



**ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ**

**ΤΜΗΜΑ ΟΡΓΑΝΩΣΗΣ ΚΑΙ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ**

**ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ**

**ΣΤΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ**

**Η χρηματοοικονομική μόχλευση ως παράγων  
διαχείρισης κερδών**

**Αποστολάκη Αγάπη-Ευμενία**

**Επιβλέποντες: Ι.Σώρρος**

**Π.Αρτίκης**

**Ν.Φίλιππας**

## Ευχαριστίες

Η παρούσα εργασία εκπονήθηκε στα πλαίσια ολοκλήρωσης του Μεταπτυχιακού Προγράμματος στη Διοίκηση Επιχειρήσεων του Πανεπιστημίου Πειραιώς.

Θα ήθελα να ευχαριστήσω θερμά του κυρίου Επιβλέποντες Καθηγητές Σώρρο Ιωάννη, Αρτίκη Παναγιώτη και Φίλιππα Νικόλαο, για τη συνεχή υποστήριξή τους κατά τη διάρκεια συγγραφής της διπλωματικής εργασίας. Ιδιαίτερα θα ήθελα να ευχαριστήσω τον κύριο Σώρρο Ιωάννη, ο οποίος πάντα οπλισμένος με υπομονή όλα αυτά τα χρόνια με καθοδήγησε προκειμένου να ολοκληρωθεί η παρούσα εργασία.

Τέλος, θα ήθελα να ευχαριστήσω την οικογένεια μου και ιδιαίτερα του γονείς μου, Παντελή και Μαρία, των οποίων η αγάπη, η πίστη στις δυνάμεις και τις δυνατότητές μου, η συνεχής ψυχολογική και υλική υποστήριξη, υπήρξε η κινητήριος δύναμη σε όλη τη διάρκεια των σπουδών αλλά και της ζωής μου.

Σας ευχαριστώ.

## ΠΙΝΑΚΑΣ ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΩΝ

<i>Κεφάλαιο 1<sup>ο</sup> Εισαγωγή</i>	5
1.1 Στόχοι της μελέτης	5
1.2 Βιβλιογραφική προσέγγιση του θέματος	7
<i>Κεφάλαιο 2<sup>ο</sup> Οικονομική κατάσταση στην Ελλάδα</i>	14
2.1 Οι αιτίες της ελληνικής κρίσης χρέους	14
2.2 Η ελληνική δημοσιονομική κρίση σε αριθμούς	15
2.3 Μέτρα λιτότητας για την μείωση του ελλείμματος του προϋπολογισμού	16
2.4 Κοινωνικές συνέπειες της κρίσης	17
2.5 Η Φοροδιαφυγή από τις επιχειρήσεις ως μέσω βελτίωσης της οικονομικής του θέσης	18
<i>Κεφάλαιο 3<sup>ο</sup> Χρηματοοικονομική μόχλευση</i>	20
3.1 Προσδιορισμός της έννοιας των άυλων περιουσιακών στοιχείων	20
3.2 Άυλες επενδύσεις Έρευνας και Ανάπτυξης: ορισμοί και οικονομικά χαρακτηριστικά	21
3.3 Οι αποφάσεις χρηματοδότησης μιας επιχείρησης	27
<i>Κεφάλαιο 4<sup>ο</sup> Διαχείριση Κερδών</i>	33
4.1 Ορισμός	33
4.2 Παράγοντες που επηρεάζουν τη διαχείριση κερδών	34
4.3 Επιθυμητή και κακόβουλη διαχείριση κερδών	38
4.4 Διαχείριση κερδών και μόχλευση	43
4.4.1 Επαναγορές μετοχών	47
4.4.2 Πωλήσεις παγίων περιουσιακών στοιχείων	48
4.4.3 Μειώσεις των τιμών πώλησης	48

4.4.4 Υπερπαραγωγή, διαχείριση των πωλήσεων, διαφήμιση, έξοδα Π&ΓΔ και το αποτέλεσμα της πραγματικής χειραγώγησης	49
4.4.5 Ανταλλάγματα μεταξύ της χειραγώγησης των δεδουλευμένων και των πραγματικών κερδών	49
<b>Κεφάλαιο 5<sup>ο</sup> Μεθοδολογία της έρευνας</b>	<b>53</b>
<b>5.1 Ερευνητική Μέθοδος</b>	<b>53</b>
<b>Κεφάλαιο 6<sup>ο</sup> Στατιστική ανάλυση</b>	<b>54</b>
<b>Συμπεράσματα</b>	<b>58</b>
<b>Βιβλιογραφία</b>	<b>59</b>

## Κεφάλαιο 1<sup>ο</sup> Εισαγωγή

### 1.1 Στόχοι της μελέτης

Η παρούσα μελέτη εστιάζει στη πρόθεση των επιχειρήσεων να αλλοιώσουν τα αποτελέσματα τους, προκειμένου να δείξουν μια διαφορετική εικόνα στην αγορά σε σχέση με τη κερδοφορία τους, αλλά και τη θέση που έχουν σε σχέση με τον ανταγωνισμό τους. Οι παράγοντες αλλοίωσης των αποτελεσμάτων μιας επιχείρησης είναι πολλοί και έχουν να κάνουν με εξωτερικό δανεισμό, με απόκρυψη εξόδων, με παρουσίαση χρηματοδοτικών πόρων κ.λπ. (Ali, Shah, Jan, 2015).

Ένας από τους παράγοντες που δεν θεωρείται από τους πρωτεύοντες είναι η χρηματοοικονομική μόχλευση, παρόλα αυτά στη παρούσα φάση και δεδομένης της παρούσας μορφής της αγοράς, η οποία επηρεάζεται από τη κρίση ο παράγον αυτός καθίσταται σημαίνον και καθίσταται σημαίνων δεδομένων ότι οι περισσότερες επιχειρήσεις σήμερα καταφεύγουν στον δανεισμό (Faff, Gray, Tan, 2015).

Στο παρελθόν και πριν την έξαρση της παρούσας οικονομικής κρίσης στη δεκαετία του 1990 αλλά και παλαιότερα στις δεκαετίες του 1970 και 1980, υπήρχε η αντίληψη ότι οι επιχειρήσεις ανέπτυσαν άμυνες που απορρέανε από τον διοικητικό τους σχεδιασμό, οι οποίες στόχευαν στην αποφυγή του δανεισμού. Συγκεκριμένα οι μάνατζερς εκείνη τη περίοδο βίωναν μικρότερες πιέσεις σε επίπεδο κερδοφορίας των επιχειρήσεων που διοικούσαν, δεδομένου ότι οι καλοί δείκτες της οικονομίας, επέφεραν ένα ευρύτερο κλίμα εφορίας. Η μη αυξημένη πίεση μείωνε και τη τάση των μάνατζερ και ευρύτερα των επιχειρήσεων να δανείζονται με αποτέλεσμα να ήταν χαμηλότερα τα επίπεδα ρίσκου που βίωναν (Baker,1973; Berger et al, 1997).

Η χρηματοοικονομική μόχλευση σύμφωνα με τους Halling et al (2014) ορίζεται ως: *«Η διαδικασία χρήσης δανειακών πόρων προκειμένου να υπάρξει ενίσχυση της απόδοσης των ιδίων κεφαλαίων οπότε και ενισχύσει μια επιχείρηση τη θέση της στην αγορά δράσης της».*

Προγενέστεροι των Halling et al. (2014), οι Antzoulatos et al. (2011) διαπίστωσαν σε σχέση με τη χρηματοοικονομική μόχλευση ότι η ύπαρξη ξένου κεφαλαίου φέρνει καλύτερες αποδόσεις, από την άλλη όμως επιφέρει αντίθετα αποτελέσματα όταν η απόδοση του ενεργητικού είναι μικρότερη από το κόστος των δανειακών κεφαλαίων, στη περίπτωση αυτή αν μια επιχείρηση δεν έχει τη δυνατότητα να καλύψει τις υποχρεώσεις της μπορεί να πτωχεύσει (Antzoulatos, Thanopoulos, Tsoumas, 2008).

Δεδομένης της νέας αυτής κατάστασης σήμερα θεωρείται ότι η χρηματοοικονομική μόχλευση και λόγω της παρούσας εικόνας της αγοράς, αποτελεί ένα σημαίνον παράγον ο οποίος μέσα από την μεθόδευση του μπορεί να δώσει τη δυνατότητα στις επιχειρήσεις να παρουσιάσουν μια διαφοροποιημένη εικόνα. Με βάση την επιχειρηματολογία που προηγήθηκε αιτιολογείται ο λόγος επιλογής του συγκεκριμένου παράγοντα από τη συγγραφέα. Ουσιαστικά γίνεται κατανοητό ότι στο θεωρητικό και πρακτικό πλαίσιο της παρούσας μελέτης, θα εξεταστεί η φιλοσοφία των ελληνικών επιχειρήσεων που επιδιώκουν να αλλοιώσουν τα αποτελέσματα τους μέσα από διάφορες τεχνικές όπως τη μείωση των αποτελεσμάτων τους προκειμένου να μην πληρώνουν φόρους ή την αύξηση για να δείξουν κερδοφόρες και να έχουν πρόσβαση είτε σε εξωτερικό τραπεζικό δανεισμό είτε σε χρηματοδοτικούς πόρους.

Στη παρούσα μελέτη η συγγραφέας θα μελετήσει επιχειρήσεις εκτός χρηματιστηρίου πράγμα που αρχικά την οδήγησε να εξετάσει την ελληνική αγορά και τη παρούσα κατάσταση της ελληνικής οικονομίας, στη συνέχεια στα πλαίσια της μελέτης έγινε εστίαση σε ζημιογόνες επιχειρήσεις οι οποίες χρησιμοποιούν τεχνικές κάλυψης των ζημιών τους, τεχνικές όπως η χρηματοοικονομική μόχλευση, προκειμένου να φαίνονται κερδοφόρες και να μπορούν να προσελκύσουν επενδυτές και να διεκδικήσουν επιδοτήσεις, δάνεια κ.λ.π. Ο βασικός παράγον που χρησιμοποιούν για να προβούν στη στρατηγική παραποίησης είναι ο εξωτερικός δανεισμός, που προσωρινά τις βοηθά να παρουσιάσουν μια διαφορετική εικόνα από αυτή που πραγματικά έχουν.

## 1.2 Βιβλιογραφική προσέγγιση του θέματος

Σύμφωνα με τους Muradoglu and Sivaprasad (2009) διαπιστώθηκε ότι η κεφαλαιακή σταθερότητα των επιχειρήσεων είναι άμεσα συνδεδεμένη με τη λειτουργία της αγοράς και συγκεκριμένα με τις ανωμαλίες που παρουσιάζει κατά τη λειτουργία της. Οι ανωμαλίες που παρουσιάζονται στην αγορά είναι αποτέλεσμα σε μεγάλο βαθμό του αυξημένου δανεισμού αλλά και των τεχνικών και τακτικών βάσει των οποίων οι επιχειρήσεις, επιδιώκουν να λιώνουν τα αρνητικά τους αποτελέσματα, παρουσιάζοντας τα ως θετικά. Η σχέση ανωμαλιών της αγοράς και δανεισμού των επιχειρήσεων είναι αμφίδρομη δεδομένου ότι το ένα επηρεάζει το άλλο (Muradoglu, Sivaprasad, 2009).

Δεδομένων των ανωμαλιών της αγοράς και στη προσπάθεια των managers να παρουσιάσουν μια διαφορετική εικόνα από αυτή που όντως ισχύει για τις επιχειρήσεις που είτε διοικούν είτε έχουν υπό την ιδιοκτησία τους, παρατηρείται το φαινόμενο της παραποίησης των οικονομικών δεδομένων, η οποία βασίζεται και στον εξωτερικό δανεισμό. Σημαίνουν αποτελεί η διαπίστωση ότι αυτή η στρατηγική επηρεάζει σε μεγάλο βαθμό και την αγορά (Firth, et al. 2011). Τον ισχυρισμό που αναφέρθηκε στη παραπάνω ενότητα είχαν δομήσει χρόνια πριν το 2006 οι Dimitrov and Jain, αναφέροντας ότι μέσα από μια διαδικασία παραποίησης οικονομικών δεδομένων καθορίζετε μια πλασματική εικόνα για τα κέρδη αλλά και άλλα δεδομένα μιας επιχείρησης, άρα από τότε υπήρχε η αντίληψη ότι οι επιχειρήσεις προβαίνουν σε αλλοίωση σε σχέση με τη χρήση των ευρύτερων πληροφοριών που κατέχουν (Dimitrov, Jain, 2006).

Σε σχέση με τις παραπάνω θέσεις ο Leelakasemsant (2015) διαπίστωσε ότι managers και οι ιδιοκτήτες των επιχειρήσεων και ειδικά των μικρών και μεσαίων επιχειρήσεων, στις οποίες έχουν πλήρη έλεγχο των πάντων, έχουν τη δυνατότητα να έχουν αποκλειστική πρόσβαση στις ιδιοκτησιακές πληροφορίες, όπως οι οικονομικές πληροφορίες που έχουν συνταχθεί και υποβληθεί. Λόγω των αυξήσεων και κινήτρων, όπως τα κίνητρα ανταμοιβής,

η ιδιότητα και το χαρακτηριστικό των λογιστικών αυξήσεων δίνει την ευκαιρία στα συγκεκριμένα στελέχη να χειρίζονται τα δεδομένα με βάση τα συμφέροντά τους και ενάντια στα συμφέροντα άλλων ομάδων. Ουσιαστικά, χειρίζονται τα δεδομένα με τέτοιο τρόπο ώστε να παρουσιάζουν κέρδη και να παρουσιάζουν μια καλύτερη εικόνα για τις επιχειρήσεις τους (Leelakasemsant, 2015).

Σύμφωνα με τους Shin and Andrian (2010) και με βάση τη μέχρι τώρα ανάλυση η χρήση των πληροφοριών από τα διοικητικά στελέχη και οι παραποίηση τους, παρέχει και μεταφέρει χρηματοπιστωτικές πληροφορίες στην αγορά οι οποίες κάποιες φορές είναι παραπλανητικές, με αποτέλεσμα οι αποφάσεις που παίρνονται σε επίπεδο αγοράς να μην είναι πάντα τόσο σωστές (Adrian, Shin, 2010).

Η μελέτη του Song (2010) που εκβάθυνε στο ρόλο των μάνατζερς στην παραποίηση των οικονομικών στοιχείων των επιχειρήσεων, αναφέρει ότι η παραποίηση σήμερα αποτελεί ιστορικό δεδομένο. Κάποιοι μάνατζερς ιστορικά στο παρελθόν αλλά και σήμερα επέλεγαν είτε με στόχο την αύξηση των κερδών είτε με στόχο τη βιωσιμότητα να παρουσιάζουν παραποιημένα τα κέρδη των επιχειρήσεων που διοικούσαν προκειμένου να συμβαδίζουν με τον σκοπό του δημόσιου οφέλους των χρηστών. Τα λογιστικά πρότυπα σε ορισμένες περιπτώσεις βοηθούσαν και βοηθούν τους managers να επιλέγουν λογιστικές μεθόδους, έρευνες απόδοσης, κατάλληλα αποδεικτικά στοιχεία σχετικά με τη διαχείριση των εσόδων σε διαφορετικές καταστάσεις. Το πρόβλημα είναι το γεγονός ότι η διαχείριση των εσόδων μπερδεύει μερικές φορές τις οικονομικές καταστάσεις, ενώ και από τη πλευρά τους οι οικονομικές καταστάσεις στοχεύουν στη παρουσίαση μια διαφορετική εικόνα σε επίπεδο κερδών των επιχειρήσεων (Song, 2010).

Σε σχέση με τη κερδοφορία των επιχειρήσεων δεδομένων ότι έχουν αναλυθεί μέχρι τώρα θα πρέπει να ξεκαθαριστεί ότι υπάρχουν πολλοί τρόποι χειραγώγησης των κερδών, προκειμένου να έχουν μια καλή εικόνα η οποία θα επηρεάσει τους επενδυτές, θα ικανοποιήσει τους μετόχους και θα τους δημιουργήσει μια ψευδής εφορία, θα δημιουργήσει υπέρογκες και συνάμα



δυσβάσταχτες αμοιβές για τα διευθυντικά στελέχη, θα βοηθήσει δανειακά μια επιχείρηση (Beaudoin, Cianci, 2015). Στα χρόνια της κρίσης, το φαινόμενο βρίσκεται σε έξαρση, οι επιχειρήσεις επιδιώκουν να επηρεάσουν τη λογιστική και χρηματοοικονομική τους εικόνα, με στόχο να παρουσιάσουν κάτι διαφορετικό από αυτό που πραγματικά είναι στην αγορά (Brealey, 2012).

Οι έρευνες διαχείρισης εσόδων είναι χρήσιμες και ωφέλιμες για τη γνώση διαφόρων πτυχών της λογιστικής. Ειδικά εκείνες που έχουν άμεση σχέση με το κρίσιμο ρόλο της διαχείρισης των πληροφοριών αυτής της διαδικασίας, με το πώς οι διευθυντές υποβάλλουν τις οικονομικές καταστάσεις και, τέλος, με την αντίδραση της αγοράς ομολόγων στην ενημέρωση που χειραγωγείται από τη διοίκηση (Brealey, 2012).

Η διαχείριση εσόδων μπορεί να είναι το σημείο συνάντησης δύο πεποιθήσεων στα καλύτερα κριτήρια για τη μέτρηση των επιδόσεων (το καθαρό εισόδημα και οι λειτουργικές ταμειακές ροές). Από τη θεωρητική πλευρά οι έρευνες διαχείρισης εσόδων παρουσιάζονται ως ενδιαφέρουσες και αμφιλεγόμενες. Αυτό ήταν αναμφίβολα ένα από τα κύρια κίνητρα για την εκπόνηση αυτής της μελέτης (Brealey, 2012).

Από την άλλη πλευρά, η χειραγώγηση των λογιστικών στοιχείων, μια μορφή διαχείρισης εσόδων, έχει εκτεταμένες οικονομικές, κοινωνικές και πολιτικές συνέπειες. Η δυσάρεστη εμπειρία των ανεπτυγμένων χωρών από τη χειραγώγηση των λογιστικών πληροφοριών, όπως το σκάνδαλο της Enron και της Worldcom στην Αμερική κάνει ένα φαινόμενο, όπως η διαχείριση των εσόδων πιο σημαντικό (Brigham, Ehrhardt, 2013).

Στη λογιστική βιβλιογραφία, πολλές μελέτες που σχετίζονται με τη διαχείριση των κερδών έχουν επικεντρωθεί μόνο στον εντοπισμό των παραγόντων που επηρεάζουν τη διαχείριση τους. Αυτό σημαίνει ότι αυτές έχουν αξιολογήσει μόνο τη σχέση μεταξύ της διαχείρισης των εσόδων με διάφορους παράγοντες (Brigham, Daves, 2012).

Αρωγός στη διαδικασία συλλογής, εκμετάλλευσης και σε κάποιες περιπτώσεις παραποίησης των οικονομικών στοιχείων μιας επιχείρησης από

τους managers συντέλεσε και συντελεί η ανάπτυξη των νέων τεχνολογιών. Μέσα από εξειδικευμένα προγράμματα προωθείτε σήμερα η αποτελεσματική συλλογή αποθήκευσης δεδομένων σε εξαιρετικά μεγάλους όγκους. στις περισσότερες οργανώσεις. Συγκεκριμένα σημαίνουν ρόλο στη προαναφερόμενη διαδικασία παίζει το data mining και τα σχετικά με αυτό τεχνολογικά εργαλεία, τα οποία συμβάλλουν στη συλλογή των δεδομένων αλλά και στην εύρυθμη διαχείριση τους ανάλογα τους σκοπούς που έχει μια επιχείρησης (Zhou, Lu, Fujita, 2015).

Σήμερα λόγω του υψηλού δυναμικού των νέων τεχνολογιών στην επεξεργασία μεγάλων βάσεων δεδομένων και την εξεύρεση πολύπλοκων και μη γραμμικών μοντέλων, πολλές έρευνες έχουν γίνει στον τομέα των νέων τεχνολογιών και στη σχέση τους με την οικονομική διαχείριση των επιχειρήσεων, αλλά και σε σχέση με τη συμβολή τους στην εξαγωγή ασφαλών οικονομικών αποφάσεων και άλλων σχετικών δράσεων (Zhou, Lu, Fujita, 2015; Larose, 2014; Ogiela, Ogiela, 2015).

Τις τελευταίες δεκαετίες, πέρα από τη συσχέτιση ερευνών στο πεδίο των νέων τεχνολογιών και τη συλλογή οικονομικών πληροφοριών έχουν γίνει και πολλές μελέτες στο πλαίσιο της διαχείρισης εσόδων και κερδών, που σχετίζονται με τις προηγούμενες, δεδομένου ότι η συλλογή πληροφοριών καθορίζει αποτελεσματική και τη διαχείριση των εσόδων και των κερδών. Οι περισσότερες μελέτες αναφέρονται στον προσδιορισμό των κινήτρων, των μέσων και των παραγόντων που επηρεάζουν τη διαχείριση των εσόδων. Έχουν προσφερθεί πολλές εξηγήσεις από διαφορετικές οπτικές γωνίες για τη διαχείριση των εσόδων (Ahn, Denis, Denis, 2006; Zang, 2011; Ball, 2013).

Από την πλευρά του Zang (2011) η διαχείριση κερδών εφαρμόζεται όταν οι διευθυντές χρησιμοποιούν τη δική τους κρίση για την χρηματοοικονομική πληροφόρηση και αυτό το κάνουν πράξη με σκοπό να προκαλέσουν σύγχυση σε ορισμένους μετόχους σχετικά με την πραγματική οικονομική απόδοση ή να επηρεάσουν την έκβαση των συμβάσεων με βάση αναφερθέντες λογιστικούς αριθμούς (Zang, 2011).

Από την πλευρά των Matusik and Fitza (2012) η διαχείριση ως διαδικασία αποτελεί ένα είδος τεχνητής χειραγώγησης των εσόδων για να φτάσει το επίπεδο τους στο αναμενόμενο για ορισμένες συγκεκριμένες αποφάσεις όπως είναι οι προβλέψεις των αναλυτών και η εκτίμηση των τάσεων των προηγούμενων εσόδων για την πρόβλεψη των μελλοντικών εσόδων. Το βασικό κίνητρο για τη διαχείριση των εσόδων αποτελεί η βελτίωση και διατήρηση της θετικής άποψης των επενδυτών σε σχέση με τη πορεία μιας επιχείρησης, ώστε να συνεχίζουν να τη στηρίζουν (Matusik, Fitza, 2012).

Για τη μέτρηση της διαχείρισης των εσόδων, είναι απαραίτητο να εξετασθούν οι μέθοδοι που χρησιμοποιούνται από τους διευθυντές για να διαχειρίζονται τα αναφερόμενα έσοδα. Οι μέθοδοι μέτρησης της διαχείρισης των εσόδων αναφέρονται στη μεταβολή των λογιστικών μεθόδων, στο προσδιορισμό και καθορισμό της χρονικής στιγμής των πραγματικών επενδυτικών και χρηματοδοτικών αποφάσεων (Prawitt et al., 2009) στη προσαρμογή της λογιστικής στις αυξήσεις (García, Barbadillo, Pérez, 2012).

Σε μια γενική κατηγοριοποίηση, τα μοντέλα που μπορούν να επηρεάσουν τη διαχείριση των εσόδων μπορούν να χωριστούν σε δύο ομάδες: η πρώτη ομάδα βασίζεται στις διακριτικές αυξήσεις συμπεριλαμβανομένων των αυθαίρετων διακριτικών αυξήσεων και η δεύτερη βασίζεται στις μη-διακριτικές αυξήσεις των εσόδων, συμπεριλαμβανομένου του μοντέλου διανομής, του μοντέλου λογιστικών μεταβολών και του μοντέλου Red Flags (Dichev, Graham, Rajgopal, 2013).

Ο Dechow και οι συνεργάτες (1996) αξιολόγησαν τη σχετική απόδοση των πέντε μοντέλων μέτρησης της διαχείρισης εσόδων περιλαμβάνοντας αυτά των Healy (1985), De Angelo (1986), Jones (1991), το τροποποιημένο μοντέλο Jones και το μοντέλο Βιομηχανίας. Τα αποτελέσματα δείχνουν ότι το τροποποιημένο μοντέλο Jones είναι το πιο ισχυρό κριτήριο για την ανίχνευση της διαχείρισης εσόδων.

Ο Bartov και συνεργάτες (2000) ισχυρίστηκε επίσης ότι το μοντέλο Jones και το τροποποιημένο μοντέλο Jones είναι σε θέση να ανιχνεύσουν τη

διαχείριση των εσόδων. Ο Chang και συνεργάτες (2003) αξιολόγησαν επίσης ότι το διασταυρούμενο μοντέλο Jones είναι καλύτερο από το τροποποιημένο μοντέλο Jones.

Πριν την μετάβαση στο επόμενο κεφάλαιο είναι σημαντικό να γίνει μια αναφορά στη σημαντικότητα του θέματος. Συγκεκριμένα διαπιστώθηκε ότι η παρούσα μελέτη έχει γίνει ξανά με διάφορους τρόπους και εστιάζοντας σε παρόμοια και πανομοιότυπα πεδία. Αυτό αποδεικνύει τη σημαντικότητα της για την ακαδημαϊκή κοινότητα, αλλά και τη δυναμική που μπορεί να έχει σε πρακτικό επίπεδο. Ενδεικτικά μέσα στα χρόνια της κρίσης έχει μελετηθεί στο Πανεπιστήμιο Μακεδονίας τουλάχιστον 2 φορές το συγκεκριμένο θέμα. Συγκεκριμένα το 2009 ο Γρηγοράκος μελέτησε τη χρηματοοικονομική μόχλευση ως μεταβλητή καθορισμού και επηρεασμού των περιουσιακών στοιχείων των ελληνικών επιχειρήσεων. Παρόμοιες μελέτες έχουν γίνει και σε άλλα ακαδημαϊκά ιδρύματα όπως το Πανεπιστήμιο Κρήτης. Στο συγκεκριμένο Πανεπιστήμιο το παρόν θέμα έχει μελετηθεί περισσότερες από 6 φορές τα τελευταία χρόνια.

Ενδεικτικά το 2013 ο Γαβριλάκης Νεκτάριος εκπόνησε μελέτη με τίτλο: «Χρηματοοικονομική ανάλυση Μόχλευσης και Επιχειρηματικού Κινδύνου». Ένας άλλος Πανεπιστημιακός φορέας που έχει ασχοληθεί με το συγκεκριμένο αντικείμενο είναι το Εθνικό Μετσόβιο Πολυτεχνείο. Ενδεικτικά το 2009 ο Καπλάνης Βάιος, εξέτασε τη Διαχείριση Κινδύνου στη Σύνθεση του Χαρτοφυλακίου. Σε γενικές γραμμές παρατηρήθηκε ότι η ενασχόληση με το θέμα είναι κυρίως με τη συσχέτιση μόχλευσης και επιχειρηματικού κινδύνου, μόχλευσης και χρηματιστήριο κ.λ.π. Η παρούσα μελέτη θα εμπλουτίσει το συγκεκριμένο ερευνητικό πεδίο, εστιάζει σε μια πρόσφατη και επίκαιρη μελέτη σε σχέση με τη συσχέτιση χρηματοοικονομικής μόχλευσης και διαχείριση κερδών.

Προχωρώντας με την ανάπτυξη του θέματος, στο παρόν σημείο θα γίνει μια αναφορά στο πως δομείται και αναπτύσσεται η παρούσα μελέτη. Στο παρόν κεφάλαιο δόθηκε μια πρώτη εικόνα της διαχείρισης κερδών, της παραποίησης δεδομένων αλλά και της αρνητικής επίδρασης του μη καλά

σχεδιασμένου δανεισμού ο οποίος μπορεί να οδηγήσει μια επιχείρηση ακόμα και στη χρεοκοπία.

Όλα τα παραπάνω διαπιστώθηκε ότι η οικονομική ανισόροπα της αγοράς τα γιγαντώνει. Στην επόμενη ενότητα θα γίνει ανάλυση μιας τέτοιας κατάστασης, αναφορικά με συγκεκριμένη περίοδο οικονομικής κρίσης. Συγκεκριμένα θα μελετηθεί η οικονομική κρίση στην Ελλάδα, σε σχέση με το πώς επηρέασε την ελληνική οικονομία και γενικότερα τη λειτουργία των ελληνικών επιχειρήσεων.

Το επόμενο κεφάλαιο αποτελεί τη διαχείριση των κερδών και τέλος το τέταρτο αποτελεί το συνδυαστικό του πρώτου και του τρίτου το οποίο θα εστιάσει στη χρηματοοικονομική μόχλευση που αποτελεί βασικό αντικείμενο της παρούσας μελέτης σε σχέση με τα κέρδη.

## **Κεφάλαιο 2<sup>ο</sup> Οικονομική κατάσταση στην Ελλάδα**

### **2.1 Οι αιτίες της ελληνικής κρίσης χρέους**

Η κρίση και η ίδια η κλιμακωτή φύση της είναι το αποτέλεσμα μιας σταθερής επιδείνωσης των ελληνικών μακροοικονομικών δεικτών κατά τη διάρκεια των ετών 2001-2009 σε επίπεδα που δεν συνάδουν με την συμμετοχή στην μακροπρόθεσμη ευρωπαϊκή Νομισματική Ένωση (ONE), καθώς και της μετατόπισης των προσδοκιών των αγορών σχετικά με την υγιή κατάσταση της Ελληνικής οικονομίας (Αργυρού, Τσουκαλάς, 2011).

Η ανάλυση της ελληνικής κρίσης χρέους ήταν σημαντική από τη στιγμή της έναρξης της λόγω του κινδύνου μετάδοσής της σε άλλες περιφερειακές χώρες της ONE, όπως η Ιταλία ή η Ισπανία, εκτός από τις χώρες που ήδη αντιμετώπιζαν παρόμοιες κρίσεις χρέους, την Ιρλανδία και την Πορτογαλία. Οι φόβοι βγήκαν αληθείς και όντως η ελληνική οικονομική κρίση και όχι μόνο επηρέασε και άλλες χώρες της Ευρωζώνης.

Η κρίση που ξεκίνησε στην Ελλάδα έχει εξελιχθεί σε μια κρίση της ζώνης του ευρώ στο σύνολό της. Ο De Grauwe και οι συνεργάτες του υποστηρίζουν ότι η κύρια ευθύνη για την κρίση χρέους βρίσκεται στις ελληνικές αρχές οι οποίες κακοδιαχειρίστηκαν την οικονομία, σπατάλησαν το δημόσιο χρήμα, υπέρ τιμολόγησαν ορισμένα έργα, απέτυχαν να σταματήσουν τη φοροδιαφυγή και εξαπάτησαν πολλούς φορείς για την αληθινή φύση των δημοσιονομικών προβλημάτων (Grauwe, Moesen, 2009).

Την ίδια στιγμή, οι χρηματοπιστωτικές αγορές και οι αρχές της Ευρωζώνης είναι επίσης υπεύθυνοι που επέτρεψαν την κρίση να εξελιχθεί σε μια συστημική κρίση της Ευρωζώνης.

Ο Παπαδάκης αναφέρει ότι η ελληνική δημοσιονομική κρίση είναι το αποτέλεσμα του συνδυασμού των υψηλών χρεών και των δημοσιονομικών ελλειμμάτων και επιταχύνθηκε από τον υψηλό βαθμό της διαφθοράς του ελληνικού γραφειοκρατικού και πολιτικού συστήματος (Παπαδάκης, 2010).

Το επίπεδο της διαφθοράς στο ελληνικό πολιτικό σύστημα έχει παίξει σημαντικό ρόλο στη δημιουργία της κρίσης και την βοήθησε να αναπτυχθεί.

Στο ελληνικό δημοκρατικό σύστημα, τα πολιτικά κόμματα έχουν χρησιμοποιήσει το πατρонаρίσμα, τις επιδοτήσεις, την φοροδιαφυγή και τον διορισμό των ψηφοφόρων τους σε θέσεις στο δημόσιο τομέα, ως τρόπους για την απόκτηση ψήφων. Στην πραγματικότητα, ο πιο συνηθισμένος τρόπος της προεκλογικής τους εκστρατείας είναι η ανοχή της φοροδιαφυγής σε μαζική κλίμακα (Grauwe, 2012).

Η ευρωζώνη έχει σχεδιαστεί για να υπάρχει ένα νόμισμα και επιτόκιο που να ταιριάζει σε όλους. Όταν η Ελλάδα εισήλθε στην ΟΝΕ, οι τράπεζες χορηγούσαν δάνεια με χαμηλό επιτόκιο, επειδή ακριβώς θεωρήθηκε ότι η Ελλάδα δεν θα μπορούσε να αποτύχει να εξυπηρετήσει το χρέος της, ότι δεν θα μπορούσαν να χρεοκοπήσουν.

Και έτσι η Ελλάδα ήταν σε θέση να δανείζεται χρήματα σε σχεδόν το ίδιο χαμηλό ποσοστό όπως η Γερμανία ή η Γαλλία, ακόμη και αν είχε ένα τεράστιο χρέος. Όταν εμφανίστηκε η παγκόσμια οικονομική κρίση που σημειώθηκε το 2008, η ελληνική οικονομία απλά δεν μπορούσε να προσαρμοστεί.

Το γεγονός ότι η Ελλάδα είχε ένα τόσο μεγάλο δημόσιο χρέος την έκανε την πρώτη χώρα μέλος της Ε.Ε. που υπέφερε από τις επιπτώσεις της χρηματοπιστωτικής κρίσης. Κανένα από τα διεθνή χρηματοπιστωτικά ιδρύματα ή τους οίκους αξιολόγησης Standard & Poors, Moody και Fitch Ratings δεν κατάφερε να το αντιμετωπίσει αυτό. Αυτά τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα φέρουν ένα δίκαιο ποσοστό ευθύνης για την σημερινή ελληνική κατάσταση (Stiglitz, 2002).

## **2.2 Η ελληνική δημοσιονομική κρίση σε αριθμούς**

Το δημόσιο χρέος στην Ελλάδα εκτιμήθηκε στα 320 δισ. Ευρώ το 2010, ίσο με το 144% του ΑΕΠ της. Όταν η Ελλάδα εισήλθε στην ΟΝΕ το 2001, το χρέος της ήταν 106,6% του ΑΕΠ, αλλά το χρέος αυξήθηκε διότι η Ελλάδα δαπάνη πολλά περισσότερα από τις ετήσιες εισπράξεις της και ως εκ τούτου, αύξησε το έλλειμμα του προϋπολογισμού της.

Το αναθεωρημένο έλλειμμα ήταν στο 13,6% του ΑΕΠ στην αρχή του 2010. Το γεγονός ότι η ελληνική οικονομία βασίζεται κυρίως στον δημόσιο τομέα σημαίνει ότι οι κυβερνητικές δαπάνες είναι άκαμπτες προκαλώντας μεγάλες δυσκολίες στην μείωση του κόστους.

Ο κύριος δαπανών χρημάτων είναι ο δημόσιος τομέας που απορροφά το 40% του ΑΕΠ, ενώ τουρισμός και η ναυτιλία αποτελούν τις κύριες πηγές εισοδήματος με 15% και 7% του ΑΕΠ αντίστοιχα. Για το 2011 και το 2012, 130 έως 160 δις ευρώ θα απαιτηθούν για την αποπληρωμή του χρέους (Παπαδάκης, 2010).

### **2.3 Μέτρα λιτότητας για την μείωση του ελλείμματος του προϋπολογισμού**

Η Ελλάδα βρίσκεται στη μέση μιας συνεχιζόμενης κρίσης χρέους από το Νοέμβριο του 2009. Παρά το γεγονός ότι η Ελλάδα είναι μια χώρα-μέλος της Ευρωζώνης, το έλλειμμα του προϋπολογισμού και το δημόσιο χρέος της δεν είναι βιώσιμα χωρίς ένα πρόγραμμα λιτότητας.

Η ελληνική κυβέρνηση δέχθηκε με χαρά το σχέδιο διάσωσης των 110 δις. Ευρώ το οποίο σχεδιάστηκε και χρηματοδοτήθηκε από την Ευρωπαϊκή Ένωση, την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα και το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο. Ένα μακροπρόθεσμο σχέδιο λιτότητας και ένα σχέδιο δημοσιονομικής εξυγίανσης έχουν τεθεί και πρόκειται να υλοποιηθούν τα επόμενα τρία χρόνια.

Το πρόγραμμα λιτότητας περιλαμβάνει σκληρή προσαρμογή με μείωση στις δημόσιες δαπάνες, εξαλείφοντας σταδιακά διάφορες επιδοτήσεις (π.χ. ενέργεια, στέγαση, υγεία, εκπαίδευση), αύξηση των τιμών της ηλεκτρικής ενέργειας, πάγωμα των μισθών του δημόσιου τομέα, περιορισμό των συντάξεων και αναβολή των κοινωνικών παροχών (Ghellab, Παπαδάκης, 2011).



## 2.4 Κοινωνικές συνέπειες της κρίσης

Το ποσοστό ανεργίας στην Ελλάδα αυξάνεται γρήγορα. Τον Δεκέμβριο του 2010 ήταν 14,8%, τον Μάρτιο του 2011 ήταν 16,2%, τον Απρίλιο του 2011 ήταν 15,8% και το Μάιο του 2011 ήταν 16,6% με τον αριθμό των ανέργων να φτάνει τους 786.459 τον Απρίλιο του 2011 και τα ανενεργά άτομα (δηλαδή άνεργοι που σταμάτησαν να αναζητούν μιας θέσης εργασίας μέσω των κρατικών υπηρεσιών) στα 4.365.072.

Ο αριθμός των απασχολούμενων μειώθηκε κατά 240.567 άτομα σε σχέση με τον Απρίλιο του 2010 (5,4% ο ρυθμός μείωσης) και κατά 1.993 άτομα σε σύγκριση με το Μάρτιο του 2011 (0,05% ποσοστό μείωσης) (Ghellab, Παπαδάκης, 2011).

Σύμφωνα με μία ευρεία σειρά από έρευνες, κατά μέσο όρο έξι στα δέκα νοικοκυριά στην καταχρεωμένη Ελλάδα έχουν πληγεί από την κρίση και τα μέτρα λιτότητας που εισήγαγε το κυβερνών Σοσιαλιστικό Κόμμα υπό τον πρωθυπουργό Γ. Παπανδρέου το 2010, ο οποίος κέρδισε τις εκλογές τον Σεπτέμβριο του 2009.

Αντιμέτωποι με περικοπές σε μισθούς που φθάνουν σε ύψους ίσα και με δύο μισθούς ετησίως (13ος και 14ος μισθός δίνονται για Χριστούγεννα και για την ετήσια άδεια των δημοσίων υπαλλήλων) και μειώσεις στις συντάξεις που φτάνουν μέχρι και 30%, τα αυξημένα ποσοστά ανεργίας, τους φόρους και την ύφεση, ένα μεγάλο μέρος των νοικοκυριών με χαμηλά εισοδήματα της μεσαίας τάξης δυσκολεύονται να ανταπεξέλθουν στους τακτικούς λογαριασμούς σήμερα.

Η Ελληνική Στατιστική Αρχή και το Ελληνικό Επιμελητήριο Εμπορίου εκτίμησαν ότι το 22% -25% των καταστημάτων έχουν κλείσει, αφήνοντας χιλιάδες ανέργους να ζουν με επιδόματα για την μείωση της ανεργίας. Στην Αθήνα και σε άλλες πόλεις, οι πινακίδες «προς πώληση» και «Προς ενοικίαση» είναι ορατές σε κάθε δρόμο.

Ενώ οι εισφορές κοινωνικής ασφάλισης είναι μεταξύ των υψηλότερων στην Ευρώπη, οι νέοι με χαμηλό εισόδημα αντιμετωπίζουν την προοπτική της οικονομικής καταστροφής βραχυπρόθεσμα.

## **2.5 Η Φοροδιαφυγής από τις επιχειρήσεις ως μέσω βελτίωσης της οικονομικής του θέσης**

Στη παρούσα ενότητα θα γίνει μια σύνδεση της φοροδιαφυγής με τη βελτίωση της οικονομικής σχέσης των επιχειρήσεων, ως μέσω εξοικονόμησης οικονομικών πόρων και στήριξης της επιχειρηματικής τους θέσης (Wahab, Holland, 2012).

Ως φοροδιαφυγή νοείται κάθε παράνομη πράξη ή παράλειψη των φορολογούμενων, η οποία έχει σκοπό την μείωση της νόμιμης φορολογικής υποχρέωσης και την αποφυγή καταβολής του φόρου (Slemrod, Weber, 2012). Μέσα από αυτή τη διαδικασία οι επιχειρήσεις αποκρύπτοντας τα πραγματικά τους κέρδη και προβαίνοντας σε άνομες δράσεις καταφέρνουν να εξοικονομήσουν πόρους για να στηρίξουν τη στρατηγική τους θέση.

Σε τέτοιες παράνομες ενέργειες των επιχειρήσεων συγκαταλέγονται, μεταξύ άλλων α) η απόκρυψη των πωλήσεων τους, β) η υποεκτίμηση από τους φορολογούμενους των εισοδημάτων τους, γ) η λαθραία εισαγωγή εμπορευμάτων, η μη δήλωση περιουσιακών στοιχείων (Putniņš, Sauka, 2015).

Θα πρέπει επίσης να αναφερθεί ότι υπάρχουν δυο βασικές κατηγορίες φοροδιαφυγής για τις επιχειρήσεις (Cavitch, 2014): α) η φοροδιαφυγή η σχετιζόμενη με την τρέχουσα συνολική οικονομική δραστηριότητα (φόροι εισοδήματος, φόροι κατανάλωσης), και β) η φοροδιαφυγή η μη σχετιζόμενη με την τρέχουσα συνολική οικονομική δραστηριότητα (για παράδειγμα η φορολογία κληρονομιών, τα τέλη κυκλοφορίας αυτοκινήτων, η φορολογία της ακίνητης περιουσίας κ.λ.π.).

Όλες οι παραπάνω δράσεις συνδέουν αποτελεσματικά την αύξηση των κερδών των επιχειρήσεων με τη τάση για απόκρυψη οικονομικών στοιχείων. Η δράση αυτή κρίνεται ως παράνομη πλήττει το κράτος, δημιουργώντας πρόβλημα στη λειτουργία του, βοηθά όμως τις επιχειρήσεις να αυξάνουν τα κέρδη τους και να καθίστανται βιώσιμες και αποτελεσματικές (Putniņš, Sauka, 2015).

Κλείνοντας τη παρούσα ενότητα διαπιστώθηκε ότι η οικονομική

κρίση που πλήττει μια χώρα όπως η Ελλάδα επηρεάζει τη λειτουργία των επιχειρήσεων, τις οδηγούν σε αδιέξοδο με αποτέλεσμα αυτές να προβαίνουν σε δράσεις που είναι ακόμα και άνομες προκειμένου να επιβιώσουν. Στην επόμενη ενότητα έχοντας δώσει μια εικόνα των τακτικών παραποίησης της οικονομικής θέσης μιας επιχείρησης, με στόχο να παρουσιάσει μια καλύτερη εικόνα σε επίπεδο κερδοφορίας, θα γίνει εστίαση στη χρηματοοικονομική μόχλευση, η οποία αποτελεί μια εκ των βασικών μεθόδων παραποίησης και εικονικής βελτίωσης των κερδών.

## Κεφάλαιο 3<sup>ο</sup> Χρηματοοικονομική μόχλευση

### 3.1 Προσδιορισμός της έννοιας των άυλων περιουσιακών στοιχείων

Τα περιουσιακά στοιχεία είναι τα οικονομικά αγαθά που η οικονομική μονάδα έχει στην κυριότητά της για την παραγωγή αγαθών ή την παροχή υπηρεσιών, γενικότερα με απώτερο σκοπό την επίτευξη των στόχων της. Συγκεκριμένα, τα περιουσιακά στοιχεία μιας οικονομικής μονάδας είναι (Gomes, Schmid, 2010):

- Τα οικονομικά αγαθά, τα οποία έχουν υλική υπόσταση, όπως εμπορεύματα, έπιπλα, μηχανήματα, κτίρια, κ.λ.π
- Τα άυλα οικονομικά αγαθά, όπως η φήμη και πελατεία, τα δικαιώματα ευρεσιτεχνίας που έχει στην κατοχή της, κ.λ.π
- Τα χρηματικά διαθέσιμα που έχει στην κατοχή της, είτε βρίσκονται στο ταμείο της είτε σε τραπεζικούς λογαριασμούς.
- Οι απαιτήσεις που έχει από τρίτους, όπως από πελάτες, από προπληρωθέντα έξοδα, προκαταβολές σε τρίτους, κλπ.

Ειδικότερα, όμως, ένα περιουσιακό στοιχείο της οικονομικής μονάδας, για να θεωρηθεί ως στοιχείο του ενεργητικού της, θα πρέπει να έχει τα παρακάτω χαρακτηριστικά:

1. Η κυριότητά του να ανήκει στην οικονομική μονάδα, κατά συνέπεια νοικιασμένα μηχανήματα, εμπορεύματα τρίτων για πώληση, κ.α., δεν αποτελούν στοιχεία του ενεργητικού της.
2. Η κυριότητα να έχει περιέλθει με συγκεκριμένο λογιστικό γεγονός (να μεταβάλλεται η λογιστική ισότητα της οικονομικής μονάδας, δηλαδή να υπάρχει αύξηση ή μείωση του ενεργητικού, παθητικού ή της καθαρής περιουσίας) και η τιμή του να είναι αντικειμενικά προσδιορισμένη.
3. Η χρησιμοποίησή του ή η διάθεσή του να πραγματοποιείται ή να μπορεί να πραγματοποιηθεί, για να επιτευχθούν οι αντικειμενικοί και μόνο σκοποί της οικονομικής μονάδας. Στοιχεία του ενεργητικού που

στο μέλλον δεν αναμένονται να παρέχουν οικονομικά οφέλη στην επιχείρηση π.χ. λόγω απαξίωσης, πρέπει να διαγράφονται από τα στοιχεία του ενεργητικού.

### **3.2 Άυλες επενδύσεις Έρευνας και Ανάπτυξης: ορισμοί και οικονομικά χαρακτηριστικά**

Μέσα στο πέρασμα των ετών, αρκετές στρατηγικές αναπτύχθηκαν και εστίασαν γύρω από επενδυτικά σχέδια, παράγοντας μη αναμενόμενα κέρδη μέσα από εκμετάλλευση των δυσκολιών που προέκυπταν κάθε τόσο μέσα στην αγορά, κυρίως σε θέματα μετοχικών τιμών. Τέτοιου είδους στρατηγικές σύμφωνα με τον Cohen (2011) στηρίζονται σε (Cohen, 2011):

1. Τεχνική Ανάλυση και Γραφική Απεικόνιση (technical analysis and charting),
2. Επενδύσεις Αξίας (value investing),
3. Επενδύσεις Ανάπτυξης (growth investing),
4. Διαπραγμάτευση σε ειδήσεις (trading on news),
5. Κερδοσκοπικές Διαπραγματεύσεις (arbitrage trading),
6. Είσοδο στην αγορά μια συγκεκριμένη χρονική στιγμή (market timing) και
7. Χρήση Αριθμοδεικτών (indexing).

Αναφορικά με τον Cohen (2011), τα άυλα περιουσιακά στοιχεία χαρακτηρίζονται από οικονομίες δικτύου, πράγμα που σημαίνει ότι «το όφελος κάποιου από το να είναι μέρος ενός δικτύου αυξάνεται με τον αριθμό των άλλων προσώπων ή επιχειρήσεων που συμμετέχουν σε αυτό (το μέγεθος του δικτύου)» (Cohen, 2011).

Τα οικονομικά μειονεκτήματα των άυλων περιουσιακών στοιχείων που προσδιορίζονται από τον Lev (2001) περιλαμβάνουν: πιθανές διαδικασίες εκχείλισης (spill over), τον εγγενή κίνδυνο αυτών των επενδύσεων και την δυσκολία για τη δημιουργία αγορών για αυτά, πράγμα που σημαίνει ότι οι ιδιωτικές αποδόσεις από την διαδικασία εκχείλισης που

απορρέει από τα άυλα στοιχεία «θα διαπλεχθούν με τις δημόσιες αποδόσεις» (George, Hwang, 2007).

Σε σχέση με τον κίνδυνο, τα άυλα στοιχεία είναι πιο επικίνδυνα από κάποιες άλλες επιχειρηματικές δραστηριότητες, όπως η παραγωγή ή η χρηματοδότηση, οι οποίες υπόκεινται σε ασύμμετρα προβλήματα πληροφόρησης ανάμεσα στις εμπιστευτικές πληροφορίες σε σχέση με την ποιότητά τους (George, Hwang, 2007).

Οι κίνδυνοι μιας επένδυσης μπορούν να χωριστούν σε δύο γενικότερες κατηγορίες, τους συστηματικούς και τους μη συστηματικούς κινδύνους. Η φύση των δυο κινδύνων είναι τελείως διαφορετική. Στην περίπτωση του συστηματικού κινδύνου, η διαχείρισή του είναι εξαιρετικά δύσκολη, αφού δεν μπορεί να προβλεφθεί, δεδομένου ότι πηγάζει από το μακροοικονομικό περιβάλλον (νομοθετικές μεταβολές με αντίκτυπο στις επενδύσεις, ενδεχόμενη πολεμική σύρραξη, κ.λ.π) (Ineichen, 2015).

Η διαχείριση επενδύσεων δεν εστιάζει μεμονωμένα στις επενδύσεις, αλλά στη διαδικασία λήψης αποφάσεων μέσα από τη διαδικασία έρευνας και ανάπτυξης η οποία αναπτύσσεται στη προσπάθεια μιας επιχείρησης να επιλέξει την κατάλληλη επενδυτική πρόταση ύστερα από την αξιολόγηση ενός συνόλου επενδύσεων.

Η διαδικασία αυτή βρίσκει άμεση εφαρμογή στην επιλογή χρεογράφων. Το χρεόγραφο κατά τον Hull (2000), αποτελεί ένα επενδυτικό και υπό διαπραγμάτευση προϊόν, το οποίο εκδίδεται από έναν φορέα και αποτελεί ένα αποδεικτικό χρέους ή ένα αναφαίρετο δικαίωμα στα κέρδη.

Σύμφωνα με τον Αρτίκη (2011), *«Το χαρτοφυλάκιο αποτελεί μία ομάδα επενδύσεων η οποία μπορεί να περιλαμβάνει πραγματικά περιουσιακά στοιχεία όπως μία κατοικία, ένα αυτοκίνητο ή έπιπλα και χρηματοπιστωτικά περιουσιακά στοιχεία όπως μετοχές και ομολογίες»* (Αρτίκης, 2011).

Η θεωρία του χαρτοφυλακίου βασίστηκε στην εργασία του Markowitz (1952) που σχετιζόταν με τον καθορισμό του άριστου χαρτοφυλακίου η

οποία έχει εφαρμογή μέχρι και σήμερα σε σχετικές με το αντικείμενο μελέτες και έρευνες. Σύμφωνα με τη μελέτη του ίδιου, το χαρτοφυλάκιο σχετίζεται με τις δράσεις που πρέπει να αναπτύσσει ένας επενδυτής προκειμένου να διασφαλίζει επιτυχώς του κεφάλαιο του. Το χαρτοφυλάκιο συνδυάζει τα διάφορα χρεόγραφα ανάλογα με τις ανάγκες του επενδυτή και αναπτύσσεται μέσα από τα ακόλουθα στάδια (Biswas, 2015):

- i. Στο πρώτο στάδιο γίνεται η εξέταση μέσα από τα διαθέσιμα χρεόγραφα για την επιλογή αυτών με τη μεγαλύτερη απόδοση.
- ii. Στο επόμενο στάδιο μελετάται η απόδοση και οι πιθανοί κίνδυνοι για τον επενδυτή από τη διαχείριση ενός χαρτοφυλακίου.
- iii. Στο τρίτο στάδιο και με δεδομένη τη μελέτη των διαθέσιμων χρεογράφων αλλά και την ελαχιστοποίηση των κινδύνων επιλέγεται το καταλληλότερο για τον επενδυτή.

Η κατασκευή ενός αρίστου χαρτοφυλακίου συνίσταται αφενός μεν στην επιλογή ενός αριθμού επικίνδυνων περιουσιακών στοιχείων, Δηλαδή περιουσιακών στοιχείων με μια κατανομή αποδόσεων, εξ' ενός τέτοιου συνόλου  $N$  περιουσιακών στοιχείων, αφετέρου δε στον προσδιορισμό των σταθμισμάτων των εν λόγω επιλεγθέντων στοιχείων. Ενδεικτικά αναφέρονται οι ακόλουθες κατηγορίες επικίνδυνων περιουσιακών στοιχείων Προϊόντα Αγοράς Χρήματος (βραχυπρόθεσμες επενδύσεις, Προϊόντα Σταθερής Απόδοσης (ομολογίες), Μετοχές, Ακίνητα, Πολύτιμα μέταλλα, Λοιπές επενδύσεις (Dang, 2011).

Ο μη συστηματικός κίνδυνος πηγάζει από την ίδια την επένδυση και μπορεί να προβλεφθεί και να εξαλειφθεί με τη διαδικασία διαφοροποίησης του κινδύνου, όπου διαφορετικές μορφές επενδύσεων, με διαφορετικό κίνδυνο επιλέγονται σε ένα χαρτοφυλάκιο. Στην συνέχεια παρουσιάζονται και αναλύονται κάποιες σημαντικές κατηγορίες επενδυτικών κινδύνων (Kaminski, Sterling, Guan, 2004):

1. Ο επιχειρηματικός κίνδυνος: Ο επιχειρηματικός κίνδυνος αναφέρεται σε όλες τις επιχειρηματικές ενέργειες, στις οποίες συγκαταλέγονται και

οι επενδύσεις σε μετοχές, ομόλογα, κλπ. Ο συγκεκριμένος κίνδυνος πηγάζει από τις εργασίες μιας επιχείρησης και ειδικότερα από την απόκτηση χαμηλότερων εισοδημάτων από αυτά που αναμένονται, ως απόρροια μεταβολών στο εξωτερικό και εσωτερικό περιβάλλον της επιχείρησης. Αλλαγές που αφορούν τον ανταγωνισμό, τη διοικητική διάρθρωση της επιχείρησης, κ.α. Για την αντιμετώπιση του επιχειρηματικού κινδύνου ενδείκνυται η διασπορά του κινδύνου, επενδύοντας σε διαφορετικές επιχειρήσεις.

2. Ο κίνδυνος της αγοράς: Ο κίνδυνος της αγοράς πηγάζει από τις μεταβολές των τιμών κάποιων προϊόντων είτε σε εθνικό είτε σε διεθνές επίπεδο. Κάποια γεγονότα, όπως φυσικές καταστροφές ή ατυχήματα μπορούν να επηρεάσουν σημαντικά την τιμή προϊόντων και να προκαλέσουν απότομες μεταβολές στην ζήτηση ή την προσφορά αυτών. Έτσι, οι επενδύσεις που συνδέονται με τις διακυμάνσεις των τιμών της αγοράς μπορούν να αντιμετωπιστούν με την χρήση παράγωγων προϊόντων σε ένα χαρτοφυλάκιο.
3. Ο πιστωτικός κίνδυνος: Ο πιστωτικός κίνδυνος αναφέρεται σε όλες τις επενδύσεις που πραγματοποιούνται με συναλλαγές που εμπεριέχουν πληρωμές στο μέλλον και προκύπτουν από την πιθανότητα αθέτησης κάποιας μελλοντικής πληρωμής που θα επηρεάσει αρνητικά τις ταμιακές εισροές. Για την αντιμετώπιση του πιστωτικού κινδύνου θα πρέπει να γίνονται επενδύσεις σε μεγάλο εύρος αξιολογώντας την πιστοληπτική τους ικανότητα.
4. Ο κίνδυνος ρευστότητας: Ο κίνδυνος ρευστότητας πηγάζει από επενδύσεις, οι οποίες δεν είναι δυνατό ή είναι δύσκολο να ρευστοποιηθούν και κατά συνέπεια μπορούν να προκαλέσουν έλλειψη ρευστότητας και να οδηγήσουν σε αθέτηση άλλων συμφωνιών πληρωμής. Κατά συνέπεια, οι επενδύσεις, πέρα από κερδοφόρες, θα πρέπει να είναι και άμεσα ρευστοποιήσιμες, σε επενδύσεις σε άυλους διαπραγματεύσιμους τίτλους (όπως μετοχές, ομόλογα, παράγωγα προϊόντα, νομίσματα, κ.λ.π) και να έχουν υψηλή εμπορευσιμότητα.



Επίσης για την αποφυγή του κινδύνου ρευστότητας, θα πρέπει να πραγματοποιούνται διεξοδικές προβλέψεις των αναμενόμενων ταμιακών ροών.

5. Ο κίνδυνος επιτοκίου: Όταν στην αγορά ανεβαίνουν τα επιτόκια, έτσι όπως διαμορφώνονται από την Κεντρική Τράπεζα, οι επενδύσεις γίνονται λιγότερο ελκυστικές, δεδομένου ότι οι επενδυτές μπορούν να αποκομίσουν υψηλές αποδόσεις από την αποταμίευση. Έτσι, σε όλες τις επενδυτικές αποφάσεις ο ενδεχόμενος κίνδυνος αύξησης των επιτοκίων, που θα οδηγήσει σε μείωση της αξίας μιας επένδυσης, θα πρέπει να συνυπολογίζεται και να συμπεριλαμβάνονται στα χαρτοφυλάκια τόσο παράγωγα προϊόντα όσο τραπεζικός δανεισμός με προϊόντα σταθερού επιτοκίου.
6. Ο χρηματοοικονομικός κίνδυνος: Ο χρηματοοικονομικός κίνδυνος έγκειται στις επενδύσεις που εμπεριέχουν χρήση ξένων κεφαλαίων και πηγάζει από την αδυναμία αποπληρωμής των μελλοντικών υποχρεώσεων (Ahmed, Falk, 2009). Στην συγκεκριμένη περίπτωση για την αποφυγή του χρηματοοικονομικού κινδύνου θα πρέπει να περιορίζονται τα δανειακά κεφάλαια και ο δανεισμός να είναι περισσότερο μακροπρόθεσμος και λιγότερο βραχυπρόθεσμος.
7. Ο κίνδυνος πληθωρισμού: Όλες οι επενδύσεις μπορούν να πληγούν από τον κίνδυνο πληθωρισμού, ενώ από αύξηση του ποσοστού του πληθωρισμού περισσότερο επηρεάζονται οι επενδύσεις σταθερού εισοδήματος, όπως τραπεζικές καταθέσεις ή κρατικά ομόλογα, αφού χάνουν περισσότερο από την πραγματική τους αξία. Ο κίνδυνος πληθωρισμού μπορεί να αντιμετωπιστεί με επενδύσεις σε διαφορετικές οικονομίες.
8. Ο συναλλαγματικός κίνδυνος: Οι επενδύσεις που πραγματοποιούνται σε ξένα νομίσματα ενέχουν τον συναλλαγματικό κίνδυνο, αφού μπορούν να χάσουν μέρος της αξίας τους από μεταβολές στην συναλλαγματική ισοτιμία. Οι επενδύσεις σε διαφορετικά νομίσματα μπορούν να περιορίσουν τον συναλλαγματικό κίνδυνο.

9. Ο πολιτικός κίνδυνος: Οι επενδύσεις μιας οικονομίας μπορούν να επηρεαστούν από ξαφνικές μεταβολές στο ισχύον νομοθετικό πλαίσιο που έχουν αντίκτυπο στην αγορά. Επενδύσεις σε ασταθείς οικονομίες εμπεριέχουν μεγαλύτερο πολιτικό κίνδυνο, ενώ η αντιμετώπισή του μπορεί να πραγματοποιηθεί με επενδύσεις αφενός σε διαφορετικές οικονομίες αλλά αφετέρου σε διαφορετικούς κλάδους.
10. Ο συστημικός κίνδυνος: Ο συστημικός κίνδυνος είναι δύσκολο να πραγματοποιηθεί, όμως αν προκύψει, μπορεί να επιφέρει καταστροφικές συνέπειες στις επενδύσεις. Συγκεκριμένα, ο συστημικός κίνδυνος απορρέει από την κατάρρευση ολόκληρου του οικονομικού συστήματος και μπορεί να αντιμετωπιστεί με την αγορά χρυσού.

Το σύνορο των αποτελεσματικών επενδύσεων για την αποφυγή κάποιου από τους παραπάνω κινδύνους δηλώνει τις άριστες προς διάθεση επιλογές του επενδυτή.

Οι περιπτώσεις σε σχέση με το παρόν ζήτημα αναφέρονται αρχικά στη πρώτη περίπτωση θεωρείτε ότι στα προς επιλογής περιουσιακά στοιχεία εμπεριέχονται μόνο αυτά με κίνδυνο, ενώ στη δεύτερη θεωρείτε ότι στα προς επιλογήν εμπεριέχονται και το ακίνδυνο περιουσιακό στοιχείο. Οι επιχειρήσεις προς αποφυγή των κινδύνων μπορούν να αναπτύξουν τις ακόλουθες συμπεριφορές:

1. Οι επιχειρήσεις μελετούν κάθε εναλλακτική επενδυτική δράση με βάση τη καταγραφή της από μια κατανομή πιθανότητας των αναμενόμενων αποδόσεων κατά τη περίοδο κάποιας περιόδου διακράτησης.
2. Οι επιχειρήσεις προχωρούν στη μεγιστοποίηση της σε αναμονή χρησιμότητας μιας περιόδου. Οι καμπύλες χρησιμότητας τους έχουν φθίνουσα οριακή χρησιμότητα ως προς τον πλούτο.
3. Οι επιχειρήσεις μελετούν τους κινδύνους της μεταβλητότητας των αναμενόμενων αποδόσεων του.
4. Οι επιχειρήσεις έχουν λάβει τις αποφάσεις του αναλογιζόμενοι

μόνο την αναμενόμενη απόδοση και τους κινδύνους.

5. Για δεδομένο επίπεδο κινδύνου, οι επιχειρήσεις αντιλαμβάνονται καλύτερα τις υψηλότερες αποδόσεις από τις χαμηλότερες. Για ένα δεδομένο επίπεδο αναμενόμενης απόδοσης, οι επιχειρήσεις προτιμούν λιγότερο παρά περισσότερο κίνδυνο.

### **3.3 Οι αποφάσεις χρηματοδότησης μιας επιχείρησης**

Αρχικά θα πρέπει να αναφερθεί ότι υπάρχουν πολλά διαφορετικά είδη χρηματοδότησης, στα οποία μπορεί να υπαχθεί μια εταιρία. Η ποιο διαδεδομένη μορφή χρηματοδότησης, η οποία είναι γνωστή στις περισσότερες επιχειρήσεις και χρησιμοποιείται κατά κόρον από αυτές, είναι ο τραπεζικός δανεισμός.

Χωρίς δάνεια δεν θα παράγονταν χρήματα. Ο δανεισμός ενέχει κινδύνους, διότι αν δεν μπορέσει να καλυφθεί από μια επιχείρηση τότε αυτή θα βρεθεί σε αδιέξοδα, τα οποία δύσκολα θα μπορέσει να αντιμετωπίσει. Ως γενικό συμπέρασμα για τον τραπεζικό δανεισμό μπορεί να ειπωθεί ότι η πρόσβαση των νέων επιχειρήσεων σε αυτά τα κεφάλαια είναι (σε γενικές γραμμές) περιορισμένη και όπου παρέχεται τέτοιου είδους χρηματοδότηση, αυτό γίνεται κάποιες φορές υπό όρους σχετικά ασύμφορους για μια επιχείρηση (Robb, Robinson, 2012).

Ένα άλλο είδος χρηματοδότησης είναι η χρηματοδοτική μίσθωση, βάση της οποίας το προϊόν δημιουργείται με στόχο την αναπλήρωση της ανάγκης για δανειοδότηση. Μια επιχείρηση δεν είναι δυνατόν να καλύψει όλες τις κεφαλαιακές ανάγκες με την δανειοδότηση, για τον λόγο του υψηλού επιτοκίου, και έχοντας μια σχετική στενότητα στην ταμειακή ρευστότητα, παραμερίζει τις ανάγκες εκσυγχρονισμού και επενδύσεων για να καλύψει ανάγκες που έχουν άμεση προτεραιότητα. Το Forfaiting όπως και το factoring αποτελεί μια εναλλακτική και συμπληρωματική μορφή χρηματοδότησης που διαφοροποιείται από το παραδοσιακό δανεισμό, στο τρόπο χρησιμοποίησης και εφαρμογής τους.

Το factoring αποτελεί ένα σύνθετο, ευέλικτο και υψηλής τεχνολογίας χρηματοπιστωτικό εργαλείο, που απευθύνεται κυρίως στις μικρομεσαίες επιχειρήσεις και το οποίο μπορεί να χρησιμοποιηθεί ως μέσο χρηματοδότησης τους ώστε να αποφύγουν άλλα μέσα που ενέχουν μεγαλύτερο ρίσκο όπως τα τραπεζικά δάνεια.

Το business angels η αλλιώς θεσμός των επιχειρηματικών επενδυτών αποτελεί μια διαδικασία βάση της οποίας οι επιχειρηματικοί επενδυτές επενδύουν στο αρχικό στάδιο ανάπτυξης μιας επιχείρησης, ενώ επιπλέον προσφέρουν μέσω αυτών πρόσθετη τεχνογνωσία στη διαδικασία οργάνωσης και διοίκησης μιας επιχείρησης (McLean, Zhao, 2014).

Τέλος τα κεφάλαια επιχειρηματικού κινδύνου αποτελούν κεφάλαια που μπορεί να χρηματοδοτήσουν μια επιχείρηση στα αρχικά στάδια λειτουργίας, τα οποία είναι υψηλού κινδύνου και τα οποία μπορούν να αντικαταστήσουν άλλες μορφές, περισσότερο ασφαλής αλλά οι οποίες δεν μπορούν να δοθούν στη παρούσα φάση της εταιρίας που είναι σε αρχικό στάδιο (Hillier, Grinblatt, Titman, 2011).

Σύμφωνα με εκτενή βιβλιογραφία έχει να κάνει με το ότι οι αποφάσεις χρηματοδότησης μιας επιχείρησης επιδρούν όχι μόνο από τις συγκρούσεις μεταξύ των παραγόντων στο εσωτερικό της επιχείρησης, αλλά και από τις ενέργειες των μερών εκτός των ορίων της επιχείρησης, όπως οι ανταγωνιστές του κλάδου και οι καταναλωτές.

Η έρευνα σε σχέση με το θέμα αυτό έχει περιστραφεί γύρω από την υπόθεση ότι ορισμένες οικονομικές πολιτικές - ιδίως η χρήση της χρηματοδότησης του χρέους θα πρέπει να ενισχύουν ή να εμποδίζουν την ανταγωνιστική απόδοση της επιχείρησης.

Σε μερικές περιπτώσεις, η οικονομική οντότητα φανερώνει τη διαθεσιμότητα της εξωτερικής χρηματοδότησης.

Εσωτερικώς δημιουργούμενα σήματα, τίτλοι εφημερίδων και εκδόσεων, πελατολόγια και στοιχεία όμοια σε ουσία δεν θα αναγνωρίζονται ως άυλα περιουσιακά στοιχεία. Δαπάνες σε εσωτερικώς δημιουργούμενα σήματα, τίτλους εφημερίδων και περιοδικών, εκδοτικούς τίτλους,

πελατολόγια και στοιχεία όμοια σε ουσία δεν μπορεί να διαχωριστούν από το συνολικό κόστος ανάπτυξης της επιχείρησης.

Σε αυτές τις μελέτες, οι επιχειρήσεις έχουν κίνητρο να μεταθέσουν το χρέος και να αυξήσουν την παραγωγή για να αποκτήσουν στρατηγικό πλεονέκτημα έναντι των ανταγωνιστών του κλάδου.

Τα συγκεκριμένα χαρακτηριστικά στοιχεία οδηγούν, σε ένα πρόβλημα τύπου διλήμματος, αλλά μόνο στο συνολικό χρέος και τα επίπεδα παραγωγής των κλάδων τους. Η απόδοση της ανακεφαλαιοποίησης των επιχειρήσεων που επιλέγουν σημαντικά υψηλότερα επίπεδα του χρέους είναι αισθητά διαφορετική από εκείνη των ανταγωνιστών που δεν επιλέγουν την ανακεφαλαιοποίηση (Butler, et al., 2011).

Η εμπειρική έρευνα σχετικά με την αλληλεπίδραση μεταξύ της δομής του κεφαλαίου και των αγορών προϊόντων δεν θα πρέπει να περιοριστεί στο έργο της απόδειξης για το εάν το χρέος ζημιώνει ή ενισχύει την απόδοση της ανταγωνιστικότητας μιας επιχείρησης.

Η πρόσβαση σε εξωτερική χρηματοδότηση έχει να κάνει με το ύψος των κεφαλαίων που οι πιστωτές μπορούν να ζητήσουν από τις επιχειρήσεις υπό ρευστοποίηση.

Υποθέτοντας μία ασυμμετρία πληροφόρησης μεταξύ των μερών σε μια οικονομική σύμβαση, παρατηρείται ότι οι επιχειρήσεις με τη μεγαλύτερη πρόσβαση σε εξωτερική χρηματοδότηση μπορούν να απειλήσουν τους αντιπάλους τους με την υπερεπένδυση στην αγορά προϊόντος από τον χρηματοδότη. Σχετικά με αυτή την απειλή, οι αντίπαλοι μπορεί να αντιδράσουν (Peirson, et al., 2014).

Ως εκ τούτου, σύμφωνα με προηγούμενα στοιχεία για τις επιχειρήσεις που εφαρμόζουν μόχλευση ανακεφαλαιοποίησης, το χρέος μπορεί αρχικά να προσφέρει ένα πλεονέκτημα στην αγορά προϊόντων για τις επιχειρήσεις με μεγαλύτερη πρόσβαση σε πιστώσεις.

Ουσιαστικά, σε ένα περιβάλλον όπου τα σχετικά μέρη μπορούν να επαναδιαπραγματευτούν τις συμβάσεις, η ανάληψη χρέους δεν μπορεί να υποστηρίξει επιθετικές στρατηγικές στην αγορά, μετά από ένα συγκεκριμένο όριο - εκ των υστέρων ανεπάρκειες που έχουν να κάνουν με την υπερβολική

ανάληψη του χρέους - δεν επιτρέπουν την επαναδιαπραγμάτευση (Kraemer-Eis, Lang, Gvetadze, 2013).

Αναφορικά με τις προβλέψεις στο εσωτερικό του κλάδου του μοντέλου αυτού, χρησιμοποιούνται δεδομένα σε επίπεδο επιχείρησης, από μια ομάδα 115 σαφώς καθορισμένων αγορών προϊόντων σε χρονικό ορίζοντα πάνω από τρεις δεκαετίες. Η μελέτη διαφέρει από αυτές των προηγούμενων μελετών.

Εστιάζοντας στην ανάπτυξη των πωλήσεων σε σχέση με τον κλάδο και τις ευαισθησίες στο χρέος, παρουσιάζεται ένα νέο σύνολο ευρημάτων σχετικά με την αλληλεπίδραση μεταξύ της χρηματοδότησης χρέους και της απόδοσης της ανταγωνιστικότητας (Melicher, Norton, 2013).

Με λίγα λόγια, το μέτριο επίπεδο (υπερβολικό) του χρέους μιας επιχείρησης, συνδέεται με τα κέρδη από το μερίδιο της αγοράς (ζημίες) τα οποία λαμβάνονται εις βάρος των (που ωφελούν) αντιπάλων του κλάδου.

Πιο συγκεκριμένα, οι επιχειρήσεις με αισθητά υψηλότερο χρέος από τον ετήσιο μέσο όρο των αντιπάλων του κλάδου, επεκτείνουν τις πωλήσεις τους σχετικά περισσότερο από ότι οι αντίπαλοί τους στα προσεχή έτη, εμφανίζουν σημαντικά θετική (σε σχέση με τους ανταγωνιστές) αύξηση των πωλήσεων – ευαισθησίες χρέους.

Αυτή η επίδραση της μόχλευσης όμως, είναι μη μονοτονική: μετά από ένα όριο, το περισσότερο χρέος οδηγεί σε πολύ σημαντικές υποαποδόσεις στις πωλήσεις. Το οριακό χρέος έχει ως επί το πλείστον αμελητέες συνέπειες στην απόδοση των επιχειρήσεων με σχετικά χαμηλό βαθμό μόχλευσης.

Το αποτέλεσμα αναδεικνύεται μέσα από μια σειρά από ελέγχους εκτίμησης που περιλαμβάνουν τη χρήση εναλλακτικών μεθόδων δειγματοληψίας, οικονομετρικές τεχνικές, κ.ά (Midgley, Burns, 2011).

Λαμβάνοντας υπόψη ότι η οικονομική πολιτική των ανταγωνιστών και η ανταγωνιστική συμπεριφορά βρίσκονται τελικά έξω από το σύνολο ελέγχου της επιχείρησης, το θέμα της αντίστροφης αιτιότητας ελαχιστοποιείται σε σχέση με τις εκτιμήσεις που σχετίζονται με τους ανταγωνιστές του κλάδου τους. Αντιθέτως, οι σχετικά μοχλευμένες επιχειρήσεις ηγέτες σε αυτούς τους ίδιους κλάδους, εμφανίζουν θετικές

ευαισθησίες πωλήσεων-χρέους (σε σχέση με τους αντιπάλους).

Η ηγεσία στις επιχειρήσεις έχει μια πολύ ασθενέστερη επίδραση στη σχέση μεταξύ του χρέους και της απόδοσης στους λιγότερο συγκεντρωμένους κλάδους.

Η χρηματοοικονομική διοίκηση είναι, μέσα σε μια επιχείρηση, να προγραμματίζει τις δραστηριότητες και τις ευθύνες των χρηματοοικονομικών διευθυντών, ακόμα εστιάζει στο περιορισμό των λογιστικών λαθών, τα οποία άλλοτε γίνονται μη θελημένα και άλλοτε με δόλο. Στη δεύτερη περίπτωση αναφέρονται στη προσπάθεια των εταιρειών να βελτιώσουν την οικονομική τους θέση (Christensen, 2010).

Ουσιαστικά, η χρηματοοικονομική λειτουργία της επιχείρησης επικεντρώνει το ενδιαφέρον της σε τρεις βασικές κατηγορίες αποφάσεων: α) την απόφαση για το επενδυτικό έργο της επιχείρησης, β) την απόφαση για τον τρόπο με τον οποίο θα χρηματοδοτηθούν οι επιχειρηματικές δραστηριότητες και γ) την απόφαση για το μέρισμα που η εταιρία θα διανείμει.

Η σύγχρονη θεωρία της χρηματοοικονομικής διοίκησης λειτουργεί με βάση την υπόθεση ότι ο αντικειμενικός σκοπός κάθε επιχείρησης είναι η μεγιστοποίηση του πλούτου των μετόχων της (Hillier, Grinblatt, Titman, 2011).

Για να επιτευχθεί η μεγιστοποίηση του πλούτου των μετόχων θα πρέπει να μεγιστοποιηθεί η αξία του μεριδίου τους στην επιχείρηση, δηλαδή να μεγιστοποιηθεί η αξία των μετοχών που αυτοί κατέχουν. Η αξία της μετοχής βέβαια αντικατοπτρίζεται κάθε στιγμή από την αγοραία τιμή της, η οποία με την σειρά της αντανακλά τις επενδυτικές, χρηματοδοτικές και μερισματικές επιλογές που κάνει η επιχείρηση.

Οι επιλογές αυτές καθορίζουν το μέγεθος και τον βαθμό κινδύνου των μελλοντικών ταμειακών ροών και η παρούσα αξία αυτών των ταμειακών ροών προσδιορίζει την συνολική αξία της επιχείρησης. Κατά συνέπεια, κάθε επιχειρηματική απόφαση πρέπει να αξιολογείται με βάση την επίδραση που αυτή θα έχει στις μελλοντικές ταμειακές ροές και γενικότερα στην συνολική

αξία της επιχείρησης, η οποία μεταφράζεται σε αξία για τους μετόχους (Dorfman, Cather, 2012).

Στη παρούσα ενότητα μελετήθηκε η χρηματοοικονομική μόχλευση και το πώς επηρεάζει τις επιχειρήσεις σε επίπεδο διαχείριση κερδών αλλά και σε επίπεδο διαχείρισης κερδών. Στην επόμενη ενότητα η συγγραφέας θα εστιάσει στην ανάπτυξη της διοικητικής προσέγγισης των κερδών δηλαδή στη διαδικασία μέσα από την οποία οι επιχειρήσεις καταφέρνουν να ορίσουν τη κερδοφορία τους κάνοντας χρήση τακτικών βελτίωσης της εικόνας που έχουν στην αγορά, ακόμα και με τη χρήση πλασματικών δεδομένων.



## Κεφάλαιο 4<sup>ο</sup> Διαχείριση Κερδών

### 4.1 Ορισμός

Η δημιουργική διαχείριση των κερδών είναι πρακτικές που αφορούν λογιστικές δράσεις που μπορεί να ακολουθούν τους κανόνες των λογιστικών προτύπων αλλά σίγουρα αποκλίνουν από το πνεύμα των κανόνων αυτών.

Χαρακτηρίζονται από υπερβολική πολυπλοκότητα και τη χρήση νέων τρόπων χαρακτηρισμού του εισοδήματος, των περιουσιακών στοιχείων ή των υποχρεώσεων καθώς και την πρόθεση να επηρεάσουν τους αναγνώστες όσον αφορά τις ερμηνείες που είναι επιθυμητές.

Ο όρος κατά τη συνήθη έννοια αναφέρεται στη συστηματική διαστρέβλωση του πραγματικού εισοδήματος και των περιουσιακών στοιχείων των εταιριών ή άλλων οργανισμών. Κατά καιρούς έχουν γίνει διάφορες μελέτες για το τι συνιστά δημιουργική λογιστική όπου καθένας όπου κάθε μια από αυτές διερευνά το ζήτημα από μια συγκεκριμένη και δική της οπτική γωνία. Ορισμένες από τις πιο γνωστές μελέτες που αξίζει να αναφερθούν είναι αυτές του Naser (1993)) που έγινε στη Μεγάλη Βρετανία:

- Στη μελέτη του ο Naser (1993:2) ορίζει τη δημιουργική λογιστική ως ένα μετασχηματισμό των λογιστικών ποσών από το τι αυτά πραγματικά είναι στο τι αυτοί που καταρτίζουν τις λογιστικές καταστάσεις επιθυμούν να είναι, εκμεταλλευόμενοι τους υπάρχοντες κανόνες ή/και αγνοώντας μερικούς ή όλους από αυτούς. Επίσης ισχυρίζεται ότι η ελευθερία επιλογής που παρέχεται από το αγγλοσαξονικό σύστημα λογιστικής μπορεί να οδηγήσει σε κατάχρηση αυτής της ελευθερίας. Έτσι στην έκταση που αυτή η επιλογή εξακολουθεί να προσφέρεται για κατάχρηση θα υπάρχει δημιουργική λογιστική.
- Ο Griffiths (1986:1) έχει μία δριμύτερη θεώρηση του θέματος αφού ισχυρίζεται ότι κάθε εταιρία στη χώρα του παίζει κατά κάποιο τρόπο με τα κέρδη της. Κάθε σύνολο δημοσιευόμενων λογαριασμών βασίζεται σε βιβλία που έχουν “μαγειρευτεί” με προσοχή ή πλήρως

ωραιοποιηθεί. Τα στοιχεία που δίνονται δύο φορές το χρόνο στο επενδυτικό κοινό έχουν όλα αλλαχθεί προκειμένου να διαφυλαχθεί ο ένοχος. Αυτή η εξαπάτηση γίνεται με τέλειο τρόπο ώστε να είναι πλήρως νόμιμη και καλείται δημιουργική λογιστική.

Η δημιουργική λογιστική ευθύνεται για έναν μεγάλο αριθμό σκανδάλων και πολλές προτάσεις για λογιστική μεταρρύθμιση συνήθως εστιάζουν σε μια πιο προσεγμένη ανάλυση του κεφαλαίου και των συντελεστών παραγωγής που θα αντικατοπτρίζει σωστά τη λογική της προστιθέμενης αξίας.

Οι δημοσιογράφοι τόσο των εφημερίδων όσο και της τηλεόρασης υπέθεσαν ότι η πτώση του χρηματιστηρίου το 2002 προκλήθηκε από τις εκθέσεις των λογιστικών ατασθαλιών της Enron, της WorldCom καθώς και άλλων μεγάλων εταιριών των Ηνωμένων Πολιτειών. Ένα κοινώς αποδεκτό κίνητρο για τη συστηματική υπερεκτίμηση των εταιρικών εσόδων που ήρθε στο φως το 2002 ήταν η χορήγηση δικαιωμάτων προαίρεσης ως τμήμα πακέτων αποζημιώσεων. Επειδή οι τιμές των μετοχών απεικονίζουν τα δημοσιευμένα κέρδη τα δικαιώματα προαίρεσης θα μπορούσαν να είναι πιο επικερδή όταν το εισόδημα υπερεκτιμάται και η μετοχή μπορεί να πουληθεί αποφέροντας ένα φουσκωμένο κέρδος.

#### **4.2 Παράγοντες που επηρεάζουν τη διαχείριση κερδών**

Τα κέρδη είναι το πιο σημαντικό στοιχείο στις οικονομικές καταστάσεις. Δηλώνουν το βαθμό στον οποίο μια επιχείρηση έχει εμπλακεί σε δραστηριότητες προστιθέμενης αξίας ενώ βοηθούν στην άμεση κατανομή πόρων στις κεφαλαιαγορές. Μια αύξηση των κερδών δηλώνει μια αύξηση της αξία της εταιρίας ενώ μια μείωση δηλώνει αντίστοιχα τη μείωση της αξία της.

Δεδομένης λοιπόν της σημασίας των κερδών η διοίκηση μιας εταιρίας δίνει πολύ μεγάλο βάρος στον τρόπο παρουσίασης τους. Γι αυτό κάθε στέλεχος πρέπει να καταλάβει τα αποτελέσματα των λογιστικών του επιλογών ώστε να πάρει την καλύτερη δυνατή απόφαση για της επιχείρηση.

Πρέπει δηλαδή με άλλα λόγια να μάθει να διαχειρίζεται τα κέρδη.

Η ωραιοποίηση των λογιστικών καταστάσεων από τα στελέχη των οικονομικών διευθύνσεων συνιστά μια κύρια πηγή λογιστικής στρέβλωσης. Ενώ οι προϊστάμενοι των λογιστηρίων εξωραΐζουν τον ισολογισμό, αυτοί κάνουν περισσότερη ωραιοποίηση στον λογαριασμό αποτελεσμάτων.

Κάτι τέτοιο είναι γνωστό ως διαχείριση κερδών. Η διαχείριση των κερδών είναι πιθανότατα η πλέον ενοχλητική έκβαση της λογιστικής των δεδουλευμένων. Η χρήση της κρίσης και εκτίμησης στη λογιστική των δεδουλευμένων επιτρέπει στα στελέχη των οικονομικών υπηρεσιών να αξιοποιούν την έσω-επιχειρησιακή πληροφόρηση τους και εμπειρία τους προκείμενο να αυξήσουν τη χρησιμότητα των λογιστικών αριθμών. Μερικά στελέχη όμως εξασκούν αυτή την προαίρεση για να διαχειρίζονται λογιστικούς αριθμούς, ιδιαίτερα το κέρδος χάριν προσωπικού οφέλους μειώνοντας έτσι την ποιότητα τους.

Διαχείριση κερδών γίνεται για παράδειγμα όταν τα στελέχη προσπαθούν να αυξήσουν τις αμοιβές τους, για να αποφευχθούν επαχθείς συμβάσεις από τους πιστοδότες, για να επιτευχτεί σύγκλιση με τις προβλέψεις των χρηματοοικονομικών αναλυτών ή για να επηρεασθούν οι τιμές των μετοχών. Η διαχείριση των κερδών μπορεί να λάβει δύο μορφές:

- Αλλαγή των λογιστικών μεθόδων, που συνιστά εμφανή μορφή διαχείρισης κερδών
- λογιστικούς αριθμούς, η οποία συνιστά μια κρυπτόμενη μορφή διαχείρισης κερδών

Στη βιβλιογραφία υπάρχουν πολλοί διαφορετικοί ορισμοί που προσπαθούν να προσεγγίσουν την έννοια της διαχείρισης κερδών. Αυτοί διακρίνονται σε τρεις κατηγορίες: αυτοί που βλέπουν τη διαχείριση κερδών ως επωφελή (επειδή θεωρούν ότι ενισχύει την διαφάνεια των εκθέσεων), αυτοί που τη βλέπουν ως ολέθρια επειδή θεωρούν ότι περιλαμβάνει την ολοκληρωτική διαστρέβλωση και την απάτη και αυτοί που βρίσκονται μεταξύ των δύο προηγούμενων όπου θεωρούν ότι ναι μεν γίνεται

χειραγώγηση των εκθέσεων αλλά στα πλαίσια των προτύπων (Ronen and Yaari, 2008).

Οπαδοί της ολέθριας προσέγγισης είναι τόσο ο Schipper (1989) όσο και οι Healy και Wahlen (1999). Ο Schipper (1989) καθορίζει τη χειραγώγηση κερδών ως τη παρέμβαση στην εξωτερική διαδικασία χρηματοοικονομικής πληροφόρησης με την πρόθεση της απόκτησης προσωπικού οφέλους. Παρατηρεί επίσης ότι μια επέκταση του ορισμού θα πρέπει να περιλαμβάνει τη διαχείριση κερδών που επιτυγχάνετε με την επένδυση στο χρόνο ή χρηματοοικονομικές αποφάσεις ώστε να αλλάξουν τα δημοσιευμένα κέρδη ή υποσύνολα τους .

Στο ίδιο σκεπτικό οι Healy και Wahlen (1999) ορίζουν ως χειραγώγηση κερδών την πρακτική όπου τα στελέχη της διοίκησης χρησιμοποιούν την κρίση τους στις χρηματοοικονομικές καταστάσεις και στη διάρθρωση των συναλλαγών για να αλλάξουν τις οικονομικές εκθέσεις, είτε για να παραπλανήσουν τα ενδιαφερόμενα μέρη σχετικά με τις οικονομικές επιδόσεις της εταιρίας είτε για να επηρεάσουν τα συμβατικά αποτελέσματα που εξαρτώνται από τα καταγεγραμμένα λογιστικά νούμερα.

Και οι δύο ορισμοί δηλώνουν ότι η διαχείριση κερδών περιλαμβάνει την εκ προθέσεως χειραγώγηση της λογιστικής πληροφόρησης και υπονοούν ότι τα στελέχη της διοίκησης έχουν κίνητρα για να προβούν σε τέτοιες πρακτικές (Alsharairi, 2012).

Η διαχείριση κερδών κρύβει τις πραγματικές επιδόσεις της επιχείρησης από τους μετόχους και από άλλους ενδιαφερόμενους με αποτέλεσμα τα κέρδη να γίνονται λιγότερο αξιόπιστα για τη μέτρηση της επίδοσης μια εταιρίας. Μελέτες δείχνουν ότι τα δημοσιευμένα κέρδη προσφέρουν λιγότερη πληροφόρηση στους επενδυτές όταν το κίνητρο για τη διαχείριση κερδών είναι υψηλό και η ευκαιριακή διαχείριση κερδών μειώνει την αξία της λογιστικής πληροφορίας (Cristensen et al, 1999).

Έτσι εκτός και αν οι επενδυτές είναι διορατικοί και έχουν τη δυνατότητα να αναιρέσουν αυτή τη διαχείριση στα κέρδη, οι αποφάσεις τους για τη κατανομή πόρων ενδέχεται να επιφέρουν αρνητικά αποτελέσματα.

Ωστόσο αξίζει να εξετασθούν αρκετές πτυχές του ορισμού των Healy και Wahlen (1999) καθώς είναι αυτός που συναντάτε πιο συχνά στη βιβλιογραφία. Πρώτα από όλα υπάρχουν πολλοί τρόποι με τους οποίους τα στελέχη της διοίκησης μπορούν να χρησιμοποιήσουν την κρίση τους στις χρηματοοικονομικές αναφορές.

Για παράδειγμα η κριτική είναι απαραίτητη για να εκτιμήσουν πολυάριθμα μελλοντικά οικονομικά γεγονότα όπως η αναμενόμενη ζώή και η υπολειμματική αξία των μακροχρόνιων περιουσιακών στοιχείων, οι υποχρεώσεις για παροχές συντάξεων, αναβαλλόμενοι φόροι και απώλειες από χρέη και από την απομείωση των περιουσιακών στοιχείων.

Τα στελέχη της διοίκησης πρέπει να επιλέξουν ανάμεσα σε αποδέκτες λογιστικές μεθόδους για να καταγράψουν τις ίδιες οικονομικές συναλλαγές ενώ πρέπει να χρησιμοποιήσουν την κρίση τους και στη διαχείριση κεφαλαίου κίνησης (όπως τα επίπεδα αποθεμάτων, το χρονοδιάγραμμα αποστολής ή αγοράς αποθεμάτων καθώς και τις πολιτικές είσπραξης), το οποίο επηρεάζει την κατανομή του κόστους και τα καθαρά έσοδα.

Οι managers πρέπει επίσης να επιλέξουν αν θα διενεργήσουν ή θα αναβάλλουν τις δαπάνες, όπως είναι δαπάνες για έρευνα και ανάπτυξη, για διαφήμιση ή δαπάνες συντήρησης ενώ τέλος θα πρέπει να αποφασίσουν ποια θα είναι η δομή των εταιρικών συναλλαγών.

Για παράδειγμα οι συνενώσεις επιχειρήσεων μπορούν να δομηθούν έτσι ώστε να πληρούν τις προϋποθέσεις για συγκεντρώσεις συμφερόντων ή για λογιστική της αγοράς., οι συμβάσεις μίσθωσης να δομηθούν έτσι ώστε οι υποχρεώσεις μίσθωσης να είναι εντός ή εκτός ισολογισμού, και οι επενδύσεις κεφαλαίων να δομηθούν έτσι ώστε να απαιτούν παγιοποίηση ή όχι.

Ένα άλλο σημείο του ορισμού που αξίζει να σημειωθεί είναι αυτό σχετικά με το στόχο της πρακτικής διαχείρισης κερδών ο οποίος είναι να παραπλανήσει τα ενδιαφερόμενα μέρη σχετικά με την οικονομική επίδοση της επιχείρησης. Αυτό μπορεί να προκύψει αν τα στελέχη της διοίκησης πιστεύουν ότι τουλάχιστον κάποιοι από τους ενδιαφερόμενους δε θα ανατρέψουν τη χειραγώγηση κερδών.

Μπορεί επίσης να συμβεί αν τα στελέχη της διοίκησης έχουν πρόσβαση σε πληροφορίες που δεν μπορούν να έχουν οι ενδιαφερόμενοι έξω από την επιχείρηση. Έτσι τα ενδιαφερόμενα μέρη είναι πιθανό να προσδοκούν (ή ακόμη και να ανεχτούν) κάποια διαχείριση στα κέρδη. Φυσικά οι managers μπορούν να χρησιμοποιήσουν την κρίση τους στη λογιστική ώστε να γίνουν οι χρηματοοικονομικές εκθέσεις πιο κατατοπιστικές για τους χρήστες.

Αυτό μπορεί να προκύψει αν ορισμένες λογιστικές επιλογές ή εκτιμήσεις θεωρούνται ότι είναι αξιόπιστες για τη χρηματοοικονομική επίδοση μια επιχείρησης . Για παράδειγμα αν ο έλεγχος είναι αποτελεσματικός η εκτίμηση των στελεχών της διοίκησης για τις ακαθάριστες εισπράξεις θα θεωρούνται ως μια αξιόπιστη πρόβλεψη για τη συγκέντρωση μετρητών (Assih, et al., 2013).

Επιπλέον οι managers μπορούν να χρησιμοποιήσουν την κρίση τους ώστε να γίνουν οι χρηματοοικονομικές εκθέσεις πιο κατατοπιστικές με το να ξεπεράσουν τους περιορισμούς στα τρέχοντα λογιστικά πρότυπα. Για παράδειγμα μέχρι πρόσφατα κάποιες πετυχημένες εταιρίες έρευνα και ανάπτυξης δημιουργούσαν ετερόρρυθμες εταιρίες έρευνας και ανάπτυξης που τους επέτρεπε να κεφαλαιοποιούν τις δαπάνες έρευνας και ανάπτυξης που σε άλλη περίπτωση αυτές θα είχαν καταχωρηθεί ως έξοδα.

Τέλος πρέπει να σημειωθεί ότι η χρησιμοποίηση από τα στελέχη της διοίκησης κρίσης στις χρηματοοικονομικές αναφορές έχει και ωφέλειες αλλά και αρνητικές συνέπειες. Στις αρνητικές συνέπειες περιλαμβάνετε η εσφαλμένη κατανομή των πόρων που προκύπτει από τη διαχείριση κερδών ενώ τα οφέλη περιλαμβάνουν πιθανές βελτιώσεις στη μετάδοση αξιόπιστων πληροφοριών από τη διοίκηση στους εξωτερικούς ενδιαφερόμενους, κάτι που βελτιώνει τις αποφάσεις για κατανομή πόρων .

#### **4.3 Επιθυμητή και κακόβουλη διαχείριση κερδών**

Η διαχείριση κερδών μπορεί να είναι κοσμητική κατά την οποία τα στελέχη παραποιούν τα δεδουλευμένα δίχως συνέπειες στην ταμιακή ροή

αλλά μπορεί να είναι και πραγματική όπου τα στελέχη κάνουν ενέργειες με συνέπειες στην ταμιακή ροή της επιχείρησης για σκοπούς διαχείρισης των κερδών (Zéghal, et al., 2011).

Η κοσμητική διαχείριση κερδών είναι ένα δυνητικό αποτέλεσμα του εύρους εφαρμογών της λογιστικής των δεδουλευμένων. Λογιστικά πρότυπα και μηχανισμοί καθοδήγησης μειώνουν αυτό το εύρος ωστόσο αυτό δε μπορεί να εξαλειφθεί τελείως λόγω της πολυπλοκότητας των επιχειρηματικών δραστηριοτήτων.

Επιπλέον η λογιστική των δεδουλευμένων απαιτεί εκτιμήσεις και κρίσεις. Αυτό αποφέρει κάποια διαχειριστική προαίρεση στον προσδιορισμό των λογιστικών αριθμών. Ενώ αυτή η προαίρεση παρέχει μια ευκαιρία για τα στελέχη να αποκαλύψουν μια πιο πληροφοριακή εικόνα των επιχειρηματικών δραστηριοτήτων μια εταιρίας, τα στελέχη μπορεί να κάνουν κακή χρήση αυτής της ευκαιρίας προκειμένου να ωραιοποιήσουν τις λογιστικές καταστάσεις και να διαχειριστούν έτσι τα κέρδη.

Τα στελέχη λαμβάνουν επίσης ενέργειες με συνέπειες επί της ταμιακής ροής συχνά δυσμενείς για σκοπούς διαχείρισης κερδών. Για παράδειγμα μερικές φορές χρησιμοποιούν τη μέθοδο FIFO στην αποτίμηση αποθεμάτων προκειμένου να αναφέρουν υψηλότερο κέρδος ακόμη και όταν η χρήση της μεθόδου LIFO (όπου επιτρέπεται) θα απέφερε εξοικονόμηση φόρων (Assih, et al., 2013).

Υπάρχουν τρεις στρατηγικές οι οποίες είναι τυπικές κοσμητικής διαχείρισης κερδών (Hazarika, et al., 2012):

1. Αύξηση του κέρδους: Το κίνητρο είναι να δοθεί στην εταιρία μια πιο ευνοϊκή εικόνα . έτσι είναι δυνατό να αυξηθεί το κέρδος σε αρκετές περιόδους. Σε ένα σενάριο ανάπτυξης οι αντιλογισμοί (αντίθετες εγγραφές) δεδουλευμένων είναι μικρότερου ύψους ποσά από τα δεδουλευμένα της τρέχουσας χρήσεως τα οποία έτσι αυξάνουν το κέρδος. Αυτό οδηγεί σε μια κατάσταση όπου η εταιρία μπορεί να δημοσιοποιεί υψηλότερο κέρδος για μακρές χρονικές περιόδους . Επίσης, οι εταιρίες μπορεί να διαχειρίζονται τα κέρδη προς τα πάνω

και μετά να αντιλογήσουν (ακυρώσουν) όλα τα δεδουλευμένα με χρέωση τους μόνο μία φορά. Η μοναδική αυτή χρέωση συχνά αναφέρεται ως έκτακτη, ανόργανη ή ουδέτερη δαπάνη και έτσι μπορεί να εκληφθεί ως λιγότερο σχετική για την λειτουργία της επιχείρησης σε οποιεσδήποτε λογιστικές αναλύσεις .

2. Στρατηγική “Big Bath”: Η στρατηγική αυτή έχει ως στόχο την πραγματοποίηση όσο γίνεται περισσότερων αποσβέσεων-διαγραφών σε μια περίοδο. Η περίοδος που επιλέγεται είναι συνήθως μία με φτωχή απόδοση ή μία με συνήθη γεγονότα τέτοια όπως αλλαγή διοίκησης, συγχώνευση, αναδιάρθρωση κ.α. . Η στρατηγική αυτή συχνά χρησιμοποιείται μαζί με τη στρατηγική αύξησης των κερδών για άλλα χρόνια. Λόγω της ασυνήθιστης και μη επαναλαμβανόμενης χρήσης της μεθόδου αυτής οι χρήστες των λογιστικών πληροφοριών τείνουν να προεξοφλούν την χρηματοοικονομική του επίπτωση. Αυτό προσφέρει μια ευκαιρία να διαγραφούν όλες οι παλιές ατασθαλίες και επίσης διευκολύνει τη διοίκηση για μελλοντικές αυξήσεις κερδών. Η αλλαγή διοίκησης συχνά οδηγεί στη χρήση αυτής της μεθόδου όπου η νέα διοίκηση επιθυμεί να παρουσιάσει μια μελλοντικά καλύτερη εικόνα για την εταιρία. Οι Wild, Bernstein και Subramanyam (2001) αναφέρουν ότι ένα από τα πιο γνωστά big bath συνέβη όταν ο Louis Gerstner έγινε διευθυντής της IBM. Ο Gerstner διέγραψε κονδύλια συνολικού ύψους 4 δις. δολαρίων στο έτος που ανέλαβε τη διοίκηση. Ενώ ένα σημαντικό μέρος αυτής της χρέωσης δαπανών συμπεριελάμβανε έξοδα που σχετίζονταν με την τότε κατάσταση της εταιρίας, περιλάμβανε επίσης πολλά κονδύλια τα οποία συνιστούσαν μελλοντικά έξοδα της επιχείρησης.
3. Εξομάλυνση κερδών: Η εξομάλυνση κερδών είναι μια συνήθης μορφή διαχείρισης κερδών. Με τη στρατηγική αυτή τα στελέχη μειώνουν ή αυξάνουν το δημοσιοποιούμενο κέρδος έτσι ώστε να μειωθεί η αστάθεια του. Η εξομάλυνση κερδών συνεπάγεται να μη δημοσιοποιείται μέρος των κερδών σε καλές χρήσεις μέσω της δημιουργίας αποθεματικών και δημοσιοποιούν μετέπειτα αυτά τα



κέρδη σε κακές χρήσεις . πολλές γνωστές εταιρίες όπως η Coca-Cola, η General Electric , και η Microsoft χρησιμοποιούν αυτή τη μορφή διαχείρισης κερδών. Άλλες στρατηγικές που συναντάμε στη βιβλιογραφία είναι ) :

- Μέθοδος Cookie Jar Reserve: Τα δεδουλευμένα έξοδα λαμβάνουν υπόψη την περίοδο στην οποία τα έξοδα πραγματοποιήθηκαν. Για παράδειγμα αν η επιχείρηση προσλάβει έναν σύμβουλο ώστε να εκτελέσει μια συγκεκριμένη δραστηριότητα, θα πρέπει να αντικατοπτρίζει τα έξοδα που σχετίζονται με αυτή τη δραστηριότητα στην περίοδο που αυτά πραγματοποιούνται και όχι όταν ο λογαριασμός καταβάλλεται ή όταν το τιμολόγιο λαμβάνεται. Σε κάποιες χρήσεις όπου η εταιρία παρουσιάζει υψηλή κερδοφορία εμφανίζει περισσότερα έξοδα ως δεδουλευμένα από όσα θα έπρεπε και έτσι μειώνει τα κέρδη. Συνεπώς στις επόμενες χρήσεις έχει λιγότερα έξοδα να εμφανίσει ως δεδουλευμένα με αποτέλεσμα να έχει δημιουργήσει ένα απόθεμα (Cookie Jar Reserve) το οποίο μπορεί να χρησιμοποιηθεί μελλοντικά για να εμφανιστούν τα κέρδη αυξημένα. Φυσικά ισχύει και η αντίθετη διαδικασία με τα δεδουλευμένα έσοδα εμφανίζοντας αυτή τη φορά λιγότερα έσοδα σε μία χρήση με σκοπό να τα αναγνωρίζει τις επόμενες χρονιές.
- Πρακτικές κεφαλαιοποίησης: άυλα στοιχεία ενεργητικού, κεφαλαιοποίηση λογισμικού, έρευνα και ανάπτυξη. Το 1997 οι εταιρίες είχαν τη δυνατότητα να κεφαλαιοποιούν τα κόστη του εσωτερικά δημιουργουμένου λογισμικού και να το αποσβέσουν κατά την ωφέλιμη ζωή του, συνήθως τρία με πέντε χρόνια. Η κεφαλαιοποίηση αντιπροσώπευε το κόστος ανάπτυξης. Η διαδικασία της ωραιοποίησης έχει τη δυνατότητα της χειραγώγησης επειδή αυτά τα περιουσιακά στοιχεία είναι συχνά άυλα και βασίζονται στην κρίση. Μια επιχείρηση μπορεί να διαθέτει περισσότερα έξοδα σε ένα

σχέδιο που μπορεί να κεφαλαιοποιηθεί ώστε να μειώσει τις τρέχουσες λειτουργικές δαπάνες.

- **Λειτουργικές δραστηριότητες:** Τα στελέχη της διοίκησης έχουν συχνά την ικανότητα να τροποποιούν τη χρονική στιγμή που συμβαίνουν κάποια γεγονότα έτσι ώστε το λογιστικό σύστημα να καταγράψει αυτές τις δραστηριότητες στην περίοδο που είναι πιο συμφέρουσα για τη διοίκηση. Η δραστηριότητα αυτή δεν μεταβάλλει τη μακροπρόθεσμη οικονομική αξία της συναλλαγής, μόνο τη χρονική στιγμή που αυτή συμβαίνει και κατά συνέπεια τη συγκρισιμότητα των οικονομικών καταστάσεων. Για παράδειγμα μια επιχείρηση μπορεί να επιταχύνει τις πωλήσεις της και τη διαδικασία παράδοσης έτσι ώστε να καταγράψει πωλήσεις το Δεκέμβριο που φυσιολογικά θα έπρεπε να έχουν καταγραφεί τον Ιανουάριο. Έτσι η εταιρία καταγράφει υψηλότερες πωλήσεις τριμήνου, έσοδα και κέρδη. Στο μακροπρόθεσμο διάστημα η εταιρία θα είχε καταγράψει ίδιες πωλήσεις και κέρδη ωστόσο διόγκωσε την ανάπτυξή της στο εγγύς μέλλον και μείωσε το μελλοντικά της κέρδη.
- **Πρακτικές συγχωνεύσεων και εξαγορών:** Άλλες σημαντικές πρακτικές που μπορεί να χρησιμοποιηθούν για να καλύψουν κάποιες επιβαρύνσεις είναι αυτές των εξαγορών και συγχωνεύσεων. Το γεγονός παρέχει στον αποκτώντα την ευκαιρία να δημιουργήσει δεδουλευμένα για την αναδιάρθρωση της συναλλαγής, πιθανώς αποδίδοντας περισσότερα έξοδα από ότι απαιτούνται για τη συναλλαγή. Η εταιρία μπορεί επίσης να εντοπίσει ορισμένα έξοδα που αναπροσαρμόζονται στον ισολογισμό του πωλητή, αυξάνοντας την υπεραξία. Εάν οι συντηρητικές εκτιμήσεις αποδειχθούν υπερβολικές η εταιρία μπορεί να μειώσει την εκτίμηση της για τα λειτουργικά έξοδα στο άμεσο μέλλον με το να μειώσει τις υποχρεώσεις της. Η πρόσθετη υπεραξία που δημιουργείται θα αποσβένεται για μεγάλο χρονικό διάστημα και δε θα έχει

σημαντικές επιπτώσεις στα αποτελέσματα στο εγγύς μέλλον (Scholtens, Kang, 2013).

Υπάρχουν δύο λογιστικές μέθοδοι για τις συγχωνεύσεις και τις εξαγορές, οι συνενώσεις συμφερόντων και η λογιστική της αγοράς. Η συνένωση συμφερόντων αναγνωρίζει τη συναλλαγή ως μια συγχώνευση μεταξύ ίσων, κατά συνέπεια η συναλλαγή καταγράφεται ως η εταιρία Α συν την εταιρία Β. Η λογιστική της αγοράς αντιμετωπίζει τη συναλλαγή ως αγορά. Η εύλογη αξία της αγοραζόμενης εταιρία αξιολογείται και συγκρίνεται με την τιμή της αγοράς οποιαδήποτε υπέρβαση ή πριμ που καταβάλλεται πάνω από την εύλογη αξία των περιουσιακών στοιχείων αναγνωρίζεται ως υπεραξία. Η υπεραξία αποσβένεται σε μια περίοδο που δεν υπερβαίνει τα 40 χρόνια.

5. Αναγνώριση εσόδων: Η χρονική στιγμή της αναγνώρισης εσόδων είναι ο πιο συχνός στόχος για διαχείριση και χειραγώγηση κερδών. Από μια επιχειρησιακή άποψη οι επιχειρήσεις μπορούν να λάβουν επιθετικά μέτρα ώστε να τονώσουν τα έσοδα και τις πωλήσεις σε μια περίοδο μέσω της παροχής κινήτρων. Μπορεί επίσης να αναλάβουν επιθετικές λογιστικές πρακτικές όπως η πώληση τίτλων που κατατάσσονται στη κατοχή για πώληση αναγνωρίζοντας αύξηση εσόδων σε σχέση με τα ίδια κεφάλαια. Άλλες επιθετικές πρακτικές μπορεί να έχουν σχέση με τη χρονική στιγμή της αναγνώρισης εσόδων ή με την εφαρμογή των γενικών και ασαφών λογιστικών οδηγιών.

6. Επιβάρυνση αποθεματικού εφάπαξ: Η εταιρία αναγνωρίζει ένα εφάπαξ ποσό με τη μορφή αποθεματικού έκτακτης ανάγκης για μια πιθανή μελλοντική απώλεια ή μελλοντικά έξοδα. Οι αναλυτές αναμένεται να μειώσουν την επιβάρυνση εφόσον δε θεωρείται μέρος των λειτουργικών εσόδων. Με τον καιρό η εταιρία αλλάζει την εκτίμηση της, ώστε να αναγνωρίσει πρόσθετα κέρδη.

#### **4.4 Διαχείριση κερδών και μόχλευση**

Σύμφωνα με τους Healy και Wahlen (1999), τα διευθυντικά στελέχη

χρησιμοποιούν την κρίση τους στην χρηματοοικονομική πληροφόρηση και την διάρθρωση των συναλλαγών προκειμένου να τροποποιήσουν τις οικονομικές εκθέσεις, είτε για να παραπλανήσουν ορισμένα ενδιαφερόμενα μέρη σχετικά με την υποκείμενη οικονομική απόδοση της εταιρείας ή για να επηρεάσουν τα συμβατικά αποτελέσματα που εξαρτώνται από τους αναφερόμενους λογιστικούς αριθμούς. Περαιτέρω, ο Roychowdhury (2006) υποστηρίζει ότι ένας διευθυντής χειραγωγεί τα πραγματικά κέρδη (Real Earnings Management), όπως τις πωλήσεις και την υπερπαραγωγή, προκειμένου να αποφύγει την αναφορά ζημιών.

Η χειραγωγή των πραγματικών κερδών είναι η απόκλιση της συνήθους πρακτικής στην λειτουργία των επιχειρήσεων, προκειμένου τουλάχιστον ορισμένοι ενδιαφερόμενοι να πιστέψουν ότι οι στόχοι της χρηματοοικονομικής πληροφόρησης έχουν εκπληρωθεί μέσα από τις συνήθειες δραστηριότητες της επιχείρησης (Roychowdhury, 2006). Ο Gunny (2010) αναφέρει επιπλέον ότι οι διευθυντές ενδεχομένως να αναλαμβάνουν δράσεις οι οποίες μπορεί να έχουν αλλάξει το χρονοδιάγραμμα και την δομή μιας δραστηριότητας, επένδυσης, οικονομικής συναλλαγής. Εκτός από αυτό, ο Roychowdhury (2006) εξέτασε την διαχείριση των πωλήσεων, την μείωση των προαιρετικών δαπανών, την υπερπαραγωγή και την μείωση των δαπανών E&A και βρήκε ότι οι επιχειρήσεις του δείγματος παραποιούν τις πραγματικές δραστηριότητες για να αποφύγουν την αναφορά ζημιών. Σύμφωνα με τους Kim και Sohn (2012), ακόμη και αν η χειραγωγή των πραγματικών κερδών μπορεί να επιφέρει άμεσες και έμμεσες συνέπειες στις τρέχουσες και τις μελλοντικές ταμιακές ροές της επιχείρησης, οι δραστηριότητες χειραγωγής των πραγματικών κερδών είναι πιο δύσκολο να εντοπιστούν από ότι οι δραστηριότητες χειραγωγής των δεδουλευμένων κερδών και είναι συνήθως λιγότερο εκτεθειμένες σε εξωτερική παρακολούθηση και έλεγχο. Στην πραγματικότητα, είναι πιο δύσκολο για τον μέσο επενδυτή να το αντιληφθεί κι έτσι πιστεύει ότι η επιχείρηση έχει επιτύχει τους κανονικούς της επιχειρηματικούς στόχους.

Ένας από τους τρόπους με τους οποίους μία επιχείρηση μπορεί να παραμείνει σε λειτουργία των είναι μέσω των συγχωνεύσεων και εξαγορών. Οι Ghosh και Jain (2000), υποστηρίζουν ότι η μόχλευση αυξάνεται σημαντικά μετά από τις συγχωνεύσεις λόγω της αύξησης της δυναμικότητας του χρέους. Ωστόσο,

οι εταιρείες με υψηλό χρέος είναι εκτεθειμένες σε κίνδυνο χρεοκοπίας λόγω αποτυχίας στην διευθέτηση της εξωτερικής χρηματοδότησής τους, η οποία στην συνέχεια μπορεί να τις θέσει σε έναν άλλον μελλοντικό κίνδυνο του να μην είναι σε θέση να βρουν άλλους νέους δανειστές. Ως εκ τούτου, εάν η εν λόγω εταιρεία μπορεί να θέλει να υποβάλει αίτηση για ένα νέο δάνειο, οι νέοι δανειστές μπορούν να επιβάλλουν ορισμένες προϋποθέσεις στην εταιρεία ώστε να διατηρήσει το επίπεδο του χρέους της εντός εύλογων ορίων.

Προηγούμενες μελέτες τονίζουν ότι η μόχλευση επηρεάζει τις δραστηριότητες χειραγώγησης των κερδών. Οι περισσότεροι ερευνητές έχουν υποστηρίξει ότι η μόχλευση αυξάνει τις δυνατότητες χειραγώγησης των κερδών με αποτέλεσμα την αποφυγή παράβασης των συμβατικών όρων του χρέους (Sweeney, 1994; Dichev και Skinner, 2002 και Beatty και Weber, 2003). Για παράδειγμα, ο Sweeney (1994), παρέχει άμεσες αποδείξεις υποστηρίζοντας την υπόθεση του χρέους, όπου όσο μεγαλύτερο είναι το χρέος μιας επιχείρησης προς ίδια κεφάλαια, τόσο πιο πιθανό είναι ο διευθυντής της επιχείρησης αυτής να επιλέξει λογιστικές διαδικασίες που αυξάνουν το εισόδημα. Οι Jaggi και Lee (2002) εξέτασαν τα κίνητρα χειραγώγησης των κερδών σε διευθυντές επιχειρήσεων που βρίσκονται σε οικονομική δυσχέρεια. Υποστήριξαν ότι η χρήση των διαφοροποιούμενων δεδουλευμένων είναι να πειστούν οι πιστωτές ότι η οικονομική δυσπραγία είναι προσωρινού χαρακτήρα και ότι η επιχείρηση θα είναι σε θέση να ανακάμψει σύντομα.

Αν και η προηγούμενη βιβλιογραφία έχει παράσχει επιχειρήματα για τη θετική συσχέτιση μεταξύ της χειραγώγησης των κερδών και της μόχλευσης, υπάρχουν κάποια εμπειρικά στοιχεία με αντίθετη άποψη. Προηγούμενες μελέτες (Jensen, 1986; Denis και Denis, 1993; Jelinek, 2007; Wasimullah κ.ά., 2010) δείχνουν ότι η μόχλευση περιορίζει την χειραγώγηση των κερδών. Για παράδειγμα, σε σχέση με την θεωρία του Jensen (1986) ως προς την υπόθεση του ελέγχου, τα ευρήματα του Jelinek (2007) είναι συνεπή με την θεωρία που χρησιμοποιείται καθώς η αυξημένη μόχλευση σχετίζεται με την μείωση της χειραγώγησης των κερδών σε επιχειρήσεις με χαμηλή ανάπτυξη και υψηλή ταμειακή ροή. Ο Jelinek (2007) κάνει επίσης μια πρόσθετη συνεισφορά στην βιβλιογραφία της χειραγώγησης των κερδών υποστηρίζοντας ότι οι αλλαγές στην

μόγλευση και τα επίπεδα μόγλευσης έχουν διαφορετικές επιπτώσεις στην χειραγώγηση των κερδών.

Η δυνατότητα των διευθυντικών στελεχών να χειραγωγήσουν τις πραγματικές επιχειρηματικές δραστηριότητες έχει συζητηθεί στην ακαδημαϊκή βιβλιογραφία. Σε γενικές γραμμές, οι περισσότερες από τις υπάρχουσες μελέτες εστιάζονται στις δαπάνες E&A (Baber et al., 1991; Dechow και Sloan, 1991; Bushee, 1998; Cheng, 2004).

Οι Baber et al. (1991) διαπίστωσαν ότι οι σχετικές δαπάνες E&A είναι σημαντικά μικρότερες, όταν οι δαπάνες θέτουν σε κίνδυνο την δυνατότητα αναφοράς θετικό ή αυξανόμενο εισόδημα κατά την τρέχουσα περίοδο. Στις περισσότερες περιπτώσεις, οι επιλογές ανάμεσα στις λογιστικές πρακτικές δεν έχουν άμεσες συνέπειες στις ταμειακές ροές, αλλά οι αλλαγές στις δαπάνες E&A για να ικανοποιηθούν οι στόχοι ως προς το εισόδημα της επιχείρησης κατά την τρέχουσα περίοδο, όντως μεταβάλλουν τις ταμειακές ροές.

Οι Dechow και Sloan (1991) ερεύνησαν την υπόθεση ότι τα διευθυντικά στελέχη στα τελευταία έτη της θητείας τους χειραγωγούν κατά την διακριτική τους ευχέρεια τις επενδυτικές δαπάνες για να βελτιώσουν την απόδοση των βραχυπροθέσμων κερδών. Οι συγγραφείς εξετάζουν την συμπεριφορά των δαπανών E&A σε ένα δείγμα επιχειρήσεων σε κλάδους με σημαντικές δραστηριότητες συνεχιζόμενης έρευνας και ανάπτυξης. Τα αποτελέσματα δείχνουν ότι τα διευθυντικά στελέχη δαπανούν λιγότερα στην E&A κατά την διάρκεια των τελευταίων τους ετών στην εξουσία.

Ο Bushee (1998) εξέτασε επιχειρήσεις που προσπαθούν να φτάσουν τα κέρδη του προηγούμενου έτους και διαπίστωσε ότι μειώνουν περισσότερο την E&A εάν διαθέτουν μικρότερη θεσμική ιδιοκτησία.

Βρήκε αποδείξεις ότι οι μειώσεις στην E&A από επιχειρήσεις που προσπαθούν να καλύψουν τα κατώτατα όρια των κερδών δυνητικά καταστρέφουν την αξία της επιχείρησης και εμποδίζονται από την παρουσία έξυπνων επενδυτών. Επίσης, υπάρχουν στοιχεία για τις επιχειρήσεις που ασκούν ένα ευρύ φάσμα δραστηριοτήτων, εκτός από τη μείωση μόνο των εξόδων E&A.

Ο Cheng (2004) παρέχει αποδείξεις ότι οι επιτροπές αποζημιώσεων δημιουργούν μία μεγαλύτερη θετική συσχέτιση μεταξύ των μεταβολών στις

δαπάνες E&A και τις αλλαγές στις επιλογές των Γενικών Διευθυντών προκειμένου να αποτραπούν οι καιροσκοπικές μειώσεις στις δαπάνες E&A. Ορίζει τον προβληματικό ορίζοντα όταν τα οι Γενικοί Διευθυντές είναι 63 ετών και άνω και ως μυωπία όταν μία επιχείρηση που αντιμετωπίζει μία πτώση με μικρά εισοδήματα ή μικρές απώλειες.

Υπάρχουν λίγες μελέτες σχετικά με το πώς τα διευθυντικά στελέχη χρησιμοποιούν συγκεκριμένες συναλλαγές, εκτός από την κοπή των δαπανών E&A, για να επηρεάσουν τα κέρδη. Μερικές από τις μελέτες επικεντρώνονται στις επαναγορές μετοχών (Hribar et al., 2006; Bens et al., 2003), εξετάζουν τις πωλήσεις παγίων περιουσιακών στοιχείων (Herrmann et al., 2003; Bartov, 1993), τις μειώσεις των τιμών πώλησης (Jackson and Wilcox, 2000), την υπερπαραγωγή, την διαχείριση των πωλήσεων, την διαφήμιση, τα έξοδα Π&ΓΔ και το αποτέλεσμα της χειραγώγησης των πραγματικών κερδών (Roychowdhury, 2006; Gunny, 2005) και το αντάλλαγμα ανάμεσα στα δεδουλευμένα και την χειραγώγηση των πραγματικών κερδών (Zang 2007).

#### **4.4.1 Επαναγορές μετοχών**

Οι Hribar et al. (2006) επέκτειναν την μελέτη των Bens et al. (2003) με διάφορους τρόπους. Προσδιόρισαν τις προϋποθέσεις υπό τις οποίες μία επαναγορά μετοχών αυξάνει τα κέρδη ανά μετοχή και τεκμηρίωσαν την συχνότητα της αυξητικής (δηλαδή, αύξηση των κερδών ανά μετοχή) επαναγοράς. Δεύτερον, εξέτασαν αν οι αυξητικές επαναγορές μετοχών είναι δυσανάλογα πιο συχνές σε επιχειρήσεις των οποίων η αναφορά των κερδών ανά μετοχή σε τριμηνιαία βάση, θα είχε ειδήλως διαψεύσει τις προβλέψεις των αναλυτών. Η μελέτη παρέχει στοιχεία σχετικά με το εάν οι επαναγορές μετοχών χρησιμοποιούνται στην χειραγώγηση των αναφερόμενων κερδών ανά μετοχή. Τρίτον, διερεύνησαν το πώς οι επενδυτές τιμολογούν το αυξητικό στοιχείο που προκαλείται από την επαναγορά των αναφερόμενων κερδών ανά μετοχή όταν γίνεται η πρώτη ανακοίνωσης της έκτασης της επαναγοράς.

Οι Bens, Nagar και Wong (2003) ερεύνησαν την χρήση των επαναγορών μετοχών στο αντιστάθμισμα της απομείωσης των κερδών ανά μετοχή που προκαλείται από τα δικαιώματα προαίρεσης αγοράς μετοχών από τους

εργαζόμενους. Αναφέρουν ότι οι διευθυντές των επιχειρήσεων αυξάνουν το επίπεδο των επαναγορών μετοχών των επιχειρήσεών τους σε χρόνια, όταν αυξάνεται η απομείωση των κερδών ανά μετοχή που σχετίζεται με τα δικαιώματα αγοράς μετοχών και όταν οι ετήσιες αποδοχές βρίσκονται κάτω από το επίπεδο που απαιτείται για να διατηρηθούν οι παρελθοντικοί ρυθμοί αύξησης των κερδών ανά μετοχή. Οι διευθυντές χρηματοδοτούν μερικώς αυτές τις επαναγορές με μείωση της E&A (Mamedova, 2011).

#### ***4.4.2 Πωλήσεις παγίων περιουσιακών στοιχείων***

Οι Herrmann et al. (2003) εξέτασαν την χρήση των εσόδων από την πώληση των παγίων περιουσιακών στοιχείων και των εμπορεύσιμων τίτλων στην χειραγώγηση των κερδών. Βρήκαν μια αρνητική σχέση μεταξύ των εσόδων από την πώληση περιουσιακών στοιχείων και την πρόβλεψη σφαλμάτων από την διοίκηση. Όταν τα υφιστάμενα αναφερόμενα λειτουργικά έσοδα είναι χαμηλότερα (υψηλότερα) από τις προβλέψεις της διοίκησης για τα λειτουργικά έσοδα, οι επιχειρήσεις αυξάνουν (μειώνουν) τα κέρδη από την πώληση των παγίων περιουσιακών στοιχείων και των εμπορεύσιμων τίτλων.

Ο Bartov (1993) εξετάζει τις πωλήσεις παγίων περιουσιακών στοιχείων και δείχνει ότι το κέρδος από την πώληση των περιουσιακών στοιχείων συσχετίζεται αρνητικά με τις αλλαγές στα κέρδη. Χρησιμοποιεί αυτό για να υποστηρίξει ότι οι επιχειρήσεις που αντιμετωπίζουν μειώσεις στα κέρδη τους, αυξάνουν τα κέρδη τους μέσω της αύξησης των πωλήσεων περιουσιακών στοιχείων.

#### ***4.4.3 Μειώσεις των τιμών πώλησης***

Οι Jackson και Wilcox (2000) διερεύνησαν το κατά πόσον οι διευθυντές εγκρίνουν μειώσεις των τιμών πώλησης κατά το τέταρτο τρίμηνο για να επιταχύνουν τις αγορές των πελατών και ως εκ τούτου, να αποφύγουν τις απώλειες και μειώσεις στα κέρδη και τις πωλήσεις. Τα αποτελέσματα της μονοπαραγοντικής και πολυπαραγοντικής ανάλυσης υποδεικνύουν ότι οι διευθυντές εγκρίνουν μειώσεις στις τιμές πώλησης κατά το τέταρτο τρίμηνο για την κάλυψη των ετήσιων στόχων χρηματοοικονομικής πληροφόρησης.



#### ***4.4.4 Υπερπαραγωγή, διαχείριση των πωλήσεων, διαφήμιση, έξοδα Π&ΓΔ και το αποτέλεσμα της πραγματικής χειραγώγησης***

Η διαχείριση των πωλήσεων, η μείωση των δαπανών κατά την διακριτική ευχέρεια και η υπερπαραγωγή εξετάζονται από τον Roychowdhury (2006). Στη μελέτη του αναπτύσσει τις εμπειρικές μεθόδους για τον εντοπισμό της χειραγώγησης των πραγματικών δραστηριοτήτων, πέρα από την μείωση των δαπανών E&A. Τα αποτελέσματα δείχνουν ότι μπορεί να είναι ακατάλληλη η εξαγωγή συμπερασμάτων για την χειραγώγηση των κερδών μέσα από την ανάλυση μόνο των δεδουλευμένων, διότι η ύποπτος εταιρεία χειραγωγεί για έτη τις πραγματικές δραστηριότητες προκειμένου να αποφύγει την αναφορά ζημιών. Επιπλέον, οι επιχειρήσεις φαίνεται ότι χειραγωγούν τις πραγματικές δραστηριότητες σε μεγαλύτερο βαθμό, εάν έχουν ένα υψηλότερο ποσοστό βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων.

Ο Gunny (2005) εξέτασε τον βαθμό στον οποίο η χειραγώγηση των πραγματικών κερδών επηρεάζει την επακόλουθη λειτουργική απόδοση (όπως μετράται από τα κέρδη και τις ταμειακές ροές) και κατά πόσον οι επενδυτές αναμένουν τις συνέπειες στην απόδοση της χειραγώγησης των πραγματικών κερδών. Τα αποτελέσματα παρέχουν ενδείξεις ότι η χειραγώγηση των πραγματικών κερδών επιφέρει έναν οικονομικά σημαντικό αντίκτυπο στη μελλοντική απόδοση (Zamri, Rahman & Isa, 2013).

#### ***4.4.5 Ανταλλάγματα μεταξύ της χειραγώγησης των δεδουλευμένων και των πραγματικών κερδών***

Η Zang (2007) μελέτησε το κατά πόσον οι διευθυντές χρησιμοποιούν πραγματική χειραγώγηση και χειραγώγηση των δεδουλευμένων, ως υποκατάστατα στην χειραγώγηση των κερδών και μελετά τη σειρά με την οποία οι διευθυντές λαμβάνουν αυτές τις αποφάσεις. Η συγγραφέας ακολουθεί την προηγούμενη βιβλιογραφία σχετικά με την χειραγώγηση των πραγματικών κερδών (Roychowdhury, 2006; Gunny, 2005). Βρήκε ότι οι διευθυντές καθορίζουν πρώτα την πραγματική χειραγώγηση πριν από την χειραγώγηση των δεδουλευμένων. Με βάση αυτό το αποτέλεσμα, χρησιμοποίησε ένα εμπειρικό μοντέλο για να αποτυπώσει την διαδοχική χειραγώγηση των πραγματικών και των δεδουλευμένων για να ελέγξει τα ανταλλάγματα που προσφέρονται μεταξύ

των δύο.

Οι Cohen et al. (2007) υποστήριξαν ότι μετά το πέρασμα του νόμου Sarbanes-Oxley, η χειραγώγηση των κερδών με βάση τα δεδουλευμένα μειώθηκε σημαντικά, ενώ η χειραγώγηση των πραγματικών κερδών αυξήθηκε σημαντικά. Σε συμφωνία και με τα αποτελέσματα μιας πρόσφατης έρευνας από τους Graham et al. (2005), αυτό υποδηλώνει στράφηκαν προς την χειραγώγηση των κερδών με την χρήση πραγματικών μεθόδων, πιθανώς επειδή αυτές οι τεχνικές, αν και πιο δαπανηρές, είναι πιθανό να είναι πιο δύσκολες να εντοπιστούν.

Οι Ewert και Wagenhofer (2004) βρήκαν τους παράγοντες που καθορίζουν την ένταση της υποκατάστασης της λογιστικής από την χειραγώγηση των πραγματικών κερδών και τις επιπτώσεις στην ευημερία, όπως τους ρυθμούς υποκατάστασης ανάμεσα στην λογιστική και την χειραγώγηση των πραγματικών κερδών από τους διευθυντές, το πραγματικό κόστος της χειραγώγησης των κερδών και την ακρίβεια της γνώσης της αγοράς ως προς τα κίνητρα των διευθυντών.

Τα πιο σημαντικά αποδεικτικά στοιχεία για την χειραγώγηση των πραγματικών κερδών παρέχονται από τους Graham et al. (2005). Οι συγγραφείς βρήκαν ισχυρές αποδείξεις ότι οι διευθυντές λαμβάνουν πραγματικές οικονομικές δράσεις για να διατηρήσουν τα προσχήματα στην λογιστική. Συγκεκριμένα, το 80% των συμμετεχόντων στην έρευνα δήλωσαν ότι μειώνουν κατά την διακριτική τους ευχέρεια τις δαπάνες E&A, διαφήμισης, συντήρησης ώστε να καλύψουν τους στόχους των κερδών. Περισσότερο από το ήμισυ (55,3%) δήλωσαν ότι θα καθυστερήσουν την έναρξη ενός νέου έργου για την κάλυψη ενός στόχου κερδών, ακόμη και αν μια τέτοια καθυστέρηση συνεπάγεται μια μικρή θυσία σε επίπεδο αξίας της επιχείρησης.

Ο αντίκτυπος της χρηματοδότησης του χρέους στην χειραγώγηση των κερδών αποτελεί μία εμπειρική διαμάχη. Υπάρχουν δύο διαφορετικά ρεύματα που περιγράφουν την σχέση μεταξύ της μόχλευσης και της χειραγώγησης των κερδών.

Από την μία πλευρά, τα αποδεικτικά στοιχεία δείχνουν ότι οι επιχειρήσεις με υψηλή μόχλευση είναι πιο πιθανό να χειραγωγούν τα κέρδη τους επιθετικά. Οι Press και Winthrop (1990) απέδειξαν ότι η υψηλή μόχλευση συνδέεται θετικά με την πιθανότητα παραβίασης της ρήτρας χρέους. Οι Sweeney (1994) και DeFond

και Jiambalvo (1994) υποστήριξαν επίσης ότι οι επιχειρήσεις που βρίσκονται κοντά στην χρεωκοπία χρησιμοποιούν λογιστικές αλλαγές αύξησης των εσόδων προκειμένου να καθυστερήσουν την τεχνική χρεοκοπία τους. Οι Watts και Zimmerman (1990) και Mohrman (1996) υποστήριξαν την άποψη αυτή με το επιχείρημα ότι οι επιχειρήσεις με μεγαλύτερη μόχλευση αναμένεται να υιοθετήσουν λογιστικές διαδικασίες που θα αυξάνουν το τρέχον εισόδημα. Ομοίως, οι Becker et al. (1998) διαπίστωσαν ότι οι διευθυντές των επιχειρήσεων με υψηλή μόχλευση διαθέτουν κίνητρα για να αναφέρουν στρατηγικά διαφοροποιούμενα δεδουλευμένα προκειμένου να αυξήσουν τα αναφερόμενα κέρδη στην προσπάθειά τους να αποφύγουν την παραβίαση της ρήτρας του χρέους. Επιπλέον, οι Gu et al. (2005) ανέφεραν ότι η μεταβλητότητα των δεδουλευμένων σχετίζεται θετικά με την μόχλευση.

Από την άλλη πλευρά, μια εντελώς αντίθετη άποψη εντοπίζεται στην βιβλιογραφία που υιοθετεί την υπόθεση του ελέγχου από τον Jensen (1986), γεγονός που υποδηλώνει ότι η δημιουργία του χρέους μειώνει την καιροσκοπική συμπεριφορά των διευθυντικών στελεχών.

Αυτό σημαίνει ότι η υψηλή μόχλευση μπορεί να περιορίσει την ικανότητα των διευθυντικών στελεχών να χειραγωγούν τα δεδουλευμένα αυξάνοντας το εισόδημα, καθώς ο καιροσκοπισμός της διοίκησης και η χειραγώγηση των κερδών βρέθηκαν ότι συσχετίζονται (Christie και Zimmerman, 1994). Σε μια μελέτη που συγκρίνει τις επιχειρήσεις με υψηλά επίπεδα δεδουλευμένων με επιχειρήσεις με χαμηλά επίπεδα δεδουλευμένων, οι Dechow et al. (2000), κατέγραψαν ότι οι επιχειρήσεις με υψηλά επίπεδα δεδουλευμένων χαρακτηρίζονται από χαμηλή μόχλευση. Σύμφωνα με την διαπίστωση αυτή, ο Ke (2001) παρουσιάζει ενδείξεις ότι οι επιχειρήσεις είναι λιγότερο πιθανό να παρουσιάσουν αυξήσεις στα κέρδη τους μέσω των δεδουλευμένων, αν οι επιχειρήσεις έχουν υψηλή μόχλευση. Οι Iturriaga και Hoffmann (2005) τονίζουν τον ρόλο της παρακολούθησης και διακυβέρνησης της μόχλευσης καθώς θεωρούν ότι υπάρχει μια αρνητική σχέση μεταξύ της χρηματοδότησης του χρέους και της χρήση της διακριτικής ευχέρειας στις λογιστικές αποφάσεις των διευθυντών, δεδομένου ότι όσο μεγαλύτερη είναι η μόχλευση τόσο πιο καλά εφαρμόζεται ο έλεγχος από τους δανειστές. Επίσης, πρότειναν ότι οι διευθυντές επιχειρήσεων με υψηλή μόχλευση έχουν λιγότερα

κίνητρα χειραγώγησης των κερδών τους διότι οι πιστωτές ενδιαφέρονται για την εξυπηρέτηση του χρέους και όχι για τα λογιστικά στοιχεία, πράγμα που σημαίνει ότι οι οικονομικές καταστάσεις έχουν μικρότερη σημασία ως προς το ενημερωτικό τους περιεχόμενο σε αυτήν την περίπτωση. Τα εμπειρικά ευρήματα των Iturriaga και Hoffmann (2005) υποστηρίζουν την εναλλακτική υπόθεση και αποκαλύπτουν μια σημαντική αρνητική επίδραση της μόχλευσης στην χειραγώγηση των κερδών. Ο Jelinek (2007) εξετάζει την επίδραση των αυξήσεων της μόχλευσης στην χειραγώγηση των κερδών, σε μια περίοδο πέντε ετών σε επιχειρήσεις που υποβάλλονται σε αυξήσεις μόχλευσης και σε μια ομάδα ελέγχου με επιχειρήσεις με σταθερά υψηλή μόχλευση. Τα αποτελέσματα δείχνουν ότι η αυξημένη μόχλευση σχετίζεται με την μείωση της χειραγώγησης των κερδών.

Και οι δύο πλευρές των επιχειρημάτων υποστηρίζονται από την θεωρία και τα αποδεικτικά στοιχεία υπέρ τους, αλλά δεν έχει δοθεί μιας οριστική απάντηση στο ερώτημα. Επιπλέον, πολλές μελέτες είτε απέτυχαν να βρουν στατιστικά σημαντικές αποδείξεις για την σχέση μεταξύ της μόχλευσης και τα μη κανονικά δεδουλευμένα, π.χ. όπως οι Chung και Kallapur (2003), ή παρέχουν μικτές ενδείξεις, όπως οι Shen και Chih (2007). Ως εκ τούτου, το ζήτημα της σύνδεσης μεταξύ της μόχλευσης και την χειραγώγησης των κερδών είναι ακόμα ανοιχτό. Η μελέτη αυτή συμβάλλει στην συνεχιζόμενη συζήτηση για τις επιπτώσεις της μόχλευσης στις λογιστικές αποφάσεις που βρίσκονται στην διακριτική ευχέρεια της διοίκησης εξετάζοντας το αποτέλεσμα της μόχλευσης σε ένα δείγμα επιχειρήσεων που έχουν το κίνητρο χειραγώγησης των κερδών.

## Κεφάλαιο 5<sup>ο</sup> Μεθοδολογία της έρευνας

### 5.1 Ερευνητική Μέθοδος

Στη παρούσα έρευνα έχουν συλλεχθεί δευτερογενή δεδομένα, δείκτες συγκεκριμένα από διάφορες εταιρείες.

Η ποσοτική έρευνα ήταν μονόδρομος καθώς είχαμε να ασχοληθούμε με δευτερογενή δεδομένα. Δεν ήταν εφικτό να γίνει ποιοτική έρευνα.

Το μοντέλο που υλοποιείται στην παρούσα μελέτη περιλαμβάνει 3 γραμμικές παλινδρομήσεις με ανεξάρτητη μεταβλητή τον λόγο των ξένων κεφαλαίων προς το σύνολο του ενεργητικού και εξαρτημένες μεταβλητές τα λειτουργικά κέρδη, την τιμή της μετοχής και την καθαρή θέση ανά μετοχή. Πιο συγκεκριμένα οι γραμμικές εξισώσεις είναι οι παρακάτω:

Λειτουργικά κέρδη=  $\alpha_1 + \alpha_2(\text{Λόγος ξένων κεφαλαίων προς το σύνολο του ενεργητικού}) + u$

Τιμή μετοχής=  $\alpha_1 + \alpha_2(\text{Λόγος ξένων κεφαλαίων προς το σύνολο του ενεργητικού}) + u$

Καθαρή θέση ανά μετοχή=  $\alpha_1 + \alpha_2(\text{Λόγος ξένων κεφαλαίων προς το σύνολο του ενεργητικού}) + u$

όπου  $u$  τα κατάλοιπα.

Τα δεδομένα αφορούν την περίοδο 12/31/96-12/30/11 και περιλαμβάνουν τέσσερις μεταβλητές, τα λειτουργικά κέρδη, την τιμή της μετοχής, την καθαρή θέση ανά μετοχή και το λόγο των ξένων κεφαλαίων προς το σύνολο του ενεργητικού.

## Κεφάλαιο 6<sup>ο</sup> Στατιστική ανάλυση

Πίνακας 1

Περιγραφικά στοιχεία και έλεγχος κανονικότητας των οικονομικών μεταβλητών για την περίοδο 12/31/96-12/30/11

	Λειτουργικά κέρδη	Τιμή μετοχής	Καθαρή θέση ανά μετοχή	Ο λόγος των ξένων κεφαλαίων προς το σύνολο του ενεργητικού
Mean	2.172933	1.214238	0.862842	0.321033
Median	1.431107	1.269669	0.922028	0.197516
Maximum	14.30036	1.960851	2.031625	198.9306
Minimum	-3.260000	0.227501	-0.853872	0.000000
Std. Dev.	3.145266	0.409799	0.554173	3.483892
Skewness	1.836988	-0.504578	-0.750791	43.15093
Kurtosis	7.628379	2.761970	4.324470	1937.440
Jarque-Bera Probability	31740.83 0.000000	977.1788 0.000000	3643.987 0.000000	3.41E+09 0.000000
Sum	47402.54	26488.60	18822.90	7003.344
Sum Sq. Dev.	215799.4	3663.340	6699.243	264767.5
Observations	21815	21815	21815	21815

Στον πίνακα 1 παρατηρούνται τα περιγραφικά στοιχεία τεσσάρων οικονομικών μεταβλητών, λειτουργικά κέρδη, τιμή μετοχής, καθαρή θέση ανά μετοχή και ο λόγος των ξένων κεφαλαίων προς το σύνολο του ενεργητικού. Στον πίνακα παρουσιάζονται δείκτες που αφορούν την μέση τιμή, την διάμεσο, την ελάχιστη και μέγιστη τιμή, την τυπική απόκλιση, την λοξότητα, την κύρτωση, το πλήθος των παρατηρήσεων, το άθροισμα των παρατηρήσεων, το άθροισμα ολικής μεταβλητότητας και ο έλεγχος κανονικότητας του Jarque Berra. Από τον έλεγχο αυτό προκύπτει ότι καμία μεταβλητή δεν ακολουθεί την κανονική κατανομή καθώς όλες τα p-values είναι μικρότερα του 0,01.

Πίνακας 2

Γραμμικό μοντέλο με εξαρτημένη μεταβλητή τα λειτουργικά κέρδη και προβλεπτικό παράγοντα το λόγο των ξένων κεφαλαίων προς το σύνολο του ενεργητικού, 12/31/96-12/30/11

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LEVERAGE	-0.008767	0.006112	-1.434394	0.1515
C	2.175494	0.021380	101.7559	0.0000
R-squared	0.000094	Mean dependent var		2.172679
Adjusted R-squared	0.000048	S.D. dependent var		3.144921
S.E. of regression	3.144844	Akaike info criterion		5.129498
Sum squared resid	215790.9	Schwarz criterion		5.130230
Log likelihood	-55963.38	Hannan-Quinn criter.		5.129736
F-statistic	2.057487	Durbin-Watson stat		0.330180
Prob(F-statistic)	0.151474			

Σύμφωνα με τον πίνακα 2 δεν είναι στατιστικά σημαντικός προβλεπτικός παράγοντας των λειτουργικών κερδών ο λόγος των ξένων κεφαλαίων προς το σύνολο του ενεργητικού ( $B=-,008767$ ,  $p=.1515$ ) Επίσης το γραμμικό μοντέλο που έχει δημιουργηθεί δεν είναι στατιστικά σημαντικό μέσω της ανάλυσης διασποράς που πραγματοποιήθηκε ( $F=2,057$ ,  $p=.1514$ ). Τα κριτήρια Akaike, Schwarz & Hannan είναι δείκτες σύγκρισης διαφορετικών μοντέλων μεταξύ τους, το μοντέλο με την μικρότερη τιμή είναι το ενδεδειγμένο για επιλογή.

### Πίνακας 3

Γραμμικό μοντέλο με εξαρτημένη μεταβλητή την καθαρή θέση ανά μετοχή και προβλεπτικό παράγοντα το λόγο των ξένων κεφαλαίων προς το σύνολο του ενεργητικού, 12/31/96-12/30/11

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LEVERAGE	0.007191	0.001076	6.683252	0.0000
C	0.860578	0.003762	228.7576	0.0000
R-squared	0.002041	Mean dependent var		0.862886
Adjusted R-squared	0.001995	S.D. dependent var		0.554225
S.E. of regression	0.553672	Akaike info criterion		1.655603
Sum squared resid	6696.029	Schwarz criterion		1.656334
Log likelihood	-18081.32	Hannan-Quinn criter.		1.655841
F-statistic	44.66586	Durbin-Watson stat		0.142050
Prob(F-statistic)	0.000000			

Σύμφωνα με τον πίνακα 3 είναι στατιστικά σημαντικός προβλεπτικός παράγοντας της καθαρής θέσης ανά μετοχή ο λόγος των ξένων κεφαλαίων προς το σύνολο του ενεργητικού ( $B=,0071$ ,  $p=.000$ ). Για μια μονάδα αύξηση των ξένων κεφαλαίων προς το σύνολο του ενεργητικού η καθαρή θέση αυξάνεται κατά ,00071. Επίσης το γραμμικό μοντέλο που έχει δημιουργηθεί είναι στατιστικά σημαντικό μέσω της ανάλυσης διασποράς που πραγματοποιήθηκε ( $F=44,66$ ,  $p=.000$ ). Σύμφωνα με την τιμή του Durbin Watson προκύπτει ότι υπάρχει πρόβλημα αυτοσυσχέτισης στο γραμμικό μοντέλο. Τα κριτήρια Akaike, Schwarz & Hannan είναι δείκτες σύγκρισης διαφορετικών μοντέλων μεταξύ τους, το μοντέλο με την μικρότερη τιμή είναι το ενδεδειγμένο για επιλογή.

### Πίνακας 4

Γραμμικό μοντέλο με εξαρτημένη μεταβλητή την τιμή μετοχής και προβλεπτικό παράγοντα το λόγο των ξένων κεφαλαίων προς το σύνολο του ενεργητικού, 12/31/96-12/30/11

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LEVERAGE	0.002465	0.000628	3.921512	0.0001
C	1.209308	0.002697	448.3956	0.0000
R-squared	0.000665	Mean dependent var		1.210166
Adjusted R-squared	0.000622	S.D. dependent var		0.408697
S.E. of regression	0.408570	Akaike info criterion		1.047778
Sum squared resid	3856.063	Schwarz criterion		1.048474
Log likelihood	-12100.88	Hannan-Quinn criter.		1.048004
F-statistic	15.37825	Durbin-Watson stat		0.314915
Prob(F-statistic)	0.000088			



Σύμφωνα με τον πίνακα 4 είναι στατιστικά σημαντικός προβλεπτικός παράγοντας της τιμής της μετοχής ο λόγος των ξένων κεφαλαίων προς το σύνολο του ενεργητικού ( $B=,0024$ ,  $p=.000$ ). Για μια μονάδα αύξηση των ξένων κεφαλαίων προς το σύνολο του ενεργητικού η τιμή της μετοχής αυξάνεται κατά ,0024. Επίσης το γραμμικό μοντέλο που έχει δημιουργηθεί είναι στατιστικά σημαντικό μέσω της ανάλυσης διασποράς που πραγματοποιήθηκε ( $F=15,37$ ,  $p=.000$ ). Σύμφωνα με την τιμή του Durbin Watson προκύπτει ότι υπάρχει πρόβλημα αυτοσυσχέτισης στο γραμμικό μοντέλο. Τα κριτήρια Akaike, Schwarz & Hannan είναι δείκτες σύγκρισης διαφορετικών μοντέλων μεταξύ τους, το μοντέλο με την μικρότερη τιμή είναι το ενδεδειγμένο για επιλογή.

## **Συμπεράσματα**

Από την παραπάνω ανάλυση προέκυψε ότι δεν είναι στατιστικά σημαντικός προβλεπτικός παράγοντας των λειτουργικών κερδών ο λόγος των ξένων κεφαλαίων προς το σύνολο του ενεργητικού. Όμως είναι προβλεπτικός παράγοντας της τιμής της μετοχής και της καθαρής θέσης ανά μετοχή. Πιο συγκεκριμένα για μια μονάδα αύξησης των ξένων κεφαλαίων προς το σύνολο του ενεργητικού η τιμή της μετοχής αυξάνεται κατά ,0024 και η καθαρή θέση ανά μετοχή αυξάνεται κατά ,00071. Προκύπτει επομένως μια πρόθεση των επιχειρήσεων να αλλοιώσουν τα αποτελέσματά τους, προκειμένου να δείξουν μια διαφορετική εικόνα στην αγορά σε σχέση με τη κερδοφορία τους, αλλά και τη θέση που έχουν σε σχέση με τον ανταγωνισμό τους καθώς τα λειτουργικά τους κέρδη δεν σχετίζονται καθόλου με τα ξένα κεφάλαια που χρησιμοποιούν οι εταιρείες.

Στο μέλλον θα ήταν ενδιαφέρον να ερευνηθεί η πρόθεση των επιχειρήσεων να αποκρύπτουν την αληθινή οικονομική τους κατάσταση περιλαμβάνοντας και άλλους παράγοντες όπως ο βραχυπρόθεσμος και ο μακροπρόθεσμος δανεισμός τους, το επίπεδο της φορολογίας και το οικονομικό κλίμα, αν η οικονομία βρίσκεται σε ύφεση ή όχι. Επιπλέον θα ήταν ενδιαφέρον να εξετάσουμε τι γίνεται ανά κλάδο επιχειρήσεων όχι μόνο για να έχουμε μια καλύτερη εικόνα αλλά επειδή θα είχαμε με αυτό τον τρόπο περισσότερα αξιόπιστα αποτελέσματα, η στατιστική ανάλυση στο σύνολο των επιχειρήσεων μπορεί να οδηγηθεί σε εσφαλμένα συμπεράσματα αν δεν έχει ερμηνευθεί κατάλληλα το μέρος της μεταβλητότητας που οφείλεται σε συγκεκριμένους παράγοντες.

## Βιβλιογραφία

- Adrian, T., Shin, H. S., (2010), Liquidity and leverage, *Journal of financial intermediation*, 19(3), 418-437.
- Ahmed, K., & Falk, H. (2009). The riskiness of future benefits: The case of capitalization of R&D and capital expenditures. *Journal of International Accounting Research*, 8(2), 45-60.
- Ahn, S., Denis, D. J., Denis, D. K., (2006), Leverage and investment in diversified firms, *Journal of Financial Economics*, 79(2), 317-337.
- Ali, A., Shah, A., Jan, F. A., (2015), Leverage, Ownership Structure and Firm Performance: Evidence from Karachi Stock Exchange. *Journal Of Management Info*, 6(1), 1-19.
- Alsharairi, D., (2012), Does high leverage impact earnings management? Evidence from non-cash mergers and acquisitions.
- Alsharairi, M., Salama, A., (2012), Does High Leverage Impact Earnings Management, 17-33.
- Antzoulatos, A. A., Thanopoulos, J., Tsoumas, C., (2008), Financial System Structure and Change-1986-2005 Evidence from the OECD Countries. *Journal of Economic Integration*, 977-1001.
- Assih, P., Baridwan, Z., Kusurna, I. W., Supriyadi, S., Gudono, G., (2013), The Effect Of Investment Opportunity Set On The Association Between Incentives And Earnings Management Level. *The International Journal of Accounting and Business Society*, 14(1).
- Baker, S. H., (1973), Risk, leverage and profitability: an industry analysis. *The Review of economics and Statistics*, 503-507.
- Ball, R., (2013), Accounting informs investors and earnings management is rife: Two questionable beliefs, *Accounting Horizons*, 27(4), 847-853.
- Bartov, E., F.A., Gul, J. Tsui, (2000), Discretionarythe accruals models and audit qualifications, *Journal of Accounting and Economics*, 30: 421-452.

- Bartov, E., (1993), The timing of asset sales and earnings manipulation. *The Accounting Review* 68: 840-855
- Bens et al.
- Beatty, A., Weber, J., (2003), The Effects of Debt Contracting on Voluntary Accounting Method Changes, *The Accounting Review*, 78(1), 119–142
- Beaudoin, C. A., Cianci, A. M., Tsakumis, G. T., (2015), The Impact of CFOs' Incentives and Earnings Management Ethics on their Financial Reporting Decisions: The Mediating Role of Moral Disengagement. *Journal of Business Ethics*, 128(3), 505-518.
- Becker, C. L., M. L., DeFond, (1998), "The Effect of Audit Quality on Earnings Management." *Contemporary Accounting Research* 15(1): 1-24.
- Christie και Zimmerman, 1994
- Bens, D. A., V., Nagar, D.J., Skinner, M. H. F. Wong, (2003) Employee stock options, EPS dilution, and stock repurchases. *Journal of Accounting & Economics* 36: 51-90.
- Berger, P. G., Ofek, E., Yermack, D. L., (1997), Managerial entrenchment and capital structure decisions. *Journal of Finance*, 1411-1438.
- Biswas, D., (2015), The Effect of Portfolio Diversification Theory: Study on Modern Portfolio Theory of Stock Investment in the National Stock Exchange. *Splint International Journal of Professionals*, 70.
- Brealey, R. A., (2012), *Principles of corporate finance*. Tata McGraw-Hill Education.
- Brigham, E., & Daves, P., (2012), *Intermediate financial management*. Cengage Learning.
- Brigham, E., Ehrhardt, M., (2013), *Financial management: theory & practice*. Cengage Learning.
- Bushee, B., (1998), The influence of institutional investors on myopic R&D investments behaviour. *The Accounting Review* 73: 305-333.
- Butler, A. W., Cornaggia, J., Grullon, G., Weston, J. P., (2011), Corporate financing decisions, managerial market timing, and real investment. *Journal of Financial Economics*, 101(3), 666-683.
- Cavitch, Z., (2014), *Business Trusts* (Vol. 2). Business Organizations with Tax Planning

- Chang, W. J., L. T., Chou, H. W., Lin, (2003), Consecutive changes in insider holdings and earnings management. *The International Journal of Accounting Studies*, 37: 53-83.
- Cheng, S., (2004), R&D Expenditures and CEO Compensation. *The Accounting Review* 79: 305-328
- Christensen, J., (2010), Accounting errors and errors of accounting. *The Accounting Review*, 85(6), 1827-1838.
- Cohen, D., A. Dey, T. Lys, (2007), Real and Accrual Based Earnings Management in the Pre and Post Sarbanes Oxley Periods. Working Paper, Business School New York University New York, School of Business University of Chicago.
- Cohen, J. A., (2011), *Intangible assets: valuation and economic benefit* (Vol. 273), John Wiley & Sons.
- Cornett, M. M., A. J., Marcus, H. Tehranian, (2008), Corporate governance and pay-for-performance The impact of earnings management. *Journal of Financial Economics*, 87: 357-373
- Dang, V. A., (2011). Leverage, debt maturity and firm investment: An empirical analysis. *Journal of Business Finance & Accounting*, 38(1 - 2), 225-258.
- DeAngelo, L., (1986) Accounting numbers as market valuation substitutes: A study of management buyouts of public stockholders. *The Accounting Review*, 61: 400-420.
- Dechow, P. M., D. J., Skinner, (2000), Earnings management: reconciling the views of accounting academics, practitioners, and regulators, *Accounting Horizons* 14: 235-250.
- Dechow, P. M., R. Sloan, A. Sweeney, (1996), Cause and consequences of earnings manipulation: An analysis of firms subject to enforcement actions by the SEC, *Contemporary Accounting Research*, 13: 1-36
- Dechow, P. M., R. Sloan, A. Sweeney, (1996), Cause and consequences of earnings manipulation: An analysis of firms subject to enforcement actions by the SEC, *Contemporary Accounting Research*, 13: 1-36

- DeFond, M. L., J. Jiambalvo, (1994), "Debt covenant violation and manipulation of accruals," *Journal of Accounting & Economics* 17(1/2): 145-176, Gu et al. (2005)
- Degeorge, F., J. Patel, R. Zeckhauser, (1999), Earnings Management to Exceed Thresholds, *Journal of Business*, 72(1): 1-33.
- Denis, D. J., Denis, D. K., (1993), Managerial Discretion, Organizational Structure and Corporate Performance. *Journal of Accounting and Economics*, 16, 209-236.
- Dichev, I. D., Graham, J. R., Harvey, C. R., Rajgopal, S., (2013), A Guide to Earnings Quality. *Available at SSRN 2347428*.
- Dichev, I. D., Skinner, D. J., (2002), Large-Sample Evidence on the Debt Covenant Hypothesis, *Journal of Accounting Research*, 40(4), 1091-1123.
- Dimitrov, V., Jain, P. C., (2006), The value relevance of changes in financial leverage, *Available at SSRN 708281*.
- Dorfman, M. S., Cather, D., (2012), *Introduction to risk management and insurance*. Pearson Higher Ed.
- Eckel, N., (1981), The income smoothing Hypothesis Revisited, *Abacus*, 17: 28-40
- Ewert, R., A. Wagenhofer, (2005), Economic effects of tightening accounting standards to restrict earnings management. *The Accounting Review* 80: 1101-1124
- Faff, R., Gray, S., Tan, K. J. K., (2015), A Contemporary View of Corporate Finance Theory, Empirical Evidence and Practice. *Empirical Evidence and Practice*
- Fayyad, U., R. Uthwrsusamy, (1996), Data Mining and Knowledge Discovery in Databases *Communication of ACM*
- Firth, M., Rui, O. M., Wu, W., (2011), Cooking the books: Recipes and costs of falsified financial statements in China. *Journal of Corporate Finance*, 17(2), 371-390.
- García, L. S., Barbadillo, E. R., Pérez, M. O., (2012), Audit committee and internal audit and the quality of earnings: empirical evidence from Spanish

- companies. *Journal of Management & Governance*, 16(2), 305-331.
- George, T., Hwang, C. Y., (2007), Leverage, financial distress and the cross section of stock returns, *Journal of financial economics*.
- Ghellab, G., Παπαδάκης, Κ., (2011), «Η πολιτική της οικονομικής προσαρμογής: Μονομέρεια κράτος ή κοινωνικό διάλογο», ΔΟΕ, σελ. 81-91, 2011.
- Ghosh, A., Jain, P. C., (2000), Financial Leverage Changes Associated with Corporate Mergers, *Journal of Corporate Finance*, 6 (4), 377–402
- Gomes, J. F., Schmid, L., (2010), Levered returns, *The Journal of Finance*, 65(2), 467-494.
- Grauwe P., De., Moesen, W., (2009), "Κέρδη για όλους: Μια πρόταση για ένα κοινό Euro Bond," *Intereconomics*, Vol. 44, No. 3, σελ. 132-141, 2009
- Grauwe, P. D., (2012), "Η ελληνική κρίση και το μέλλον της Ευρωζώνης" *Intereconomics*, Vol.. 45, no. 2, σελ. 89-93, 2009
- Gunny, K., (2010), The Relation between Earnings Management Using Real Activities Manipulation and Future Performance: Evidence from Meeting Earnings Benchmarks. *Contemporary Accounting Research*, 27(3), 855-888
- Halling, M., Yu, J., Zechner, J., (2014), Leverage dynamics over the business cycle, In *AFA 2012 Chicago Meetings Paper*.
- Hazarika, S., Karpoff, J. M., Nahata, R., (2012), Internal corporate governance, CEO turnover, and earnings management. *Journal of Financial Economics*, 104(1), 44-69.
- Healy, P. M., Wahlen, J. M., (1999), A Review of the Earnings Management Literature and its Implications for Standard Setting, *Accounting Horizons*, 13(4), 365-383.
- Healy, P. M., J. M. Wahlen, (1999), A review of the earnings management literature and its implications for standard setting, *Accounting Horizons*, 13(4): 365-363.
- Healy, P. M., (1985), The effect of bonus schemes on accounting decisions. *Journal of Accounting and Economics*, 7: 85-107

- Herrmann, D., I. Tatsuo, B.,T. Wayne, (2003), The Sale of Assets to Manage Earnings in Japan, *Journal of Accounting Research* 41: 89–108.
- Hillier, D., Grinblatt, M., Titman, S., (2011), *Financial markets and corporate strategy* (No. 2nd Eu), McGraw-Hill.
- Hillier, D., Grinblatt, M., Titman, S., (2011), *Financial markets and corporate strategy* (No. 2nd Eu), McGraw-Hill.
- Hribar, P., N. Jenkins, W. Johnson, (2006) Stock repurchases as an earnings
- Ineichen, A., (2015), Hedge Funds and Risks in the Diversified Investment Portfolio, In *CFA Institute Conference Proceedings Quarterly*, Vol. 32, No. 3, pp. 1-8. CFA Institute.
- Iturriaga, F. J. L., P. S. Hoffmann, (2005), "Managers Discretionary Behaviour, Earnings Management and Internal Mechanisms of Corporate Governance: Empirical Evidence from Chilean Firms." *Corporate Ownership & Control* 3(1): 17-29.
- Jackson, S. B., and W. E. Wilcox, (2000), Do managers grant sales price reductions to avoid losses and declines in earnings and sales? *Quarterly Journal of Business and Economics* 39:3.
- Jaggi, B., Lee, P., (2002), Earnings Management Response to Debt Covenant Violations and Debt Restructuring, *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 295-324.
- Jelinek, K., (2007), The Effect of Leverage Increases on Earnings Management. *Journal of Business & Economic Studies*, 13(2), 24-46.
- Jensen, M. C., (1986), Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers, *American Economics Review*, 76(2), 323-329
- Jones, J. J., (1991), Earnings management during import relief investigations. *Journal of Accounting Research*, 29: 193-228.
- Kaminski, K. A., Sterling Wetzell, T., Guan, L., (2004), Can financial ratios detect fraudulent financial reporting?. *Managerial Auditing Journal*, 19(1), 15-28.
- Ke, B., (2001), "Why Do CEOs of Publicly Traded Firms Prefer Reporting Small Increases in Earnings and Long Duration of Consecutive Earnings



Increases?" SSRN eLibrary Accessed on 08OCT10.

- Kim, J. B., Sohn, B. C., (2012), Real versus Accrual-Based Earnings Management and Implied Cost of Equity Capital (October 20, 2015). Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1297938> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1297938>
- Kraemer-Eis, H., Lang, F., Gvetadze, S., (2013), European Small Business Finance Outlook.
- Larose, D. T., (2014), *Discovering knowledge in data: an introduction to data mining*, John Wiley & Sons.
- Leelakasemsant, C., (2015), Ownership concentration, equity liquidity, and capital structure: a case study on non-financial firms listed in the stock exchange of Thailand during years 2001-2011, *AU Journal of Management*, 12(2).
- Mamedova, I. Z., (2011), The Effect of Leverage Increases on Real Earnings Management. WP, SSRN Working Paper Series, available at: <http://ssrn.com/abstract=2846533> Accessed on 20 May.
- Matusik, S. F., Fitza, M. A., (2012), Diversification in the venture capital industry: leveraging knowledge under uncertainty. *Strategic Management Journal*, 33(4), 407-426.
- McLean, R. D., Zhao, M., (2014), The business cycle, investor sentiment, and costly external finance, *The Journal of Finance*, 69(3), 1377-1409.
- Melicher, R. W., Norton, E. A., (2013), *Introduction to finance: markets, investments, and financial management*. Wiley Global Education.
- Midgley, K., Burns, R. G., (2011), *Business Finance and The Capital Market*.
- Mohrman, M. B., (1996), "The Use of Fixed GAAP Provisions in Debt Contracts.", *Accounting Horizons* 10(3): 78-91.
- Muradoglu, G., Sivaprasad, S., (2009), An empirical analysis of capital structure and abnormal returns.
- Naser, K. H. (1993). *Creative financial accounting: its nature and use*. prentice Hall.
- Ogiela, L., Ogiela, M. R., (2015), Computer-aided Knowledge Extraction and Management for Decision Supporting Processes, *ICNS 2015*, 100.

- Peirson, G., Brown, R., Easton, S., Howard, P., (2014), *Business finance*. McGraw-Hill Education Australia.
- Prawitt, D. F., J. Smith and D.A. Wood, (2009), Internal audit quality and earnings management, *The accounting review*, 84(4): 1255-1280
- Prawitt, D. F., J. Smith and D. A. Wood, (2009), Internal audit quality and earnings management. *The accounting review*, 84(4): 1255-1280
- Press, E. G., J. B. Weintrop, (1990), "Accounting-Based Constraints in Public and Private Debt Agreements.", *Journal of Accounting & Economics* 12(1-3): 65-95.
- Putniņš, T. J., Sauka, A., (2015), Measuring the shadow economy using company managers, *Journal of Comparative Economics*, 43(2), 471-490.
- Robb, A. M., Robinson, D. T., (2012), The capital structure decisions of new firms, *Review of Financial Studies*, hhs072.
- Ronen, J., & Yaari, V. (2008). *Earnings management*. Springer US.
- Roychowdhury, S., (2006), Earnings Management through Real Activities Manipulation, *Journal of Accounting and Economics*, 42 (3), 335-370
- Schipper, K. (1989). Commentary on earnings management. *Accounting horizons*, 3(4), 91-102.
- Scholtens, B., & Kang, F. C., (2013), Corporate social responsibility and earnings management: Evidence from Asian economies. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 20(2), 95-112.
- Sharma, A., Panigrahi, P. K., (2013), A review of financial accounting fraud detection based on data mining techniques, *arXiv preprint arXiv:1309.3944*.
- Shen, C. H., H. L. Chih, (2007), "Earnings Management and Corporate Governance in Asia's Emerging Markets." *Corporate Governance: An International Review* 15(5): 999-1021.
- Slemrod, J., Weber, C., (2012), Evidence of the invisible: toward a credibility revolution in the empirical analysis of tax evasion and the informal economy, *International Tax and Public Finance*, 19(1), 25-53.
- Song, C., (2010), Audit Recognition to Falsified Methods in Financial Statements

- of Listed Companies in China. *International Business Research*, 3(4), p241.
- Stiglitz, G., (2002), Παγκοσμιοποίηση και δυσαρέσκειες, η Νέα Υόρκη, το Norton και Εταιρεία.
- Sweeney, A. P., (1994), Debt Covenant Violations and Managers' Accounting Responses, *Journal of Accounting and Economics*, 17, 281-308.
- Uwuigbe, U., Uwuigbe, O. R., Bernard, O., (2015), Assessment of the Effects of Firms Characteristics on Earnings Management of Listed Firms in Nigeria, *Asian Economic and Financial Review*, 5(2), 218-228.
- Wahab, N. S. A., Holland, K., (2012), Tax planning, corporate governance and equity value, *The British Accounting Review*, 44(2), 111-124.
- Wasimullah, Toor, I. K., Abbas, Z. M., (2010), Can High Leverage Control the Opportunistic Behavior of Managers: Case Analysis of Textile Sector of Pakistan. *International Research Journal of Finance and Economics*, ISSN 140-2887, 47.
- Watts, R. L., J. L. Zimmerman, (1990), "Positive Accounting Theory: A Ten Year Perspective." *Accounting Review* 65(1): 131-156
- Wild, J. J., Bernstein, L. A., Subramanyam, K. R., & Halsey, R. F. (2004). *Financial statement analysis*. McGraw-Hill.
- Zamri, N., Rahman, R. A., Isa, N. S. M., (2013), The Impact of Leverage on Real Earnings Management, *Procedia economics and finance*, 7, 86-95.
- Zang, A. Y., (2011), Evidence on the trade-off between real activities manipulation and accrual-based earnings management. *The Accounting Review*, 87(2), 675-703.
- Zang, A. Y., 2007, Evidence on the Tradeoff between Real Manipulation and Accrual Manipulation. Working Paper, Simon School, University of Rochester
- Zéghal, D., Chtourou, S., Sellami, Y. M., (2011), An analysis of the effect of mandatory adoption of IAS/IFRS on earnings management. *Journal of*

- International Accounting, Auditing and Taxation*, 20(2), 61-72.
- Zhou, L., Lu, D., Fujita, H., (2015), The performance of corporate financial distress prediction models with features selection guided by domain knowledge and data mining approaches. *Knowledge-Based Systems*.
- Αργυρού Μ., Τσουκαλάς, J. D., (2011), «Η ελληνική κρίση χρέους: Πιθανό Αιτίες, Μηχανική και τα αποτελέσματα, "παγκόσμια οικονομία, Vol. 34, No. 2, σελ. 173 -191
- Κιόχος, Π., (1993), *Στατιστική*. Αθήνα: εκδόσεις Interbooks
- Μανεσιώτης, Β., (1990), “Παραοικονομία και Φοροδιαφυγή: Μια Πρώτη Διερεύνηση της Μεταξύ τους Σχέσης ”, στο *Παραοικονομία*, Ι. Βαβούρας (επιμ.), Εκδόσεις Κριτική.
- Μανεσιώτης, Β., (1994).,“Η Φοροδιαφυγή Στην Ελλάδα.” στο *Τα Δημόσια Οικονομικά Στην Ελλάδα*, Ν., Τάτσος (επιμ.). Εκδόσεις Σμπίλια.
- Παπαδάκης, Κ., (2010), «Αναδιάρθρωση των επιχειρήσεων μέσω του κοινωνικού διαλόγου: Κοινωνικά υπεύθυνων πρακτικών σε περιόδους κρίσης, "Έγγραφο εργασίας αριθ. 19, Γενεύη, ILO.
- Παπαδάκης, Κ., (2010), Αναδιάρθρωση των επιχειρήσεων μέσω του κοινωνικού διαλόγου: Κοινωνικά υπεύθυνων πρακτικών σε περιόδους κρίσης, "Έγγραφο εργασίας αριθ. 19, Γενεύη, ILO.
- Τάτσος, Ν., Γκάνος Γ., Μανίκα, Β., Τραγάκη, Αλ., Χριστόπουλος Δ., (2001), “Παραοικονομία και φοροδιαφυγή στην Ελλάδα.” *IOBE*, Εκδόσεις Παπαζήση.
- Υπουργείο Οικονομίας και Οικονομικών, (2007), Ετήσια Έκθεση 2006. Υπηρεσία Ειδικών Ελέγχων.
- Υπουργείο Οικονομίας και Οικονομικών, (2008), Διεξαγωγή πολυμερών ελέγχων με άλλα κράτη μέλη της Ε.Ε. για την πάταξη της φοροδιαφυγής στον ενδοκοινοτικό ΦΠΑ και της απάτης τύπου Καρουζέλ. Γενική Γραμματεία Φορολογικών & Τελωνειακών Θεμάτων. Γενική Διεύθυνση Φορολογίας.