πωλήσεων, είναι μια επιχείρηση τόσο πιο πιθανό είναι να πραγματοποιεί οριακή μεταβολή θετικών κερδών.

Στον πίνακα που ακολουθεί (18), περιγράφεται η σύνδεση του μεγέθους του διοικητικού συμβουλίου, του ποσοστού μη εκτελεστικών και ανεξάρτητων μελών καθώς και της συχνότητας συνεδρίασης, με την οριακή μεταβολή θετικών κερδών.

Πίνακας 18: Η επίδραση των χαρακτηριστικών του διοικητικού συμβουλίου στην οριακή μεταβολή θετικών κερδών για τις μη οικονομικά ισχυρές χώρες.

VARIABLES	DSUSPECT	VARIABLES	DSUSPECT	VARIABLES	DSUSPECT	VARIABLES	DSUSPECT
BOARD_SIZE	0.00468 (0.00709)	NON_EXECUTIVE	0.00124 (0.00237)	BOARD_MEETINGS	-0.00620 (0.00500)	BOARD_INDEPENENCE	0.00197 (0.00153)
LEV	-0.192 (0.170)	LEV	-0.124 (0.175)	LEV	-0.187 (0.200)	LEV	-0.129 (0.174)
logTA	0.198*** (0.0407)	logTA	0.0958** (0.0400)	logTA	0.122*** (0.0453)	logTA	0.0908** (0.0402)
C_ROA	0.568 (0.405)	C_ROA	0.218 (0.413)	C_ROA	0.0596 (0.508)	C_ROA	0.299 (0.414)
SG	0.508*** (0.0381)	SG	0.640*** (0.0384)	SG	0.177*** (0.0390)	SG	0.645*** (0.0384)
Constant	-1.457*** (0.279)	Constant	-0.777*** (0.298)	Constant	-0.768** (0.341)	Constant	-0.730** (0.286)
Pseudo R2	0.0375	Pseudo R2	0.0458	Pseudo R2	0.0156	Pseudo R2	0.0472
Observations	1,868	Observations	1,786	Observations	1,412	Observations	1,777
Standard errors in parentheses							
*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1							

Από τον παραπάνω πίνακα προκύπτει ότι κύριες μεταβλητές των παλινδρομήσεων, όπως το μέγεθος του διοικητικού συμβουλίου, ο αριθμός των μη εκτελεστικών μελών και ο αριθμός των ανεξάρτητων μελών του διοικητικού συμβουλίου έχουν θετική συσχέτιση με τη μεταβολή των οριακών θετικών κερδών αλλά η σχέση τους δεν κρίνεται στατιστικά σημαντική. Συνεπώς, με περισσότερα μέλη στο διοικητικό συμβούλιο, περισσότερα μη εκτελεστικά και ανεξάρτητα μέλη, αυξάνεται η τάση μιας επιχείρησης να χειραγωγεί το αποτέλεσμα. Μεταβλητές όπως το μέγεθος μιας εταιρείας, το ύψος της κερδοφορίας και των πωλήσεων της, συνδέονται επίσης με στατιστικά θετικό τρόπο με τη μεταβολή των οριακών θετικών κερδών, σε αντίθεση με τον αριθμό των συνεδριάσεων του διοικητικού συμβουλίου και τη μόχλευση που φέρεται να κινούνται στην αντίθετη κατεύθυνση, δηλαδή στη χαμηλότερη τάση των επιχειρήσεων να χειραγωγούν τα κέρδη τους.

Στον πίνακα 19, παρουσιάζεται η σχέση της ποιότητας της Εταιρικής Κοινωνικής Ευθύνης και ορισμένων δεικτών που την προσδιορίζουν, όπως το ποσοστό γυναικών που ανήκει στο διοικητικό συμβούλιο και η αλληλεπίδραση διαφόρων πολιτισμών σε αυτό, με την τάση των επιχειρήσεων των μη οικονομικά ισχυρών χωρών να ωθούνται σε πρακτικές που αποσκοπούν στην τροποποίηση των οικονομικών καταστάσεων.

Πίνακας 19: Η επίδραση της ποιότητας της Εταιρικής Κοινωνικής Ευθύνης, του ποσοστού των γυναικών που ανήκουν στο διοικητικό συμβούλιο και της πολιτισμικής ποικιλομορφίας των μη οικονομικά ισχυρών χωρών στην οριακή μεταβολή θετικών κερδών.

VARIABLES	DSUSPECT	VARIABLES	DSUSPECT	VARIABLES	DSUSPECT
CSR_score	0.000815 (0.00102)	BOARD_DIVERSITY	0.00255 (0.00229)	CULTURAL_DIVERSITY	-0.00147 (0.00210)
LEV	-0.123 (0.171)	LEV	-0.120 (0.174)	LEV	-0.453 (0.312)
logTA	0.0996** (0.0408)	logTA	0.103*** (0.0379)	logTA	0.0472 (0.0622)
C_ROA	0.250 (0.409)	C_ROA	0.528 (0.416)	C_ROA	0.352 (0.727)
SG	0.652*** (0.0384)	SG	0.653*** (0.0388)	SG	0.0771* (0.0438)
Constant	-0.733** (0.289)	Constant	-0.779*** (0.285)	Constant	-0.246 (0.481)
Pseudo R2	0.0464	Pseudo R2	0.0474	Pseudo R2	0.0063
Observations	1,881	Observations	1,824	Observations	699
Standard errors in parentheses					
*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1					

Διακρίνεται ότι η ποιότητα της Εταιρικής Κοινωνικής Ευθύνης καθώς και ο αριθμός των γυναικών του διοικητικού συμβουλίου για τις μη οικονομικά ισχυρές χώρες, σχετίζονται θετικά αλλά όχι στατιστικά σημαντικά με την εξαρτημένη μεταβλητή του υποδείγματος. Δηλαδή, όσο πιο υψηλό είναι το CSR_score και όσο πιο πολλές γυναίκες ανήκουν στο διοικητικό συμβούλιο, τόσο πιο υψηλή είναι και η τάση των επιχειρήσεων να πετυχαίνουν οριακή μεταβολή στόχων κερδών. Με θετικό επίσης τρόπο συσχετίζονται και άλλες μεταβλητές των παραπάνω παλινδρομήσεων, όπως είναι το μέγεθος της επιχείρησης, το ύψος της κερδοφορίας της και των πωλήσεων της. Αντίθετα, η πολιτισμική ποικιλομορφία και η μόχλευση των επιχειρήσεων συνδέονται με αρνητικό αλλά όχι στατιστικά σημαντικό τρόπο με τη μεταβολή των οριακών θετικών κερδών. Αυτό σημαίνει ότι όσο πιο πολιτισμικά διαφοροποιημένο είναι ένα διοικητικό συμβούλιο και όσο πιο μοχλευμένη είναι μια επιχείρηση, τόσο πιο μειωμένη είναι η πιθανότητα η επιχείρηση να τροποποιεί τις λογιστικές της καταστάσεις.

5. Σχολιασμός και ερμηνεία των ευρημάτων

Σκοπός της συγκεκριμένης έρευνας ήταν να μελετηθεί η επίδραση της ποιότητας της Εταιρικής Διακυβέρνησης και των διαφόρων δεικτών που την αποτυπώνουν, στους οριακούς στόχους κερδών. Από την ανάλυση των αποτελεσμάτων των παραπάνω παλινδρομήσεων προκύπτει ότι τα αποτελέσματα για την οριακή μεταβολή θετικών κερδών παρουσιάζουν μεγαλύτερη στατιστική σημαντικότητα. Η ποιότητα της Εταιρικής Διακυβέρνησης συσχετίζεται αρνητικά με την επίτευξη οριακών στόχων κερδών, δηλαδή με τη χειραγώγηση του αποτελέσματος. Πρόκειται για αναμενόμενο αποτέλεσμα καθώς προηγούμενη βιβλιογραφία έχει δείξει ότι η ισχυρή ποιότητα Εταιρικής Διακυβέρνησης και οι μηχανισμοί της αποτρέπουν τις διοικήσεις από μεθόδους χειραγώγησης των κερδών (Mansor et al., 2013). Αρνητικά συσχετίζονται και η συχνότητα συνεδρίασης του διοικητικού συμβουλίου καθώς και το ποσοστό των ανεξάρτητων μελών, κάτι που επίσης ήταν αναμενόμενο καθώς τα ευρήματα προηγούμενων μελετών έχουν δείξει ότι

τα διοικητικά συμβούλια που συνεδριάζουν συχνότερα επικεντρώνονται σε θέματα όπως είναι η χειραγωγή των κερδών (Xie et al., 2003), ενώ τα διοικητικά συμβούλια με μεγάλο ποσοστό ανεξάρτητων μελών είναι λιγότερο πιθανό να χειραγωγούν τα κέρδη (Xie et al., 2003). Αντίθετα, το μέγεθος του διοικητικού συμβουλίου και ο αριθμός των μη εκτελεστικών μελών συσχετίζονται θετικά με τους οριακούς στόχους κερδών. Πρόκειται για αποτέλεσμα μη αναμενόμενης κατεύθυνσης, καθώς όσον αφορά το μέγεθος του διοικητικού συμβουλίου, λόγω της εμπειρογνωμοσύνης των μεγάλων διοικητικών συμβουλίων μειώνεται η τάση των επιχειρήσεων να χειραγωγούν (Abed et al., 2012). Ωστόσο, ορισμένες έρευνες έχουν δείξει ότι στα μικρότερα διοικητικά συμβούλια, λόγω των μειωμένων μελών, η επικοινωνία και ο συντονισμός είναι πιο αποτελεσματικά (Ahmed et al. 2006; Dey 2008). Όσον αφορά τη βαθμολογία περιβαλλοντικών, κοινωνικών και διακυβερνητικών κριτηρίων (ESG score), το ποσοστό των γυναικών που ανήκουν στο διοικητικό συμβούλιο και την πολιτισμική ποικιλομορφία, τα αποτελέσματα διαφέρουν για κάθε εξαρτημένη μεταβλητή. Ενδεχομένως, η διαφορά αυτή στην κατεύθυνση των αποτελεσμάτων του ποσοστού των γυναικών του διοικητικού συμβουλίου, να οφείλεται στον αμφιλεγόμενο ρόλο τους. Δηλαδή, ενώ ορισμένες έρευνες έχουν δείξει ότι η συνεισφορά των γυναικών στα διοικητικά συμβούλια είναι σημαντική (Bear et al., 2010), άλλες έρευνες έχουν επισημάνει ότι δυσκολεύονται να εκφραστούν ή να ακουστούν (Brewer and Kramer, 1985; Kanter, 1977; Lord and Saenz, 1985; Nemeth, 1986).

Από την ανάλυση των αποτελεσμάτων των παλινδρομήσεων του δείγματος, διαχωρισμένο σε οικονομικά και μη οικονομικά ισχυρές χώρες, προκύπτει ότι τα περισσότερα ευρήματα για τις οικονομικά ισχυρές χώρες κινούνται προς την αναμενόμενη, σύμφωνα με προηγούμενη βιβλιογραφία, κατεύθυνση και είναι στατιστικά πιο ισχυρά από εκείνα των μη οικονομικά ισχυρών χωρών. Αντίθετα, ενώ η ποιότητα της Εταιρικής Διακυβέρνησης των μη οικονομικά ισχυρών χωρών συσχετίζεται αρνητικά και με τις δύο εξαρτημένες μεταβλητές που μελετήθηκαν, δηλαδή τα οριακά θετικά κέρδη αλλά και τη μεταβολή τους, πολλοί από τους δείκτες που αποτυπώνουν την ποιότητα της Εταιρικής Διακυβέρνησης, επιδρούν θετικά στην τάση των επιχειρήσεων να χειραγωγούν τα κέρδη τους. Ενδεχομένως, η οικονομική πίεση που αντιμετωπίζουν οι χώρες αυτές, να τις ωθεί σε πράξεις που δεν είναι συμβατές με τα πρότυπα, με σκοπό

την ανάδειξη ενός θετικού αποτελέσματος. Συνεπώς, παρατηρείται ότι η ισχυρή Εταιρική Διακυβέρνηση και οι μηχανισμοί της, λειτουργούν κατά της χειραγώγησης κερδών για τις οικονομικά ισχυρές χώρες. Αντίθετα, αποδεικνύεται ότι οι μη οικονομικά ισχυρές χώρες είναι πιο επιρρεπείς σε πρακτικές που συμβάλλουν στη χειραγώγηση του αποτελέσματος. Πρόκειται για αναμενόμενα ευρήματα και κατευθύνσεις, καθώς όπως έχει δείξει προηγούμενη βιβλιογραφία, σε περιόδους οικονομικών πιέσεων υπάρχουν ισχυρότερα κίνητρα για χειραγώγηση των κερδών (Filipa and Raffournier, 2013).

6. Επίλογος

Η παρούσα διπλωματική εργασία εξετάζει την επίδραση της Εταιρικής Διακυβέρνησης και των μηχανισμών της στην τάση των επιχειρήσεων να προσπαθούν να επιτύχουν στόχους κερδών και το ενδεχόμενο ορισμένες επιχειρήσεις να πραγματοποιούν οριακούς στόχους κερδών, δηλαδή να είναι ύποπτες για χειραγώγηση κερδών. Σκοπός της εργασίας είναι να αποδειχτεί ότι η ισχυρή Εταιρική Διακυβέρνηση, καθώς και οι μηχανισμοί της αποτρέπουν τις διοικήσεις των επιχειρήσεων από λογιστικές πρακτικές που αποσκοπούν στη χειραγώγηση του αποτελέσματος.

Η Εταιρική Διακυβέρνηση, όπως την έχει ορίσει ο Mackenzie (1992), αποτελεί έναν πολλαπλό όρο που ενσωματώνει την ηγεσία, τον έλεγχο και τη διαχείριση των επιχειρήσεων στο πλαίσιο των οικονομικών συστημάτων και οργανισμών. Σύμφωνα με τους Armstrong et al. (2010), αποτελεί υποσύνολο των συμβάσεων των εταιρειών που συμβάλλει στην ευθυγράμμιση των αποφάσεων και ενεργειών των στελεχών με τα συμφέροντα των μετόχων.

Προηγούμενη βιβλιογραφία έχει δείξει ότι η ποιότητα της Εταιρικής Διακυβέρνησης σχετίζεται θετικά με την απόδοση, με αποτέλεσμα οι επιχειρήσεις με ισχυρή Εταιρική Διακυβέρνηση να αποδίδουν καλύτερα από επιχειρήσεις με πιο ασθενή δομή Εταιρικής Διακυβέρνησης (Brown et al., 2004). Επίσης, έπειτα από εξέταση των επιπτώσεων της ποιότητας της Εταιρικής Διακυβέρνησης στη χειραγώγηση των κερδών, βρέθηκαν ισχυρές ενδείξεις που υποδηλώνουν ότι οι βελτιώσεις στην ποιότητα της Εταιρικής Διακυβέρνησης βελτιώνουν την ποιότητα των χρηματοοικονομικών αναφορών και περιορίζουν τη χειραγώγηση του αποτελέσματος (Zhongwen et al., 2020).

Πολλά οικονομικά στελέχη δίνουν μεγάλη έμφαση στην επίτευξη των στόχων κερδών (Graham et al., 2005), δηλαδή στην επίτευξη μηδενικών ή οριακά θετικών κερδών, στην επίτευξη των κερδών της προηγούμενης χρονιάς καθώς και στην επίτευξη των προβλέψεων των αναλυτών. Προκειμένου να επιτύχουν τους συγκεκριμένους στόχους κερδών χρησιμοποιούν πρακτικές που παραποιούν το αποτέλεσμα, δηλαδή χειραγωγούν τα κέρδη, ακόμη και με τον

ενδεχόμενο κίνδυνο να μειωθεί η αξία της επιχείρησης (Graham et al., 2005). Η τάση λοιπόν των επιχειρήσεων να προσπαθεί να επιτύχει οριακούς στόχους κερδών έχει ερμηνευτεί ως απόδειξη χειραγώγησης των κερδών (Burgstahler and Dichev, 1997; Degeorge et al., 1999). Ως ένδειξη χειραγώγησης κερδών έχει οριστεί και η ασυνήθιστα χαμηλή συχνότητα παρατηρήσεων μικρών ζημιών και η ασυνήθιστα υψηλή συχνότητα παρατηρήσεων χαμηλών κερδών, δηλαδή η ασυνέχεια, στην κατανομή των κερδών (Beaver et al., 2007).

Στην παρούσα διπλωματική εργασία η χειραγώγηση των κερδών εξετάστηκε με βάση την επίτευξη οριακά θετικών στόχων ή οριακά θετικής μεταβολής στόχων κερδών από την πλευρά των επιχειρήσεων, η οποία εντοπίζεται όταν η τιμή της απόδοσης των στοιχείων του ενεργητικού (ROA) είναι ίση ή οριακά ίση με το 0, και πιο συγκεκριμένα, όταν κυμαίνεται στο διάστημα 0,00-0,005 (Roychowdhury, 2006; Zang, 2012).

Για την εξέταση του θέματος σχεδιάστηκε και μελετήθηκε ένα δείγμα για 770 εταιρείες της Ευρωζώνης, αντλώντας ετήσια δεδομένα από το έτος 2004 έως το 2019. Το 2004 χρησιμοποιήθηκε ως χρονιά σύγκρισης καθώς από το 2005 και έπειτα τέθηκε υποχρεωτική η υιοθέτηση των Διεθνών Προτύπων Χρηματοοικονομικής Αναφοράς (ΔΠΧΑ) στην Ευρώπη. Για κάθε εταιρεία εξετάστηκε με τη χρήση παλινδρόμησης η επίδραση της ποιότητας της Εταιρικής Διακυβέρνησης καθώς και η επίδραση διαφόρων δεικτών που την αποτυπώνουν στους στόχους κερδών. Ως εξαρτημένες μεταβλητές χρησιμοποιήθηκαν τα οριακά θετικά κέρδη αλλά και η οριακή μεταβολή των θετικών κερδών.

Όπως προέκυψε από την ανάλυση των αποτελεσμάτων, τα ευρήματα για την οριακή μεταβολή των θετικών κερδών, παρουσίασαν μεγαλύτερη στατιστική σημαντικότητα. Τα ευρήματα έδειξαν ότι η ποιότητα της Εταιρικής Διακυβέρνησης συσχετίζεται αρνητικά με την επίτευξη οριακών στόχων κερδών, τόσο στην περίπτωση των οριακά θετικών κερδών, όσο και στην περίπτωση της οριακής μεταβολής θετικών κερδών. Δείκτες που αποτυπώνουν την ποιότητα της Εταιρικής Διακυβέρνησης, όπως η συχνότητα συνεδριάσεων του διοικητικού συμβουλίου και το ποσοστό των ανεξάρτητων μελών του, επίσης έχουν αρνητική συσχέτιση με την επίτευξη των οριακών στόχων κερδών, κάτι που σύμφωνα με τα ευρήματα προηγούμενων ερευνών ήταν αναμενόμενο. Ωστόσο, τα αποτελέσματα των παλινδρομήσεων έδειξαν ότι

ορισμένοι δείκτες της Εταιρικής Διακυβέρνησης, όπως το μέγεθος του διοικητικού συμβουλίου και ο αριθμός των μη εκτελεστικών μελών, συσχετίζονται θετικά με τους οριακούς στόχους κερδών, ενώ αναμένονταν αντίθετη κατεύθυνση. Όσον αφορά τη βαθμολογία περιβαλλοντικών, κοινωνικών και διακυβερνητικών κριτηρίων (ESG score), το ποσοστό των γυναικών που ανήκουν στο διοικητικό συμβούλιο και την πολιτισμική ποικιλομορφία, τα αποτελέσματα διαφέρουν για κάθε εξαρτημένη μεταβλητή. Συγκεκριμένα, η βαθμολογία περιβαλλοντικών, κοινωνικών και διακυβερνητικών κριτηρίων (ESG score) καθώς και το ποσοστό των γυναικών, προέκυψε ότι συσχετίζονται θετικά με τα οριακά θετικά κέρδη αλλά αρνητικά με την οριακή μεταβολή θετικών κερδών, ενώ η πολιτισμική ποικιλομορφία αποδείχτηκε να έχει αρνητική συσχέτιση με τα οριακά θετικά κέρδη και θετική συσχέτιση με την οριακή μεταβολή θετικών κερδών. Ωστόσο, η ποιότητα της Εταιρικής Κοινωνικής Ευθύνης (Corporate Social Responsibility - CSR strategy score) και στις δύο περιπτώσεις των εξαρτημένων μεταβλητών, παρουσίασε αρνητική συσχέτιση.

Έπειτα από διαχωρισμό του αρχικού δείγματος σε χώρες οικονομικά ισχυρές και μη, βάσει του μέσου όρου του Ακαθάριστου Εγχώριου Εισοδήματος (Gross National Income - GNI), επαναλήφθηκε η ίδια διαδικασία και από την ανάλυση των αποτελεσμάτων προέκυψε ότι τα ευρήματα για τις οικονομικά ισχυρές χώρες και συγκεκριμένα για την οριακή μεταβολή θετικών κερδών παρουσίασαν υψηλότερη στατιστική σημαντικότητα. Από την εξέταση των επιπτώσεων των οικονομικών συνθηκών στη συμπεριφορά των χωρών όσον αφορά τη χειραγώγηση των κερδών, προέκυψε ότι οι μη οικονομικά ισχυρές χώρες, που αποτελούν χώρες που δέχονται υψηλότερη πίεση από το μακροοικονομικό τους περιβάλλον, εμφανίζουν μεγαλύτερη τάση για χειραγώγηση του αποτελέσματος, καθώς όλες οι μεταβλητές ενδιαφέροντος, με μοναδική εξαίρεση την ποιότητα της Εταιρικής Διακυβέρνησης και τη συχνότητα συνεδριάσεων του διοικητικού συμβουλίου, συσχετίζονται θετικά με την επίτευξη οριακών στόχων κερδών. Αρνητική συσχέτιση έδειξαν η βαθμολογία περιβαλλοντικών, κοινωνικών και διακυβερνητικών κριτηρίων (ESG score) καθώς και η πολιτισμική ποικιλομορφία, αλλά μόνο στην περίπτωση παλινδρομήσεων με εξαρτημένη μεταβλητή την οριακή μεταβολή θετικών κερδών.

Όσον αφορά τις οικονομικά ισχυρές χώρες, τα αποτελέσματα κινήθηκαν προς την αναμενόμενη κατεύθυνση αποδεικνύοντας ότι η ισχυρή Εταιρική Διακυβέρνηση μειώνει τα κίνητρα των διοικήσεων να υποβληθούν σε πρακτικές για την ανάδειξη διαφορετικών αποτελεσμάτων στις οικονομικές τους καταστάσεις. Οι μοναδικές αποκλίσεις που προέκυψαν, ήταν η αντίθετη κατεύθυνση του μεγέθους του διοικητικού συμβουλίου που παρουσίασε θετική συσχέτιση με τους οριακούς στόχους κερδών, ο αριθμός των μη εκτελεστικών μελών στην περίπτωση της οριακής μεταβολής θετικών κερδών και τέλος, το ποσοστό των γυναικών του διοικητικού συμβουλίου στην περίπτωση των οριακά θετικών κερδών.

Τα ευρήματα της συγκεκριμένης διπλωματικής εργασίας είναι ενδιαφέροντα για επενδυτές αλλά και για τις ρυθμιστικές αρχές κάθε χώρας, καθώς παρέχουν πληροφορίες για τη διαφάνεια των επιχειρήσεων και την ποιότητα των κερδών τους, τονίζοντας τη σπουδαιότητα της Εταιρικής Διακυβέρνησης και των μηχανισμών της στη μείωση της τάσης των επιχειρήσεων να χειραγωγούν τα κέρδη τους. Μέγιστο ενδιαφέρον προκαλεί και η μελέτη των επιπτώσεων των οικονομικών συνθηκών στη συμπεριφορά των χωρών, όσον αφορά την ποιότητα των κερδών τους, ενισχύοντας με αυτόν τον τρόπο προηγούμενες μελέτες που επισημαίνουν ότι σε περιόδους οικονομικής πίεσης οι διοικήσεις είναι πιο επιρρεπείς σε πρακτικές που συμβάλλουν στη χειραγωγή του αποτελέσματος.

Παράρτημα

Μέρος Α: Περιγραφή των μεταβλητών που χρησιμοποιήθηκαν για την ανάλυση αποτελεσμάτων.

Μεταβλητές	Περιγραφή	Κωδικοί
CG_score	Το score αξιολόγησης της Εταιρικής Διακυβέρνησης, η οποία μετρά τα συστήματα και τις διαδικασίες μιας εταιρείας, οι οποίες διασφαλίζουν ότι τα μέλη του διοικητικού συμβουλίου και τα στελέχη της ενεργούν προς το συμφέρον των μετόχων της. Αντικατοπτρίζει την ικανότητα μιας εταιρείας, μέσω της χρήσης βέλτιστων πρακτικών διαχείρισης, να κατευθύνει και να ελέγχει τα δικαιώματα και τις ευθύνες της μέσω της δημιουργίας κινήτρων, καθώς και ελέγχων και ισοζυγίων προκειμένου να δημιουργήσει μακροπρόθεσμη αξία των μετόχων.	CGSCORE
ESG_score	Η βαθμολογία μιας εταιρείας σχετικά με δεδομένα που αφορούν περιβαλλοντικά, κοινωνικά και κριτήρια διακυβέρνησης.	TRESGS
BOARD_SIZE	Ο επαρκής αριθμός μελών του διοικητικού συμβουλίου για να διασφαλιστεί ότι το διοικητικό συμβούλιο είναι ισορροπημένο.	CGBSDP060
NON_EXECUTIVE	Ποσοστό μη εκτελεστικών μελών του διοικητικού συμβουλίου.	CGBSO06V
BOARD_MEETINGS	Ο αριθμός συνεδριάσεων του διοικητικού συμβουλίου κατά τη διάρκεια του έτους.	CGBFDP024

BOARD_INDEPENDENCE	Ο κατάλληλος αριθμός (ποσοστό) ανεξάρτητων μελών του διοικητικού συμβουλίου για τη διατήρηση της ακεραιότητας και της ανεξαρτησίας στη λήψη αποφάσεων.	CGBSO07V
CSR_score	Η ποιότητα της Εταιρικής Κοινωνικής Ευθύνης, δηλαδή η βαθμολογία πρακτικών μιας εταιρείας που συνδέονται με οικονομικά, κοινωνικά και περιβαλλοντικά ζητήματα.	TRESGCGVSS
BOARD_DIVERSITY	Το ποσοστό των γυναικών στο διοικητικό συμβούλιο.	CGBSO03V
CULTURAL_DIVERSITY	Το ποσοστό πολιτισμικής ποικιλομορφίας που επικρατεί στο διοικητικό συμβούλιο.	CGBSO18
LEV	Είναι η μόχλευση μιας επιχείρησης και υπολογίζεται από το πηλίκο του συνολικού χρέους προς το σύνολο του ενεργητικού.	
logTA	Μέτρο που αναφέρεται στο μέγεθος μιας επιχείρησης και υπολογίζεται από τον λογάριθμο του συνόλου του ενεργητικού.	
C_ROA	Μέτρο κερδοφορίας που υπολογίζεται από τις καθαρές λειτουργικές ταμειακές ροές διαιρεμένες με το σύνολο του ενεργητικού.	
SG	Μέτρο που αναφέρεται στη μεταβολή των πωλήσεων και υπολογίζεται από τη μεταβολή των πωλήσεων της τρέχουσας περιόδου με την προηγούμενη.	
SUSPECT	Μεταβλητή που λαμβάνει την τιμή 1 όταν η τιμή του δείκτη ROA κυμαίνεται στο διάστημα 0,00-0,005, διαφορετικά λαμβάνει την τιμή 0.	
DUSPECT	Μεταβλητή που λαμβάνει την τιμή 1 όταν η τιμή της μεταβολής του δείκτη ROA κυμαίνεται στο διάστημα 0,00-0,005, διαφορετικά λαμβάνει την τιμή 0.	

Μέρος Β: Περιγράφεται η επίδραση της Εταιρικής Διακυβέρνησης και των δεικτών που την αποτυπώνουν στην επίτευξη οριακών θετικών κερδών με τη χρήση Year Dummies.

VARIABLES	SUSPECT	VARIABLES	SUSPECT
CG_score	-0.00125 (0.000785)	ESG_score	-0.000574 (0.000949)
YD2005	-0.222* (0.122)	YD2005	-0.222* (0.122)
YD2006	-0.290** (0.122)	YD2006	-0.289** (0.122)
YD2007	-0.326*** (0.120)	YD2007	-0.321*** (0.120)
YD2008	-0.300** (0.117)	YD2008	-0.295** (0.117)
YD2009	-0.157 (0.116)	YD2009	-0.151 (0.116)
YD2010	-0.0222 (0.116)	YD2010	-0.0168 (0.117)
YD2011	-0.321*** (0.114)	YD2011	-0.315*** (0.115)
YD2012	-0.341*** (0.114)	YD2012	-0.334*** (0.115)
YD2013	-0.271** (0.114)	YD2013	-0.264** (0.115)
YD2014	-0.147 (0.113)	YD2014	-0.140 (0.114)
YD2015	-0.190* (0.112)	YD2015	-0.182 (0.114)
YD2016	-0.139	YD2016	-0.131

	(0.112)		(0.113)
YD2017	-0.197*	YD2017	-0.188*
	(0.109)		(0.111)
YD2018	-0.0733	YD2018	-0.0681
	(0.104)		(0.106)
YD2019	0.0358	YD2019	0.0414
	(0.106)		(0.109)
logTA	0.606***	logTA	0.601***
	(0.0256)		(0.0278)
LEV	0.633***	LEV	0.635***
	(0.0895)		(0.0895)
C_ROA	-3.524***	C_ROA	-3.542***
	(0.249)		(0.251)
SG	-0.00528	SG	-0.00492
	(0.0124)		(0.0124)
Constant	-3.807***	Constant	-3.806***
	(0.196)		(0.204)
Observations	6,304	Observations	6,304

Standard errors in
parentheses

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

VARIABLES	SUSPECT	VARIABLES	SUSPECT	VARIABLES	SUSPECT	VARIABLES	SUSPECT
BOAR_DSIZE	0.0189*** (0.00415)	BOARD_INDEPENDENCE	-0.00266*** (0.000626)	BOARD_MEETINGS	-0.0141*** (0.00355)	NON_EXECUTIVE	0.00123 (0.00124)
YD2005	-0.232* (0.123)	YD2005	-0.197 (0.144)	YD2005	-0.166 (0.135)	YD2005	-0.213 (0.139)
YD2006	-0.283** (0.122)	YD2006	-0.229 (0.143)	YD2006	-0.267** (0.134)	YD2006	-0.297** (0.140)
YD2007	-0.333*** (0.120)	YD2007	-0.232 (0.147)	YD2007	-0.279** (0.131)	YD2007	-0.347** (0.136)
YD2008	-0.303*** (0.117)	YD2008	-0.182 (0.144)	YD2008	-0.257** (0.127)	YD2008	-0.262** (0.132)
YD2009	-0.167 (0.116)	YD2009	-0.0749 (0.138)	YD2009	-0.117 (0.126)	YD2009	-0.129 (0.130)
YD2010	-0.0402 (0.117)	YD2010	0.0436 (0.135)	YD2010	0.0469 (0.127)	YD2010	0.00761 (0.130)
YD2011	-0.340*** (0.115)	YD2011	-0.256* (0.134)	YD2011	-0.255** (0.124)	YD2011	-0.292** (0.128)
YD2012	-0.358*** (0.114)	YD2012	-0.273** (0.134)	YD2012	-0.257** (0.124)	YD2012	-0.310** (0.128)
YD2013	-0.285** (0.114)	YD2013	-0.199 (0.133)	YD2013	-0.212* (0.124)	YD2013	-0.241* (0.128)
YD2014	-0.156 (0.114)	YD2014	-0.0733 (0.133)	YD2014	-0.0821 (0.124)	YD2014	-0.113 (0.127)
YD2015	-0.195* (0.113)	YD2015	-0.110 (0.132)	YD2015	-0.125 (0.124)	YD2015	-0.158 (0.126)
YD2016	-0.140 (0.112)	YD2016	-0.0508 (0.132)	YD2016	-0.0846 (0.124)	YD2016	-0.105 (0.126)

YD2017	-0.194*	YD2017	-0.107	YD2017	-0.130	YD2017	-0.164
	(0.110)		(0.129)		(0.123)		(0.124)
YD2018	-0.0679	YD2018	0.00533	YD2018	-0.0246	YD2018	-0.0442
	(0.104)		(0.125)		(0.116)		(0.119)
YD2019	0.0452	YD2019	0.120	YD2019	0.0633	YD2019	0.0566
	(0.107)		(0.127)		(0.119)		(0.121)
logTA	0.535***	logTA	0.593***	logTA	0.577***	logTA	0.583***
	(0.0269)		(0.0250)		(0.0265)		(0.0246)
LEV	0.622***	LEV	0.610***	LEV	0.760***	LEV	0.628***
	(0.0895)		(0.0919)		(0.0966)		(0.0916)
C_ROA	-3.601***	C_ROA	-3.531***	C_ROA	-4.279***	C_ROA	-3.477***
	(0.248)		(0.253)		(0.283)		(0.251)
SG	-0.00409	SG	-0.00309	SG	-0.0113	SG	-0.00982
	(0.0123)		(0.0121)		(0.0152)		(0.0145)
Constant	-3.593***	Constant	-3.712***	Constant	-3.570***	Constant	-3.850***
	(0.197)		(0.210)		(0.215)		(0.223)
Observations	6,287	Observations	5,919	Observations	5,561	Observations	6,079
Standard errors in parentheses							
*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1							

VARIABLES	SUSPECT	VARIABLES	SUSPECT	VARIABLES	SUSPECT
CSR_score	-0.000856 (0.000610)	BOARD_DIVERSITY	0.00328** (0.00148)	CULTURAL_DIVERSITY	-0.00101 (0.000801)
YD2005	-0.220* (0.122)	YD2005	-0.239* (0.136)	YD2005	-0.130 (0.240)
YD2006	-0.287** (0.122)	YD2006	-0.251* (0.133)	YD2006	-0.299 (0.239)
YD2007	-0.318*** (0.120)	YD2007	-0.305** (0.128)	YD2007	-0.230 (0.227)
YD2008	-0.291** (0.117)	YD2008	-0.271** (0.126)	YD2008	-0.256 (0.217)
YD2009	-0.146 (0.116)	YD2009	-0.130 (0.124)	YD2009	0.160 (0.209)
YD2010	-0.0102 (0.117)	YD2010	-0.00344 (0.124)	YD2010	0.246 (0.203)
YD2011	-0.308*** (0.115)	YD2011	-0.310** (0.123)	YD2011	-0.0804 (0.201)
YD2012	-0.326*** (0.115)	YD2012	-0.338*** (0.123)	YD2012	-0.0257 (0.200)
YD2013	-0.256** (0.114)	YD2013	-0.277** (0.123)	YD2013	0.0115 (0.200)
YD2014	-0.132 (0.114)	YD2014	-0.161 (0.124)	YD2014	0.124 (0.200)

YD2015	-0.176 (0.113)	YD2015	-0.213* (0.124)	YD2015	0.0183 (0.199)
YD2016	-0.124 (0.112)	YD2016	-0.171 (0.124)	YD2016	0.108 (0.199)
YD2017	-0.180 (0.110)	YD2017	-0.236* (0.123)	YD2017	0.0990 (0.198)
YD2018	-0.0566 (0.105)	YD2018	-0.119 (0.118)	YD2018	0.159 (0.195)
YD2019	0.0522 (0.108)	YD2019	-0.0179 (0.121)	YD2019	0.269 (0.200)
logTA	0.610*** (0.0273)	logTA	0.583*** (0.0245)	logTA	0.535*** (0.0342)
LEV	0.637*** (0.0895)	LEV	0.639*** (0.0903)	LEV	0.786*** (0.140)
C_ROA	-3.517*** (0.250)	c_ROA	-3.527*** (0.250)	C_ROA	-3.857*** (0.380)
SG	-0.00509 (0.0124)	SG	-0.00525 (0.0122)	SG	0.00681 (0.0319)
Constant	-3.874*** (0.208)	Constant	-3.766*** (0.201)	Constant	-3.608*** (0.308)
Observations	6,304	Observations	6,130	Observations	3,272
Standard errors in parentheses					
*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1					

Μέρος Γ: Η επίδραση της ποιότητας της Εταιρικής Διακυβέρνησης και των δεικτών που την αποτυπώνουν, στην οριακή μεταβολή θετικών κερδών, με τη χρήση Year Dummies.

VARIABLES	DSUSPECT	VARIABLES	DSUSPECT
CG_score	-0.000964 (0.000771)	ESG_score	-0.000410 (0.000928)
YD2005	-0.0882 (0.118)	YD2005	-0.0882 (0.118)
YD2006	-0.259** (0.116)	YD2006	-0.258** (0.116)
YD2007	-1.070*** (0.115)	YD2007	-1.067*** (0.115)
YD2008	-0.899*** (0.113)	YD2008	-0.895*** (0.113)
YD2009	-0.427*** (0.112)	YD2009	-0.422*** (0.112)
YD2010	-0.635*** (0.111)	YD2010	-0.631*** (0.112)
YD2011	-0.693*** (0.110)	YD2011	-0.689*** (0.111)
YD2012	-0.523*** (0.110)	YD2012	-0.519*** (0.111)
YD2013	-0.460*** (0.109)	YD2013	-0.455*** (0.110)
YD2014	-0.305*** (0.109)	YD2014	-0.300*** (0.110)
YD2015	-0.289*** (0.108)	YD2015	-0.284*** (0.110)
YD2016	-0.209* (0.108)	YD2016	-0.203* (0.110)
YD2017	-0.537*** (0.105)	YD2017	-0.531*** (0.107)
YD2018	-0.531*** (0.0999)	YD2018	-0.527*** (0.102)

YD2019	-1.943***	YD2019	-1.940***
	(0.116)		(0.118)
logTA	0.148***	logTA	0.143***
	(0.0237)		(0.0258)
LEV	-0.171*	LEV	-0.170*
	(0.0886)		(0.0887)
C_ROA	0.698***	C_ROA	0.683***
	(0.239)		(0.241)
SG	39.599	SG	3.999
	-58.333		-58.667
Constant	-0.470**	Constant	-0.464**
	(0.185)		(0.193)
Observations	6,304	Observations	6,304
Standard errors			
in parentheses			
*** p<0.01, **			
p<0.05, * p<0.1			

VARIABLES	DSUSPECT	VARIABLES	DSUSPECT	VARIABLES	DSUSPECT	VARIABLES	DSUSPECT
BOARD_SIZE	0.00499 (0.00400)	BOARD_INDEPENDENCE	-0.000514 (0.000613)	BOARD_MEETINGS	-0.0132*** (0.00355)	NON_EXECUTIVE	0.000706 (0.00121)
YD2005	-0.0827 (0.118)	YD2005	-0.205 (0.140)	YD2005	-0.139 (0.132)	YD2005	-0.0569 (0.134)
YD2006	-0.240** (0.117)	YD2006	-0.327** (0.139)	YD2006	-0.278** (0.130)	YD2006	-0.209 (0.133)
YD2007	-1.062*** (0.115)	YD2007	-1.191*** (0.144)	YD2007	-1.178*** (0.128)	YD2007	-1.040*** (0.131)
YD2008	-0.900*** (0.113)	YD2008	-0.946*** (0.140)	YD2008	-0.959*** (0.125)	YD2008	-0.892*** (0.127)
YD2009	-0.424*** (0.112)	YD2009	-0.491*** (0.135)	YD2009	-0.453*** (0.124)	YD2009	-0.377*** (0.125)
YD2010	-0.636*** (0.111)	YD2010	-0.722*** (0.131)	YD2010	-0.707*** (0.122)	YD2010	-0.584*** (0.124)
YD2011	-0.689*** (0.110)	YD2011	-0.772*** (0.131)	YD2011	-0.775*** (0.122)	YD2011	-0.639*** (0.123)
YD2012	-0.525*** (0.110)	YD2012	-0.608*** (0.130)	YD2012	-0.602*** (0.121)	YD2012	-0.475*** (0.123)
YD2013	-0.454*** (0.110)	YD2013	-0.537*** (0.130)	YD2013	-0.527*** (0.121)	YD2013	-0.405*** (0.123)
YD2014	-0.304*** (0.109)	YD2014	-0.388*** (0.130)	YD2014	-0.368*** (0.121)	YD2014	-0.254** (0.122)
YD2015	-0.280*** (0.109)	YD2015	-0.364*** (0.129)	YD2015	-0.377*** (0.121)	YD2015	-0.231* (0.122)

YD2016	-0.204*	YD2016	-0.287**	YD2016	-0.290**	YD2016	-0.156
	(0.108)		(0.129)		(0.122)		(0.121)
YD2017	-0.532***	YD2017	-0.616***	YD2017	-0.622***	YD2017	-0.485***
	(0.105)		(0.127)		(0.120)		(0.119)
YD2018	-0.526***	YD2018	-0.612***	YD2018	-0.644***	YD2018	-0.483***
	(0.100)		(0.122)		(0.113)		(0.114)
YD2019	-1.940***	YD2019	-2.025***	YD2019	-2.037***	YD2019	-1.897***
	(0.116)		(0.135)		(0.130)		(0.128)
logTA	0.124***	logTA	0.143***	logTA	0.142***	logTA	0.131***
	(0.0249)		(0.0230)		(0.0243)		(0.0226)
LEV	-0.173*	LEV	-0.201**	LEV	-0.168*	LEV	-0.177*
	(0.0887)		(0.0914)		(0.0956)		(0.0911)
C_ROA	0.673***	C_ROA	0.674***	C_ROA	0.657**	C_ROA	0.645***
	(0.238)		(0.245)		(0.271)		(0.241)
SG	4.0444	SG	4.0222	SG	4.101	SG	4.011
	(58.999)		(5.8999)		(59.555)		(58.667)
Constant	-0.412**	Constant	-0.366*	Constant	-0.279	Constant	-0.502**
	(0.186)		(0.201)		(0.205)		(0.212)
Observations	6,287	Observations	5,919	Observations	5,561	Observations	6,079

Standard errors in parentheses

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

VARIABLES	DSUSPECT	VARIABLES	DSUSPECT	VARIABLES	DSUSPECT
CSR_score	-0.000601 (0.000598)	BOARD_DIVERSITY	0.00141 (0.00148)	CULTURAL_DIVERSITY	0.000636 (0.000775)
YD2005	-0.0870 (0.118)	YD2005	-0.0472 (0.130)	YD2005	-0.176 (0.238)
YD2006	-0.257** (0.116)	YD2006	-0.233* (0.126)	YD2006	-0.421* (0.233)
YD2007	-1.066*** (0.115)	YD2007	-1.001*** (0.123)	YD2007	-1.289*** (0.229)
YD2008	-0.893*** (0.113)	YD2008	-0.805*** (0.121)	YD2008	-1.015*** (0.219)
YD2009	-0.419*** (0.112)	YD2009	-0.357*** (0.119)	YD2009	-0.342 (0.210)
YD2010	-0.627*** (0.111)	YD2010	-0.570*** (0.118)	YD2010	-0.649*** (0.203)
YD2011	-0.684*** (0.111)	YD2011	-0.628*** (0.118)	YD2011	-0.731*** (0.202)
YD2012	-0.513*** (0.110)	YD2012	-0.468*** (0.118)	YD2012	-0.605*** (0.201)
YD2013	-0.451*** (0.110)	YD2013	-0.402*** (0.118)	YD2013	-0.545*** (0.201)
YD2014	-0.295*** (0.110)	YD2014	-0.256** (0.119)	YD2014	-0.354* (0.201)
YD2015	-0.280** (0.109)	YD2015	-0.237** (0.119)	YD2015	-0.316 (0.201)
YD2016	-0.199* (0.109)	YD2016	-0.166 (0.119)	YD2016	-0.251 (0.201)

	(0.109)		(0.120)		(0.201)
YD2017	-0.525***	YD2017	-0.498***	YD2017	-0.598***
	(0.106)		(0.118)		(0.199)
YD2018	-0.520***	YD2018	-0.497***	YD2018	-0.615***
	(0.101)		(0.114)		(0.197)
YD2019	-1.933***	YD2019	-1.919***	YD2019	-1.924***
	(0.117)		(0.128)		(0.214)
logTA	0.150***	logTA	0.130***	logTOTALASSETS	0.116***
	(0.0251)		(0.0226)		(0.0316)
LEV	-0.168*	LEV	-0.164*	LEV	-0.414***
	(0.0887)		(0.0896)		(0.139)
C_ROA	0.697***	C_ROA	0.713***	C_ROA	0.885**
	(0.240)		(0.242)		(0.374)
SG	3.9999	SG	4.0112	SG	-0.0128
	(5.8667)		(5.901)		(0.0297)
Constant	-0.509***	Constant	-0.475**	Constant	-0.221
	(0.196)		(0.190)		(0.298)
Observations	6,304	Observations	6,13	Observations	3,272
Standard errors in parentheses					
*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1					

Βιβλιογραφία

Abed S., Al-Attar A., Suwaidan M. (2012). Corporate governance and earnings management: Jordanian evidence. *International Business Research*, 5(1), 216-225.

Adams R.B., Ferreira D. (2007). A theory of friendly boards. *Journal of Finance*, 62(1), 217–250.

Adams R., Ferreira D. (2009). Women in the boardroom and their impact on governance and performance. *Journal of Finance*, 94(57), 291–309.

Adams R.B., Hermalin B.E., Weisbach M.S. (2009). The role of boards of directors in corporate governance: a conceptual framework and survey. Working Paper.

Agrawal A., Chadha S. (2005). Corporate governance and accounting scandals. *Journal of Law and Economics*, 48(2), 371–406.

Aguinis H., Glavas A. (2012). What we know and don't know about corporate social responsibility: A Review and Research Agenda. *Journal of Management*, 38(4), 932– 968.

Ahern K., Daminelli D., Fracassi C. (2015). Lost in translation? The effect of cultural values on mergers around the world. *Journal of Financial Economics*, 117(1), 165–189.

Ahmed K., Hossain M., Adams M. (2006). The effect of board composition and board size on the informativeness of annual accounting earning. *Corporate Governance: An International Review*, 14(5), 418–431.

Albareda L., Lozano J., Tencati A., Midttun A., Perrini F. (2008). The changing role of governments in corporate social responsibility: drivers and responses. *Business ethics: A European review*, 17(4), 347–363.

Anderson R.C., Reeb M.D., Upadhyay A., Zhao W. (2011). The economics of director heterogeneity. *Financial Management*, 40(1), 5–38.

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

Arya A., Glover J., Sunder S. (1998). Earnings management and the revelation principle. *Review of Accounting Studies*, 3, 7–34.

Barker III V.L., Mueller G. (2002). CEO characteristics and firm R&D spending. *Management Science*, 48(6), 782–801.

Barton J. (2001). Does the use of financial derivatives affect earnings management decisions? *The Accounting Review*, 76(1), 1–26.

Bear S., Rahman N., Post C. (2010). The impact of board diversity and gender composition on corporate social responsibility and firm reputation. *Journal of Business Ethics*, 97, 207–221.

Beaver W.H., McNichols M.F., Nelson K. (2007). An alternative interpretation of the discontinuity in earnings distributions. Springer Science+Business Media, LLC 2007.

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

Beidleman C. (1973). Income smoothing: The role of management. *The Accounting Review*, 48(4), 653–667.

Bergstresser D., Thomas P. (2006). CEO incentives and earnings management. *Journal of Financial Economics*, 80, 511–529.

Berle A. A., Means G. C. (1932). *The modern corporation and private property.* New York: McMillan Publishing Co.

Beugelsdijk S., Frijns B. (2010). A cultural explanation of the foreign bias in international asset allocation. *Journal of Banking and Finance*, 34(9), 2121–2131.

Bjørnskov C. (2008). Social trust and fractionalization: a possible reinterpretation. *European Sociological Review*, 24(3), 271–283.

Bohorquez M.V., Ferrerob J.M., García-Sánchez I.M. (2018). Board independence and firm performance: The moderating effect of institutional context. *Journal of Business Research*, 88, 28-43.

Bontis N., Booker L.D., Serenko A. (2007). The mediating effect of organizational reputation on customer loyalty and service recommendation in the banking industry. *Management Decision*, 45(9), 1426–1445.

Branco M., Rodrigues L.C. (2006). Corporate social responsibility and resource-based perspectives. *Journal of Business Ethics*, 69(2), 111–132.

Brewer M. B., Kramer R.M. (1985). The psychology of intergroup attitudes and behavior. *Annual Review of Psychology*, 36(1), 219–243.

Broni G., Velentzas J. (2012). Corporate governance, control and individualism as a definition of business success. The idea of a "post - heroic" leadership. *Procedia Economics and Finance*, 1, 61 – 70.

Brown D.L., Caylor L.M. (2004). Corporate governance and firm performance. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 2(2), 129-144.

Bryan S.H., Nash R.C., Patel A. (2015). The effect of cultural distance on contracting decisions: the case of executive compensation. *Journal of Corporate Finance*, 33, 180–195.

Burgstahler D., Chuk E. (2012). What have we learned about earnings management? Correcting disinformation about discontinuities 2012. *SSRN Electronic Journal*, November 2012.

Burgstahler D., Dichev I. (1997). Earnings management to avoid earnings decreases and losses. *Journal of Accounting and Economics*, 24(1), 99-126.

Burgstahler D., Eames M. (2006). Management of earnings and analysts' forecasts to achieve zero and small positive earnings surprises. *Journal of Business Finance & Accounting*, 33(5) & (6), 633–652.

Byzalov D., Basu S. (2019). Modeling the determinants of meet-or-beat behavior in distribution discontinuity tests. *Journal of Accounting and Economics*, 68(2-3).

Cadbury Committee. (1992). The financial aspects of corporate governance.

Charitou A., Lambertides N., Trigeorgis, L. (2007). Earnings behaviour of financially distressed firms: The role of institutional ownership. *Abacus*, 43(3), 271–296.

Che-Ahmad A., Mansor N. (2009). Board independence, ownership structure, audit quality and income smoothing activities: A study on Malaysian market. *Journal of Modern Accounting and Auditing*, 5(11), 1-13.

Chena H., Jory S., Ngo T. (2020). Earnings management under different ownership and corporate governance structure: A natural experiment with master limited partnerships. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 76(3), 139-156.

Cohen D., Dey A., Lys T. (2008). Real and accrual-based earnings management in the pre- and postSarbanes-Oxley period. *The Accounting Review*, 83(3), 757–787.

Core E.J., Guay R.W. (1999). The use of equity grants to manage optimal equity incentive levels. *Journal of Accounting and Economics*, 28, 151–184.

Core E.J., Guay R.W. (2002). Estimating the value of employee stock option portfolios and their sensitivities to price and volatility. *Journal of Accounting Research*, 40(3), 613–630.

Core E.J., Guay R.W., Larcker D.F. (2003a). Executive equity compensation and incentives: a survey. *Federal Reserve Economic Policy Review*, 9(1), 27–50.

Cormier D., Ledoux M., Magnan M. (2011). The informational contribution of social and environmental disclosures for investors. *Management Decision*, 49(8), 1276–1304.

Daske H., Gebhardt G., McLeay S. (2006). The distribution of earnings relative to targets in the European Union 2006. *Accounting and Business Research*, 36(3), 137-167.

DeAngelo H., DeAngelo L., Skinner D.J. (1994). Accounting choice in troubled companies. *Journal of Accounting and Economics*, 17(1-2), 113–143.

Dechow M.P., Richrdardson A.S., Tuna I. (2003). Why are earnings kinky? An examination of the earnings management explanation. *Review of Accounting Studies*, 8, 355–384.

Dechow P.M., Skinner D.J. (2000). Earnings management: reconciling the views of accounting academics, practitioners and regulators. *Accounting Horizons*, 14(2), 235–250.

Dechow P.M., Sloan R., Sweeney A. (1996). Causes and consequences of earnings manipulation: An analysis of firms subject to enforcement actions by the SEC. *Contemporary Accounting Research*, 13(1), 1–36.

Defond M. L., Hung M. (2004). Investor protection and corporate governance: Evidence from worldwide CEO turnover. *Journal of Accounting Research*, 42(2), 269–312.

DeFond M., Jiambalvo, J. (1991). Incidence and circumstances of accounting errors. *The Accounting Review*, 66(3), 643–655.

DeGeorge F., Patel J., Zeckhauser R. (1999). Earnings management to exceed thresholds. *The Journal of Business*, 72(1), 1–33.

Demski J.S. (1998). Performance measure manipulation. *Contemporary Accounting Research*, 15(3), 261–285.

Dey A. (2008). Corporate governance and agency conflicts. *Journal of Accounting Research*, 46(5), 1143–118.

Donelson C., Mcinnis J.M., Mergenthaler R.D. (2013). Discontinuities and earnings management: Evidence from restatements related to securities litigation. *Contemporary Accounting Research*, 30(1), 242–268.

Doney P.M., Cannon J.P., Mullen M.R. (1998). Understanding the influence of national culture on the development of trust. *The Academy of Management Review*, 23(3), 601–620.

Dowling G. (2006). How good corporate reputations create corporate value. *Corporate Reputation Review*, 9(2), 134–143.

Durtschi C., Easton P. (2005). Earnings management? The shapes of the frequency distributions of earnings metrics are not evidence ipso facto. *Journal of Accounting Research*, 43(4), 521–556.

Ellen P.S., Webb D.J., Mohr L.A. (2006). Building corporate associations: consumer attributions for corporate socially responsible programs. *Journal of the Academy of Marketing Science*, 34(2), 147–157.

Erkut S., Kramer V.W., Konrad A.M. (2008). Critical mass: does the number of women on a corporate board make a difference?, in S. Vinnicombe, R. J. Burke, D. Bilimoria and M. Huse (eds.), *Women on Corporate Boards of Directors: International Research and Practice* (Edward Edgar, Cheltenham, UK), 350–366.

Fama E. F., Jensen M. C. (1983). Separation of ownership and control. *Journal of Law and Economics*, 26, 319–337.

Ferreira D. (2010). Board diversity. In: Anderson R., Baker H.K. (Eds.), *Corporate governance: a synthesis of theory research, and practice*. John Wiley & Sons, Hoboken, NJ, 225–242.

Fields M., Keys P. (2003). The emergence of corporate governance from wall St. to main St.: outside directors, board diversity, earnings management and managerial incentives to bear risk. *The Financial Review*, 38(1), 1–24.

Filipa A., Raffournier B. (2014). Financial crisis and earnings management: the European evidence. *The International Journal of Accounting*, 49(4), 455–478.

Finkelstein S., Hambrick D.C. (1990). Top-management-team tenure and organizational outcomes: the moderating role of managerial discretion. *Administrative Science Quarterly*, 35(3), 484–503.

Fombrun C.J. (2006). Corporate governance. *Corporate Reputation Review*, 8, 267–271.

Fombrun C. J., Gardberg N.A. (2000). Opportunity platforms safety nets: corporate citizenship and reputational risk. *Business & Society Review*, 105(1), 85–106.

Fombrun C.J., Shanley M. (1990). What's in a name? Reputation building and corporate strategy. *Academy of Management Journal*, 33(2), 233–258.

Francis J., Maydew E., Sparks H. (1999). The role of Big 6 auditors in the credible reporting of accruals. *A Journal of Practice and Theory*, 18(2), 17–34.

Frijns B., Dodd O., Cimerova H. (2016). The impact of cultural diversity in corporate boards on firm performance. *Journal of Corporate Finance*, 41, 521–541.

Fudenberg D., Tirole J. (1995). A theory of income and dividend smoothing based on incumbency rents. *Journal of Political Economy*, 103(1), 75–93.

Gatewood R.D., Gowan M.A., Lautenschlager G.J. (1993). Corporate image, recruitment image and initial job choice. *Academy of Management Journal*, 36(2), 414–427.

Gadinis S., Miazad A. (2019). Sustainability in corporate law. Working paper, <https://ssrn.com/abstract=3441375>.

García-Sánchez I. M., Martínez-Ferrero J. (2017). Independent directors and CSR disclosures: the moderating effects of proprietary costs. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 24(1), 28–43.

García-Sánchez I.M., Rodríguez-Dominguez L., Frías-Aceituno J.V. (2015). Board of directors and ethics codes in different corporate governance systems. *Journal of Business Ethics*, 131(3), 681–698.

Gaver J.J., Gaver K. M., Austin J.R. (1995). Additional evidence on bonus plans and income management. *Journal of Accounting and Economics*, 19,(1) 3-28.

Ghoul E.S., Guedhami O., Kwok C.C Y., Mishra D.R. (2011). Does corporate social responsibility affect the cost of capital? *Journal of Banking & Finance*, 35(9), 2388–2406.

Ghoul E.S., Zheng X. (2016). Trade credit provision and national culture. *Journal of Corporate Finance*, 41, 475–501.

Gill A. (2008). Corporate governance as social responsibility: a research agenda. *Berkeley Journal of International Law*, 26, 452–478.

Godfrey P.C., Merrill C.B., Hansen J.M. (2009). The relationship between corporate social responsibility and shareholder value: an empirical test of the risk management hypothesis. *Strategic Management Journal*, 30(4), 425–445.

Graham J.R., Harvey C.R., Rajgopal S. (2005). The economic implications of corporate financial reporting. *Journal of Accounting and Economics*, 40, 3–73.

Gray R.H., Kouhy R., Lavers S. (1995a). Constructing a research database of social and environmental reporting by UK Companies: a methodological note. *Accounting, Auditing and Accountability Journal*, 8(2), 78–101.

Guest P.M. (2009). The impact of board size on firm performance: evidence from the UK. *European Journal of Finance*, 15(4), 385–404.

Hambrick D.C., Fukutomi G.D.S. (1991). The seasons of a CEO's tenure. *Academy of Management Review* 1991, 16(4), 719–42.

Hambrick DC, Mason P. (1984). Upper echelons: the organization as a reflection of its top managers. *Academy of Management Review* 1984, 9, 193–206.

Harper H.V. (2016). Risk-related activism: the business case for monitoring nonfinancial risk. *Journal of Corporation Law*, 41, 647–704.

Harris M., Raviv A. (2008). A theory of board control and size. *Review of Financial Studies*, 21(559), 1797–1832.

Hayn C. (1995). The information content of losses. *Journal of Accounting and Economics*, 20(2), 125–153.

Healy P. (1985). The effect of bonus schemes on accounting decisions. *Journal of Accounting and Economics*, 7(1-3), 85–107.

Healy P., Wahlen J. (1999). A review of the earnings management literature and its implications for standard setting. *Account Horizon*, 13(4), 365–383.

Henderson A.D., Miller D., Hambrick D.C. (2006). How quickly do CEOs become obsolete? Industry dynamism, CEO tenure, and company performance. *Strategic Management Journal* 2006, 27(5), 447–460.

Hennigfeld J., Pohl M., Tolhurst, N. (2006). Foreword. *The ICCA handbook on corporate social responsibility*. West Sussex: Wiley.

Holderness C.G. (2003). A survey of blockholders and corporate control. *Federal Reserve Economic Policy Review*, 9(1), 51–64.

Holmstrom B., Kaplan N.S. (2001). Corporate governance and merger activity in the United States: making sense of the 1980s and 1990s. *Journal of Economic Perspectives*, 15(2), 121-144.

Howard G.J., Nash J., Cary C. (2008). Constructing the license to operate: internal factors and their influence on corporate environmental decisions. *Law & Policy*, 30(1), 73–107.

Jamali D., Safeddine A.M., Rabbath M. (2008). Corporate governance and corporate social responsibility synergies and interrelationships. *Corporate Governance: An International Review*, 16(5), 443–459.

Jensen M.C. (1993). The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems. *Journal of Finance*, 48(3), 831–880.

Jensen M.C., Meckling W.H. (1976). Theory of the firm: managerial behaviour, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360.

Jizi I.M., Salama A., Dixon R., Stratling R. (2014). Corporate governance and corporate social responsibility disclosure: evidence from the US banking sector. *Journal of Business Ethics*, 125(4), 601–615.

John K., Senbet L.W. (1998). Corporate governance and board effectiveness. *Journal of Banking & Finance*, 22(4), 371–403.

Kagan A.R., Thornton D., Gunningham N. (2003). Explaining corporate E-environmental performance: how does regulation matter? *Law & Society Review*, 37(1), 51– 90.

Kang H., Cheng M., Gray J.S. (2007). Corporate governance and board composition: diversity and independence of Australian boards. *An International Review*, 15(2), 194-207.

Kanter R.M. (1977b). Some effects of proportions on group life: skewed sex ratios and responses to token women. *American Journal of Sociology*, 82(5), 965–990.

Karolyi A. (2016). The gravity of culture for finance. *Journal of Corporate Finance*, 41, 610–625.

Kim K.A., Kitsabunnarat-Chatjuthamard P., Nofsinger J.R. (2007). Large shareholders, board independence, and minority shareholder rights: evidence from Europe. *Journal of Corporate Finance*, 13(5), 859–880.

Kirschenheiter M., Melumad N. (2002). Can big bath and earnings smoothing co-exist as equilibrium financial reporting strategies? *Journal of Accounting Research*, 40(3), 761–796.

Klapper L. F., Love I. (2004). Corporate governance, investor protection, and performance in emerging markets. *Journal of Corporate Finance*, 10(5), 703–728.

Konrad A., Kramer V., Erkut S. (2008). Critical mass: the impact of three or more women on corporate boards. *Organizational Dynamics*, 37(2), 145–164.

Kramer V.W., Konrad A., Erkut S. (2006). Critical mass on corporate boards: why three or more women enhance governance. Report No. WCW 11, Wellesley Centers for Women, Wellesley, MA.

La Porta R., Lopez-De-Silanes F., Shleifer A. (2000). Investor protection and corporate governance. *Journal of Financial Economics*, 58(1-2), 3-27.

La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A. (2006). What works in securities laws? *The Journal of Finance*, 61(1), 1–32.

La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A., Vishny R. (2002). Investor protection and corporate valuation. *The Journal of Finance*, 57(3), 1147–1170.

Laux A.J. Earnings management: friend or foe? *Journal of Business & Economics Research*, 1(11).

Lord C.G., Saenz D.S. (1985). Memory deficits and memory surfeits: differential cognitive consequences of tokenism for tokens and observers. *Journal of Personality and Social Psychology*, 49(4), 918–926.

Lourenco I.C., Branco M.C., Curto J.D., Eugenio T. (2012). How does the market value corporate sustainability performance? *Journal of Business Ethics*, 108(4), 417–428.

Mansor N., Che-Ahmad A., Ahmad-Zaluki N.A., Osman A.H. (2013). Corporate governance and earnings management: a study on the Malaysian family and non-family owned PLCs. *Procedia Economics and Finance*, 7, 221 – 229.

Maznevski M.L. (1994). Understanding our differences: performance in decision-making groups with diverse members. *Human Relations*, 47(5), 531–552.

McClelland L.P., Barker III L.V., Oh Y.W. (2010). CEO career horizon and tenure: future performance implications under different contingencies. *Journal of Business Research*, 65(9), 1387–1393.

McCorkindale T. (2008). Does familiarity breed contempt? Analyses of the relationship among company familiarity, company reputation, company citizenship, and company personality on corporate equity. *Public Relations Review*, 34(4), 392–395.

Mehran, H. (1995). Executive compensation structure, ownership, and firm performance. *Journal of Financial Economics*, 38, 163–184

Musteen M, Barker III VL, Baeten VL. (2006). CEO attributes associated with attitude toward change: the direct and moderating effects of CEO tenure. *Journal of Business Research* 2006, 59(5), 604–12.

Nederveen Pieterse A., van Knippenberg D., van Dierendonck D. (2013). Cultural diversity and team performance: the role of team member goal orientation. *Academy of Management Journal*, 56(3), 82–804.

Nemeth C.J. (1986). Differential contributions of majority and minority influence. *Psychological Review*, 93(1), 23–32.

Ooghe H., De Langhe T. (2002). The Anglo-American versus the continental European corporate governance model: empirical evidence of board composition in Belgium. *European Business Review*, 14(6), 437–449.

Peasnell K.V., Pope P.E., Young S. (2001). Accruals management to meet earnings targets: UK evidence pre-and post-Cadbury. *British Accounting Review*, 32(4), 415-445.

Persakis A., Emmanuellatridis G. (2016). Audit quality, investor protection and earnings management during the financial crisis of 2008: an international perspective. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 41, 73-101.

Pfau M., Haigh M., Sims J., Wigley S. (2008). The influence of corporate social responsibility campaigns on public opinion. *Corporate Reputation Review*, 11(2), 145–154.

Porter M., Kramer M.R. (2006). Strategy and society: the link between competitive advantage and corporate social responsibility. *Harvard Business Review*, 84(12), 78–92.

Pollman E. (2019). Corporate social responsibility, ESG, and compliance. Loyola Law School, Los Angeles Legal Studies Research Paper No. 2019-35.

Raheja C. (2005). Determinants of board size and composition: a theory of corporate boards. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 40, 283–306.

Riordan C.M., Gatewood R.D., Bill J.B. (1997). Corporate image: employee reactions and implications for managing corporate social performance. *Journal of Business Ethics*, 16, 401–412.

Ronen J., Sadan S. (1981). Smoothing income numbers: objectives, means, and implications. Boston, MA: Addison-Wesley Publishing Company.

Roshima S., Zainuddin Y.H., Haron H. (2009). The relationship between corporate social responsibility disclosure and corporate governance

characteristics in Malaysian public listed companies. *Social Responsibility Journal*, 5(2), 212–226.

Roychowdhury S. (2006). Earnings management through real activities manipulation. *Journal of Accounting and Economics*, 42, 335–370.

Sahut M.J., Ortiz P.M., Teulon F. (2019). Corporate social responsibility and governance. Springer Science+Business Media, LLC, part of Springer Nature 2019, corrected publication 2019.

Salama A., Anderson K., Toms J.S. (2011). Does community and environmental responsibility affect firm risk? Evidence from UK panel data 1994–2006. *Business Ethics: A European Review*, 20(2), 192–204.

Saleh N.M., Iskandar T.M., Rahmat M. (2005). Earnings management and board characteristics: evidence from Malaysia. *Jurnal Pengurusan*, 24, 77-103.

Sanchez F., Zamanillo O., Luna M. (2020). How corporate governance mechanisms of banks have changed after the 2007–08 financial crisis. *Global Policy*, 11, Supplement 1, January 2020.

Sankar M., Subramanyam K.R. (2001). Reporting discretion and private information communication through earnings. *Journal of Accounting Research*, 39(2), 365–386.

Scholtens B. (2008). Corporate social responsibility in the international banking industry. *Journal of Business Ethics*, 86(2), 159–175.

Schwartz-Ziv M., Weisbach S.M. (2013). What do boards really do? Evidence from minutes of board meetings. *Journal of Financial Economics*, 108, 349–366.

Sheleifer A., Vishny R. W. (1997). A survey of corporate governance. *Journal of Banking and Finance*, 52(2), 737-783.

Simpson W.G., Kohers T. (2002). The link between corporate social and financial performance: Evidence from the banking industry. *Journal of Business Ethics*, 35(2), 97–109.

Simsek Z. (2007). CEO tenure and organizational performance: an intervening model. *Strategic Management Journal*, 28(6), 653–62.

Spira L.F. (1999). Ceremonies of governance: perspectives on the role of the audit committee. *Journal of Management and Governance*, 3, 231 – 260.

Stein C.D., Wang C.Y. (2016). Economic uncertainty and earnings management. Harvard Business School Accounting & Management Unit Working Paper, 16-103.

Tan L., Xue Y., Yu Y. (2013). Does stronger corporate governance improve financial reporting quality? Evidence from a regression discontinuity analysis of shareholder-sponsored governance proposals.

Tanga W.H., Chen A. (2020). How do market power and industry competition influence the effect of corporate governance on earnings management? *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 78, 212–225.

Teoh S., Wong T. (1993). Perceived auditor quality and the earnings response coefficient. *The Accounting Review*, 68(2), 346–366.

Turnbull S. (2015). Defining and achieving good governance. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2571724>.

Ungureanu M. (2012). Models and practices of corporate governance worldwide. CES working Paper, 4 (3a), Centre for European Studies, Alexandru Ioan Cuza University, 625–635.

Vafeas N. (1999). Board meeting frequency and firm performance. *Journal of Financial Economics*, 53(1), 113 – 142.

Vance S.C. (1983). *Corporate leadership: boards, directors, and strategy.* McGraw-Hill, New York.

Vanhamme J., Grobbs B. (2009). Too good to be true! The Effectiveness of CSR History in countering negative publicity. *Journal of Business Ethics*, 85(2), 273–283.

Walters B.A., Kroll M.J., Wright P. (2007). CEO tenure, boards or directors and acquisition performance. *Journal of Business Research* 2007, 60(4),331–338.

Watts R.L., Zimmerman J.L. (1986). In: *positive accounting theory.* Prentice-Hall, Englewood Cliffs, NJ.

Weber J., Willenborg M. (2003). Do expert informational intermediaries add value? Evidence from auditors in microcap IPOs. *Journal of Accounting Research*, 41(4), 681–720.

Williams R.J. (2003). Women on corporate boards of directors and their influence on corporate philanthropy. *Journal of Business Ethics*, 42, 1–10.

Xie B., Davidson III N.W., DaDalt J.P. (2003). Earnings management and corporate governance: the role of the board and the audit committee. *Journal of Corporate Finance*, 9, 295 – 316.

Yermack D. (2004). Remuneration, retention, and reputation incentives for outside directors. *Journal of Finance*, 59(5), 2281–2308.

Zaluki N.A., Campbell K., Goodacre A. (2011). Earnings management in Malaysian IPOs: the East Asian crisis, ownership control, and post-IPO performance. *The International Journal of Accounting*, 46(2), 111–137.

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

Zheng X., Ghouli E.S., Guedhami O., Kwok C.C.Y. (2012). National culture and corporate debt maturity. *Journal of Banking and Finance*, 36(2), 468–488.

Zhongwen F., Radhakrishnan S., Zhang Y. (2020). Corporate governance and earnings management – evidence from shareholder proposals. *Contemporary Accounting Research*, Forthcoming.