



**ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ  
ΤΜΗΜΑ ΟΡΓΑΝΩΣΗ ΚΑΙ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ  
ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ  
ΣΤΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ (ΜΒΑ)**

**28/11/2019**

**ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ**

***ΕΠΗΡΕΑΣΜΟΣ ΤΗΣ ΑΠΟΤΙΜΩΜΕΝΗΣ ΑΞΙΑΣ ΜΙΑΣ  
ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ ΜΕΣΩ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗΣ ΚΕΡΔΩΝ***

**ΕΠΙΒΛΕΠΟΝΤΑΣ – ΕΠΙΚ. ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ  
ΒΑΣΙΛΕΙΟΣ ΖΗΣΗΣ**

**ΙΩΑΝΝΗΣ ΒΑΘΗΣ**

## **ΒΕΒΑΙΩΣΗ ΕΚΠΟΝΗΣΗΣ ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗΣ ΕΡΓΑΣΙΑΣ**

«Δηλώνω υπεύθυνα ότι η διπλωματική εργασία για τη λήψη του μεταπτυχιακού τίτλου σπουδών, του Πανεπιστημίου Πειραιώς, στη Διοίκηση Επιχειρήσεων : MBA» με τίτλο:

«ΕΠΗΡΕΑΣΜΟΣ ΤΗΣ ΑΠΟΤΙΜΩΜΕΝΗΣ ΑΞΙΑΣ ΜΙΑΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ ΜΕΣΩ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗΣ ΚΕΡΔΩΝ»

έχει συγγραφεί από εμένα αποκλειστικά και στο σύνολό της. Δεν έχει υποβληθεί ούτε έχει εγκριθεί στο πλαίσιο κάποιου άλλου μεταπτυχιακού προγράμματος ή προπτυχιακού τίτλου σπουδών, στην Ελλάδα ή στο εξωτερικό, ούτε είναι εργασία ή τμήμα εργασίας ακαδημαϊκού ή επαγγελματικού χαρακτήρα.

Δηλώνω επίσης υπεύθυνα ότι οι πηγές στις οποίες ανέτρεξα για την εκπόνηση της συγκεκριμένης εργασίας, αναφέρονται στο σύνολό τους, κάνοντας πλήρη αναφορά στους συγγραφείς, τον εκδοτικό οίκο ή το περιοδικό, συμπεριλαμβανομένων και των πηγών που ενδεχομένως χρησιμοποιήθηκαν από το διαδίκτυο. Παράβαση της ανωτέρω ακαδημαϊκής μου ευθύνης αποτελεί ουσιώδη λόγο για την ανάκληση του πτυχίου μου»

Υπογραφή Μεταπτυχιακού Φοιτητή Βάθης Ιωάννης



## ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

Εισαγωγή.....	6
1. Κεφάλαιο 1 <sup>ο</sup> - Ανασκόπηση Βιβλιογραφίας.....	8
1.1. Έννοια του λογιστικού αποτελέσματος.....	8
1.2. Ορισμός χειραγώγησης κερδών.....	8
1.3. Κίνητρα χειραγώγησης κερδών.....	10
1.4. Κίνητρα χειραγώγησης για την αύξηση κερδών.....	12
1.4.1. Συμβάσεις χρέους («Debt Covenants»).....	12
1.4.2. Συμβάσεις αμοιβών («Compensation Agreements»).....	14
1.4.3. Προσφορές μετοχών («Equity Offerings»).....	14
1.4.4. Χρήση εμπιστευτικών πληροφοριών προς ίδιον όφελος («Insider Trading»).....	15
1.4.5. Κίνητρα χειραγώγησης για την μείωση κερδών.....	17
1.5. Πιθανοί παράγοντες και επιπτώσεις δημοσιοποίησης χειραγώγησης κερδών.....	18
1.5.1. Πιθανοί παράγοντες χειραγώγησης κερδών.....	18
1.5.2. Επιπτώσεις δημοσιοποίησης χειραγώγησης κερδών.....	19
1.6. Μέθοδοι χειραγώγησης κερδών.....	20
1.6.1. Χειραγώγηση μέσω των πραγματικών δραστηριοτήτων («Real Earnings Management»).....	20
1.6.2. Χειραγώγηση μέσω της χρήσης λογιστικών δεδουλευμένων («Accrual-Based Earnings Management»).....	23
1.6.3. Χειραγώγηση μέσω της μεταβολής ταξινόμησης («Classification Shifting Earnings Management»).....	24
1.7. Υποδείγματα υπολογισμού βάσει των δεδουλευμένων (discretionary accruals).....	24
1.7.1. Υπόδειγμα Healy.....	25
1.7.2. Υπόδειγμα DeAngelo.....	26
1.7.3. Υπόδειγμα Jones.....	27
1.7.4. Τροποποιημένο υπόδειγμα Jones.....	28
1.7.5. Υπόδειγμα κλάδου («Industry Model»).....	29
1.7.6. Υπόδειγμα Ball και Shivakumar.....	30

1.7.7.	Υπόδειγμα Kothari, Leone και Wasley.....	31
1.8.	Χειραγώγηση κερδών και Αρχικές Δημόσιες Εγγραφές .....	31
1.8.1.	Διαδικασία των Αρχικών Δημόσιων Εγγραφών .....	31
1.8.2.	Οικονομικές καταστάσεις ως σημείο αναφοράς για την τιμή μετοχής των Αρχικών Δημόσιων Εγγραφών .....	33
2.	Κεφάλαιο 2 <sup>ο</sup> – Αρχικές δημόσιες εγγραφές στο Ηνωμένο Βασίλειο .....	35
2.1.1.	Χειραγώγηση κερδών κατά την Αρχική Δημόσια Εγγραφή στο Ηνωμένο Βασίλειο .....	35
2.1.2.	Επισκόπηση της απόδοσης των Αρχικών Δημόσιων Εγγραφών στο Ηνωμένο Βασίλειο (2019).....	36
2.2.	Θεσμικό πλαίσιο εισαγωγής εταιριών στο χρηματιστήριο στο Ηνωμένο Βασίλειο.....	37
2.3.	Ασυμμετρία πληροφόρησης κατά την Αρχικές Δημόσιες Εγγραφές.....	39
3.	Κεφάλαιο 3 <sup>ο</sup> - Εμπειρική Μελέτη .....	40
3.1.	Ανάπτυξη υποθέσεων .....	40
3.2.	Περιγραφή δείγματος και τρόπος επιλογής δεδομένων .....	42
3.3.	Μεθοδολογία εμπειρικής προσέγγισης .....	44
3.4.	Περιγραφή δεδομένων .....	46
3.5.	Ευρήματα.....	46
4.	Κεφάλαιο 4 <sup>ο</sup> - Συμπεράσματα .....	50
	Βιβλιογραφία .....	52

## **ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΠΙΝΑΚΩΝ**

Πίνακας 1 Αποτελέσματα έρευνας.....	43
Πίνακας 2 Εταιρίες ανά κλάδο δραστηριότητας .....	43
Πίνακας 3 Εταιρίες ανά έτος εισαγωγής.....	44
Πίνακας 4 Συγκεντρωτικός πίνακας Discretionary Accruals με τη χρήση των υποδειγμάτων Jones & Modified Jones.....	48
Πίνακας 5 Καθαρά κέρδη, καθαρές ταμειακές ροές από λειτουργικές δραστηριότητες ανά περίοδο .....	49

## Εισαγωγή

Η παρούσα διπλωματική εργασία εξετάζει το φαινόμενο της χειραγώγησης κερδών (earnings management) κατά τις περιόδους πριν και μετά την αρχική δημόσια εγγραφή των εταιρειών στο χρηματιστήριο του Λονδίνου μέσω της μεθόδου των λογιστικών δεδουλευμένων. Συγκεκριμένα, η εν λόγω έρευνα εξετάζει τον ρόλο των δεδουλευμένων που βρίσκονται στη διακριτική ευχέρεια της διοίκησης στις αρχικές δημόσιες εγγραφές στο Ηνωμένο Βασίλειο την περίοδο 2008-2015. Η παρούσα μελέτη προσπάθησε να αποδείξει ότι λόγω της έλλειψη πληροφόρησης σχετικά με τις πραγματικές οικονομικές αποδόσεις μίας εταιρίας που προβαίνει σε Αρχική Δημόσια Εγγραφή παρέχει στα διοικητικά στελέχη τόσο το κίνητρο όσο και την ευκαιρία να πραγματοποιήσουν χειραγώγηση κερδών.

Σε αυτό το πλαίσιο αναπτύχθηκαν δύο υποθέσεις ήτοι ότι οι διοικήσεις των εταιριών τείνουν να αυξάνουν τα κέρδη τους κατά το έτος εισαγωγής Υπόθεση 1 είτε ότι τα διοικητικά στελέχη τείνουν να αυξάνουν τα κέρδη των εταιριών κατά το πρώτο έτος που έπεται της αρχικής δημόσιας εγγραφής Υπόθεση 2. Τα αποτελέσματα της εν λόγω έρευνα δεικνύουν ότι τα δεδουλευμένα που βρίσκονται στη διακριτική ευχέρεια της διοίκησης εμφανίζουν μια τάση για μείωση των κερδών παρά των αρχικών υποθέσεων μας.

Αρχικά, στα πρώτα κεφάλαια της εργασίας αναφέρονται οι ορισμοί του τι είναι η διαχείριση κερδών, τα κίνητρα που ωθούν τις διοικήσεις των εταιριών να χειραγωγήσουν τα κέρδη τους, ποιες είναι οι επιπτώσεις δημοσιοποίησης χειραγώγησης κερδών, καθώς επίσης αναφέρονται και οι μέθοδοι με τις οποίες χειραγωγούν τα κέρδη τους οι εταιρείες όπως έχουν αναπτυχθεί έως τώρα στη βιβλιογραφία. Γίνεται και παρουσίαση των βασικών υποδειγμάτων για τον εντοπισμό χειραγώγησης κερδών καθώς επίσης και λόγοι

Στην ενότητα 3 παρουσιάζεται αναλυτικά ο τρόπος επιλογής του δείγματος και παρουσιάζονται τα ευρήματα όπως προέκυψαν από το υπόδειγμα της Jones (1991) και το τροποποιημένο υπόδειγμα της Jones όπως παρουσιάστηκε από τους Dechow et al. (Apr., 1995). Τα αποτελέσματα της έρευνας δεν φαίνεται να επιβεβαιώνουν καμία από τις αρχικές υποθέσεις καθώς επίσης και την παραδοσιακή αντίληψη ότι οι εταιρείες επιλέγουν να χειραγωγήσουν τα κέρδη τους προς τα πάνω (upward earnings management) τις περιόδους που προηγούνται της αρχικής δημόσιας εγγραφής, όπως

έδειξε η έρευνα των Teoh et al. (1998). Επίσης, δεν επιβεβαιώνουν ούτε την θεωρία ότι οι διοικήσεις διατηρούν σε υψηλά επίπεδα τα δεδουλευμένα τους και την περίοδο που έπεται της αρχικής δημόσιας εγγραφής, όπως έδειξε η έρευνα των Roosenboom et al. (2003). Αντίθετα, τα ευρήματα μας οδηγούν στο συμπέρασμα ότι οι διοικήσεις προβαίνουν σε χειραγώγηση κερδών προς τα κάτω (downward earnings management) τις περιόδους που προηγούνται της αρχικής δημόσιας εγγραφής.

Τα αποτελέσματα της έρευνας φαίνεται να επιβεβαιώνουν την αντίληψη των Ball and Shivakumar (2008) ότι οι διοικήσεις των εταιρειών επιλέγουν να κινηθούν πιο συντηρητικά πριν την αρχική δημόσια εγγραφή των εταιρειών με σκοπό να βελτιώσουν την ποιότητα στη λογιστική τους πληροφόρηση. Ταυτόχρονα, γίνεται και παρουσίαση των αλλαγών στο ρυθμιστικό πλαίσιο της Μεγάλης Βρετανίας αλλά και των αλλαγών στα λογιστικά πρότυπα τα οποία μπορεί να επηρέασαν ακόμα περισσότερο τις επιλογές της διοίκησης επιβεβαιώνοντας σε κάθε περίπτωση τη θεωρία των Ball and Shivakumar (2008) στο θέμα της χειραγώγησης.

**Λέξεις κλειδιά:** Χειραγώγηση κερδών; Αρχικές Δημόσιες Εγγραφές; Ποιότητα Κερδών, Δεδουλευμένα που βρίσκονται στη διακριτική ευχέρεια της διοίκησης των εταιριών.

# 1. Κεφάλαιο 1<sup>ο</sup> - Ανασκόπηση Βιβλιογραφίας

## 1.1. Έννοια του λογιστικού αποτελέσματος

Σύμφωνα με το Διεθνές Λογιστικό Πρότυπο 1 «Παρουσίαση των Οικονομικών Καταστάσεων» οι εταιρίες οφείλουν να δημοσιεύουν τις λογιστικές τους καταστάσεις οι οποίες είναι:

- α) κατάσταση οικονομικής θέσης στο τέλος της περιόδου,
- β) κατάσταση συνολικών εσόδων για την περίοδο,
- γ) κατάσταση μεταβολών των ιδίων κεφαλαίων για την περίοδο,
- δ) κατάσταση των ταμειακών ροών για την περίοδο,
- ε) σημειώσεις που περιλαμβάνουν περίληψη των σημαντικών λογιστικών πολιτικών και άλλες επεξηγηματικές σημειώσεις και
- στ) κατάσταση οικονομικής θέσης κατά την έναρξη της πρώτης συγκριτικής περιόδου όπου μια οικονομική οντότητα εφαρμόζει αναδρομικά μια λογιστική πολιτική ή που επαναδιατυπώνει αναδρομικά στοιχεία των οικονομικών καταστάσεων ή που ανακατατάσσει στοιχεία των οικονομικών καταστάσεων.

Σκοπός των οικονομικών καταστάσεων είναι να παρέχουν ακριβείς πληροφορίες σχετικά με την οικονομική θέση, την επίδοση και τις ταμειακές ροές της οικονομικής οντότητας, που είναι χρήσιμες για τις οικονομικές αποφάσεις ευρέος κύκλου χρηστών. Η παρούσα μελέτη επικεντρώνεται στην κατάσταση συνολικών εσόδων και πιο συγκεκριμένα στα κέρδη που επιτυγχάνει μία εταιρία.

## 1.2. Ορισμός χειραγώγησης κερδών

Στην ακόλουθη ενότητα παρατίθενται οι προσπάθειες να αποδοθεί ένας ορισμός για την χειραγώγηση κερδών. Στην βιβλιογραφία έχουν πραγματοποιηθεί αρκετές προσπάθειες για τον καθορισμό της διαχείρισης των κερδών, αντικατοπτρίζοντας το γεγονός ότι δεν αποτελεί μια μονοδιάστατη έννοια. Πιο συγκεκριμένα:

1. Η διαχείριση των κερδών ορίζεται ως «η διαδικασία λήψης σκόπιμων μέτρων εντός των περιορισμών των γενικά αποδεκτών λογιστικών αρχών προκειμένου για την επίτευξη ενός επιθυμητού επιπέδου αναφερόμενων κερδών.» (Davidson, Stickney και Weil, 1987, όπως παρατίθεται στον Schipper (1989), σελ.92).



2. Η διαχείριση των κερδών είναι «μια σκόπιμη παρέμβαση στη διαδικασία εξωτερικής χρηματοοικονομικής αναφοράς, με σκοπό την αποκόμιση κάποιου κέρδους προς ίδιον όφελος (σε αντίθεση με το να την ορίζουμε απλώς ως τη διευκόλυνση της ουδέτερης λειτουργίας της διαδικασίας)» ... «Μικρή επέκταση του εν λόγω ορισμού θα συμπεριλάμβανε την «πραγματική» διαχείριση των κερδών, που επιτυγχάνεται με την επένδυση χρόνου ή τις αποφάσεις χρηματοδότησης προκειμένου να τροποποιήσει τα αναφερόμενα κέρδη ή κάποιο υποσύνολο της.» (Schirper (1989) σελ.92).
3. «Η διαχείριση των κερδών πραγματοποιείται όταν τα διευθυντικά στελέχη αξιοποιούν την κρίση τους για την απεικόνιση της χρηματοοικονομικής πληροφόρησης και την διάρθρωση των συναλλαγών προκειμένου να τροποποιήσουν τις οικονομικές εκθέσεις είτε για να παραπλανήσουν ορισμένους ενδιαφερόμενους για τις οικονομικές αποδόσεις της εταιρίας είτε για να επηρεάσουν τα συμβατικά αποτελέσματα που εξαρτώνται από τους αναφερόμενους λογιστικούς αριθμούς.» (Healy and Wahlen (1999), σελ.368).

Σύμφωνα με τον Beneish (2001), η έλλειψη μίας επικρατούσας άποψης αναφορικά με τον ορισμό της διαχείρισης κερδών έγκειται στις διαφορετικές ερμηνείες εμπειρικών στοιχείων σε μελέτες που αποσκοπούν στην ανίχνευση της διαχείρισης κερδών ή στην παροχή ενδείξεων για κίνητρα διαχείρισης κερδών. Συνεπώς, κρίνεται εύλογη η σύγκριση των ανωτέρω ορισμών.

Και οι τρεις ορισμοί αφορούν τη διαχείριση ενεργειών που διεξάγονται στο πλαίσιο της χρηματοοικονομικής αναφοράς - συμπεριλαμβανομένης της διάρθρωσης των συναλλαγών, έτσι ώστε να εφαρμόζεται μια επιθυμητή λογιστική αντιμετώπιση (π.χ. λειτουργικές μισθώσεις). Ωστόσο, ο δεύτερος ορισμός επιτρέπει τη διαχείριση των κερδών μέσω των πραγματικών επενδύσεων χρόνου και των αποφάσεων χρηματοδότησης. Εάν, υπό το χρονικό πρίσμα, μια δαπάνη, η οποία έγκειται στην διακριτική ευχέρεια της εταιρίας, εμφανιστεί καθυστερημένα ή πιο σύντομα για ένα πολύ σύντομο χρονικό διάστημα κοντά στο φορολογικό έτος της εταιρίας, οι πραγματικές αποφάσεις όσον αφορά τον χρονικό παράγοντα θεωρούνται ως ένα μέσο διαχείρισης κερδών. Ένα πρόβλημα με τον δεύτερο ορισμό προκύπτει εάν οι αναγνώστες ερμηνεύσουν οποιαδήποτε πραγματική απόφαση - συμπεριλαμβανομένων εκείνων που υποδηλώνουν ότι η διοίκηση δεν εκμεταλλεύεται κερδοφόρες ευκαιρίες - ως διαχείριση κερδών. Δεδομένης της ύπαρξης εναλλακτικών τρόπων διαχείρισης κερδών, είναι παράλογο να θεωρούμε τη διαχείριση κερδών απόκλιση από την ορθολογική επενδυτική συμπεριφορά.

Υπάρχουν δύο συνιστώσες προσέγγισης της διαχείρισης κερδών: η καιροσκοπική προσέγγιση έγκειται στο ότι η διοίκηση αποσκοπεί στην παραπλάνηση των επενδυτών και η πληροφοριακή προσέγγιση, που διατυπώθηκε για πρώτη φορά από τους Holthausen και Leftwich (1983), σύμφωνα με την οποία η διακριτική ευχέρεια είναι ένας τρόπος για την διοίκηση να αποκαλύπτει στους επενδυτές της προσδοκίες της σχετικά με τις μελλοντικές ταμειακές ροές της επιχείρησης. Πολλές προηγούμενες έρευνες έχουν εστιάσει τα συμπεράσματά τους στην καιροσκοπική προσέγγιση για τη διαχείριση κερδών χωρίς να έχουν διερευνήσει και την πληροφοριακή προσέγγιση. Οι τρεις ορισμοί επιτρέπουν την διεξαγωγή διαχείρισης κερδών με σκοπό την απόκρυψη επιδεινούμενων αποδόσεων, αλλά η λέξη «παραπλάνηση» στον ορισμό Healy και Wahlen (1999) φαίνεται να αποκλείει την πιθανότητα ότι η διαχείριση κερδών διενεργήθηκε προκειμένου για την βελτίωση της ποιότητας των αναφερόμενων κερδών. Αυτό μπορεί να οφείλεται στην συμπερίληψη συμβατικών κινήτρων στον τρίτο ορισμό. Αναλυτικότερα, οι προηγούμενες έρευνες δεν μπόρεσαν να διακρίνουν αν η άσκηση της διακριτικής ευχέρειας της διοίκησης αποσκοπεί στην παραπλάνηση ή την ενημέρωση, καταλήγοντας στο τυπικό συμπέρασμα ότι τα κίνητρα έχουν ως αποτέλεσμα την «εκ των πραγμάτων» διαχείριση κερδών υπό την ευκαιριακή προσέγγιση. Σύμφωνα με τον τρίτο ορισμό, η διαχείριση των κερδών εμπεριέχει την ύπαρξη μεγάλης απάτης. Δηλαδή, ως απάτη ορίζεται "μία ή περισσότερες σκόπιμες πράξεις που αποσκοπούν στην εξαπάτηση άλλων προσώπων και την πρόκληση οικονομικών ζημιών" (National Association of Certified Fraud Examiners (1993), σελ.6). Ως εκ τούτου, η κύρια διαφορά μεταξύ του τρίτου ορισμού και της απάτης έγκειται στο ότι οι ενδιαφερόμενοι μπορεί να αναμένουν τη συμπεριφορά της διοίκησης και να διαπραγματευθούν μια συμβατική ρήτρα που να παρέχει προστασία τιμών.

### **1.3. Κίνητρα χειραγώγησης κερδών**

Αφού έγινε μία εκτενής αναφορά στο πώς ορίζεται η χειραγώγηση κερδών, στην παρούσα ενότητα παρουσιάζονται τα κίνητρα χειραγώγησης, σε μία προσπάθεια παρουσίασης των ερωτημάτων και των απαντήσεων που εγείρει το εν λόγω πολυδιάστατο φαινόμενο.

Στο πλαίσιο αυτό, πλήθος ακαδημαϊκής βιβλιογραφίας διερευνά τα κίνητρα για τη χειραγώγηση κερδών. Παρόλο που οι απόψεις αναφορικά με τον ορισμό της χειραγώγησης κερδών στη βιβλιογραφία δίστανται, ο εν λόγω όρος γενικά περιορίζεται στις πρακτικές αναφορών που εντάσσονται εντός του πλαισίου των Γενικά Αποδεκτών

Λογιστικών Αρχών («GAAP»). Οι Patricia M. Dechow, Richard G. Sloan (1996), οι οποίοι στη μελέτη τους εξετάζουν τη χειραγώγηση κερδών, ορίζουν ότι πραγματοποιείται χειραγώγηση κερδών τόσο εντός όσο και εκτός του πλαισίου των Γενικά Αποδεκτών Λογιστικών Αρχών. Δεδομένου ότι η χειραγώγηση κερδών εκτός του πλαισίου των GAAP ενέχει δυνητικό νομικό κόστος το οποίο ενδέχεται να αποφευχθεί μέσω της χειραγώγησης των κερδών εντός των GAAP, αναμένουν ότι οι εταιρίες που καταφεύγουν σε χειραγώγηση εκτός των GAAP θα χειραγωγούν και τα αποτελέσματα εντός του πλαισίου των GAAP.

Όπως προαναφέρθηκε, ένας μεγάλος αριθμός κινήτρων για τη χειραγώγηση κερδών έχει προταθεί στην ακαδημαϊκή βιβλιογραφία. Δεδομένου ότι δεν είναι εφικτό να εξεταστούν όλα τα προτεινόμενα κίνητρα, στην παρούσα μελέτη παραθέτουμε εκείνα που εξετάστηκαν εκτενέστερα. Η ακαδημαϊκή έρευνα έχει επικεντρωθεί σε διάφορες θεωρίες της χειραγώγησης κερδών, εκ των οποίων η υπόθεση μπόνους και η υπόθεση χρέους, οι οποίες αναλύονται διεξοδικά κατωτέρω, έχουν υποστηριχθεί περισσότερο (Watts και Zimmerman (1990)). Παραδείγματος χάριν, ο Christie (January 1990) καταλήγει στο συμπέρασμα ότι οι μεταβλητές που σχετίζονται με τις αμοιβές των διοικητικών στελεχών και τις συμβάσεις χρέους έχουν την υψηλότερη στατιστική σημαντικότητα στην εξήγηση της επιλογής των διοικητικών στελεχών να προβούν σε χειραγώγηση κερδών.

Εν αντιθέσει με τους ακαδημαϊκούς ερευνητές, οι επαγγελματίες υπογραμμίζουν το ρόλο της λογιστικής πληροφόρησης όταν επρόκειτο για αποφάσεις επενδύσεων και δανεισμού από τους μετόχους και τους πιστωτές ως ένα σημαντικό κίνητρο για τη χειραγώγηση των κερδών. Επί παραδείγματι, οι Kellogg και Kellogg (1991) δηλώνουν ότι οι δύο επικρατέστεροι λόγοι για να διαπράξουν τα διοικητικά στελέχη ψευδής δήλωση και χειραγώγηση των οικονομικών καταστάσεων είναι οι εξής:

1. Να ενθαρρύνουν τους επενδυτές να προβούν στην αγορά μετοχών μιας εταιρίας ως ιδιοκτήτες ή σε ομόλογα ως πιστωτές και
2. Να αυξήσουν την αξία του μετοχικού κεφαλαίου των υφιστάμενων μετόχων της εταιρίας.

Ομοίως, η Εθνική Ένωση Πιστοποιημένων Ελεγκτών Απάτης («National Association of Certified Fraud Examiners») (1993) δηλώνει ότι ο πρώτος λόγος για τον οποίο διαπράττεται χειραγώγηση των οικονομικών καταστάσεων είναι «η ενθάρρυνση των επενδύσεων μέσω της πώλησης μετοχών».

Ως εκ τούτου, οι επαγγελματίες υποστηρίζουν ότι ο επηρεασμός των αντιλήψεων των επενδυτών σχετικά με την αξία της επιχείρησης αποτελεί ένα βασικό κίνητρο για τη χειραγώγηση των κερδών. Η διοίκηση και οι υφιστάμενοι μέτοχοι επωφελούνται από τη χειραγώγηση των αντιλήψεων των επενδυτών αναφορικά με την αξία της εταιρίας εάν μπορούν να αντλήσουν πρόσθετη χρηματοδότηση με ευνοϊκότερους όρους ή να πουλήσουν τις μετοχές τους σε υψηλότερη τιμή. Επομένως, η εξωτερική χρηματοδότηση και οι εσωτερικές πωλήσεις μετοχών αποτελούν πρόσθετα κίνητρα για τη χειραγώγηση κερδών.

Ένα από τα μείζονα θέματα που έχει απασχολήσει την βιβλιογραφία, όπως διαπιστώθηκε ανωτέρω, είναι τόσο η κατανόηση, όσο και η απόδειξη των κινήτρων που οδήγησαν την διοίκηση μίας εταιρίας να προβεί στην χειραγώγηση των κερδών της. Κάτωθι παρατίθενται κίνητρα και ενδείξεις χειραγώγησης κερδών, τα οποία είναι βασισμένα σε εμπειρικές μελέτες, στην προσπάθεια των μελετητών να αποδείξουν ότι τα κίνητρα χειραγώγησης δεν σχετίζονται μόνο με την αύξηση των κερδών μιας εταιρίας, αλλά και με την μείωση τους.

#### **1.4. Κίνητρα χειραγώγησης για την αύξηση κερδών**

Πιο συγκεκριμένα, σύμφωνα με την μελέτη του Beneish (2001), εντοπίστηκαν τέσσερις πηγές κινήτρων για τη διαχείριση του εισοδήματος: (1) συμβάσεις χρέους, (2) συμβάσεις αμοιβών, (3) προσφορές μετοχών, (4) χρήση εμπιστευτικών πληροφοριών προς ίδιον όφελος. Αναλυτικότερα:

##### **1.4.1. Συμβάσεις χρέους («Debt Covenants»)**

Οι συμβάσεις χρέους είναι ένα σημαντικό θέμα στην έρευνα χρηματοοικονομικής λογιστικής, καθώς οι δανειστές χρησιμοποιούν συχνά τα λογιστικά αποτελέσματα προκειμένου να ρυθμίζουν τις δραστηριότητες των επιχειρήσεων, π.χ. απαιτώντας να πληρούνται ορισμένοι στόχοι απόδοσης ή να επιβάλλονται όρια στις επιτρεπόμενες επενδυτικές και χρηματοδοτικές δραστηριότητες. Η σχέση μεταξύ λογιστικών αποτελεσμάτων και συμβάσεων χρέους χρησιμοποιήθηκε σε μελέτες οι οποίες ερευνούσαν:

- (i) γιατί οι οικονομικές συνέπειες παρατηρούνται όταν οι εταιρίες συμμορφώνονται με υποχρεωτικές ή εθελοντικές λογιστικές μεταβολές οι οποίες δεν επηρεάζουν τις ταμειακές ροές,
- (ii) οι καθοριστικοί παράγοντες των λογιστικών επιλογών και της άσκησης διακριτικής ευχέρειας των στελεχών διοίκησης όσον αφορά τις λογιστικές εκτιμήσεις που επηρεάζουν τα καθαρά έσοδα.

Η υπόθεση βασίζεται στο ότι οι συμβάσεις χρέους παρέχουν κίνητρα στα στελέχη διοίκησης να αυξήσουν τα κέρδη είτε για να μειώσουν τους λογιστικούς περιορισμούς στις συμβάσεις χρέους είτε για να αποφύγουν το κόστος των παραβιάσεων των εν λόγω συμβάσεων.

Τα αποτελέσματα των ερευνών αναφορικά με τις οικονομικές συνέπειες έχουν γενικά αναμειχθεί και οι ερευνητές στράφηκαν πρόσφατα στη διερεύνηση των λογιστικών επιλογών σε επιχειρήσεις που αντιμετωπίζουν πραγματικές τεχνικές αδυναμίες (Beneish and Press (1993), Sweeney (1994), Defond and Jiambalvo (1994), και DeAngelo, H., DeAngelo, L., and Skinner D.J. (1994)). Η ιδέα στηρίζεται στην αύξηση της ισχύος των ελέγχων, εστιάζοντας σε ένα δείγμα όπου η επίδραση της παραβίασης των συμβάσεων χρέους είναι πιθανό να είναι πιο παρατηρήσιμο. Ενώ ορισμένα από τα στοιχεία υποδεικνύουν ότι τα στελέχη διοίκησης λαμβάνουν δράσεις που αυξάνουν το εισόδημα, επιβραδύνοντας την εμφάνιση αδυναμίας αποπληρωμής χρέους (Sweeney, (1994); Defond and Jiambalvo, (1994)), άλλα στοιχεία δεν το αποδεικνύουν (Beneish and Press, (1993); DeAngelo, DeAngelo and Skinner, (1994)). Επιπλέον, δεν είναι σαφές ότι τέτοιου είδους ενέργειες επαρκούν για την επιβράδυνση της εμφάνισης αδυναμίας αποπληρωμής χρέους.

Ως εκ τούτου, τα ευρήματα στις εν λόγω μελέτες, σχετικά με το αν τα διοικητικά στελέχη προβαίνουν σε λογιστικές επιλογές που αυξάνουν το εισόδημα για την αποφυγή αθέτησης πληρωμών, διαφέρουν. Ωστόσο, εξετάζοντας ένα μεγάλο δείγμα ιδιωτικών συμβάσεων χρέους και υπολογίζοντας την προσέγγιση των εταιριών στους τρέχοντες δείκτες και τους περιορισμούς της καθαρής αξίας των πάγιων περιουσιακών στοιχείων της εταιρίας, οι Dichev και Skinner (2000) βρίσκουν σημαντικά μεγαλύτερα ποσοστά εταιριών που εμπίπτουν ελαφρώς πιο πάνω από το όριο παραβίασης των συμβάσεων χρέους παρά χαμηλότερα από το εν λόγω όριο. Λαμβάνοντας υπόψη τα ανωτέρω, καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι τα διοικητικά στελέχη λαμβάνουν μέτρα συνεπή με την αποφυγή εμφάνισης αδυναμίας αποπληρωμής χρέους της σύμβασης.

#### **1.4.2. Συμβάσεις αμοιβών («Compensation Agreements»)**

Στο πλαίσιο του εν λόγω λογιστικού φαινομένου, έχει παρατηρηθεί ότι όταν οι επιπρόσθετες αμοιβές των διοικητικών στελεχών («bonus») συνδέονται με τα κέρδη που επιτυγχάνει η εταιρία ενδέχεται να προβούν σε χειραγώγηση κερδών. Οι μελέτες που εξετάζουν την υπόθεση του μπόνους ως κίνητρο χειραγώγησης κερδών (Healy, (1985); Gaver et al., (1995); and Holthausen, Larker and Sloan, (1995)) παρέχουν αποδείξεις συνεπείς με την υπόθεση ότι τα διοικητικά στελέχη τροποποιούν τα αναφερόμενα κέρδη προκειμένου να αυξήσουν την αμοιβή τους. Με εξαίρεση τον Healy (1985), οι υπόψη μελέτες αποδεικνύουν ότι τα διοικητικά στελέχη όταν τα κέρδη ξεπερνούν το ανώτατο όριο των επιπρόσθετων αμοιβών μειώνουν τα αναφερόμενα κέρδη προκειμένου να αυξήσουν την μελλοντική αμοιβή τους. Επιπλέον, οι Holthausen et al. (1995) βρίσκουν ελάχιστες ενδείξεις ότι τα διοικητικά στελέχη αυξάνουν τα έσοδα και υποδηλώνουν ότι τα αποδεικτικά στοιχεία για την αύξηση των εσόδων στη μελέτη που διεξήγαγε ο Healy (1985) προκύπτουν λόγω των πειραματικών συνθηκών στη έρευνα του.

#### **1.4.3. Προσφορές μετοχών («Equity Offerings»)**

Ένα αυξανόμενο πλήθος ερευνών εξετάζει τα κίνητρα των διοικητικών στελεχών να αυξήσουν τα αναφερόμενα έσοδα στο πλαίσιο παροχών τίτλων. Η ασυμμετρία πληροφόρησης μεταξύ ιδιοκτητών - διοικητικών στελεχών και επενδυτών, ιδιαίτερα κατά την αρχική δημόσια εγγραφή, εντοπίζεται σε προγενέστερες έρευνες (λεπτομερέστερη ανάλυση αναφορικά με την ασυμμετρία πληροφόρησης στο πλαίσιο χειραγώγησης κερδών διεξάγεται σε ακόλουθη ενότητα). Τα μοντέλα όπως των Leland και Pyle (1977) υποδηλώνουν ότι το ποσό των ιδίων κεφαλαίων που κατέχονται από τους εμπλεκόμενους σηματοδοτεί την προσωπική τους αποτίμηση, ενώ τα μοντέλα όπως των Hughes (1986), Titman and Trueman (1986) και Datar et al. (1991) εξετάζουν το ρόλο που διαδραματίζει η φήμη του ελεγκτή στην τιμή προσφοράς. Στα εν λόγω μοντέλα, η υπόψη ασυμμετρία επιλύεται με την επιλογή ενός τρίτου ανεξάρτητου ελεγκτή ή με ένα προσύμφωνο το οποίο περιλαμβάνει ρήτρα που εξασφαλίζει την επιβολή κυρώσεων στην περίπτωση ψευδούς δημοσιοποίησης στοιχείων. Οι εμπειρικές μελέτες υποθέτουν ότι η ασυμμετρία πληροφόρησης παραμένει και χρησιμοποιούν ποικίλα μοντέλα προκειμένου να εκτιμήσουν την άσκηση διακριτικής ευχέρειας από τα διοικητικά στελέχη όσον αφορά τα δεδουλευμένα κατά τη στιγμή των παροχών τίτλων.

Τέσσερις μελέτες διερευνούν τη χειραγώγηση κερδών ως εξήγηση για την διφορούμενη συμπεριφορά των τιμών των μετοχών μετά την έκδοσή τους. Οι Teoh, Welch και Rao (1998) και οι Teoh, Welch και Wong (1998) μελετούν τη χειραγώγηση κερδών στο πλαίσιο των αρχικών δημόσιων εγγραφών (Initial Public Offerings «IPO») και οι Rangan (1998) και Teoh, Welch and Wong (1998) των προσφερόμενων μετοχών των εταιριών που έχουν ήδη εισήχθη στο χρηματιστήριο. Οι εν λόγω έρευνες εκτιμούν την έκταση της χειραγώγησης κερδών χρησιμοποιώντας μοντέλα παρόμοια με της Jones κατά την χρονική περίοδο της έκδοσης τίτλων και συσχετίζουν τις εκτιμήσεις της χειραγώγησης κερδών με τα κέρδη και τις αποδόσεις μετά την έκδοση. Τα αποτελέσματα που προέκυψαν υποδεικνύουν ότι οι εκτιμήσεις χειραγώγησης κερδών τη χρονική στιγμή της έκδοσης συσχετίζονται αρνητικά σε σημαντικό βαθμό με τις επιδόσεις κερδών και αποδόσεων που έπονται της εν λόγω χρονικής περιόδου.

Τα αποτελέσματα των ανωτέρω μελετών υποδηλώνουν ότι οι συμμετέχοντες στην αγορά δεν κατανοούν τις συνέπειες αποτίμησης των μη αναμενόμενων δεδομένων. Εντούτοις το συμπέρασμα ότι η εκούσια χειραγώγηση κερδών κατά τη στιγμή της έκδοσης τίτλων παραπλανά τους επενδυτές επιτυχώς είναι πρόωρη.

#### **1.4.4. Χρήση εμπιστευτικών πληροφοριών προς ίδιον όφελος («Insider Trading»)**

Όπως και η άντληση κεφαλαίων, η χρήση εμπιστευτικών πληροφοριών προς ίδιον όφελος είναι ένα κίνητρο που συνδέεται με το εμπόριο και είναι ένα σχετικά πρόσφατο στοιχείο σε σύγκριση με τα προαναφερθέντα πιθανά κίνητρα χειραγώγησης για την αύξηση κερδών. Η αιτία της έλλειψης μελετών σχετικών με τη χρήση εμπιστευτικών πληροφοριών προς ίδιον όφελος ως κίνητρο χειραγώγησης κερδών έγκειται στο ότι, αν γίνουν αποδεκτά δύο οικονομικά επιχειρήματα τα οποία βασίζονται στην αποτελεσματικότητα, η μελέτη τέτοιου είδους κινήτρων καθίσταται μάταιη. Πιο συγκεκριμένα, τα εν λόγω επιχειρήματα είναι τα ακόλουθα:

- (i) οι κεφαλαιαγορές δρουν υπό συνθήκες αποτελεσματικής (τέλειας) πληροφόρησης (μια βασική υπόθεση στην έρευνα κεφαλαίου) και οι επενδυτές βλέπουν μέσω των λογιστικών πράξεων των διοικητικών στελεχών,
- (ii) η επίδραση που ασκεί η φήμη και η αγορά εργασίας πειθαρχούν τα μέρη που χρησιμοποιούν εμπιστευτικές πληροφορίες προς ίδιον όφελος,

αποτρέποντας τους να επωφεληθούν από εταιρίες που αντιμετωπίζουν δυσμενείς προοπτικές.

Οι ενδείξεις σχετικά με την εκμετάλλευση εμπιστευτικών πληροφοριών ως κίνητρο για την αύξηση των εσόδων παραπλανώντας τους επενδυτές είναι λιγότερο διαδεδομένες αλλά πιο αδιάσειστες από τα αποδεικτικά στοιχεία για την έκδοση μετοχών ως κίνητρο για την αύξηση των εσόδων. Ένας λόγος έγκειται στο ότι τα αποδεικτικά στοιχεία προέρχονται από εταιρίες που έχουν όντως διαπράξει απάτη όσον αφορά τις οικονομικές καταστάσεις Beneish (1999) ή έχουν διαπράξει παράνομες πράξεις Summers and Sweeney, (1998). Περαιτέρω, το εν λόγω κίνητρο είναι συνεπές με επαγγελματικές απόψεις αναφορικά με τις αιτίες χειραγώγησης κερδών National Association of Certified Fraud Examiners, (1993), καθώς και με στοιχεία ότι τα διοικητικά στελέχη μειώνουν το μερίδιό τους από τα ίδια κεφάλαια της εταιρίας κατά τα έτη πριν από την κατάθεση πτώχευσης (Seyhun and Bradley, (1997)). Ενώ οι Seyhun και Bradley (1997) δεν κάνουν νύξη για χειραγώγηση κερδών, οι εταιρίες που εμπειρεύονται στο δείγμα τους αντιμετωπίζουν επιδείνωση των αποδόσεων, που συχνά αποτελούν ενδείξεις για την παράνομη συμπεριφορά των εταιριών (National Association of Certified Fraud Examiners, (1993)).

Τα πιο άμεσα αποδεικτικά στοιχεία που συνδέουν την χειραγώγηση των οικονομικών καταστάσεων και την εκμετάλλευση εμπιστευτικών πληροφοριών αναφέρονται στην μελέτη του Beneish (1999), ο οποίος διαπιστώνει ότι «τα διοικητικά στελέχη εταιριών με υπερεκτιμημένα κέρδη που παραβιάζουν τις Γενικά Αποδεκτές Λογιστικές Αρχές είναι πιο πιθανό να πουλήσουν το μερίδιο συμμετοχής τους και να εξαγοράσουν δικαιώματα ανατίμησης μετοχών κατά την περίοδο που τα κέρδη υπερεκτιμώνται σε ένα ελεγχόμενο δείγμα εταιριών. Εντόπισε επίσης μια μέση μείωση της τιμής των μετοχών κατά 20% όταν ανακαλυφθεί η υπερεκτίμηση και ένα μέσο κόστος επίλυσης διαφορών που ανέρχεται σε 9% της αγοραίας αξίας πριν από την αποκάλυψη της χειραγώγησης κερδών. Αυτό υποδηλώνει ότι οι συναλλαγές μετοχών των διοικητικών στελεχών κατά τη διάρκεια της περιόδου υπερεκτίμησης κερδών εμφανίζονται σε πληθωρισμένες τιμές που αντικατοπτρίζουν την επίδραση της υπερεκτίμησης των κερδών.» (σελ. 426)

Ο Beneish (1999) βασίζεται σε προγενέστερη έρευνα σχετικά με την εκμετάλλευση εμπιστευτικών πληροφοριών για να αναπτύξει υποθέσεις σχετικά με κίνητρα χειραγώγησης που σχετίζονται με την χρήση εμπιστευτικών πληροφοριών προς ίδιον όφελος. Η εν λόγω έρευνα υποδηλώνει ότι τα διοικητικά στελέχη ενεργούν ως



ενημερωμένοι έμποροι, προβαίνοντας στην αγορά (πώληση) προτού οι τιμές των μετοχών αυξηθούν (μειωθούν) (Jaffe, (1974); Seyhun, (1986)) και αντιλαμβάνονται τους διαχειριστές κερδών ως ένα αποτελεσματικό μέσο αποζημίωσης των διοικητικών στελεχών για την έγκαιρη παροχή των εμπιστευτικών πληροφοριών (Carlton and Fischel, (1983); Dye, 1984; Noe, (1997)).

Ο Beneish (1999) διερευνά επίσης τις κυρώσεις που αντιμετωπίζουν τα διοικητικά στελέχη κατόπιν της ανακάλυψης χειραγώγησης. Εάν οι αρνητικές επιπτώσεις που προκλήθηκαν στην φήμη και η επακόλουθη πειθαρχία στο χρηματιστήριο αποτρέπουν τα διοικητικά στελέχη να προβαίνουν σε χειραγώγηση κερδών και να πραγματοποιούν κερδοφόρες συναλλαγές, η απασχόληση και οι χρηματικές κυρώσεις που επιβάλλονται μεταγενέστερα στα διοικητικά στελέχη πρέπει να είναι ουσιαστικές εάν επρόκειτο να χρησιμοποιηθούν ως αποτρεπτικοί παράγοντες. Εντούτοις, ο Beneish (1999) διαπιστώνει ότι «οι απώλειες θέσεων εργασίας των διοικητικών στελεχών μετά την ανακάλυψη είναι παρόμοιες στις εταιρίες που υπερεκτιμούν και σε αυτές που δεν υπερεκτιμούν τα κέρδη και ότι η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς δεν είναι πιθανό να επιβάλλει κυρώσεις σε διοικητικά στελέχη σε εταιρίες με υπερεκτίμηση κερδών, εκτός αν τα διοικητικά στελέχη προβούν στην πώληση των μεριδίων συμμετοχής τους ως μέρος μίας παροχής εγγύησης της εταιρίας» (σελ.425).

#### **1.4.5. Κίνητρα χειραγώγησης για την μείωση κερδών**

Όπως προαναφέρθηκε, οι εμπειρικές μελέτες δεν επικεντρώθηκαν μόνο στην εύρεση κινήτρων χειραγώγησης για την αύξηση κερδών. Εντούτοις, εμπειρικές μελέτες διερεύνησαν αν τα διοικητικά στελέχη προβαίνουν στην χειραγώγηση προκειμένου να μειώσουν τα κέρδη της εταιρίας. Πιο συγκεκριμένα, με εξαίρεση το bonus ως μορφή αμοιβής, όπου τα αποδεικτικά στοιχεία που αναφέρονται στην ανωτέρω ενότητα υποδηλώνουν ότι τα διοικητικά στελέχη μειώνουν τα τρέχοντα αναφερόμενα κέρδη, προκειμένου να αυξάνουν τις μελλοντικές αμοιβές τους, ένα μεγάλο μέρος των στοιχείων προγενέστερης έρευνας σχετικά με τη χειραγώγηση για την μείωση κερδών είναι συνεπές με την ένδειξη ότι τα διοικητικά στελέχη καταπιέζουν τα κέρδη σε προσωρινή βάση για να αυξήσουν την πιθανότητα ενός διαπραγματευμένου ή κανονιστικού αποτελέσματος. Παραδείγματος χάριν, τα χαμηλότερα αναφερόμενα κέρδη έχουν αποδειχθεί ότι αυξάνουν την πιθανότητα οι εταιρίες κοινής ωφέλειας να έχουν την δυνατότητα να αποκτήσουν αυξήσεις επιτοκίων (Jarrell, (1979)), για να μειώσουν την πιθανότητα μεταβίβασης πλούτου (Watts and Zimmerman, (1978)) και να επιτύχουν ελαφρύνσεις εισαγωγών (Jones, (1991)). Οι Liberty και Zimmerman

(1986) εξετάζουν τα κίνητρα για τη μείωση των κερδών σε περιόδους κοντά στις συνδικαλιστικές διαπραγματεύσεις και ο DeAngelo (1986) εξετάζει τα κίνητρα για τη μείωση των κερδών σε περιόδους που προηγούνται εξαγορές εταιριών από διοικητικά στελέχη. Η ισχύς των ελέγχων στις εν λόγω μελέτες είναι χαμηλή καθώς τα δείγματα είναι μικρά και τα αποδεικτικά στοιχεία δεν οδηγούν πάντα σε ένα σαφές συμπέρασμα: οι Liberty και Zimmerman (1986) και DeAngelo (1986) δεν βρίσκουν στοιχεία χειραγώγησης για την μείωση κερδών.

Πρόσφατα στοιχεία έρευνας των Nelson et al. (2000) υποδεικνύουν ότι τα έσοδα που μειώνονται στη χειραγώγηση κερδών υπό την μορφή αποθεμάτων είναι διαδεδομένο. Ερευνώντας 524 περιστατικά εταιριών και διοικητικών στελεχών των «Big 5» ελεγκτικών εταιριών, διαπιστώνουν ότι το 40% των απαντήσεων περιγράφει προσπάθειες χειραγώγησης για τη μείωση κερδών. Παρόλο που ο δείκτης δείχνει ότι η χειραγώγηση για τη μείωση κερδών είναι διαδεδομένη, είναι δύσκολο να πραγματοποιηθεί μια ακριβέστερη αξιολόγηση, διότι η έρευνα διεξήχθη το φθινόπωρο του 1998, μία περίοδος που χαρακτηρίζεται από οικονομική ανάπτυξη και ευημερία της αγοράς.

## **1.5. Πιθανοί παράγοντες και επιπτώσεις δημοσιοποίησης χειραγώγησης κερδών**

Στο πλαίσιο της παρούσας μελέτης αξίζει να αναφερθούν οι πιθανοί παράγοντες που μια διοίκηση θα προβεί σε χειραγώγηση κερδών και οι ενδεχόμενες επιπτώσεις που θα υποστεί εάν αυτές γίνουν αντιληπτές.

### **1.5.1. Πιθανοί παράγοντες χειραγώγησης κερδών**

Οι εσωτερικές διαδικασίες διοίκησης αποσκοπούν στην διατήρηση της αξιοπιστίας των οικονομικών καταστάσεων των εταιριών και στην προστασία από συμπεριφορές, όπως η χειραγώγηση των κερδών. Σύμφωνα με την μελέτη των Patricia M. Dechow, Richard G. Sloan και Richard G. Sloan (1996), αποδείχτηκε ότι η ύπαρξη αδύναμης διοικητικής διάρθρωσης αποτελεί ένα σημαντικό παράγοντα χειραγώγησης κερδών. Κάτωθι προσδιορίζονται τα χαρακτηριστικά των αδύναμων διοικητικών δομών που προτείνονται από την ακαδημαϊκή και επαγγελματική βιβλιογραφία.

Ο Jensen (1993) υποστηρίζει ότι τα διοικητικά συμβούλια είναι αναποτελεσματικά όργανα παρακολούθησης όταν το διοικητικό συμβούλιο αποτελείται από πολλά άτομα, όταν η συμμετοχή του διοικητικού συμβουλίου στην ιδιοκτησία είναι μικρή και όταν ο διευθύνων σύμβουλος είναι επίσης πρόεδρος του διοικητικού συμβουλίου. Επιπλέον, οι διευθύνοντες σύμβουλοι που είναι συγχρόνως ιδρυτές της εταιρίας είναι πιθανό να έχουν μεγαλύτερη επιρροή στις επιχειρηματικές δραστηριότητες των εταιριών τους και να είναι λιγότερο υπεύθυνοι έναντι του διοικητικού συμβουλίου. Μια πληθώρα μελετών υποδεικνύει επίσης ότι η σύνθεση του διοικητικού συμβουλίου καθορίζει την αποτελεσματικότητά του. Συγκεκριμένα, τα διοικητικά συμβούλια που απαρτίζονται σε μεγάλο βαθμό από άτομα που δεν κατέχουν μετοχές της εταιρίας είναι πιο αποτελεσματικά από τα διοικητικά συμβούλια που αποτελούνται από λίγες θέσεις με άτομα που δεν έχουν συμμετοχές στην εταιρία (Brickley and James 1987, Weisbach (1988) και Rosenstein and Wyatt (1990)). Περαιτέρω, σύμφωνα με τους Jensen (1993) και Holthausen και Larcker (1993), ένας ανεξάρτητος μέτοχος με σημαντικό μερίδιο συμμετοχής στην εταιρία ο οποίος ανήκει στο διοικητικό συμβούλιο διαδραματίζει σημαντικό ρόλο παρακολούθησης. Προς στήριξη αυτής της πρόβλεψης, οι DeFond και Jambalvo (1991) διαπιστώνουν ότι οι ανεξάρτητοι μέτοχοι με σημαντικό μερίδιο συμμετοχής στην εταιρία είναι λιγότερο διαδεδομένοι σε 41 εταιρίες με λογιστικά σφάλματα. Επιπλέον, οι DeFond και Jambalvo καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι οι εταιρίες με λογιστικά σφάλματα είναι λιγότερο πιθανό να έχουν επιτροπές ελέγχου.

Τέλος, η ανεξαρτησία και η ποιότητα ενός τρίτου ανεξάρτητου ελεγκτή θα επηρεάσει την πιθανότητα εντοπισμού και αποτροπής της χειραγώγησης των κερδών των οικονομικών καταστάσεων. Ο DeAngelo (1981) υποδεικνύει ότι η ανεξαρτησία του ελεγκτή συσχετίζεται με το μέγεθος της εταιρίας, ενώ ο Palmrose (1988) υποδηλώνει ότι στις ελεγκτικές εταιρίες «Big Eight» (πλέον «Big Four») ασκούνται αγωγές σε μικρότερο βαθμό από άλλες ελεγκτικές εταιρίες διότι παρέχουν ελέγχους υψηλότερης ποιότητας. Επομένως, σύμφωνα με τους Patricia M. Dechow, Richard G. Sloan και Richard G. Sloan (1996) πραγματοποιείται η υπόθεση ότι ένας έλεγχος που διεξάγεται από τις ελεγκτικές εταιρίες Big Four θα μετριάσει τη χειραγώγηση των κερδών.

### **1.5.2. Επιπτώσεις δημοσιοποίησης χειραγώγησης κερδών**

Ακολούθως παρατίθενται συνοπτικά τα ευρήματα της μελέτης που διεξήχθη από τους Patricia M. Dechow, Richard G. Sloan και Richard G. Sloan (1996) αναφορικά με τις συνέπειες που θα υποστεί μία εταιρία στην περίπτωση δημοσιοποίησης στο κοινό η πραγματοποίηση χειραγώγησης κερδών. Πιο συγκεκριμένα, σύμφωνα με την εν λόγω

έρευνα όταν γίνει αντιληπτή η χειραγώγηση των κερδών, οι υπόψη μελετητές αναμένουν ότι το κόστος κεφαλαίου αυτών των εταιριών θα αυξηθεί, επειδή οι επενδυτές αναθεωρούν καθοδικά:

- (i) τις εκτιμήσεις τους αναφορικά με την αξία της εταιρίας και
- (ii) τις πεποιθήσεις τους σχετικά με την αξιοπιστία του συστήματος χρηματοοικονομικής πληροφόρησης των εν λόγω εταιριών και τη φήμη της διοίκησης.

Όταν η αναφορά υπερεκτιμημένων κερδών, ήτοι η ύπαρξη χειραγώγησης κερδών, καθίσταται δημοσίως γνωστή, οι επενδυτές εκτιμούν το βαθμό στον οποίο η αξία της εταιρίας έχει υπερτιμηθεί και η τιμή των μετοχών θα μειωθεί αναλόγως. Η χαμηλότερη αξία της εταιρίας συνεπάγεται ότι μεγαλύτερο μέρος του κεφαλαίου της εταιρίας πρέπει να εκδοθεί προκειμένου να αντληθεί ένα σταθερό ποσό κεφαλαίου. Ως εκ τούτου, μια χαμηλότερη τιμή μετοχής επηρεάζει άμεσα το κόστος του κεφαλαίου. Επιπλέον, δεδομένου ότι η έκταση της χειραγώγησης είναι απίθανο να είναι γνωστή, υφίσταται μεγαλύτερη αβεβαιότητα σχετικά με την αξία της εταιρίας μεταξύ των επενδυτών.

## **1.6. Μέθοδοι χειραγώγησης κερδών**

Στην ακόλουθη ενότητα γίνεται εκτενής αναφορά του τρόπου με τον οποίο μία εταιρία μπορεί να προβεί σε χειραγώγηση κερδών. Στην σχετική βιβλιογραφία εντοπίζονται τρεις τρόποι για να το επιτύχει αυτό μια εταιρία, οι οποίοι παρατίθενται ακολούθως:

- α) Χειραγώγηση μέσω των πραγματικών δραστηριοτήτων («Real Earnings Management»),
- β) Χειραγώγηση μέσω της χρήσης λογιστικών δεδουλευμένων («Accrual-Based Earnings Management») και
- γ) Χειραγώγηση μέσω της μεταβολής ταξινόμησης («Classification Shifting Earnings Management»)

### **1.6.1. Χειραγώγηση μέσω των πραγματικών δραστηριοτήτων («Real Earnings Management»)**

Όπως προαναφέρθηκε, οι μελετητές προσπάθησαν να αποδώσουν έναν ορισμό για την χειραγώγηση κερδών. Στο πλαίσιο αυτό και σύμφωνα με την μελέτη των Healy and Wahlen (1999) «*Η διαχείριση των κερδών πραγματοποιείται όταν τα διευθυντικά*

στελέχη αξιοποιούν την κρίση τους για την απεικόνιση της χρηματοοικονομικής πληροφόρησης και την διάρθρωση των συναλλαγών προκειμένου να τροποποιήσουν τις οικονομικές εκθέσεις είτε για να παραπλανήσουν ορισμένους ενδιαφερόμενους για τις οικονομικές αποδόσεις της εταιρίας είτε για να επηρεάσουν τα συμβατικά αποτελέσματα που εξαρτώνται από τις αναφερόμενες λογιστικές πρακτικές.» Πλήθος μελετών ερευνούν την πιθανότητα τα διοικητικά στελέχη να παρέμβουν στη διαδικασία υποβολής αναφορών όχι μόνο μέσω λογιστικών εκτιμήσεων και μεθόδων αλλά και μέσω επιχειρησιακών αποφάσεων. Οι Healy και Wahlen (1999), οι Fudenberg και Tirole (1995) και οι Dechow and Skinner (2000) επισημαίνουν ως μεθόδους χειραγώγησης κερδών που έχουν στην διάθεση τους τα διοικητικά στελέχη την επιτάχυνση των πωλήσεων, τις μεταβολές στα χρονοδιαγράμματα αποστολών και την καθυστέρηση της έρευνας και ανάπτυξης («R&D») και των δαπανών συντήρησης.

Σύμφωνα με τον Sugata Roychowdhury (2006), ως χειραγώγηση μέσω των πραγματικών δραστηριοτήτων ορίζονται οι αποκλίσεις από τις συνήθεις επιχειρησιακές πρακτικές, που προκαλούνται από την επιθυμία των διοικητικών στελεχών να παραπλανήσουν τουλάχιστον ορισμένους από τους ενδιαφερόμενους προκειμένου να πιστεύουν ότι ορισμένοι χρηματοοικονομικοί στόχοι έχουν επιτευχθεί υπό φυσιολογικές συνθήκες επιχειρηματικής δραστηριοποίησης. Οι εν λόγω παρεκκλίσεις δεν συμβάλλουν απαραίτητα στην αξία της εταιρίας, παρόλο που επιτρέπουν στα διοικητικά στελέχη να επιτύχουν τους στόχους στις οικονομικές εκθέσεις. Ορισμένες μέθοδοι χειραγώγησης των πραγματικών δραστηριοτήτων, όπως οι εκπτώσεις τιμών και η μείωση των δαπανών που έγκεινται στην διακριτική ευχέρεια της εταιρίας, είναι ενδεχομένως βέλτιστες πρακτικές υπό ορισμένες οικονομικές συνθήκες. Ωστόσο, εάν τα διοικητικά στελέχη πραγματοποιούν τις εν λόγω δραστηριότητες εκτενέστερα από το σύνθητες, δεδομένων των οικονομικών τους συνθηκών, με στόχο την επίτευξη ενός συγκεκριμένου στόχου κερδών, προβαίνουν σύμφωνα με τον ορισμό που αποδόθηκε στην εν λόγω έρευνα σε χειραγώγηση κερδών μέσω πραγματικών δραστηριοτήτων.

Σε συνέπεια με τον ανωτέρω ορισμό, η έρευνα του Graham et al.'s (2005) διαπιστώνει τα ακόλουθα:

- i. τα οικονομικά στελέχη αποδίδουν μεγάλη σημασία στην επίτευξη των στόχων κερδοφορίας, όπως τα μηδενικά κέρδη, τα κέρδη της προηγούμενης περιόδου και οι προβλέψεις αναλυτών, και

- ii. είναι πρόθυμοι να χειραγωγήσουν πραγματικές δραστηριότητες προκειμένου για την επίτευξη αυτών των στόχων, παρόλο που η χειραγώγηση ενδέχεται να οδηγήσει σε μείωση της αξίας της εταιρίας.

Οι πράξεις χειραγώγησης των πραγματικών δραστηριοτήτων μπορούν να μειώσουν την αξία επειδή της εταιρίας λόγω του ότι οι ενέργειες που πραγματοποιήθηκαν κατά την τρέχουσα περίοδο προκειμένου για την αύξηση των κερδών μπορούν να έχουν αρνητικές επιπτώσεις στις ταμειακές ροές σε μελλοντικές περιόδους. Επί παραδείγματι, ακραίες εκπτώσεις τιμών για την αύξηση του όγκου πωλήσεων και για την επίτευξη ορισμένων στόχων για την επίτευξη βραχυπρόθεσμων κερδών μπορούν να οδηγήσουν τους πελάτες να αναμένουν τέτοιες εκπτώσεις και σε μελλοντικές περιόδους. Πιο συγκεκριμένα, μπορεί τα ανωτέρω να συνεπάγονται χαμηλότερο περιθώριο κέρδους στις μελλοντικές πωλήσεις. Περαιτέρω, η έντονα αυξημένη παραγωγή δημιουργεί πλεονάζοντα αποθέματα, τα οποία πρέπει να πωληθούν σε επόμενες περιόδους και οδηγεί σε μεγαλύτερο κόστος αποθεμάτων για την εταιρία.

Λαμβάνοντας υπόψη τα ανωτέρω, παρά το κόστος που συνεπάγεται η χειραγώγηση μέσω των πραγματικών δραστηριοτήτων, τα διοικητικά στελέχη είναι απίθανο να βασίζονται αποκλειστικά στη χειραγώγηση των δεδουλευμένων για τη χειραγώγηση των κερδών. Παρόλο που η χειραγώγηση μέσω των πραγματικών δραστηριοτήτων δυνητικά ενέχει μεγαλύτερο μακροπρόθεσμο κόστος για την εταιρία, υπάρχουν λόγοι που οδηγούν στην πεποίθηση ότι τα διοικητικά στελέχη αναμένουν να επιβαρυνθούν με μεγαλύτερο ιδιωτικό κόστος, τουλάχιστον βραχυπρόθεσμα, όταν προβαίνουν στη χειραγώγηση των δεδουλευμένων. Στις έρευνες που διεξήγαγαν οι Bruns και Merchant (1990) και οι Graham et al. (2005), τα οικονομικά στελέχη επιδεικνύουν μεγαλύτερη προθυμία να χειραγωγήσουν τα κέρδη μέσω πραγματικών δραστηριοτήτων αντί μέσω των δεδουλευμένων. Υπάρχουν δύο τουλάχιστον πιθανοί λόγοι που οδηγούν στο υπόψη συμπέρασμα. Πρώτον, η χειραγώγηση των δεδουλευμένων είναι πιθανότερο να προσελκύσει τον ενδελεχή έλεγχο του ελεγκτή ή του ρυθμιστικού φορέα από ό, τι οι πραγματικές αποφάσεις αναφορικά με την τιμολόγηση και την παραγωγή. Δεύτερον, όταν τα διοικητικά στελέχη βασίζονται αποκλειστικά στην χειραγώγηση των δεδουλευμένων ενέχει κίνδυνο. Πιο συγκεκριμένα, το πραγματικό έλλειμμα που υφίσταται στο τέλος του έτους μεταξύ των κερδών που δεν έχουν χειραγωγηθεί και του επιθυμητού ορίου μπορεί να υπερβεί το ποσό με το οποίο καθίσταται εφικτή η χειραγώγηση των δεδουλευμένων. Αν συμβεί το προαναφερθέν και το αναφερόμενο έσοδο είναι κάτω από το όριο, τότε οι πραγματικές δραστηριότητες δεν μπορούν να χειραγωγηθούν στο τέλος του έτους. Τέλος, σύμφωνα με το νόμο, τα διοικητικά

στελέχη και τα διοικητικά συμβούλια προστατεύονται από τον «κανόνα επιχειρηματικής κρίσης» που δυσχεραίνει την απόδοση ευθύνης για λανθασμένες επιχειρηματικές αποφάσεις.

### **1.6.2. Χειραγώγηση μέσω της χρήσης λογιστικών δεδουλευμένων («Accrual-Based Earnings Management»)**

Ο κύριος στόχος των δεδουλευμένων έγκειται στο να αποτυπωθεί η πραγματική απόδοση της εταιρίας καταγράφοντας τα έσοδα και τα έξοδα στην περίοδο στην οποία πραγματοποιούνται, αντί απλώς να καταγραφούν οι εισροές και οι εκροές μετρητών. Επί παραδείγματι, τα έσοδα επομένων φορολογικών ετών αποτελούν δεδουλευμένα που καταγράφονται όταν λαμβάνεται η ταμειακή ροή από την πώληση πριν από την καταχώρηση της πώλησης.

Παρόλο που τα δεδουλευμένα έχουν ως στόχο να αντικατοπτρίζουν την πραγματική απόδοση μιας εταιρίας, μπορούν επίσης να χρησιμοποιηθούν για τη χειραγώγηση κερδών. Πιο συγκεκριμένα, τα αναφερόμενα έσοδα μπορούν να χειραγωγηθούν όταν τα διοικητικά στελέχη πρέπει να καταγράψουν δεδουλευμένα για γεγονότα που εμπίπτουν στην διακριτική τους ευχέρεια σύμφωνα με τα λογιστικά πρότυπα. Παραδείγματα των εν λόγω γεγονότων αποτελούν οι ζημίες από επισφαλείς απαιτήσεις, απομειώσεις περιουσιακών στοιχείων και η υπολειμματική αξία μακροπρόθεσμων περιουσιακών στοιχείων. Εάν οι υπόψη εκτιμήσεις είναι μεροληπτικές ώστε να επηρεάσουν τις πραγματικές οικονομικές αποδόσεις της εταιρίας συνεπάγεται ότι πραγματοποιήθηκε χειραγώγηση μέσω της χρήσης λογιστικών δεδουλευμένων (Healy and Wahlen (1999)).

Ως εκ τούτου, υπάρχουν τουλάχιστον δύο επιλογές για την πραγματοποίηση χειραγώγησης κερδών, ήτοι χειραγώγηση μέσω των πραγματικών δραστηριοτήτων και χειραγώγηση μέσω της χρήσης λογιστικών δεδουλευμένων. Σύμφωνα με τον Zang (2012), η προτίμηση των εταιριών να υιοθετούν μια συγκεκριμένη στρατηγική χειραγώγησης κερδών υπέρ της άλλης καθορίζεται από το σχετικό κόστος των εν λόγω στρατηγικών. Λεπτομερέστερα, η ανωτέρω πρόταση υποδηλώνει ότι η χειραγώγηση μέσω των πραγματικών δραστηριοτήτων εφαρμόζεται σε μεγαλύτερο βαθμό σε σχέση με την χειραγώγηση μέσω της χρήσης λογιστικών δεδουλευμένων, εάν το κόστος χρήσης της τελευταίας είναι υψηλότερο σε σύγκριση με το κόστος της πρώτης και αντιστρόφως. Το κόστος που ενέχει η εμπλοκή των διοικητικών στελεχών στη

χειραγώγηση κερδών εξαρτάται από τους περιορισμούς που επιβάλλονται στην εφαρμογή των υπόψη στρατηγικών (Zang (2012)).

### **1.6.3. Χειραγώγηση μέσω της μεταβολής ταξινόμησης («Classification Shifting Earnings Management»)**

Δεδομένου ότι η μέθοδος χειραγώγησης μέσω της μεταβολής ταξινόμησης μελετάται κατά κύριο λόγο την τελευταία δεκαετία, δεν έχει διεξαχθεί εκτενής έρευνα για την εν λόγω πρακτική. Εντούτοις, μελετώντας την υπάρχουσα βιβλιογραφία, η οποία σχετίζεται με το εν λόγω ζήτημα, αναφέρεται ότι τα διοικητικά στελέχη με ευκαιριακές συμπεριφορές επιλέγουν να μετατοπίσουν κάποια βασικά έξοδα (κόστος πωληθέντων, έξοδα διοίκησης κλπ.) σε έκτακτα έξοδα αποσκοπώντας στην αύξηση των κερδών προ φόρων και τόκων. Η εν λόγω μετατόπιση δεν επηρεάζει το τελικό κέρδος της εταιρίας, αλλά υπερεκτιμά το κέρδος που προέρχεται από την κύρια δραστηριότητα («core earnings»). Ο λόγος για τον οποίο συμβαίνει το προαναφερθέν εντάσσεται στην ικανοποίηση των προβλέψεων των αναλυτών, λαμβάνοντας και άλλες προεκτάσεις το υπόψη ζήτημα, οι οποίες κυρίως αφορούν την ποιότητα των κερδών και την αποτίμηση της τιμής μιας μετοχής από τους αναλυτές (McVay, (2006)).

### **1.7. Υποδείγματα υπολογισμού βάσει των δεδουλευμένων (discretionary accruals)**

Στην ακόλουθη ενότητα παρατίθενται τα υποδείγματα υπολογισμού των δεδουλευμένων που έγκεινται στην διακριτική ευχέρεια της εταιρίας («discretionary accruals») βάσει της σχετικής βιβλιογραφίας αναφορικά με τη χειραγώγηση κερδών. Διεξοδική αναφορά των εν λόγω υποδειγμάτων παρουσιάζεται στην μελέτη των Patricia M. Dechow, Richard G. Sloan και Amy P. Sweeney (Apr., 1995). Στο πλαίσιο αυτό, το σύνθημα εναρκτήριο σημείο για τον υπολογισμό των δεδουλευμένων που έγκεινται στην διακριτική ευχέρεια της εταιρίας είναι το σύνολο των δεδουλευμένων. Εν συνεχεία, λαμβάνεται υπόψη ένα συγκεκριμένο μοντέλο για τη διαδικασία που δημιουργεί το μέρος των δεδουλευμένων που δεν έγκεινται στην διακριτική ευχέρεια («nondiscretionary accruals») από το σύνολο των δεδουλευμένων, επιτρέποντας με αυτό τον τρόπο τον επιμερισμό των συνολικών δεδουλευμένων σε discretionary και nondiscretionary. Τα περισσότερα από τα υποδείγματα απαιτούν την εκτίμηση μιας τουλάχιστον παραμέτρου, και αυτό συνήθως εφαρμόζεται μέσω της χρήσης μιας



«περιόδου εκτίμησης», κατά την οποία δεν προβλέπεται συστηματική χειραγώγηση κερδών. Πιο συγκεκριμένα:

### 1.7.1. Υπόδειγμα Healy

Ο Healy (1985) ελέγχει τη χειραγώγηση κερδών συγκρίνοντας τα μέσα συνολικά δεδουλευμένα (διαιρεμένα με το συνολικό ενεργητικό του προηγούμενου φορολογικού έτους). Η διαφορά στη μελέτη του Healy από τις περισσότερες άλλες μελέτες χειραγώγησης κερδών έγκειται στο ότι προβλέπει ότι η συστηματική χειραγώγηση κερδών πραγματοποιείται σε κάθε περίοδο. Στη μελέτη του Healy, το δείγμα διαιρείται σε τρεις κατηγορίες. Πιο συγκεκριμένα στη μία κατηγορία περιλαμβάνονται τα κέρδη που προβλέπεται ότι έχουν χειραγωγηθεί προκειμένου να είναι αυξημένα, ενώ στις άλλες δύο κατηγορίες τα κέρδη που προβλέπεται ότι έχουν χειραγωγηθεί προκειμένου να είναι μειωμένα. Εν συνεχεία, τα συμπεράσματα προκύπτουν μέσω συγκρίσεων ανά ζεύγη του μέσου όρου των συνολικών δεδουλευμένων στην κατηγορία όπου τα κέρδη προβλέπεται να έχουν χειραγωγηθεί προκειμένου να είναι αυξημένα με το μέσο όρο των συνολικών δεδουλευμένων για κάθε μία από τις κατηγορίες στις οποίες προβλέπεται ότι τα κέρδη έχουν χειραγωγηθεί προκειμένου να είναι μειωμένα. Η υπόψη προσέγγιση ισοδυναμεί με την αντιμετώπιση του συνόλου των παρατηρήσεων για τις οποίες προβλέπεται ότι τα κέρδη έχουν χειραγωγηθεί προκειμένου να είναι αυξημένα ως η περίοδος εκτίμησης και το σύνολο παρατηρήσεων για τις οποίες προβλέπεται ότι τα κέρδη έχουν χειραγωγηθεί προκειμένου να είναι μειωμένα ως την περίοδο μελέτης της περίπτωσης. Ως εκ τούτου, ο μέσος όρος των συνολικών δεδουλευμένων από την περίοδο εκτίμησης αντιπροσωπεύει τον υπολογισμό των nondiscretionary δεδουλευμένων. Λαμβάνοντας υπόψη τα ανωτέρω προκύπτει το ακόλουθο υπόδειγμα για τα nondiscretionary δεδουλευμένα:

$$NDA_t = \frac{\sum_t TA_t}{T}$$

όπου:

NDA = εκτιμημένα δεδουλευμένα που δεν έγκεινται στην διακριτική ευχέρεια της εταιρίας,

TA = συνολικά δεδουλευμένα διαιρεμένα με το συνολικό ενεργητικό του προηγούμενου φορολογικού έτους,

t = 1, 2,...T: δείκτης έτους για τα έτη που περιλαμβάνονται στην περίοδο εκτίμησης και

$t$  = δείκτης έτους που υποδεικνύει ένα έτος στην περίοδο της μελέτης περίπτωσης.

### 1.7.2. Υπόδειγμα DeAngelo

Το υπόδειγμα DeAngelo (1986) ελέγχει τη χειραγώγηση κερδών με τον υπολογισμό των πρώτων διαφορών στο σύνολο των δεδουλευμένων και υποθέτοντας ότι οι πρώτες διαφορές έχουν αναμενόμενη μηδενική τιμή υπό τη μηδενική υπόθεση ότι δεν υφίσταται χειραγώγηση κερδών. Δηλαδή, θεωρεί ότι τα δεδουλευμένα που δεν είναι στη διακριτική ευχέρεια της εταιρίας είναι ίσα με τα συνολικά δεδουλευμένα. Το εν λόγω υπόδειγμα χρησιμοποιεί τα συνολικά δεδουλευμένα της περασμένης περιόδου (διαιρεμένα με το συνολικό ενεργητικό του προηγούμενου φορολογικού έτους) ως το μέτρο των nondiscretionary δεδουλευμένων. Ως εκ τούτου, το υπόδειγμα DeAngelo για τα nondiscretionary δεδουλευμένα εκφράζεται ως εξής:

$$NDA_t = TA_{t-1}$$

όπου:

$NDA$  = εκτιμημένα δεδουλευμένα που δεν έγκεινται στην διακριτική ευχέρεια της εταιρίας και

$TA$  = συνολικά δεδουλευμένα διαιρεμένα με το συνολικό ενεργητικό του προηγούμενου φορολογικού έτους

Το υπόδειγμα της DeAngelo (1986) μπορεί να θεωρηθεί ως μια υποπερίπτωση του υποδείγματος του Healy όπου ο υπολογισμός των nondiscretionary δεδουλευμένων περιορίζεται στις παρατηρήσεις μόνο της προηγούμενης χρονιάς.

Στο πλαίσιο σύγκρισης, ένα κοινό χαρακτηριστικό των υποδειγμάτων Healy και DeAngelo είναι ότι και τα δύο χρησιμοποιούν τα συνολικά δεδουλευμένα από την περίοδο εκτίμησης για να βρουν την μεταβλητή των αναμενόμενων nondiscretionary δεδουλευμένων. Αν τα nondiscretionary δεδουλευμένα είναι σταθερά με την πάροδο του χρόνου και τα δεδουλευμένα που έγκεινται στην διακριτική ευχέρεια της εταιρίας έχουν μέσο μηδέν κατά την περίοδο εκτίμησης, τότε τα εν λόγω υποδείγματα θα υπολογίσουν τα nondiscretionary δεδουλευμένα χωρίς σφάλματα. Εάν, ωστόσο, τα nondiscretionary δεδουλευμένα μεταβάλλονται από περίοδο σε περίοδο, τότε και τα δύο υποδείγματα θα τείνουν να υπολογίσουν τα nondiscretionary δεδουλευμένα με σφάλματα. Ποιο από τα δύο υποδείγματα είναι πιο κατάλληλο, εξαρτάται από τη φύση

της διαδικασίας των χρονοσειρών από όπου προκύπτουν τα nondiscretionary δεδομένα.

Μία άλλη άποψη εκφράζει ότι η υπόθεση ότι τα nondiscretionary δεδομένα είναι σταθερά είναι απίθανο να διαπιστωθεί εμπειρικά. Ο Kaplan (1985) επισημαίνει ότι η φύση των δεδομένων υπαγορεύει ότι το επίπεδο των nondiscretionary δεδομένων θα πρέπει να μεταβάλλεται λόγω των αλλαγών που παρατηρούνται στις οικονομικές συνθήκες. Η αδυναμία να ληφθεί υπόψιν στο υπόδειγμα ο αντίκτυπος των οικονομικών συνθηκών στα nondiscretionary δεδομένα θα προκαλέσει αυξημένα τυπικά σφάλματα λόγω της παράλειψης σχετικών (ασυσχέτιστων) μεταβλητών. Επιπλέον, αν οι υπό εξέταση εταιρίες αντιμετωπίζουν συστηματικά μη συνήθεις οικονομικές συνθήκες, τότε η αποτυχία να ληφθεί υπόψιν στο υπόδειγμα ο αντίκτυπος των οικονομικών συνθηκών στα nondiscretionary δεδομένα θα οδηγήσει σε μεροληπτικές εκτιμήσεις του συντελεστή.

### 1.7.3. Υπόδειγμα Jones

Το υπόδειγμα της Jones που εισήχθη στη βιβλιογραφία το (1991) είναι ένα από τα επικρατέστερα υποδείγματα για την εκτίμηση των non-discretionary accruals. Η Jones (1991) προτείνει ένα υπόδειγμα στο οποίο δεν υιοθετεί την παραδοχή ότι τα nondiscretionary δεδομένα είναι σταθερά. Το υπόδειγμα της αποτελεί μια προσπάθεια να ελέγξει την επίδραση των αλλαγών στις οικονομικές συνθήκες μιας εταιρίας στα nondiscretionary δεδομένα. Το υπόδειγμα Jones για nondiscretionary δεδομένα στο έτος μελέτης της περίπτωσης παρατίθεται κατωτέρω:

$$NDA_t = \alpha_1(1/A_{t-1}) + \alpha_2(\Delta REV_t/A_{t-1}) + \alpha_3(PPE_t/A_{t-1})$$

όπου:

$\Delta REV_t$  : συνολικές πωλήσεις-έσοδα έτους t μείον συνολικές πωλήσεις-έσοδα έτους t-1,

$PPE_t$  : σύνολο παγίων περιουσιακών στοιχείων έτους t,

$A_{t-1}$  : σύνολο ενεργητικού έτους t-1 και

$\alpha_1, \alpha_2, \alpha_3$  : συντελεστές γραμμικής παλινδρόμησης

Οι εκτιμήσεις των συντελεστών της γραμμικής παλινδρόμησης, ήτοι  $\alpha_1, \alpha_2, \alpha_3$ , υπολογίζονται από το παρακάτω υπόδειγμα για την χρονική περίοδο της εκτίμησης:

$$TA_t = a_1(1/A_{t-1}) + a_2(\Delta REV_t/A_{t-1}) + a_3(PPE_t/A_{t-1}) + \varepsilon_t$$

όπου:

$a_1$ ,  $a_2$  και  $a_3$  είναι οι εκτιμήσεις μέσω της μεθόδου των ελαχίστων τετραγώνων των  $a_1$ ,  $a_2$  και  $a_3$  αντιστοίχως και  $TA$  είναι τα συνολικά δεδουλευμένα διαιρεμένα με το συνολικό ενεργητικό του προηγούμενου φορολογικού έτους.

Τα αποτελέσματα στην έρευνα της Jones (1991) δείχνουν ότι μέσω του εν λόγω υποδείγματος καθίσταται εφικτό να εξηγηθεί περίπου το ένα τέταρτο της μεταβολής των συνολικών δεδουλευμένων.

Μια υπόθεση η οποία υπονοείται στο υπόδειγμα Jones είναι ότι τα συνολικά έσοδα δεν έγκεινται στην διακριτική ευχέρεια της εταιρίας. Εάν τα κέρδη χειραγωγούνται μέσω των εσόδων που έγκεινται στην διακριτική ευχέρεια της εταιρίας, τότε το υπόδειγμα Jones θα αφαιρέσει μέρος των κερδών που έχουν χειραγωγηθεί από την μεταβλητή των δεδουλευμένων που έγκεινται στην διακριτική ευχέρεια της εταιρίας. Για παράδειγμα, σε μια κατάσταση όπου η διοίκηση χρησιμοποιεί τη διακριτική της ευχέρεια προκειμένου να κάνει προβλέψεις για έσοδα στο τέλος του έτους όταν τα μετρητά δεν έχουν ακόμη εισπραχθεί και είναι εξαιρετικά αμφισβητήσιμο εάν τα έσοδα έχουν κερδηθεί, το αποτέλεσμα αυτής της διοικητικής διακριτικής ευχέρειας θα είναι η αύξηση των εσόδων και των συνολικών δεδουλευμένων (μέσω αύξησης των απαιτήσεων). Το υπόδειγμα Jones ορθογωνίζει τα συνολικά δεδουλευμένα σε σχέση με τα έσοδα και ως εκ τούτου θα απομονώσει το μέρος των δεδουλευμένων που έγκεινται στην διακριτική ευχέρεια της εταιρίας, με αποτέλεσμα η εκτίμηση της χειραγώγησης κερδών να τείνει μεροληπτικά προς το μηδέν. Η Jones αναγνωρίζει τον εν λόγω περιορισμό του υποδείγματος της (παρακαλώ όπως ανατρέξετε στην υποσημείωση 31, Jones (1991)).

#### **1.7.4. Τροποποιημένο υπόδειγμα Jones**

Στην έρευνα τους οι Dechow et al. (1995) παρουσίασαν μια τροποποιημένη εκδοχή του υποδείγματος Jones για λόγους προσαρμογής στις εμπειρικές αναλύσεις. Η τροποποίηση αποσκοπεί στην εξάλειψη της υποτιθέμενης τάσης του υποδείγματος Jones να υπολογίζει τα δεδουλευμένα που έγκεινται στην διακριτική ευχέρεια της εταιρίας με σφάλματα, όπως αναλύθηκε εκτενώς ανωτέρω, όταν ασκείται διακριτική ευχέρεια επί των εσόδων. Στο τροποποιημένο υπόδειγμα, τα δεδουλευμένα που δεν

έγκεινται στην διακριτική ευχέρεια της εταιρίας εκτιμώνται κατά τη διάρκεια της περιόδου μελέτης της περίπτωσης, ήτοι κατά τις περιόδους κατά τις οποίες υποθέτουμε ότι υφίσταται χειραγώγηση κερδών, ως εξής:

$$NDA_t = \alpha_1(1/A_{t-1}) + \alpha_2(\Delta REV_t - \Delta REC_t/A_{t-1}) + \alpha_3(PPE_t/A_{t-1})$$

όπου:

$\Delta REC_t$  : καθαρές απαιτήσεις το έτος t μείον καθαρές απαιτήσεις το έτος t-1 διαιρεμένα με το συνολικό ενεργητικό του προηγούμενου φορολογικού έτους.

Οι εκτιμήσεις των  $\alpha_1$ ,  $\alpha_2$  και  $\alpha_3$  και τα nondiscretionary δεδουλευμένα κατά τη διάρκεια της περιόδου εκτίμησης (στην οποία υποθέτουμε ότι δεν υφίσταται χειραγώγηση κερδών) λαμβάνονται από το αρχικό υπόδειγμα Jones. Η μόνη προσαρμογή σε σχέση με το αρχικό υπόδειγμα Jones εντοπίζεται στη μεταβολή των εσόδων, η οποία προσαρμόζεται στη μεταβολή των απαιτήσεων κατά την περίοδο μελέτης της περίπτωσης. Όπως προαναφέρθηκε, το αρχικό υπόδειγμα Jones υπονοεί ότι η διακριτική ευχέρεια δεν ασκείται στα έσοδα ούτε στην περίοδο εκτίμησης ούτε στην περίοδο μελέτης της περίπτωσης. Η τροποποιημένη εκδοχή του υποδείγματος Jones υπονοεί ότι όλες οι μεταβολές στις πιστωτικές πωλήσεις κατά την περίοδο μελέτης της περίπτωσης προκύπτουν από τη χειραγώγηση των κερδών. Η εν λόγω υπόθεση βασίζεται στο σκεπτικό ότι είναι ευκολότερο να χειραγωγηθούν τα κέρδη ασκώντας διακριτική ευχέρεια όσον αφορά την αναγνώριση των εσόδων από πιστωτικές πωλήσεις, από την χειραγώγηση των κερδών ασκώντας διακριτική ευχέρεια ως προς την αναγνώριση των εσόδων από πωλήσεις τοις μετρητοίς. Εάν η τροποποίηση αυτή κριθεί επιτυχής, τότε η εκτίμηση χειραγώγησης κερδών δεν θα τείνει πλέον μεροληπτικά προς το μηδέν σε δείγματα όπου η χειραγώγηση κερδών έχει πραγματοποιηθεί μέσω της χειραγώγησης των εσόδων.

#### **1.7.5. Υπόδειγμα κλάδου («Industry Model»)**

Ένα ακόμη υπόδειγμα για το οποίο γίνεται αναφορά είναι το υπόδειγμα κλάδου που χρησιμοποιείται από τους Dechow και Sloan (1991). Παρόμοια με το υπόδειγμα Jones, το υπόδειγμα κλάδου αναιρεί την παραδοχή ότι τα nondiscretionary δεδουλευμένα είναι σταθερά με την πάροδο του χρόνου. Εντούτοις, αντί να γίνει προσπάθεια να συμπεριληφθούν στο υπόδειγμα άμεσα οι καθοριστικοί παράγοντες των nondiscretionary δεδουλευμένων, το υπόδειγμα κλάδου υποθέτει ότι η διακύμανση

των καθοριστικών παραγόντων των nondiscretionary δεδουλευμένων είναι ίδια στις εταιρίες που δραστηριοποιούνται εντός του ίδιου κλάδου. Λαμβάνοντας υπόψη τα ανωτέρω, το υπόδειγμα κλάδου για nondiscretionary δεδουλευμένα μπορεί να αποτυπωθεί ως εξής:

$$\text{NDA}_T = \gamma_1 + \gamma_2 \text{median}_i(\text{TA}_T)$$

όπου:

$\text{median}_i(\text{TA}_T)$  : η διάμεσος των συνολικών δεδουλευμένων διαιρεμένη με το συνολικό ενεργητικό του προηγούμενου φορολογικού έτους για όλες τις εταιρίες που δεν συμπεριλαμβάνονται στο δείγμα αλλά δραστηριοποιούνται στον ίδιο κλάδο, ήτοι είναι καταχωρημένες με τον ίδιο κώδικα 2-digit SIC, με τις εταιρίες του δείγματος.

Οι παράμετροι  $\gamma_1$  και  $\gamma_2$  εκτιμώνται μέσω της μεθόδου ελαχίστων τετραγώνων των παρατηρήσεων κατά την περίοδο εκτίμησης.

Η ικανότητα του υποδείγματος κλάδου να αμβλύνει το σφάλμα μέτρησης των δεδουλευμένων που έγκεινται στην διακριτική ευχέρεια της εταιρίας εξαρτάται καθοριστικά από δύο παράγοντες. Πρώτον, το υπόδειγμα κλάδου αφαιρεί μόνο τις διακυμάνσεις των nondiscretionary δεδουλευμένων που είναι κοινές μεταξύ των εταιριών που δραστηριοποιούνται εντός του ίδιου κλάδου. Αν οι μεταβολές των nondiscretionary δεδουλευμένων αντανακλούν σε μεγάλο βαθμό τις επιδράσεις στις αλλαγές στις συγκεκριμένες συνθήκες της εταιρίας, τότε το υπόδειγμα κλάδου δεν θα εξάγει όλα τα nondiscretionary δεδουλευμένα από την μεταβλητή των discretionary δεδουλευμένων. Δεύτερον, το υπόδειγμα κλάδου αφαιρεί τη διακύμανση των discretionary δεδουλευμένων που συσχετίζεται μεταξύ των εταιριών του ίδιου κλάδου. Η σοβαρότητα του εν λόγω προβλήματος εξαρτάται από το βαθμό στον οποίο το κίνητρο χειραγώγησης κερδών συσχετίζεται μεταξύ των εταιριών που δραστηριοποιούνται εντός του ίδιου κλάδου

#### **1.7.6. Υπόδειγμα Ball και Shivakumar**

Οι Ball και Shivakumar το 2006 (Ball, R. and L. Shivakumar, 2006) ανέπτυξαν το προβληματισμό τους όσον αφορά τα κλασικά υποδείγματα υπολογισμού των discretionary δεδουλευμένων. Ο προβληματισμός τους εντοπίζεται στο γεγονός της χρονικής ασυμμετρίας της αναγνώρισης των γεγονότων και πως αυτά ενσωματώνονται στα αποτελέσματα του φορολογικού έτους. Απέδειξαν ότι τα απλά

γραμμικά μοντέλα δεν μπορούν να λύσουν το προαναφερθέν πρόβλημα και πρότειναν στη θέση τους νέα μη-γραμμικά μοντέλα υπολογισμού των δεδουλευμένων που είναι στη διακριτική ευχέρεια της διοίκησης. Επίσης, κατέληξαν ότι είναι απαραίτητο να προσδιορίζεται ως παράμετρος και η μεταβολή στις ταμειακές ροές από λειτουργικές δραστηριότητες καθότι αντισταθμίζει τα προβλήματα που προκύπτουν από τη χρονική ασυμμετρία και βελτιώνει την ικανότητα πρόβλεψης των υποδειγμάτων.

#### **1.7.7. Υπόδειγμα Kothari, Leone και Wasley**

Το συγκεκριμένο υπόδειγμα εισήχθη στη βιβλιογραφία το 2005 και εκτός του ότι προσθέτει στο τροποποιημένο υπόδειγμα Jones μία ακόμα ανεξάρτητη μεταβλητή, η οποία είναι η αποδοτικότητα των στοιχείων του ενεργητικού, λαμβάνει υπόψη και τα discretionary δεδουλευμένα τα οποία είναι συναρτώμενα με την επίδοση της. Στο πλαίσιο αυτό, το εν λόγω υπόδειγμα προσπαθεί να βελτιώσει την ερμηνευτική ικανότητα του υποδείγματος Jones και σύμφωνα με τους Kothari et al. (2005), η προσθήκη των δεδουλευμένων που συνδέεται με την αποδοτικότητα των στοιχείων του ενεργητικού βελτιώνουν την αξιοπιστία του υποδείγματος.

### **1.8. Χειραγώγηση κερδών και Αρχικές Δημόσιες Εγγραφές**

#### **1.8.1. Διαδικασία των Αρχικών Δημόσιων Εγγραφών**

Η διαδικασία Αρχικών Δημόσιων Εγγραφών τυπικά ξεκινά με τις συζητήσεις μεταξύ ενός επιχειρηματία και ενός ασφαλιστή σχετικά με την επιθυμία του πρώτου να εισάγει την εταιρία του στο χρηματιστήριο. Ο ασφαλιστής, σε συνεργασία με την εκδοθείσα εταιρία, προετοιμάζει το ενημερωτικό δελτίο. Αυτό το δελτίο περιλαμβάνει τις ελεγμένες οικονομικές καταστάσεις για τα τρία πιο πρόσφατα έτη, καθώς επίσης πληροφορίες σχετικές με την εταιρία, τις δραστηριότητές της, τους ανταγωνιστές της και τα προϊόντα της. Το ενημερωτικό δελτίο χρησιμοποιείται ως αρχείο μάρκετινγκ από τον ασφαλιστή για την προσέλκυση επενδυτών.

Υπάρχουν κάποια αξιοσημείωτα χαρακτηριστικά στην διαδικασία IPO τα οποία προσφέρουν ευκαιρίες και κίνητρα για χειραγώγηση κερδών. Αρχικά, οι επενδυτές έχουν σχετικά λίγη πληροφόρηση για τις ιδιωτικές εταιρίες, επομένως οι επενδυτές βασίζονται κυρίως στις οικονομικές καταστάσεις που αναφέρονται στα ενημερωτικά δελτία. Ο Rao (1993) αναφέρει ότι δεν υπήρχε σχεδόν καθόλου ενημερωτική κάλυψη, των εταιριών προτού εισαχθούν στο χρηματιστήριο, μέσω των media. Με λίγες πηγές

πληροφόρησης να επιβεβαιώνουν τις οικονομικές καταστάσεις, είναι δύσκολο για τους επενδυτές να κρίνουν αν τα δεδουλευμένα αντικατοπτρίζουν την θεμελιώδη αξία της εταιρίας. Δεύτερον, είναι σύνηθες να χρησιμοποιείται ένας πολλαπλασιαστής τιμής-κέρδους των ήδη εισηγμένων εταιριών που δραστηριοποιούνται στον ίδιο κλάδο ώστε να καθορίσουν την τιμή προσφοράς. Ακόμα, ο εκδότης και ο ασφαλιστής ίσως έχουν το κίνητρο να αναφέρουν πληροφορίες στο ενημερωτικό δελτίο υπέρ τους, για να αυξήσουν τις πιθανότητες να πωλήσουν τις εν λόγω μετοχές.

Υπάρχουν βέβαια και περιορισμοί στα κίνητρα για διαχείριση των κερδών. Ένας ρυθμιστικός περιορισμός είναι ότι οι λογιστικές καταστάσεις που παρουσιάζονται στο ενημερωτικό δελτίο να έχουν ελεγχθεί από μία ελεγκτική εταιρία ώστε να έχουν επαληθεύσει τη συμμόρφωση τους με τις γενικές αποδεκτές λογιστικές αρχές (GAAP). Επιπλέον, οι επενδυτικές τράπεζες, οι ελεγκτές και οι επιχειρηματίες υπόκεινται σε νομικές αγωγές για λανθασμένη παρουσίαση των λογιστικών καταστάσεων.

Ωστόσο, οι περιορισμοί για τη διαχείριση κερδών είναι ημιτελείς. Οι ασφαλιστές βάσει επιμελών διαδικασιών δεν συμπεριλαμβάνουν τον έλεγχο των οικονομικών καταστάσεων. Οι ασφαλιστές, γενικά, βασίζονται στη γνώμη των ελεγκτών όσον αφορά την ακρίβεια των οικονομικών καταστάσεων. Οι ελεγκτές, από την άλλη, αποδέχονται τη κρίση του διαχειριστή για την αναγνώριση των δεδουλευμένων που βρίσκονται στη διακριτική ευχέρεια του τελευταίου εφόσον αυτά δεν παραβιάζουν τις γενικές αποδεκτές λογιστικές αρχές.

Συνήθως, υπάρχει μία περίοδος (lock-up period) μετά την Αρχική Δημόσια Εγγραφή κατά την οποία τα διοικητικά στελέχη απαγορεύεται να πωλήσουν τις μετοχές. Επομένως, τα διοικητικά στελέχη έχουν το κίνητρο να διατηρήσουν υψηλά κέρδη μέχρι και μετά την προαναφερθείσα περίοδο. Τα υψηλά κέρδη προ της Αρχικής Δημόσιας Εγγραφής βοηθούν στη διατήρηση υψηλής αγοραίας τιμής και μετά το πέρας της lock-up περιόδου.

Ένα ακόμα κίνητρο για τη διατήρηση υψηλών κερδών μετά την έκδοση των μετοχών σχετίζεται με τις προβλέψεις μελλοντικών κερδών τα οποία δημοσιεύονται κατά την Αρχική Δημόσια Εγγραφή. Αφού ξεκινήσει η διαδικασία της Αρχικής Δημόσιας Εγγραφής, οι αναλυτές αρχίζουν την κάλυψη της εταιρίας, διαδίδοντας τις προβλέψεις των κερδών της εταιρίας για τα επόμενα χρόνια. Εν συνεχεία, η εταιρία πιέζεται να πραγματοποιήσει αυτές τις προβλέψεις για να διασφαλίσει την αξιοπιστία της.



Τέλος, οι εταιρίες IPO παρέχουν δικαιώματα μετοχών και δικαιώματα προαίρεσης αγοράς μετοχών για να ενθαρρύνουν τα διοικητικά στελέχη να παραμείνουν και μετά την εισαγωγή της εταιρίας στο χρηματιστήριο. Αυτού του είδους αποζημίωση έχει περιορισμούς στο πότε αυτές οι μετοχές μπορούν να πωληθούν και στο πότε αυτά τα δικαιώματα μπορούν να εξασκηθούν. Επομένως, τα διοικητικά στελέχη που αποζημιώνονται μέσω των παραπάνω τρόπων έχουν ένα επιπλέον κίνητρο να διαχειριστούν κέρδη με σκοπό να διατηρήσουν τις τιμές των μετοχών μέχρι οι περιορισμοί να εκπνεύσουν.

### **1.8.2. Οικονομικές καταστάσεις ως σημείο αναφοράς για την τιμή μετοχής των Αρχικών Δημόσιων Εγγραφών**

Όταν μία εταιρία εισαχθεί στο χρηματιστήριο για πρώτη φορά, δεν υπάρχει διαθέσιμη πληροφόρηση για τη τιμή της μετοχής. Ως αποτέλεσμα, οι εκδότες και οι ασφαλιστές χρησιμοποιούν μη τιμολογιακές πληροφορίες σχετικά με την εκδοθείσα εταιρία ώστε να τοποθετήσουν την προσφερόμενη τιμή, και επιπλέον οι επενδυτές χρησιμοποιούν αυτές τις πληροφορίες για να καθορίσουν τη ζήτηση. Ένας από τους παράγοντες που χρησιμοποιείται από τους ασφαλιστές για να ορίσουν τη τιμή της μετοχής των IPOs είναι τα στοιχεία των οικονομικών καταστάσεων τους. Ο DeAngelo (1988) αναφέρει ότι από τις κυριότερες εναλλακτικές προσεγγίσεις αποτίμησης που είναι διαθέσιμες για τις εκδόσεις μετοχών εταιριών εισηγμένων στο χρηματιστήριο, η πιο κοινές είναι οι προσεγγίσεις που αναπτύσσουν μια σχέση μεταξύ των τιμών των μετοχών και των λογιστικών μεταβλητών όπως αυτές προκύπτουν από τη σύγκριση παρόμοιων επιχειρήσεων. Στην προσέγγιση των συγκρίσιμων εταιριών, ο ασφαλιστής χρησιμοποιεί τον λόγο τιμής / κερδών των συγκρίσιμων εταιριών ως σημείο εκκίνησης για να καθορίσει έναν πολλαπλασιαστή κερδών που θα εφαρμοστεί στα κέρδη των Αρχικών Δημόσιων Εγγραφών. Οι Bloch (1986) και Perez (1984) παρέχουν ανεπίσημα στοιχεία που επιβεβαιώνουν το εύρημα του DeAngelo. Επίσης, τα αναλυτικά υποδείγματα των Hughes (1986) και Titman και Trueman (1986) υποδεικνύουν μια σχέση μεταξύ της πληροφόρησης των οικονομικών καταστάσεων και της τιμής των IPO.

Επιπλέον, υπάρχουν στοιχεία που υποδηλώνουν σύνδεση μεταξύ της πληροφόρησης των οικονομικών καταστάσεων όπως αυτή εμφανίζεται στα ενημερωτικά δελτία και της τιμής της μετοχής των IPO. Ο Klein (1989) παρουσιάζει ένα μοντέλο αξιολόγησης των Αρχικών Δημόσιων Εγγραφών και βρίσκει αποδεικτικά στοιχεία σύνδεσης μεταξύ των λογιστικών μετρήσεων στο ενημερωτικό δελτίο, συμπεριλαμβανομένων των κερδών

και των εσόδων, και της αγοραίας αξίας των IPOs μία εβδομάδα μετά την αρχική δημόσια εγγραφή. Οι Clarkson, Donto, Richardson και Sefcik (1992) βρίσκουν θετική συσχέτιση μεταξύ της κερδοφορίας και της αγοραίας αξίας των IPOs. Λόγω ότι η πληροφόρηση οικονομικών καταστάσεων στα ενημερωτικά δελτία φαίνεται να συνδέεται με τις τιμές των μετοχών στην αγορά, είναι λογικό να αναμένεται ότι αυτά τα δεδομένα να χρησιμοποιούνται για τον καθορισμό των αρχικών προσφορών.

Για κάποιους επενδυτές, τα ενημερωτικά δελτία αποτελούν τα πιο αποδοτικά, σε σχέση με το κόστος μέσα για την απόκτηση πληροφοριών σχετικά με μια Αρχική Δημόσια Εγγραφή. Το ενημερωτικό δελτίο είναι το μόνο αρχείο το οποίο μπορεί να διανεμηθεί από τους εκδότες πριν από την ημερομηνία έναρξης ισχύος της δήλωσης καταχώρισης, και δεδομένου ότι οι περισσότερες IPO εταιρίες είναι μικρές, λίγες πληροφορίες είναι διαθέσιμες από άλλες πηγές ώστε να αξιολογηθούν από τους επενδυτές σημειώνεται δε ότι ένα μεγάλο μέρος του ενημερωτικού δελτίου είναι οι οικονομικές καταστάσεις.

Επιπρόσθετα, οι επενδυτές είναι πιθανό να επηρεάζονται από τις λογιστικές επιλογές των εκδοτών. Εάν οι επενδυτές κάνουν χρήση των λογιστικών πληροφοριών στην απόφασή τους για αγορά IPOs αλλά δεν μπορούν να απομπλέξουν πλήρως τις λογιστικές πληροφορίες που περιέχονται τα ενημερωτικά δελτία ή δεν είναι διατεθειμένοι να αναλάβουν το αντίστοιχο κόστος, η ζήτησή τους είναι πιθανό να επηρεαστεί από τις λογιστικές επιλογές των εκδοτών.

## **2. Κεφάλαιο 2<sup>ο</sup> – Αρχικές δημόσιες εγγραφές στο Ηνωμένο Βασίλειο**

### **2.1.1. Χειραγώγηση κερδών κατά την Αρχική Δημόσια Εγγραφή στο Ηνωμένο Βασίλειο**

Αφού διεξήχθη εκτενής ανάλυση του γενικότερου θεωρητικού πλαισίου εντός του οποίου εντάσσεται η χειραγώγηση των κερδών, στο σημείο αυτό η παρούσα μελέτη επικεντρώνεται στην διερεύνηση χειραγώγησης κερδών συγκεκριμένα μέσω των Αρχικών Δημόσιων Εγγραφών («IPOs»).

Για σκοπούς πληρότητας σημειώνεται ότι ο λόγος για τον οποίο ερευνήθηκαν οι εταιρίες οι οποίες προέβησαν σε Αρχική Δημόσια Εγγραφή προκειμένου να ανιχνευτεί η ύπαρξη ή μη χειραγώγησης κερδών, εντοπίζεται στο γεγονός ότι εξετάζοντας ένα δείγμα εταιριών που προβαίνουν σε Αρχική Δημόσια Εγγραφή στο Ηνωμένο Βασίλειο, οποιαδήποτε χειραγώγηση κερδών μπορεί να εντοπιστεί ακριβώς επειδή υπάρχουν δύο ειδών κατηγορίες οικονομικών καταστάσεων. Πιο συγκεκριμένα, η πρώτη κατηγορία περιλαμβάνει τις οικονομικές καταστάσεις των εταιριών που βρίσκονται ακόμη υπό ιδιωτικό καθεστώς αλλά κατατίθενται στον Οίκο Εταιριών («Companies House») όπως απαιτείται από όλες τις εταιρίες περιορισμένης ευθύνης. Η δεύτερη κατηγορία οικονομικών καταστάσεων περιλαμβάνει αυτές που βρίσκονται στο ενημερωτικό δελτίο των Αρχικών Δημόσιων Εγγραφών. Κρίνεται εύλογο να υποθέσουμε ότι οι οικονομικές καταστάσεις που εντάσσονται στην πρώτη κατηγορία είναι σχετικά απαλλαγμένες από τη χειραγώγηση των κερδών σε σύγκριση με εκείνες του ενημερωτικού δελτίου, οι οποίες υπόκεινται σε κίνητρα που προκλήθηκαν από την Αρχική Δημόσια Εγγραφή, όπως έχει αναλυθεί ανωτέρω διεξοδικώς. Ως εκ τούτου, οι οικονομικές καταστάσεις της πρώτης κατηγορίας αποτελούν ένα καλό σημείο αναφοράς για τα κέρδη που δεν υπόκεινται σε διαχείριση κερδών και είναι δυνατόν να συναχθεί με μεγάλη ακρίβεια οποιαδήποτε δραστηριότητα χειραγώγησης κερδών αξιοποιώντας τις διαφορές που προκύπτουν μεταξύ των δύο κατηγοριών των οικονομικών καταστάσεων.

Στο πλαίσιο αυτό, αρχικά παρατίθενται κατωτέρω μία επισκόπηση της απόδοσης των IPOs στο Ηνωμένο Βασίλειο κατά τη διάρκεια του 2019, καθώς και το θεσμικό πλαίσιο που έχει οριστεί για την Αρχική Δημόσια Εγγραφή και πρέπει να ακολουθείται από

εταιρίες που δραστηριοποιούνται στην υπόψη χώρα και επιθυμούν να προβούν στην εισαγωγή τους στο Χρηματιστήριο. Εν συνεχεία,

### **2.1.2. Επισκόπηση της απόδοσης των Αρχικών Δημόσιων Εγγραφών στο Ηνωμένο Βασίλειο (2019)**

Σύμφωνα με έρευνα που διεξήχθη από την ΕΥ (2019) με την καθυστέρηση του Brexit, οι εγχώριοι υποψήφιοι που επιθυμούσαν να προβούν σε αρχική δημόσια εγγραφή έχουν προχωρήσει με τα σχέδια τους. Η σταθερή ροή διασυνοριακών αρχικών δημόσιων εγγραφών σηματοδοτεί επίσης ότι η κεφαλαιαγορά του Ηνωμένου Βασιλείου παραμένει ελκυστική επιλογή για τις εταιρίες που αναζητούν υψηλά διαθέσιμα κεφάλαια.

Στο δεύτερο εξάμηνο του φορολογικού έτους 2019, αναμένεται να εξακολουθήσουν να αυξάνονται οι αρχικές δημόσιες εγγραφές στο Ηνωμένο Βασίλειο και οι υποψήφιοι που συμμετείχαν στην αγορά να επωφεληθούν από τα κονδύλια που παρέχουν οι επενδυτές.

Περαιτέρω, αναμένεται να επικαιροποιηθούν οι κατευθυντήριες οδηγίες αναφορικά με το ενημερωτικό δελτίο της ΕΕ, το οποίο θα τεθεί σε ισχύ στις 21 Ιουλίου 2019 και θα αντικαταστήσει το υπόψη προγενέστερο καθεστώς. Οι κυριότερες αλλαγές που αποσκοπούν στην αποφόρτιση του ρυθμιστικού πλαισίου είναι οι ακόλουθες:

- i. οι μικρές και μεσαίες επιχειρήσεις να μπορούν να εκδίδουν ένα πιο συνοπτικό "Ενημερωτικό δελτίο ανάπτυξης" όταν εγγράφονται σε μη ρυθμιζόμενα χρηματιστήρια,
- ii. οι μεταγενέστερες προσφορές θα είναι εφικτό να πραγματοποιούνται με απλούστερο ενημερωτικό δελτίο και
- iii. οι εταιρίες που εκδίδουν συχνά μετοχές θα είναι σε θέση να εκδώσουν ένα καθολικό έγγραφο καταγραφής που θα επιτρέπει την ταχεία έγκριση των ενημερωτικών δελτίων.

Όσον αφορά τους τομείς που θα επικρατήσουν κατά το δεύτερο εξάμηνο του 2019, θα είναι εφικτό να εντοπιστούν όταν η εξέλιξη του Brexit καταστεί πιο ευδιάκριτη. Σύμφωνα με την υπό εξέταση έρευνα, οι εταιρίες οι οποίες δραστηριοποιούνται στους τομείς της τεχνολογίας και της χρηματοοικονομικής τεχνολογίας αναμένεται να αντιμετωπίσουν πιο έντονη δραστηριοποίηση στα τέλη του 2019. Εντούτοις, σε έναν

κόσμο μετά της πραγματοποίηση του Brexit, το δεύτερο εξάμηνο του 2019 και το 2020, οι επενδυτές ενδέχεται αρχικά να αναζητήσουν τομείς με ισχυρό ιστορικό, το οποίο συνεπάγεται ότι υπάρχει πιθανότητα να προβούν σε αρχική δημόσια εγγραφή εταιρίες οι οποίες δραστηριοποιούνται σε πιο παραδοσιακούς τομείς.

Η θέση του Λονδίνου ως παγκόσμιου βεληνεκούς οικονομικού κόμβου, ενισχύεται περαιτέρω με την έναρξη του προγράμματος Shanghai-London Stock Connect στις 17 Ιουνίου. Στο πλαίσιο αυτού του προγράμματος, οι εταιρίες που είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο του Λονδίνου («LSE») θα μπορούν να εκδίδουν Πιστοποιητικά Αποθετηρίου Κίνας («China Depository Receipts») στο Χρηματιστήριο της Σαγκάης, γεγονός το οποίο θα παρέχει στις εισηγμένες εταιρίες στο χρηματιστήριο του Ηνωμένου Βασιλείου μια ευρύτερη βάση επενδυτών. Ταυτόχρονα, οι εταιρίες που είναι εισηγμένες στο χρηματιστήριο της Σαγκάης θα μπορούν να αντλήσουν κεφάλαια στο Χρηματιστήριο του Λονδίνου μέσω της πώλησης των Παγκόσμιων Πιστοποιητικών Αποθετηρίου («Global Depository Receipts») ή καθιστώντας αποδεκτά τα Παγκόσμια Πιστοποιητικά Αποθετηρίου προς διαπραγμάτευση στο Χρηματιστήριο του Λονδίνου.

#### Τιμές και απόδοση των Αρχικών Δημόσιων Εγγραφών 2019

	Μέσος όρος απόδοσης κατά την πρώτη μέρα	Απόδοση τιμής της μετοχής από την αρχική δημόσια εγγραφή
Βασική Αγορά Επενδύσεων του Λονδίνου («London Main Market»)	+7.6%	+13.2%
Εναλλακτική Αγορά Επενδύσεων του Λονδίνου («London AIM»)	+12.0%	+14.2%

## 2.2. Θεσμικό πλαίσιο εισαγωγής εταιριών στο χρηματιστήριο στο Ηνωμένο Βασίλειο

Στο σημείο αυτό κρίνεται εύλογο να παρουσιαστούν οι προϋποθέσεις για να εισαχθεί μία εταιρία στο χρηματιστήριο του Ηνωμένου Βασιλείου. Το εν λόγω θεσμικό πλαίσιο ορίζει τα προαπαιτούμενα κατά την αρχική δημόσια εγγραφή μίας εταιρίας

προκειμένου για την ομαλή λειτουργία του χρηματιστηρίου. Δεδομένου ότι η εισαγωγή μίας επιχείρησης στο χρηματιστήριο αποτελεί ένα σημείο καμπής της, απαιτείται ιδιαίτερη μέριμνα και σύνεση προκειμένου να πληροί όλα τα κριτήρια και να προσελκύσει τους επενδυτές. Πιο συγκεκριμένα, τα κριτήρια που πλαισιώνουν την διαδικασία έκδοσης μετοχών (κοινές προνομιούχες και πιστοποιητικά αποθετηρίου («depository receipts»)) στο Ηνωμένο Βασίλειο παρατίθενται στον κάτωθι πίνακα:

Κριτήρια Εισαγωγής στο London Stock Exchange			
Βασικά κριτήρια επιλεξιμότητας	Προνομιούχες μετοχές	Κοινές μετοχές	Κοινά πιστοποιητικά αποθετηρίου
Ελεύθερη διασπορά μετοχών	25%	25%	25%
Κεφαλαιοποίηση	£700.000	£700.000	£700.000
Ελεγμένες Οικονομικές Καταστάσεις από Ορκωτούς	3 χρόνια	3 χρόνια ή λιγότερα	3 χρόνια ή λιγότερα
75% των εσόδων από συνεχιζόμενες δραστηριότητες τα 3 τελευταία χρόνια	Απαιτείται	-	-
Άσκηση ελέγχου στην πλειοψηφία των στοιχείων του ενεργητικού τα 3 τελευταία χρόνια	Απαιτείται	-	-
Κατάσταση Κεφαλαίου Κίνησης	Απαιτείται	-	-
Δυνατότητα Ηλεκτρονικού Διακανονισμού	Απαιτείται και πρότυπα γνωστοποιήσεων	Πρότυπα Γνωστοποιήσεων	Πρότυπα Γνωστοποιήσεων
Ανάδοχος	Απαιτείται	-	-

Πηγή: London Stock Exchange (2010)

### **2.3. Ασυμμετρία πληροφόρησης κατά την Αρχικές Δημόσιες Εγγραφές**

Ένα βασικό ζήτημα επί του οποίου άπτεται η χειραγώγηση κερδών αποτελεί η ασυμμετρία πληροφόρησης, η οποία ενδέχεται να οδηγήσει σε σημαντικά προβλήματα σχετικά με την αποτελεσματική λειτουργία της αγοράς. Η έννοια της ασύμμετρης πληροφόρησης εμφανίζεται όταν υφίσταται μία κατάσταση όπου η πληροφόρηση στο πλαίσιο μίας συναλλαγής μεταξύ δύο αντισυμβαλλόμενων είναι άνιση. Πιο συγκεκριμένα, με τον όρο άνιση υπονοείται ότι το ένα μέρος διαθέτει καλύτερη πληροφόρηση από το άλλο μέρος. Ως εκ τούτου, η ασυμμετρία πληροφόρησης προκαλεί μια ανισορροπία σε μια συναλλαγή και ενδέχεται να οδηγήσει στο φαινόμενο δυσμενούς επιλογής. Στο πλαίσιο της παρούσας έρευνας, ήτοι η ύπαρξη χειραγώγησης κερδών κατά την αρχική δημόσια εγγραφή μιας εταιρίας, εντάσσεται η υπόψη στρέβλωση αγοράς η οποία αποτελεί τον πυρήνα της εμφάνισης χειραγώγησης κερδών. Πιο συγκεκριμένα, τα διοικητικά στελέχη εταιριών διαθέτουν καλύτερη πληροφόρηση αναφορικά με την πραγματική απόδοση της εταιρίας και την ύπαρξη ή μη χειραγώγησης κερδών. Λαμβάνοντας υπόψη τα ανωτέρω, αξιοποιώντας την σχετική πληροφόρηση, τα διοικητικά στελέχη ενδέχεται να έχουν επίγνωση αν η τιμή της μετοχής της εταιρίας είναι υπερτιμημένη ή υποτιμημένη σε σύγκριση με την αγοραία τιμή.

Στο πλαίσιο των ανωτέρω, εγείρεται το ερώτημα ποια είναι τα ενδιαφερόμενα μέρη τα οποία πλήττονται από την ύπαρξη ασυμμετρίας πληροφόρησης και την διενέργεια ή μη χειραγώγησης κερδών. Τα πιθανά ενδιαφερόμενα μέρη που εντοπίστηκαν περιλαμβάνουν επενδυτές μετοχών, επενδυτές ομολόγων, τραπεζίτες, ρυθμιστές, συνδικάτα, προμηθευτές, πελάτες και ανταγωνιστές. Στο πλαίσιο των αρχικών δημόσιων εγγραφών, τα δυνητικά «θύματα» είναι προφανώς οι επενδυτές που αγοράζουν μετοχές. Το ερώτημα είναι: οι επενδυτές καταβάλλουν ένα υπερτιμημένο τίμημα για αυτές τις μετοχές ως αποτέλεσμα της χειραγώγησης κερδών. Ο Teoh et al. (1998) διερευνούν το εν λόγω ζήτημα και διαπιστώνουν ότι πράγματι οι επενδύσεις σε εταιρίες που διαπράττουν υψηλή χειραγώγηση κερδών, τείνουν να έχουν χαμηλές αποδόσεις σε μελλοντικές περιόδους.

### 3. Κεφάλαιο 3<sup>ο</sup> - Εμπειρική Μελέτη

#### 3.1. Ανάπτυξη υποθέσεων

Αναμφισβήτητα, η έλλειψη πληροφόρησης σχετικά με τις πραγματικές οικονομικές αποδόσεις μίας εταιρίας που προβαίνει σε Αρχική Δημόσια Εγγραφή καθιστά τις δημοσιευμένες οικονομικές καταστάσεις της να έχουν ιδιαίτερη βαρύτητα για τους επενδυτές, δεδομένου ότι αποτελούν ένα σημείο αναφοράς για την υπόψη πληροφόρηση. Η εν λόγω ασυμμετρία πληροφόρησης μεταξύ των διοικητικών στελεχών και των επενδυτών παρέχει στα διοικητικά στελέχη τόσο το κίνητρο όσο και την ευκαιρία να πραγματοποιήσουν χειραγώγηση κερδών.

Οι εταιρίες που προβαίνουν σε Αρχική Δημόσια Εγγραφή έχουν στην διάθεση τους δύο εναλλακτικές όσον αφορά το χρονοδιάγραμμα για χειραγώγηση κερδών. Πιο συγκεκριμένα:

- i. Η πρώτη εναλλακτική αφορά τα διοικητικά στελέχη που αποσκοπούν να εμφανίσουν αυξημένα κέρδη μέσω της χειραγώγησης των δεδουλευμένων κατά την χρονική περίοδο πριν την εισαγωγή της εταιρίας στο χρηματιστήριο. Εάν οι επενδυτές βασίζονται σε μεγάλο βαθμό στις δημοσιευμένες οικονομικές καταστάσεις για τη τιμή των μετοχών των εταιριών που προβαίνουν σε Αρχική Δημόσια Εγγραφή, τα διοικητικά στελέχη ενδέχεται να καταφύγουν σε υπερεκτίμηση των κερδών τους μέσω των δεδουλευμένων για να επιτύχουν υψηλότερη τιμή των μετοχών που θα εκδώσουν για πρώτη φορά (offers) στο χρηματιστήριο.

Λαμβάνοντας υπόψη τα ανωτέρω, προβλέπεται ότι τα διοικητικά στελέχη τείνουν να εμφανίζουν αυξημένα κέρδη μέσω της χειραγώγησης των δεδουλευμένων πριν την εισαγωγή τους στο χρηματιστήριο με στόχο την αύξηση των εσόδων τους. Ο Friendlan (1994) αναφέρει ότι εταιρίες που δημοσιεύουν μια ενδιάμεση έκθεση πριν από την αρχική δημόσια εγγραφή διαχειρίζονται τα κέρδη τους στις ενδιάμεσες εκθέσεις και όχι στις ετήσιες οικονομικές καταστάσεις πριν την αρχική δημόσια εγγραφή. Περαιτέρω, υποστηρίζει ότι τα διοικητικά στελέχη προβαίνουν στην χειραγώγηση κερδών στις ενδιάμεσες οικονομικές καταστάσεις για να αυξήσουν την τιμή προσφοράς κατά τη στιγμή της αρχικής δημόσιας εγγραφής. Από την άλλη πλευρά, οι



Aharony et al (1993) εντοπίζουν ύπαρξη χειραγώγησης κερδών σε μικρό βαθμό στη χρονιά πριν την αρχική δημόσια εγγραφή. Ως εκ τούτου υποθέτουμε:

**Υπόθεση 1:** Τα δεδουλευμένα που έγκεινται στην διακριτική ευχέρεια της διοίκησης είναι υψηλότερα και ως εκ τούτου εμφανίζουν μεγαλύτερου βαθμού αυξημένα κέρδη κατά την περίοδο πριν την αρχική δημόσια εγγραφή σε σχέση με τις μεταγενέστερες περιόδους.

- ii. Η δεύτερη χρονική επιλογή σχετίζεται με πρακτικές χειραγώγησης μέσω των δεδουλευμένων για αύξηση των κερδών κατά τη διάρκεια του πρώτου χρόνου που έπεται από την αρχική δημόσια εγγραφή. Η χειραγώγηση κερδών ενδέχεται να είναι υπέρ των διοικητικών στελεχών καθώς οι τελευταίοι έχουν συνάψει συμφωνίες (lock-ups) που τους απαγορεύουν να προβούν σε πώληση των μετοχών της εταιρίας που εισήχθη στο χρηματιστήριο για μια συγκεκριμένη περίοδο (lock-up period). Η περίοδος αυτή μπορεί να ποικίλει βάσει της έρευνας των Espenlaub et al. (2001). Λεπτομερέστερα, βάσει της εν λόγω έρευνας, η μέση διάρκεια ανέρχεται σε 561 μέρες για τις αρχικές δημόσιες εγγραφές στο Ηνωμένο Βασίλειο. Τα διοικητικά στελέχη που επιθυμούν να πουλήσουν τις μετοχές στο τέλος αυτής της περιόδου έχουν κίνητρο να υποστηρίξουν την τιμή της μετοχής κατά το πρώτο έτος που έπεται της αρχικής δημόσιας εγγραφής.

Επίσης, ένας άλλος λόγος χειραγώγησης κερδών κατά το πρώτο έτος που έπεται της αρχικής δημόσιας εγγραφής είναι ότι οι εταιρίες υπόκεινται σε σημαντική πίεση να ανταποκριθούν στις προβλέψεις κερδών («earnings forecasts») που δημοσιεύτηκαν τη στιγμή της αρχικής δημόσιας εγγραφής. Αυτό ισχύει ιδιαίτερα για τις εταιρίες που αντιμετωπίζουν απροσδόκητη μείωση των ταμειακών ροών κατά το ίδιο έτος. Για παράδειγμα, οι Mangan & Cornier (1997) απέδειξαν ότι οι αρχικές δημόσιες εγγραφές στον Καναδά εμφάνισαν χειραγώγηση κερδών κατά την πρώτη τους χρονιά ως εισηγμένες εταιρίες για να ανταποκριθούν στις προβλέψεις κερδών (earnings forecasts) κατά την αρχική δημόσια εγγραφή. Επιπροσθέτως, τα αποτελέσματα της έρευνας των Von Eije de Witte and Van der Zwaan (2003) έδειξαν ότι αυτό ενδέχεται να αποτελέσει κίνητρο για χειραγώγηση κερδών και στις Ολλανδικές αρχικές δημόσιες εγγραφές. Διαπίστωσαν ότι 17 από τους 25 Διευθύνοντες Συμβούλους Ολλανδικών εταιριών που προέβησαν σε Αρχική Δημόσια

Εγγραφή δείχνουν ότι ο σχεδιασμός και ο έλεγχος των κερδών αυξήθηκε μετά από την αρχική δημόσια εγγραφή. Ως εκ τούτου:

**Υπόθεση 2:** Τα δεδουλευμένα που έγκεινται στην διακριτική ευχέρεια της διοίκησης είναι υψηλότερα και ως εκ τούτου εμφανίζουν μεγαλύτερου βαθμού αυξημένα κέρδη κατά το πρώτο έτος που έπεται της αρχικής δημόσιας εγγραφής σε σχέση με τις μεταγενέστερες περιόδους.

### **3.2. Περιγραφή δείγματος και τρόπος επιλογής δεδομένων**

Όπως έχει ήδη αναφερθεί η παρούσα εργασία ασχολείται με τον εντοπισμό χειραγώγησης κερδών σε εταιρίες που έχουν κάνει Αρχική Δημόσια Εγγραφή. Γενικά, οι Αρχικές Δημόσιες Εγγραφές θεωρούνται οι μετοχές των εταιριών που δεν διαπραγματεύονται σε άλλη αγορά και πουλάνε τις μετοχές τους για πρώτη φορά με στόχο την εισαγωγή τους στο χρηματιστήριο.

Αρχικά εντοπίστηκαν εταιρίες που έχουν κάνει Αρχική Δημόσια Εγγραφή στο Ηνωμένο Βασίλειο την περίοδο 2008 – 2015. Η χρήση της βάσης δεδομένων Thomson One κρίθηκε αναγκαία για τον εντοπισμό των εν λόγω εταιριών. Το αρχικό δείγμα αποτελούνταν από 386 εταιρίες οι οποίες προέβησαν σε Αρχική Δημόσια Εγγραφή στην υπό εξέταση περίοδο.

Σημειώνεται πως το δείγμα περιλάμβανε εταιρίες οι οποίες είχαν ως αντικείμενο δραστηριότητας χρηματοοικονομικές υπηρεσίες και για αυτό το λόγο αποκλείστηκαν από το δείγμα. Πρέπει να σημειωθεί ότι οι εταιρίες που δραστηριοποιούνται στην παροχή χρηματοοικονομικών υπηρεσιών έχουν διαφορετικές προϋποθέσεις δημοσίευσης οικονομικών καταστάσεων και αποτίμησης χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων σε σχέση με τους υπόλοιπους κλάδους και για αυτό το λόγο αφαιρέθηκαν από το δείγμα. Ο αποκλεισμός των χρηματοοικονομικών εταιριών είναι σύμφωνος και με τη μελέτη των P. Roosenboom et al. (2003).

Επιπροσθέτως, κατά τον ποιοτικό έλεγχο των εν λόγω εταιριών παρατηρήθηκε πως εμφανίζονταν ίδιες εταιρίες περισσότερο από μια φορές και για αυτό τον λόγο κρίθηκε σκόπιμο οι εταιρίες αυτές να παραμείνουν στο δείγμα μόνο μια φορά. Ακόμη, παρατηρήθηκε πως υπήρχαν εταιρίες οι οποίες εισήχθησαν σε χρηματιστήριο εκτός του Ηνωμένου Βασιλείου (π.χ. Frankfurt, NASDAQ, NYSE) και για αυτό το λόγο

αποκλείστηκαν από το τελικό δείγμα λόγω τυχόν διαφορετικών προϋποθέσεων εισαγωγής στα εν λόγω χρηματιστήρια.

Στον παρακάτω πίνακα παρουσιάζονται τα αποτελέσματα της έρευνας καθώς επίσης τα δημογραφικά χαρακτηριστικά του τελικού δείγματος όπως πόσες εταιρίες δραστηριοποιούνται σε κάθε κλάδο και πόσες εταιρίες πραγματοποίησαν Αρχική Δημόσια Εγγραφή ανά χρονιά στην υπό εξέταση περίοδο.

Πίνακας 1 Αποτελέσματα έρευνας

Κριτήρια	Περιγραφή	Εταιρίες
Issuer/Borrower Nation	United Kingdom	19.321
Issue Type	IPO	3.630
Transaction Status	Live	2.964
Trading Dates	1/1/2008 – 31/12/2015	386
<b>Αποτελέσματα αρχικής έρευνας</b>		<b>386</b>
<b>Ποιοτικός έλεγχος αρχικού δείγματος</b>		
<b>Λόγος απόρριψης</b>		Εταιρίες
Εταιρίες που δραστηριοποιούνται στο χρηματοοικονομικό κλάδο		122
Εταιρίες που εισήχθησαν σε χρηματιστήριο εκτός Η.Β.		31
Εταιρίες που εμφανίζονται παραπάνω από 1 φορά		11
<b>Τελικό Δείγμα</b>		<b>222</b>

Πίνακας 2 Εταιρίες ανά κλάδο δραστηριότητας<sup>1</sup>

Κλάδος δραστηριότητας	Εταιρίες
Καταναλωτικά προϊόντα / υπηρεσίες	34
Καταναλωτικά αγαθά πρώτης ανάγκης	7
Ενέργειας	22
Υγείας	22
Υψηλής τεχνολογίας	39
Βιομηχανικές	11
Υλικών	20
Μέσων Μαζικής Ενημέρωσης	14
Λιανικών πωλήσεων	24

<sup>1</sup> Για τον διαχωρισμό των εταιριών ανά κλάδο δραστηριότητας επιλέχθηκε ο διαχωρισμός με βάση την κατηγοριοποίηση της Thomson One.

Τηλεπικοινωνίες	5
Real Estate	24
<b>Τελικό Δείγμα</b>	<b>222</b>

Πίνακας 3 Εταιρίες ανά έτος εισαγωγής

Κλάδος δραστηριότητας	Εταιρίες
2008	11
2009	3
2010	23
2011	20
2012	19
2013	41
2014	70
2015	35
<b>Τελικό Δείγμα</b>	<b>222</b>

### 3.3. Μεθοδολογία εμπειρικής προσέγγισης

Για την παρούσα έρευνα θα χρησιμοποιήσουμε το μοντέλο Jones (1991) και το μοντέλο Modified Jones (1995) όπως παρουσιάστηκε από τους Defond και Jiambalvo (1991). Σκοπός των εν λόγω μοντέλων είναι να αναγνωρίσουν τους παράγοντες εκείνους που επηρεάζουν το ύψος των συνολικών δεδουλευμένων. Στόχος είναι να διαχωριστούν τα συνολικά δεδουλευμένα σε αυτά που δεν βρίσκονται στη διακριτική ευχέρεια της εταιρίας και σε αυτά που βρίσκονται στη διακριτική ευχέρεια της εταιρίας.

#### ➤ Jones Model

Για τον υπολογισμό των δεδουλευμένων που βρίσκονται στη διακριτική ευχέρεια των διοικήσεων με το μοντέλο της Jones έγινε εκτίμηση της παλινδρόμησης (1) για κάθε συνδυασμό έτους και εταιρίας και υπολογίστηκαν οι εκτιμητές της παλινδρόμησης  $\alpha$ ,  $\beta_1$ ,  $\beta_2$ . Εν συνεχεία, με τη χρήση των εν λόγω εκτιμητών υπολογίστηκαν τα δεδουλευμένα κάθε εταιρίας του δείγματος.

$$TA_{it} / A_{i,t-1} = \alpha_t (1 / A_{t-1}) + \beta_{1,i,t} (\Delta REV_{i,t} / A_{i,t-1}) + \beta_{2,i,t} (PPE_{i,t} / A_{i,t-1}) + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

Όπου:

$TA_{it}$  = Σύνολο δεδουλευμένων με βάση στοιχεία που αντλούνται από την Κατάσταση Ταμειακών Ροών για την εταιρεία  $i$ , το έτος  $t$ ,

$\Delta REV_{it}$  = Μεταβολή στα έσοδα για την εταιρεία  $i$ , το έτος  $t$ ,

$PPE_{it}$  = Σύνολο παγίων για την εταιρεία  $i$ , το έτος  $t$ ,

$A_{it-1}$  = Σύνολο ενεργητικού αρχής χρήσης για την εταιρεία  $i$ , το έτος  $t$ ,

$\varepsilon_{it}$  = Διαταρακτικός όρος για την εταιρεία  $i$ , το έτος  $t$ ,

$i = 1, \dots, N$ , No δείκτης της εταιρείας,

$t = 1, \dots, T$ , No δείκτης του έτους.

Πρέπει να σημειωθεί ότι όλες οι ανωτέρω μεταβλητές διαιρέθηκαν με το σύνολο του ενεργητικού για να μειωθεί η ετεροσκεδαστικότητα του δείγματος.

Εν συνεχεία, η εκτίμηση των δεδουλευμένων που βρίσκονται στη διακριτική ευχέρεια της διοίκησης εκτιμήθηκε ως εξής:

$$EDA_{it} = TA_{it} / A_{i,t-1} - [\alpha_t (1 / A_{t-1}) + \beta_{1i,t} (\Delta REV_{i,t} / A_{i,t-1}) + \beta_{2i,t} (PPE_{i,t} / A_{i,t-1})] \quad (2)$$

Βάσει της έρευνας των Kothari et al. (2005) πρέπει να χρησιμοποιείται ο σταθερός όρος ως πρόσθετο μέτρο για τον έλεγχο της ετεροσκεδαστικότητας και ότι τα μοντέλα χωρίς σταθερό όρο τήνουν να είναι λιγότερο συμμετρικά. Στην παρούσα εργασία χρησιμοποιήθηκε η εν λόγω προσέγγιση.

#### ➤ **Modified - Jones Model**

Προκειμένου να αντιμετωπιστεί το μειονέκτημα του υποδείγματος της Jones να υπολογιστούν λανθασμένα τα δεδουλευμένα που βρίσκονται στη διακριτική ευχέρεια της διοίκησης κατά την αναγνώριση των εσόδων, το τροποποιημένο υπόδειγμα Jones που προτείνουν οι Dechow et al. (1995), διαχωρίζει τις ταμειακές πωλήσεις από τις πωλήσεις επί πιστώσει ως εξής.

$$TA_{it} / A_{i,t-1} = \alpha_t (1 / A_{t-1}) + \beta_{1i,t} [(\Delta REV_{i,t} - \Delta REC_{i,t}) / A_{i,t-1}] + \beta_{2i,t} (PPE_{i,t} / A_{i,t-1}) + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

Όπου:

$\Delta REC_{it}$  = Μεταβολή στους λογαριασμούς εισπρακτέους για την εταιρεία  $i$ , το έτος  $t$ .

Ενώ ο υπολογισμός των δεδουλευμένων που βρίσκονται στη διακριτική ευχέρεια της διοίκησης της εταιρίας υπολογίστηκε ως εξής:

$$EDA_{it} = TA_{it} / A_{i,t-1} - \{a_t (1 / A_{t-1}) + \beta_{1,i,t} [(\Delta REV_{i,t} - \Delta REC_{i,t}) / A_{i,t-1}] + \beta_{2,i,t} (PPE_{i,t} / A_{i,t-1})\} \quad (4)$$

Τέλος, ο υπολογισμός των συνολικών δεδουλευμένων έγινε με τη χρήση των ταμειακών ροών ως εξής:

$$TA_{it} = NI_{it} - CFO_{it} \quad (5)$$

Όπου,

$NI_{it}$  = Καθαρά αποτελέσματα της εταιρίας  $i$ , το έτος  $t$ .

$CFO_{it}$  = Ταμειακές ροές από λειτουργικές δραστηριότητες της εταιρίας  $i$ , το έτος  $t$ .

### 3.4. Περιγραφή δεδομένων

Τα δεδομένα που χρησιμοποιήθηκαν στα ανωτέρω μοντέλα αντλήθηκαν από τη βάση δεδομένων της Thomson Reuters DATASTREAM. Ειδικότερα, τα δεδομένα που απαιτούνται για την εφαρμογή των προαναφερθέντων μοντέλων αναφέρονται σε ετήσια βάση και καλύπτουν την περίοδο 2008-2015.

Όσον αφορά τον υπολογισμό των συνολικών δεδουλευμένων (εξίσωση 5) χρησιμοποιήθηκαν οι εξής μεταβλητές: i) NI BEFORE EXTRAORDINARY / PREFERRED DIVIDENDS (WC01551) και ii) NET CASH FLOW-OPERATING ACTIVITIES (WC04860).

Ενώ για τον υπολογισμό των μεταβλητών στις γραμμικές παλινδρομήσεις αλλά και στον υπολογισμό των δεδουλευμένων που βρίσκονται στη διακριτική ευχέρεια των διοικήσεων των εταιριών (εξισώσεις 1-4) χρησιμοποιήθηκαν τα εξής: i) TOTAL ASSETS (WC02999), ii) NET SALES OR REVENUE (WC01001), iii) PROPERTY, PLANT, EQUIPMENT (WC02301) και iv) RECEIVABLES NET (WC02051).

### 3.5. Ευρήματα

Στην παρούσα ενότητα παρουσιάζονται οι πίνακες με τα ευρήματα όπως προέκυψαν μετά τους υπολογισμούς που αναφέρθηκαν στην προηγούμενη ενότητα. Στον

παρακάτω πίνακα παρουσιάζονται τα δεδουλευμένα που βρίσκονται στην διακριτική ευχέρεια της διοίκησης για τις εταιρίες που προέβησαν σε αρχική δημόσια εγγραφή στο Ηνωμένο Βασίλειο την περίοδο 2008 – 2015. Στον εν λόγω πίνακα εμφανίζονται επίσης τα δεδουλευμένα που βρίσκονται στη διακριτική ευχέρεια της διοίκησης δύο έτη πριν και δύο έτη μετά από την αρχική δημόσια εγγραφή. Σημειώνεται δε ότι κατά το έτος 2009 προέβησαν σε αρχική δημόσια εγγραφή μόνο τρεις εταιρίες, λόγω του μικρού αυτού δείγματος κρίθηκε σκόπιμο το εν λόγω έτος να εξαιρεθεί για τους σκοπούς της παρούσας ανάλυσης.

Αρχικά, τα αποτελέσματα τόσο με το μοντέλο της Jones (1991) όσο και με το Modified Jones (1995) καταλήγουν σε μεγάλο βαθμό στα ίδια συμπεράσματα. Όπως φαίνεται από το Panel A, όσον αφορά τους μέσους όρους των discretionary accruals παρατηρούμε ότι τις δύο περιόδους που προηγούνται της αρχικής δημόσιας προσφοράς είναι αρνητικά. Κατά το έτος εισαγωγής μειώνονται ακόμη περισσότερο και πλέον αυξάνονται κατά τα έτη που έπονται παραμένοντας σε κάθε περίπτωση αρνητικά. Τέλος, το δεύτερο έτος μετά την εισαγωγή τους στο χρηματιστήριο τα discretionary accruals φαίνονται να εξομαλύνονται καθότι επιστρέφουν στο χαμηλότερο επίπεδο όντας οριακά χαμηλότερα του μηδενός.

Τα αποτελέσματα σε γενικές γραμμές όσον αφορά τη ροή των δεδουλευμένων που είναι στη διακριτική ευχέρεια της διοίκησης είναι συνεπή και σε κάθε χρονιά ξεχωριστά με εξαίρεση το 2011 όπου ακολουθούν εντελώς διαφορετική πορεία. Ακόμα, αξίζει να σημειωθεί στην περίοδο 2008-2014 τα discretionary accruals κατά τη χρονιά της αρχικής δημόσιας εγγραφής όχι μόνο είναι αρνητικά αλλά μειώνονται ακόμα περισσότερο (downward earnings management) συγκρίνοντας τα με τα έτη που προηγούνται της αρχικής δημόσιας εγγραφής. Από τα παραπάνω ευρήματα προκύπτει το συμπέρασμα ότι δεν μπορούμε να μιλήσουμε για χειραγώγηση κερδών στις Βρετανικές εταιρίες την περίοδο 2008-2015. Το συγκεκριμένο συμπέρασμα είναι συνεπές με τα ευρήματα των Ball and Shivakumar (2008) όπου κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι οι εταιρίες δεν προβαίνουν σε χειραγώγηση κερδών πριν την αρχική δημόσια εγγραφή τους αλλά αλλάζουν τις λογιστικές πολιτικές, κάνοντάς τες πιο συντηρητικές, έτσι ώστε να βελτιώσουν την ποιότητα στη λογιστική πληροφόρηση.

Πίνακας 4 Συγκεντρωτικός πίνακας Discretionary Accruals με τη χρήση των υποδειγμάτων Jones & Modified Jones

<b>Panel A: All companies</b>		t-2				t-1				t				t+1				t+2			
Year	2008-2015	obs.	mean	Std. Dev.	median	obs.	mean	Std. Dev.	median	obs.	mean	Std. Dev.	median	obs.	mean	Std. Dev.	median	obs.	mean	Std. Dev.	median
DACC_Jones Model		103	-0.374	0.929	-0.138	145	-0.220	1.923	0.154	160	-0.369	1.039	-0.145	167	-0.280	1.094	-0.083	161	-0.077	0.206	-0.053
DACC_Modified Jones Model		103	-0.398	0.886	-0.145	145	-0.257	1.835	-0.158	160	-0.373	1.141	-0.160	164	-0.263	1.090	-0.093	160	-0.087	0.208	-0.055
<b>Panel B: IPO 2008</b>																					
Year	2008	t-2				t-1				t				t+1				t+2			
DACC_Jones Model		4	-0.864	1.868	-0.624	5	-0.470	0.428	-0.450	7	-0.315	0.456	-0.262	7	-0.243	0.288	-0.145	7	-0.067	0.194	-0.136
DACC_Modified Jones Model		4	-0.695	1.948	-0.646	5	-0.391	0.392	-0.191	7	-0.340	0.478	-0.288	7	-0.274	0.310	-0.167	7	-0.065	0.170	-0.152
<b>Panel C: IPO 2010</b>																					
Year	2010	t-2				t-1				t				t+1				t+2			
DACC_Jones Model		9	-0.249	0.323	-0.178	14	-0.215	0.119	-0.206	15	-0.090	0.299	-0.119	19	-0.126	0.183	-0.086	20	-0.170	0.185	-0.131
DACC_Modified Jones Model		9	-0.266	0.348	-0.183	14	-0.249	0.133	-0.238	15	-0.125	0.307	-0.125	18	-0.090	0.277	-0.085	19	-0.191	0.211	-0.153
<b>Panel D: IPO 2011</b>																					
Year	2011	t-2				t-1				t				t+1				t+2			
DACC_Jones Model		7	-0.227	0.133	-0.232	10	1.634	6.876	-0.149	11	-0.361	1.830	-0.175	15	-0.067	0.556	-0.128	12	-0.154	0.297	-0.107
DACC_Modified Jones Model		7	-0.254	0.153	-0.270	10	1.454	6.458	-0.168	11	-0.101	2.572	-0.171	15	-0.038	0.750	-0.136	12	-0.174	0.305	-0.120
<b>Panel E: IPO 2012</b>																					
Year	2012	t-2				t-1				t				t+1				t+2			
DACC_Jones Model		4	-1.794	1.305	-1.948	9	-0.833	0.885	-0.552	15	-1.039	2.093	-0.465	16	-1.246	3.061	-0.144	15	-0.080	0.208	-0.024
DACC_Modified Jones Model		4	-1.735	1.251	-1.939	9	-0.795	0.888	-0.429	15	-1.168	2.100	-0.451	15	-1.012	3.128	-0.144	15	-0.087	0.198	-0.022
<b>Panel F: IPO 2013</b>																					
Year	2013	t-2				t-1				t				t+1				t+2			
DACC_Jones Model		18	-0.479	0.692	-0.259	28	-0.518	1.201	-0.162	29	-0.414	0.608	-0.164	34	-0.327	0.653	-0.119	28	-0.061	0.284	-0.037
DACC_Modified Jones Model		18	-0.504	0.719	-0.209	28	-0.566	1.280	-0.122	29	-0.454	0.655	-0.169	33	-0.359	0.708	-0.129	28	-0.071	0.277	-0.035
<b>Panel G: IPO 2014</b>																					
Year	2014	t-2				t-1				t				t+1				t+2			
DACC_Jones Model		42	-0.305	1.126	-0.131	54	-0.300	0.595	-0.115	57	-0.350	0.971	-0.117	50	-0.144	0.536	-0.044	49	-0.019	0.145	-0.030
DACC_Modified Jones Model		42	-0.357	1.038	-0.136	54	-0.334	0.644	-0.126	57	-0.349	0.941	-0.137	50	-0.152	0.519	-0.044	49	-0.029	0.151	-0.034
<b>Panel H: IPO 2015</b>																					
Year	2015	t-2				t-1				t				t+1				t+2			
DACC_Jones Model		18	-0.109	0.132	-0.097	24	-0.190	0.241	-0.144	25	-0.119	0.226	-0.139	24	-0.134	0.550	-0.073	29	-0.089	0.157	-0.050
DACC_Modified Jones Model		18	-0.124	0.142	-0.105	24	-0.221	0.246	-0.158	25	-0.114	0.236	-0.111	24	-0.176	0.538	-0.091	29	-0.097	0.157	-0.055



Επιπροσθέτως, συμπεραίνουμε ότι καμία από τις υποθέσεις δεν επιβεβαιώνεται, ήτοι είτε οι διοικήσεις των εταιριών προβαίνουν σε διαχείριση κερδών κατά το έτος της αρχικής δημόσια εγγραφής **Υπόθεση 1**, είτε οι διοικήσεις προβαίνουν σε διαχείριση κερδών κατά το πρώτο έτος που έπεται της αρχικής δημόσιας εγγραφής **Υπόθεση 2**.

Εν συνεχεία, ο παρακάτω πίνακας παρουσιάζει το μέσο όρο των καθαρών κερδών και των καθαρών ταμειακών ροών ως προς το σύνολο ενεργητικού αρχής χρήσης. Όπως παρουσιάζεται στον παρακάτω πίνακα τα καθαρά κέρδη και οι καθαρές ταμειακές ροές από τις λειτουργικές δραστηριότητες ακολουθούν ακριβώς το ίδιο μοτίβο, ήτοι ότι για τις περιόδους t-2 έως t είναι αρνητικά ενώ στο έτος t+1 γυρνάνε θετικά.

Επίσης, συγκρίνοντας την περίοδο που προηγείται της αρχικής δημόσιας εγγραφής με το έτος της αρχικής δημόσιας εγγραφής παρατηρείται ότι οι καθαρές ταμειακές ροές από λειτουργικές δραστηριότητες μειώνονται από -0,445% σε - 0.92% ενώ η μείωση των καθαρών κερδών στην εν λόγω περίοδο είναι ακόμα μεγαλύτερη από -0.337% σε -1.123%. Ωστόσο, εάν βάλουμε στην εξίσωση και το πρώτο έτος που έπεται της αρχικής δημόσιας εγγραφής τα αποτελέσματα αλλάζουν δραματικά. Τόσο οι καθαρές ταμειακές ροές όσο και τα καθαρά κέρδη αυξάνονται σημαντικά από -0,92% σε 0.408% και από -1,12% σε 1,76% αντίστοιχα.

Εάν συνδυάσουμε το αποτελέσματα του παρακάτω πίνακα με τα αποτελέσματα που εμφανίζονται στον πίνακα 4 παρατηρούμε ότι τα καθαρά κέρδη και τα δεδουλευμένα που βρίσκονται στη διακρική ευχέρεια της διοίκησης ακολουθούν ακριβώς την ίδια μεταβολή ήτοι αυξάνονται την περίοδο t-1 σε σύγκριση με τη t-2 ενώ μειώνονται ακόμα περισσότερο κατά το έτος της αρχικής δημόσιας εγγραφής.

Πίνακας 5 Καθαρά κέρδη, καθαρές ταμειακές ροές από λειτουργικές δραστηριότητες ανά περίοδο

	Year (t-2)	Year (t-1)	Year (t)	Year (t+1)	Year (t+2)
<i>Panel A: Net income</i>					
Mean	-0.5335	-0.3370	-1.1233	1.7613	-0.1628
Standard deviation	3.3675	1.1291	4.3892	22.3959	0.6103
Minimum	-35.6000	-9.0485	-38.5172	-22.4409	-6.4055
Maximum	1.6513	1.3838	1.7817	257.8600	0.6474
-----					
<i>Panel B: Cash flows</i>					
Mean	-0.2400	-0.4456	-0.9207	0.4084	-0.0710
Standard deviation	1.5530	3.1493	4.2438	10.4542	0.4521
Minimum	-14.8539	-37.5263	-38.3125	-29.1692	-4.3883
Maximum	1.8355	1.3895	3.4839	134.6400	1.3355

#### 4. Κεφάλαιο 4<sup>ο</sup> - Συμπεράσματα

Η εν λόγω έρευνα εξετάζει τον ρόλο των δεδουλευμένων που βρίσκονται στη διακριτική ευχέρεια της διοίκησης στις αρχικές δημόσιες εγγραφές στο Ηνωμένο Βασίλειο την περίοδο 2008-2015. Δείξαμε ότι τα εν λόγω δεδουλευμένα εμφανίζουν μια τάση για μείωση των κερδών παρά των αρχικών υποθέσεων μας ήτοι ότι οι διοικήσεις των εταιριών τείνουν να αυξάνουν τα κέρδη τους κατά το έτος εισαγωγής **Υπόθεση 1** είτε ότι τα διοικητικά στελέχη τείνουν να αυξάνουν τα κέρδη των εταιριών κατά το πρώτο έτος που έπεται της αρχικής δημόσιας εγγραφής **Υπόθεση 2**.

Μια πιθανή αιτία εντοπίζεται στα όσα αναφέρουν οι Ball and Shivakumar (2008). Σύμφωνα με την εν λόγω έρευνα οι λόγοι για τους οποίους παρουσιάζονται διαφορές στα δεδουλευμένα των εταιριών πριν την αρχική δημόσια εγγραφή τους δεν οφείλονται στις τυχολογικές συμπεριφορές των διοικήσεων να επιτύχουν υψηλότερη τιμή εισαγωγής στο χρηματιστήριο αλλά στην προσπάθεια βελτίωσης της ποιότητας της λογιστικής πληροφόρησης.

Οι Ball and Shivakumar (2008) έδειξαν ότι οι επιχειρήσεις πριν προβούν σε αρχική δημόσια εγγραφή επιλέγουν συντηρητικότερες λογιστικές πολιτικές γιατί τα συνδεδεμένα μέρη (επενδυτές, ελεγκτές κλπ) απαιτούν υψηλότερης ποιότητας λογιστική πληροφόρηση για να επιλυθεί το πρόβλημα της ασυμμετρίας πληροφόρησης. Όπως αναφέρθηκε και στο προηγούμενο κεφάλαιο τα δεδουλευμένα που βρίσκονται στη διακριτική ευχέρεια των διοικητικών στελεχών είναι αρνητικά και μάλιστα την περίοδο  $t$  παρουσιάζουν και αύξηση σε σχέση με την περίοδο  $t-1$  (downward earnings management). Αυτά τα δεδομένα σε συνδυασμό με την άποψη των Ball and Shivakumar (2008) μας οδηγούν στο συμπέρασμα ότι οι διοικήσεις των εταιριών δεν είχαν σκοπό να εξαπατήσουν τους επενδυτές αλλά να βελτιώσουν τη ποιότητα των δημοσιευμένων πληροφοριών τους, λόγω του γεγονότος ότι μια επιχείρηση όταν επιλέξει να εισαχθεί στο χρηματιστήριο είναι στο επίκεντρο του ενδιαφέροντος του τύπου, των αναλυτών, των ελεγκτών, των επενδυτών, κλπ.

Στη συνέχεια άλλος ένας λόγος για τον οποίο μπορούμε να ενισχύσουμε την άποψη μας ότι οι αρχικές δημόσιες εγγραφές στο Ηνωμένο Βασίλειο δεν προβαίνουν σε χειραγώγηση κερδών είναι η υιοθέτηση υψηλότερης ποιότητας λογιστικών προτύπων από τις εταιρείες την περίοδο που εξετάστηκε. Πράγματι, το από το 2007 και μετά όσες εταιρείες συμμετείχαν στην κύρια αγορά ή στην Εναλλακτική Αγορά Επενδύσεων

υποχρεούνται να εφαρμόσουν τα Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα. Όπως αναφέρθηκε και σε προηγούμενη ενότητα για να μπορέσουν να είναι συγκρίσιμα τα αποτελέσματα από το δείγμα αφαιρέθηκαν οι επιχειρήσεις των τραπεζών και των χρηματοοικονομικών υπηρεσιών, διότι διαφέρει το λογιστικό τους κύκλωμα ως προς την αναγνώριση εσόδων - εξόδων και κατά συνέπεια υπάρχουν σημαντικές διαφορές στη δημιουργία δεδουλευμένων. Άρα το δείγμα αποτελείται μόνο από εταιρείες που εφαρμόζουν τα Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα.

Σύμφωνα με τους Horton et al. (2013) αλλά και τους Brochet et al. (2013) τα Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα παρέχουν υψηλότερης ποιότητας λογιστική πληροφόρηση και δημιουργούν μεγαλύτερη εμπιστοσύνη στους επενδυτές σε σχέση με τα εθνικά πρότυπα. Σημειώνεται δε ότι σύμφωνα με τους Ball and Shivakumar (2008) οι εταιρείες που προβαίνουν σε υιοθέτηση των Δ.Λ.Π. είναι πιο συντηρητικές σε σχέση με πριν εγγραφούν στο χρηματιστήριο στους λογιστικούς χειρισμούς τους γιατί θέλουν να παρέχουν υψηλότερης ποιότητας πληροφόρηση στο επενδυτικό κοινό, ενώ ταυτόχρονα δεν έχουν τη δυνατότητα να προβούν σε χειραγώγηση των δεδουλευμένων τους επειδή βρίσκονται στο κέντρο της προσοχής, ενώ οι λόγοι που τα δεδουλευμένα έχουν στατιστική σημαντική διαφοροποίηση κοντά στην περίοδο των αρχικών δημόσιων εγγραφών οφείλεται σε λάθη που έγιναν σε παλαιότερες χρήσεις και όχι επειδή υπάρχει πρόθεση χειραγώγησης. Τέλος, λόγω του ότι το Χρηματιστήριο του Λονδίνου είναι η μεγαλύτερη ευρωπαϊκή αγορά καταβάλλονται προσπάθειες για αξιοπιστία των οικονομικών καταστάσεων.

Επίσης, μια ακόμα σημαντική παράμετρος που πρέπει να ληφθεί υπόψη είναι οι κανόνες εταιρικής διακυβέρνησης που υπάρχουν στο Ηνωμένο Βασίλειο αλλά και το αυστηρό νομοθετικό πλαίσιο εισαγωγής στο χρηματιστήριο. Στη Μεγάλη Βρετανία δραστηριοποιείται η Financial Conduct Authority μια ανεξάρτητη αρχή που επιβάλλει τους κανόνες που χρειάζονται νέες εταιρίες έτσι ώστε να εισέλθουν στο χρηματιστήριο. Στη δικαιοδοσία της όμως δεν είναι όλες οι αρχικές δημόσιες εγγραφές αλλά μόνο αυτές οι οποίες αφορούν τη κύρια αγορά και όχι την Εναλλακτική Αγορά Επενδύσεων των οποίων την ευθύνη την αναλαμβάνουν ειδικοί σύμβουλοι. Με αυτό τον τρόπο οι εταιρείες οι οποίες επιλέγουν να εισέλθουν στην κεντρική αγορά του Λονδίνου έχουν αυστηρότερο κανονιστικό πλαίσιο. Επομένως, καταλήγουμε στο συμπέρασμα ότι στην περίοδο της παρούσας μελέτης το πλαίσιο που αφορά τους κανόνες εταιρικής διακυβέρνησης έγινε και αυτό αυστηρότερο.

## Βιβλιογραφία

- Aharony, J., C. Lin, and M. Loeb. (1993). Initial public offerings, accounting choices, and earnings management. *Contemporary Accounting Research*.
- Ball, R. and L. Shivakumar. (2006). The role of accruals in asymmetrically timely gain and loss recognition. *Journal of Accounting Research*.
- Ball, R., Shivakumar, L. (2008). Earnings quality at initial public offerings. *Journal of Accounting and Economics*.
- Beneish, M. D. (2001). Earnings management: a perspective. *Managerial Finance*.
- Beneish, M.D. (1999). Incentives and Penalties Related to Earnings Overstatements That Violate GAAP. *The Accounting Review*.
- Beneish, M.D. and Press, E. (1993). Costs of technical violation of accounting-based. *The Accounting Review*.
- Bloch E. (1986). Inside Investment Banking .
- Brochet, F., A.D. Jagolinzer and E.J. Riedl. (2013). Mandatory IFRS adoption and financial statement comparability. *Contemporary Accounting Research*.
- Bruns, W., Merchant, K. (1990). The dangerous morality of managing earnings. *Management Accounting 72*.
- Carlton, D., and Fischel, D. (1983). The regulation of insider trading. *Stanford Law Review*.
- Christie, A. (January 1990). Aggregation of Test Statistics: An Evaluation of the Evidence on Contracting and Size Hypotheses. *Journal of Accounting and Economics 12*.
- Clarkson, P.M., A. Dontoh, G. Richardson, and S.E. Sefcik. (1992). The voluntary inclusion of earnings forecasts in IPO prospectuses. *Contemporary Accounting Research*.
- Datar, S.M., Feltham, G.A., and Hughes, J.S. (1991). The Role of Audits and Audit Quality in Valuing New Issues. *Journal of Accounting and Economics*.
- DeAngelo, L. H. (1981). Auditor Size and Audit Quality. *Journal of Accounting and Economics*.
- DeAngelo, H., DeAngelo, L., and Skinner, D.J. (1994). Accounting choice in troubled companies. *Journal of Accounting and Economics*.
- DeAngelo, L. (1986). Accounting numbers as market valuation substitutes: A study of management buyouts of public stockholders. *The Accounting Review, (July)*.
- DeAngelo, L.E. (1988). Managerial competition, information costs, and corporate governance: The use of accounting performance measures in proxy contests. *Journal of Accounting and Economics*.

- Dechow, P. and R.G Sloan. (1991). Executive incentives and the horizon problem: An empirical investigation. *Journal of Accounting and Economics*.
- Dechow, P.M., Skinner, D.J., (2000). Earnings management: reconciling the views of accounting academics, practitioners and regulators. *Accounting Horizons*.
- Dechow, P.M., Sloan, R.G., and Sweeney, A.P. (1995). Detecting Earnings Management. *The Accounting Review*.
- DeFond, M. and J. Jiambalvo. (1991). Incidence and circumstances of accounting errors. *The Accounting Review*.
- Defond, M.L. and Jiambalvo, J. (1994). Debt Covenant Effects and the Manipulation of Accruals. *Journal of Accounting and Economics*.
- Dichev, I.D., Skinner, D.J. (2000). Large sample evidence on the debt covenant hypothesis. *Working paper. University of Michigan*.
- Espenlaub, S., Goergen, M., Khurshed, A. (2001). IPO Lock-In Agreements in the UK . *Journal of Business Finance and Accounting*.
- Exchange, L. S. (2010).
- EY. (2019). *Global IPO trends: Q2 2019*.
- Friedlan, J.M. (1994). Accounting choices by issuers of initial public offerings. *Contemporary Accounting Research*.
- Fudenberg, D., Tirole, J. (1995). A theory of income and dividend smoothing based on incumbency rents. *Journal of Political Economy*.
- Gaver, J., Gaver, K., and Austin, J. (1995). Additional Evidence of Bonus Plans and Income Management. *Journal of Accounting and Economics*.
- Graham, J.R., Harvey, C.R., Rajgopal, S., (2005). The economic implications of corporate financial reporting. *Journal of Accounting and Economics* 40.
- Healy, P.M., and Wahlen, J.M. (1999). A review of the earnings management literature and its implications for standard setting. *Accounting Horizons*.
- Healy, Paul. (1985). The Effect of Bonus Schemes on Accounting Choices. *Journal of Accounting and Economics*.
- Holthausen, R., and D. Larcker. (1993). Board of Directors, Ownership Structure and CEO Compensation. *Working paper. University of Pennsylvania*.
- Holthausen, R.W., Larker, D.F., and Sloan, R.G. (1995). Annual bonus schemes and the manipulation of earnings. *Journal of Accounting and Economics*.
- Horton J., Serafeim, G., Serafeim I. (2013). Does Mandatory IFRS Adoption Improve the Information Environment? *Contemporary Accounting Research*.
- Hughes, P.J. (1986). Signaling by Direct Disclosures Under Asymmetric Function. *Journal of Accounting and Economics*.

- J.H. von Eije, M.C. de Witte and A.H. van der Zwaan. (2003). OIPO-Related Organizational Change and Long-Term Performance. *Managerial Finance*.
- Jaffe, J.F. (1974). Special information and insider trading. *Journal of Business*.
- Jarrell, G.A. (1979). Pro-Producer regulation and accounting for assets: The case of electric utilities. *Journal of Accounting and Economics*.
- Jensen, M. (1993). The Modern Industrial Revolution, Exist, and the Failure of Internal Control Systems. *Journal of Finance*.
- Jones, J. (1991). Earnings management during import relief investigations. *Journal of Accounting Research* .
- Kaplan, R. (1985). Comments on Paul Healy: Evidence of the effect of bonus schemes on accounting procedure and accrual decisions. *Journal of Accounting and Economics*.
- Kellogg, I. K. (1991). Fraud. Window Dressing, and Negligence in Financial Statements. Commercial Law Series. *McGraw-Hill*.
- Kothari, S.P., A.J. Leone and C.E. Wasley. (2005). Performance-matched discretionary accrual measures. *Journal of Accounting and Economics*.
- Leftwich, R. H. (1983). The economics consequences of accounting. *Journal of Accounting and Economics*.
- Leland, H.E. and Pyle, D.H. (1977). Informational asymmetries, financial structure, and. *Journal of Finance*, 32 (May).
- Liberty, S.E. and J.L. Zimmerman. (1986). Labor Union Contract Negotiations and Accounting Choices. *The Accounting Review*.
- Mangan, M. and D. Cornier. (1997). The impact of forward-looking financial data in IPOs on the quality of financial reporting. *Journal of Financial Statement Analysis*.
- McVay, S.E. (2006). Earnings management using classification shifting: An examination of core earnings and special items. *The Accounting Review*.
- National Association of Certified Fraud Examiners. (1993). Cooking the books: What every accountant should know about fraud. *New York: NASBA*.
- Nelson, M.W., Elliott, J.A. and R.L. Tarpley. (2000). Where Do Companies Attempt Earnings Management, and When Do Auditors Prevent It? *Working Paper, Cornell University*.
- Noe, T.H. (1997). Insider trading and the problem of corporate agency. *Journal of Law, Economics and Organization*.
- Palmrose, Z. (1988). Analysis of Auditor Litigation and Audit Service Quality. *Accounting Review*.

- PATRICIA M. DECHOW, R. G. (1996). Causes and Consequences of Earnings Manipulation: An Analysis of Firms Subject to Enforcement Actions by the SEC. *Contemporary Accounting Research*.
- Patricia M. Dechow, R. G. (Apr., 1995). Detecting Earnings Management. *The Accounting Review*.
- Perez, R.C. . (1984). Inside Investment Banking. *Praeger Publishers*.
- Rangan, S. (1998). Earnings around seasoned equity offerings: Are they overstated? *Journal of Financial Economics*, 50 (October).
- Rao, Gita. (1993). The Relation between Stock Returns and Earnings: A Study of Newly-Public Firms. *Working paper, Kidder Peabody and Company*.
- Roosenboom et al. (2003). Earnings management and initial public offerings: Evidence from the Netherlands. *The International Journal of Accounting* .
- Rosenstein, S., and J, G. Wyatt. (1990). Outside Directors, Board Independence, and Shareholder Wealth. *Journal of Financial Economics* 26.
- Roychowdhury, S. (2006). Earnings management through real activities manipulation. *Journal of Accounting and Economics*.
- Schipper, K. (1989). Earnings management. *Accounting Horizons*.
- Seyhun, H.N. (1986). Insider profits, cost of trading, and market efficiency. *Journal of Financial Economics*.
- Seyhun, H.N., and Bradley, M. (1997). Corporate bankruptcy and insider trading. *Journal of Business*, 70 (April).
- Summers, S.L., and Sweeney, J.T. (1998). Fraudulently misstated financial statements and insider trading: An empirical analysis. *The Accounting Review*, 73 (January).
- Sweeney, A. (1994). Debt covenant violations and managers' accounting responses. *Journal of Accounting and Economics*.
- Teoh, S., Welch, I., Wong, T. (1998). Earnings management and the long-run underperformance of initial public. *Journal of Finance* 53.
- Teoh, S.H., T.J. Wong and G. Rao. (1998). Are accruals during initial public offerings opportunistic? *Review of Accounting Studies*.
- Titman, S. a. (1986). Information Quality and the Valuation of New Issues. *Journal of Accounting and Economic*, 159-172.
- Wahlen, P. H. (1999). A review of the earnings management literature. *Accounting Horizons*.
- Watts, R.L., and Zimmerman, J.L. (1978). Towards a Positive Theory of the Determination of Accounting Standards. *The Accounting Review*, (January).

- Weisbach, M. S. (1988). Outside Directors and CEO Turnover. *Journal of Financial Economics*.
- Zang, A.Y. (2012). Evidence on the trade-off between real activities manipulation and accrual based earnings management. *Accounting Review*.
- Zimmerman, R. W. (January 1990). Positive Accounting Theory: A Ten Year Perspective. *Accounting Review* 65.