



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

Διπλωματική Εργασία

**Εμπειρική ανασκόπηση και εμπειρική διερεύνηση της
διαχείρισης κερδών σε δείγμα αμερικάνικων
επιχειρήσεων που είναι εισηγμένες στο
χρηματιστηριακό δείκτη NYSE**

Ιωάννης Εμμανουήλ Δουλγεράκης

Πειραιάς, 2016

Αφιερώνεται στην οικογένεια μου

Διαχείριση Κερδών σε Αμερικάνικες Επιχειρήσεις

Δουλγεράκης Ιωάννης

Σημαντικοί Όροι: Κέρδη, Δεδουλευμένα, Λειτουργικές δραστηριότητες, Μόχλευση, Αμοιβή ελεγκτών,

Περίληψη

Τα κέρδη τη σημερινή εποχή αποτελούν ίσως το πιο σημαντικό δείκτη σύμφωνα με τον οποίο κρίνεται η πορεία της επιχείρησης καθώς και τα στελέχη τα οποία εργάζονται σε αυτή. Επιπλέον τα κέρδη απασχολούν ένα ευρύ φάσμα ενδιαφερόμενων γύρω από την επιχείρηση όπως τα ανώτατα στελέχη, τους μετόχους και τους χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς. Ως συνέπεια, τα ανώτατα στελέχη προβαίνουν σε ενέργειες προκειμένου να διαχειρισθούν τα κέρδη και να παρουσιάσουν μια εικόνα διαφορετική από την πραγματική προκειμένου να πείσουν διάφορες ενδιαφερόμενες ομάδες της επιχείρησης πως η επιχείρηση λειτουργεί με τον δέοντα τρόπο.

Το συγκεκριμένο φαινόμενο (διαχείριση κερδών) παρουσιάζει εξαρση τα τεύτσια έτη. Τα ανώτατα στελέχη προκειμένου να εμπλακούν με τη διαχείριση κερδών έχουν στη διάθεση τους δύο επιλογές, είτε να χειραγωγήσουν τα δεδουλευμένα είτε να χειραγωγήσουν τις πραγματικές δραστηριότητες της επιχείρησης, προκειμένου να εμφανίσουν τα αποτελέσματα τα οποία επιθυμούν. Στη συγκεκριμένη μελέτη στο εμπειρικό κομμάτι εξετάζω τη χειραγωγήση των δεδουλευμένων. Προκειμένου να εντοπίσω τα διακριτικά δεδουλευμένα χρησιμοποιώ το τροποποιημένο μοντέλο της Jones.

Ο κύριος στόχος της συγκεκριμένης εργασίας είναι να εξετάσει κατά πόσο συγκεκριμένες μεταβλητές επηρεάζουν το συγκεκριμένο φαινόμενο (διακριτικά δεδουλευμένα). Οι μεταβλητές οι οποίες εξετάζονται είναι η μόχλευση, η αμοιβή των ελεγκτών και οι αμοιβές που συνδέονται στελέχη της ελεγκτικής επιτροπής αλλά δεν αφορούν ελεγκτές, τις ελεύθερες ταμειακές ροές, τη μερισματική απόδοση, την απόδοση ιδίων κεφαλαίων και το σύνολο του ενεργητικού. Τα αποτελέσματα που προκύπτουν από την έρευνα αφορούν τη σχέση των μεταβλητών με τη διαχείριση κερδών και τέλος απαντούν εάν οι συγκεκριμένες μεταβλητές είναι στατιστικά σημαντικές ή όχι.

Ευχαριστίες

Πριν την παρουσίαση των αποτελεσμάτων της παρούσας διπλωματικής εργασίας, αισθάνομαι την υποχρέωση να ευχαριστήσω ορισμένους από τους ανθρώπους που έπαιξαν πολύ σημαντικό ρόλο στην πραγματοποίησή της.

Πρώτο από όλους θέλω να ευχαριστήσω τον επιβλέποντα καθηγητή της διπλωματικής εργασίας, Επίκουρο Καθηγητή Ζήση Βασίλειο για την πολύτιμη καθοδήγηση του καθώς και για την εμπιστοσύνη και εκτίμηση που μου έδειξε καθ' όλη την διάρκεια εκπόνησης της εργασίας.

Στη συνέχεια, θα ήθελα να ευχαριστήσω τους ανθρώπους που ήταν κοντά μου τη συγκεκριμένη χρονική περίοδο καθώς μου πρόσφεραν την ηθική συμπαράσταση για την ολοκλήρωση της μεταπτυχιακής μου εργασίας.

Κατάσταση Πινάκων

Τίτλος	Σελίδα
Τελικές επιχειρήσεις του δείγματος	200-201
Παρουσίαση Descriptive statistics για τις μεταβλητές του δεύτερου μοντέλου	205
Παρουσίαση παρουσίασης αποτελεσμάτων δεύτερου μοντέλου	206

Κατάσταση Διαγραμμάτων

Κατάσταση Διαγραμμάτων	Τίτλος	Σελίδα
Διάγραμμα 1	Ιστόγραμμα για το πρώτο χρηματοοικονομικό όριο, Ιστόγραμμα	89
Διάγραμμα2	Ιστόγραμμα για την αλλαγή στα κέρδη ανά μετοχή	90
Διάγραμμα3	Ιστόγραμμα για τα λάθη των αναλυτών αναφορικά με τα κέρδη ανά μετοχή	91

Κατάσταση ακρωνυμίων

Κατάσταση ακρωνυμίων	Πλήρης Τίτλος	Σελίδα
AB	Accrual- based Earnings Management	60,71148,149,188,189,190,198
RM	Real Earnings Management	45,46,47,48,52,57,58,59,60,61,62,63,64,65,66,69,70,72,148,149,155,188,189,190
GAAP	General Accepted Accounting Principles	16,17,27,28,29,30,53,67,69,70,88,112
FASB	Financial Accounting Standard Board	16,80
SEO	Season Equity Offering	11,15,142,143,144,145,146,147,148,149,150
MBO	Management Buyout Offer	11,15,142,150,151,152,153,154,155,156,157,158,160,161
IPO	Initial Public Offering	15,142,166,168,169,170,171,172,173,174
ETR	Effective Tax Rate	101,103,112

TRA	Tax Reform Act	104,105,106,108
ΔΣ	Διοικητικό Συμβούλιο	109,110,111,112

Περιεχόμενα

Περίληψη	iii
Κατάσταση Πινάκων	v
Κατάσταση Διαγραμμάτων	v
Κατάσταση ακρωνυμίων	v
Εισαγωγή	4
Κεφάλαιο 1 ^ο : Διαχείριση των δεδουλευμένων	7
1.1 - Εισαγωγή	7
1.2 - Διαχωρισμός των δεδουλευμένων και οι επιμέρους ορισμοί	9
1.3 - Ποίος παράγοντας κινητοποιεί τους μάνατζερς να επιλέξουν την χειραγώγηση των δεδουλευμένων ως μέσο για τη διαχείριση κερδών?	10
1.4 - Τα δεδουλευμένα και οι ταμειακές ροές ως μέτρα απόδοσης της επιχείρησης. .	14
1.5 - Μεταβλητές για παραβάσεις των γενικών παραδεκτών λογιστικών αρχών	18
1.6 - Μελέτες που συγκρίνουν την απόδοση των μοντέλων	22
Κεφάλαιο 1.6.1 - Παρουσίαση της πρώτης έρευνας	22
1.6.2 - Παρουσίαση αποτελεσμάτων της δεύτερης έρευνας	29
1.6.3 - Παρουσίαση αποτελεσμάτων της τρίτης και τελευταίας έρευνας σχετικά με την απόδοση των μοντέλων εύρεσης των δεδουλευμένων	31
1.7.1 - Επίλογος	36
Κεφάλαιο 2 ^ο : Χειραγώγηση πραγματικών Δραστηριοτήτων	37
2.1 - Εισαγωγή και Ορισμοί	37
2.2 - Βασικές τακτικές για χειραγώγηση πραγματικών δραστηριοτήτων.	38
2.3 - Η επιλογή των μάνατζερς ανάμεσα στις δύο επιλογές.	39
2.4 - Τρόπος εντοπισμού του φαινομένου.	40
2.5 - Παράγοντες που επηρεάζουν την έκταση του φαινομένου.	46
2.6 - Συνέπειες που προκύπτουν από την χειραγώγηση πραγματικών δραστηριοτήτων.	50
2.7 - Είναι τελικά η χειραγώγηση των πραγματικών δραστηριοτήτων μια καιροσκοπική επιλογή;	51
2.8 - Αποδείξεις ύπαρξης και περιπτώσεις εμφάνισης του φαινομένου	53
2.9 - Μπορούν οι επενδυτές και η αγορά να αναγνωρίσουν το φαινόμενο;	56
2.10 - Κόστη και οφέλη από κάθε μέθοδο διαχείρισης κερδών.	58
2.11 - Επίλογος	60
Κεφάλαιο 3 ^ο : The Sarbanes – Oxley Act	61

3.1- Εισαγωγή.....	61
3.2 - Το γεγονός και οι συνέπειες του.....	61
3.3 - Επίλογος.....	64
Κεφάλαιο 4 ^ο : Κίνητρα που οδηγούν στη διαχείριση κερδών	65
4.1 - Εισαγωγή.....	65
4.2 - Τρόπος αμοιβής των στελεχών	67
4.2.1 - Συνέπειες του φαινομένου	70
4.3 - Συμβάσεις χρέους.....	74
4.4 - Επίλογος.....	78
Κεφάλαιο 5 ^ο : Τα τρία βασικά χρηματοοικονομικά στοιχεία που απασχολούν τους μάνατζερς.	79
5.1 - Εισαγωγή.....	79
5.2 - Οι ετήσιοι χρηματοοικονομικοί στόχοι της επιχείρησης	79
5.3 - Γιατί ασχολούνται τα ανώτατα στελέχη με τους χρηματοοικονομικούς στόχους;84	
5.4 - Τρόποι να φτάσουν ή να ξεπεράσουν τα στελέχη τους χρηματοοικονομικούς στόχους και αποδείξεις πως οι μάνατζερς πετυχαίνουν τους τρεις σημαντικούς χρηματοοικονομικούς στόχους.	85
5.5 - Επίλογος.....	90
Κεφάλαιο 6 ^ο : Χρήση της διαχείρισης κερδών από τα ανώτατα στελέχη με απώτερο σκοπό την ελάττωση του φορου τον οποίο θα κληθεί να καταβάλλει η επιχείρηση	91
6.1 - Εισαγωγή.....	91
6.2 -Λόγοι για να εμπλακούν τα στελέχη στη διαχείριση κερδών μέσω της φορολογικής δαπάνης.	91
6.3 - Αποδείξεις πως τα στελέχη χρησιμοποιούν το φορολογικό ποσό στη διαχείριση κερδών.	92
6.4 - Λόγοι για να προβούν τα στελέχη σε αποφυγή φορολογίας.....	94
6.5 - Η διαχείριση κερδών ως αντίδραση των επιχειρήσεων στις φορολογικές αλλαγές στην Αμερική	96
6.6 - Η αναγνώριση απώλειας από τις επιχειρήσεις και τα οφέλη που απορρέουν από αυτή τη δημοσίευση με την αλλαγή του φορολογικού κώδικα.....	98
6.7 - Τα συμβόλαια και ο τρόπος αμοιβής των CEOs τους λειτουργούν ως κίνητρα για τα στελέχη.	100
6.8 - Διαχείριση κερδών, Φορολογική διαχείριση και η Σχέση τους με την εταιρική διακυβέρνηση.	102
6.9 - Επίλογος.....	105
Κεφάλαιο 7 ^ο : Προστασία του Επενδυτή και τρόποι που χρησιμοποιούνται με σκοπό την εξάλειψη του φαινομένου.....	106

7.1 - Εισαγωγή.....	106
7.2 - Η προστασία του επενδυτή σε διεθνή βάση	106
7.3 - Η εταιρική διακυβέρνηση και η σχέση της με τη διαχείριση κερδών. Ο ρόλος του διοικητικού συμβουλίου και της ελεγκτικής επιτροπής.	113
7.4 - Η δομή ιδιοκτησίας και η σχέση της με τη διαχείριση κερδών	119
7.5 - Η ελεγκτική επιτροπή, η ποιότητα του ελέγχου και η σχέση τους της με τη διαχείριση κερδών.	123
7.6 - Η επιλογή ελεγκτικής εταιρείας και η σύνδεση της επιλογής αυτής με την πιθανότητα εμφάνισης του φαινομένου.	130
7.7 - Η χρονική διάρκεια της θητείας των ελεγκτών και πως συνδέεται η παραμονή τους με τη διαχείριση κερδών.	132
7.8 - Επίλογος.....	133
Κεφάλαιο 8 ^ο : Συχνές περιπτώσεις στις οποίες εμφανίζεται το φαινόμενο	134
8.1 - Εισαγωγή.....	134
8.2 - Η απόδοση των επιχειρήσεων οι οποίες εμπλέκονται σε SEOs.	134
8.3 - Η διαχείριση κερδών γύρω από MBOs (Management Buyout Offers).	142
8.3.1 - Αρχική προσπάθεια της DeAngelo για να αποδείξει την ύπαρξη διαχείρισης κερδών γύρω από MBOs.	143
8.3.2 - Χρονική διάρκεια προετοιμασίας των MBOs.....	143
8.3.3 - Τα κίνητρα που οδηγούν στη διαχείριση κερδών.	144
8.3.4 - Τι άποψη είχαν οι επενδυτές και τι πραγματικά συνέβαινε?	147
8.3.5 - Επόμενες έρευνες οι οποίες κατάφεραν να αποδείξουν πως εμφανίζεται η διαχείριση κερδών στις MBOs.....	147
8.3.6 - Η χειραγώγηση στοιχείων του ισολογισμού ως εναλλακτική επιλογή των μάντζερς για τη διαχείριση κερδών. Πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα που απορρέουν από αυτή την επιλογή.....	149
8.4 - Οι συγχωνεύσεις-εξαγορές που χρηματοδοτούνται μέσω έκδοσης νέων μετοχών από την εξαγοράζουσα εταιρεία και η σχέση αυτών με τη διαχείριση κερδών	151
8.5 - Οι αρχικές δημόσιες εγγραφές και η διαχείριση κερδών.	160
8.6 - Τα μέσα ενημέρωσης και η σχέση τους με τη διαχείριση κερδών πριν από αυτές τις χρηματιστηριακές δραστηριότητες.	164
8.7 - Οι μη αναμενόμενες αλλαγές ανώτατης διοίκησης	170
8.7.1 - Εισαγωγή.....	170
8.7.2 - Διαχωρισμός αλλαγών ανώτατης διοίκησης.	171
8.7.3 - Λόγοι που οι μάντζερς πριν την απόλυση καταλήγουν στη διαχείριση κερδών.	174

8.7.4 - Λόγοι που ο επερχόμενος Διευθύνων Σύμβουλος εμπλέκεται σε διαχείριση κερδών.	175
8.7.5 - Οι ενέργειες και τα κίνητρα των CEOs τα υπόλοιπα έτη της θητείας τους	177
8.8 - Οι πολιτικές διασυνδέσεις και οι επιδράσεις που έχουν στις επιχειρήσεις σχετικά με τη διαχείριση κερδών	180
Κεφάλαιο 9 ^ο : Ερευνητική μεθοδολογία	184
9.1 - Εισαγωγή.....	184
9.2 - Παρουσίαση Υποθέσεων.....	184
9.3 - Επίλογος.....	188
Κεφάλαιο 10 ^ο : Το Δείγμα και τα Χαρακτηριστικά του καθώς και η κατασκευή του εξεταζόμενου μοντέλου.	189
10.1 - Εισαγωγή.....	189
10.2 - Το εξεταζόμενο δείγμα και βασικά χαρακτηριστικά του	189
10.3 - Υπολογισμός διακριτικών δεδουλευμένων	190
10.4 - Κατασκευή εξεταζόμενου μοντέλου και επεξήγηση των μεταβλητών του.	191
10.5 - Παρουσίαση τελικού δείγματος.....	192
10.6 - Επίλογος.....	195
Κεφάλαιο 11 ^ο : Εμπειρικά αποτελέσματα	196
11.1 - Εισαγωγή.....	196
11.2 -Παρουσίαση εμπειρικών αποτελεσμάτων	196
11.3 - Επίλογος.....	202
Κεφάλαιο 12 ^ο : Συμπεράσματα	203

Εισαγωγή

Ένα θέμα το οποίο έχει προκαλέσει το έντονο ενδιαφέρον τα τελευταία χρόνια τόσο για τους ακαδημαϊκούς όσο και σε ανώτατα στελέχη επιχειρήσεων αποτελεί η διαχείριση κερδών (Earnings Management). Προκειμένου να κατανοήσει κάποιος σε τι αναφέρεται το συγκεκριμένο φαινόμενο, το πρώτο βήμα είναι να μελετήσει τους ορισμούς οι οποίοι έχουν δοθεί για αυτό. Αρχικά η **Schipper** (1989,ρ.368) παραθέτει την ακόλουθη άποψη: η διαχείριση κερδών αποτελεί μια ουσιαστική παρέμβαση από την πλευρά της διοίκησης στην εξωτερική διαδικασία χρηματοοικονομικής πληροφόρησης, με απώτερο σκοπό να αποκομίσει κάποιο ιδιωτικό όφελος. Επόμενος αρκετά γνωστός ορισμός είναι ο ορισμός που έδωσαν στο φαινόμενο οι **Healy and Wahlen** (1999,ρ.368).

Σύμφωνα με το δικό τους ορισμό η διαχείριση κερδών λαμβάνει μέρος όταν τα διοικητικά στελέχη (managers) χρησιμοποιούν την κρίση τους στη χρηματοοικονομική πληροφόρηση και στη δόμηση των συναλλαγών προκειμένου να αλλάξουν οικονομικές εκθέσεις με σκοπό είτε να παραπλανήσουν ορισμένα ενδιαφερόμενα μέρη σχετικά με την υποκείμενη οικονομική επίδοση της επιχείρησης ή να επηρεάσουν αποτελέσματα που αφορούν συμβάσεις- συμβόλαια και έχουν την δυνατότητα να τα χειραγωγήσουν μέσω λογιστικών πρακτικών.

Ακόμη η **Schipper** (1989) ορίζει τη διαχείριση κερδών ως το γεγονός στο οποίο τα ανώτατα διοικητικά στελέχη εξασκούν στρατηγικά την διακριτική τους ευχέρεια πάνω στις οικονομικές καταστάσεις προκειμένου να επηρεάσουν τα κέρδη τα οποία εμφανίζει η επιχείρηση σε εξωτερικούς ενδιαφερόμενους. Τελευταίος ορισμός είναι ο ορισμός που παραθέτουν σε εισαγωγή του άρθρου τους (Earnings manipulations by real activities management and investors' perceptions) οι συγγραφείς **Cupertino, Martinez και o da Costa Jr** (2015). Οι συγκεκριμένοι συγγραφείς με τον όρο διαχείριση κερδών περιγράφουν το γεγονός κατά το οποίο οι μάντζερς λαμβάνουν την απόφαση να εμπλακούν σε λογιστικές μεθόδους ή να κατευθύνουν τις λειτουργικές δραστηριότητες με τέτοιο τρόπο ώστε να επηρεάσουν τα κέρδη της επιχείρησης με σκοπό να πετύχουν συγκεκριμένα χρηματοοικονομικά αποτελέσματα τα οποία υπάρχουν στις χρηματοοικονομικές δημοσιεύσεις.

Αφού έχουν παρουσιασθεί οι οροί για τη διαχείριση κερδών θα αναλυθεί ο τρόπος ανάπτυξης του κειμένου. Αρχικά η πρώτη ενότητα περιλαμβάνει τους δύο τρόπους με τους οποίους τα ανώτατα στελέχη χρησιμοποιούν τη διακριτική ευχέρεια που διαθέτουν πάνω στις λογιστικές καταστάσεις προκειμένου να καρπωθούν το προσωπικό όφελος που αναζητούν. Αρχικά ο πρώτος τρόπος που παρατηρήθηκε ήταν η διαχείριση των δεδουλευμένων (accrual-based earnings management). Ύστερα ο δεύτερος και τελευταίος τρόπος περιλαμβάνει τη χειραγώγηση από τους μάντζερς των λειτουργικών δραστηριοτήτων (real activities manipulation – real earnings management).

Η επόμενη ενότητα αφορά τους παράγοντες που είναι υπαίτιοι για την άνθιση του φαινομένου όπως ο τρόπος αμοιβής των CEO's ή τα χρηματοοικονομικά στοιχεία τα οποία είναι άρρηκτα συνδεδεμένα με την επιχείρηση και επιθυμούν οι CEO's να πετύχουν ή και να υπερκαλύψουν.

Στη συνέχεια ιδιαίτερο ενδιαφέρον παρουσιάζει η έντονη προσπάθεια των χρηματιστηριακών αγορών και κρατών προκειμένου να εξαλείψουν το φαινόμενο αυτό και με ποιούς τρόπους προσπαθούν να το επιτύχουν (ελεγκτικές επιτροπές , εταιρική

διακυβέρνηση και προστασία των επενδυτών). Τέλος, η τελευταία ενότητα πραγματεύεται περιστάσεις οι οποίες είναι ευνοϊκές για την εμφάνιση του φαινομένου όπως γεγονότα στη χρηματιστηριακή αγορά (SEO's, MBO's, IPO's), αλλαγές ανώτατης διοίκησης στην εταιρεία και σύνδεση της ανώτατης διοίκησης με πολιτικά πρόσωπα και διασυνδέσεις.

Ακόμη αξίζει να σημειωθεί ότι διάλεξα το συγκεκριμένο θέμα καθώς ασχολείται με παράγοντες οι οποίοι επηρεάζουν σημαντικά τη λειτουργία της επιχείρησης, όπως ο τρόπος αμοιβής του CEO και επιπλέον μελετάει τους χρηματοοικονομικούς στόχους πρέπει να πιάσει μια επιχείρηση κατά τη διάρκεια του έτους.

Κεφάλαιο 1^ο: Διαχείριση των δεδουλευμένων

1.1 - Εισαγωγή

Η πρώτη επιλογή η οποία χρησιμοποιήθηκε από τους μάντζερς προκειμένου να προβούν σε διαχείριση κερδών ήταν η χειραγώγηση των δεδουλευμένων. Η επιλογή αυτή τράβηξε το ενδιαφέρον των ερευνητών. Αρχικά οι **Dechow & Skinner** (2000) όρισαν ότι η διαχείριση των δεδουλευμένων συνεπάγεται τη χρήση από τους μάντζερς των λογιστικών επιλογών οι οποίες είναι μέσα στα όρια των γενικά αποδεκτών λογιστικών αρχών (GAAP) και οι οποίες αποσκοπούν είτε να αποκρύψουν την πραγματική χρηματοοικονομική απόδοση της επιχείρησης είτε να παρουσιάσουν μια πιο υγιή χρηματοοικονομική απόδοση από αυτή που υπάρχει πραγματικά. Ακόμη αξίζει να σημειωθεί ότι η διαχείριση των δεδουλευμένων δεν επιτυγχάνεται με την αλλαγή των υποκείμενων δραστηριοτήτων της επιχείρησης, αλλά μέσα από την επιλογή των λογιστικών μεθόδων χρησιμοποιούνται για την αναπαράσταση αυτών των δραστηριοτήτων .

Επιπλέον σύμφωνα με τους **Barton and Simco** (2002), η διαχείριση των δεδουλευμένων περιορίζεται από τις επιχειρηματικές λειτουργίες της επιχείρησης καθώς και από τις ενέργειες που αφορούν την ίδια την διαχείριση δεδουλευμένων τα προηγούμενα έτη. Στη συνέχεια όπως αναφέρεται στον FASB (1985, SFAC No6 para.139), η λογιστική των δεδουλευμένων προσπαθεί να καταγράψει τις χρηματοοικονομικές επιδράσεις σε μια οντότητα από συναλλαγές οι οποίες έχουν ταμειακές συνέπειες για αυτή, για τις περιόδους που οι συναλλαγές και τα γεγονότα έλαβαν χώρα και όχι όταν τα ταμειακά διαθέσιμα εισπράχθηκαν ή καταβλήθηκαν από την επιχείρηση. Αντίθετα με τις απόψεις των **Dechow and Skinner** (2000), σύμφωνα με τον FASB (1985, SFAC No 6 para 145.) η χειραγώγηση των δεδουλευμένων χρησιμοποιεί δεδουλευμένα, αναβολές και κατανομή των δραστηριοτήτων των οποίων ο στόχος είναι να συσχετίσουν έσοδα με έξοδα και κέρδη με ζημιές σε περιόδους ώστε να αντικατοπτρίζουν την πραγματική χρηματοοικονομική κατάσταση της επιχείρησης. Ως εκ τούτου ο βασικός ρόλος των δεδουλευμένων είναι να βοηθήσουν τους επενδυτές να κατανοήσουν την πραγματική χρηματοοικονομική απόδοση της επιχείρησης μέσω βασικών λογιστικών αρχών όπως της αναγνώρισης των εσόδων και της αρχής του συσχετισμού εσόδων-εξόδων (matching principle).

Στη συνέχεια, η διαχείριση κερδών μέσω χειραγώγησης των δεδουλευμένων περιλαμβάνει τη διαχείριση των κερδών εκ μέρους των μάνατζερς, οι οποίοι εκμεταλλεύονται τη λογιστική διακριτική ευχέρεια που τους επιτρέπουν οι γενικά αποδεκτές λογιστικές αρχές (GAAP) πάνω στις χρηματοοικονομικές εκθέσεις που δημοσιεύει η επιχείρηση. Έπειτα τα στελέχη τα οποία επιλέγουν τη διαχείριση των δεδουλευμένων προκειμένου να διαχειρισθούν τα κέρδη έχουν την δυνατότητα να προβούν σε δύο επιλογές. Αρχικά την υποεκτίμηση για έξοδα που αφορούν μη εξυπηρετούμενα δάνεια (bad debt expenses) και η επόμενη επιλογή είναι να καθυστερήσουν την διαγραφή περιουσιακών στοιχείων της επιχείρησης.

Επιπρόσθετα αξίζει να σημειωθεί ότι η χειραγώγηση των δεδουλευμένων δεν έχει άμεσες συνέπειες για τις ταμειακές ροές της επιχείρησης σε αντίθεση με τη διαχείριση πραγματικών δραστηριοτήτων της επιχείρησης, η οποία αποτελεί την άλλη επιλογή για διαχείριση κερδών. Ακόμη μπορεί η συγκεκριμένη επιλογή να μην έχει συνέπειες για τις ταμειακές ροές της επιχείρησης όμως το κόστος των ενεργειών της χειραγώγησης των δεδουλευμένων είναι ότι τα αποτελέσματα που έχουν οι ενέργειες τη στιγμή που γίνονται, αντιστρέφονται στο άμεσο μέλλον (επόμενο έτος συνήθως). Άρα η επιλογή των μάνατζερς να φουσκώσουν τα κέρδη μια χρονική στιγμή, μειώνει ως συνέπεια τα κέρδη της επόμενης χρήσεως.

Επιπλέον πρέπει να τονισθεί ότι η επιλογή των μάνατζερς να προβούν σε διαχείριση κερδών μέσω χειραγώγησης των δεδουλευμένων εμπεριέχει περισσότερο κίνδυνο να αποκαλυφθούν οι ενέργειες αυτές από ελεγκτές ή άλλους ενδιαφερόμενους για τη χρηματοοικονομική απόδοση της επιχείρησης σε σχέση με ενέργειες που αφορούν τη χειραγώγηση των πραγματικών δραστηριοτήτων της επιχείρησης. Αυτός είναι και ένας από τους κυριότερους ανασταλτικούς παράγοντες για την επιλογή της χειραγώγησης των δεδουλευμένων από τα διευθυντικά στελέχη καθώς η αποκάλυψη τέτοιου είδους ενεργειών θα έχει οδυνηρές συνέπειες τόσο για την επιχείρηση όσο και για τα ίδια τα στελέχη.

Τέλος η **Dechow et al.** (1995, σελίδα 203) ορίζει τα δεδουλευμένα ως τη διαφορά μεταξύ του καθαρού εισοδήματος και ταμειακών ροών από λειτουργικές δραστηριότητες.

1.2 - Διαχωρισμός των δεδουλευμένων και οι επιμέρους ορισμοί

Στη συνέχεια έντονο ενδιαφέρον παρουσιάζουν οι απόψεις των **Joshua Ronen και Varda Yaari** (2008) στο βιβλίο τους *Earnings Management, Emerging Insights in Theory, Practice, and Research* (2008 Springer Science+Business Media, LLC). Αρχικά οι συγγραφείς διαχωρίζουν τα δεδουλευμένα σε τρεις κατηγορίες: τα διακριτικά, τα μη διακριτικά και τις αντιστροφές (reversals) που οφείλονται σε ενέργειες σχετικές τα προηγούμενα έτη. Εδώ αξίζει να σημειωθεί ότι οι συγγραφείς παραθέτουν ότι οι ερευνητές που ασχολούνται με την διαχείριση κερδών δεν μπορούν να κατανοήσουν πλήρως τη σύνθεση των δεδουλευμένων. Ακόμη σχετικά με τα παραπάνω οι **Elgers, Pfeiffer και Porter** (2003, σελίδα 406), παραθέτουν ότι ένα πολύ σημαντικό πρόβλημα της διαχείρισης κερδών έγκειται στο γεγονός ότι δεν μπορούν οι ερευνητές να παρατηρήσουν ποιο μέρος των δεδουλευμένων αφορά στοιχεία τα οποία έχουν υποστεί ή όχι χειραγώγηση από την ομάδα διοίκησης της επιχείρησης.

Στη συνέχεια οι **Joshua Ronen και Varda Yaari** (2008) υποστηρίζουν ότι τα δεδουλευμένα προκύπτουν όταν υπάρχει ασυμφωνία μεταξύ της χρονικής στιγμής των ταμειακών ροών και της χρονικής στιγμής της λογιστικής αναγνώρισης της συναλλαγής. Ένα αξιοσημείωτο παράδειγμα αφορά την αναγνώριση των εσόδων. Για παράδειγμα τα έσοδα μπορεί να αναγνωριστούν, αργότερα από την αποστολή των μετρητών από τους πελάτες και προτού η επιχείρηση εξασφαλίσει τη συλλογή του χρηματικού ποσού από τους πελάτες. Έτσι λοιπόν η προκαταβολή δημιουργεί μία υποχρέωση που είναι γνωστή ως τα μη δεδουλευμένα έσοδα. Η τελική πληρωμή μειώνει το περιουσιακό στοιχείο που αποκαλείται εισπρακτέοι λογαριασμοί.

Εδώ αξίζει να τονισθεί ότι κατά τη συνολική διάρκεια ζωής της επιχείρησης, τα δημοσιευμένα έσοδα πρέπει να ισούνται με τις συνολικές (ακαθάριστες) ταμειακές εισροές και το σύνολο των δεδουλευμένων πρέπει να ισούται με μηδέν. Ο λόγος που συμβαίνει είναι επειδή τα δεδουλευμένα που αφορούν τα περιουσιακά στοιχεία και τις υποχρεώσεις αντιστρέφονται.

Έπειτα οι συγγραφείς στο βιβλίο τους παραθέτουν τους ορισμούς των διακριτικών και μη δεδουλευμένων καθώς και των αντιστροφών. Αρχικά ως μη διακριτικά δεδουλευμένα ορίζονται τα δεδουλευμένα που προκύπτουν από συναλλαγές που πραγματοποιούνται κατά την τρέχουσα περίοδο, οι οποίες είναι φυσιολογικές για το δεδομένο επίπεδο απόδοσης της επιχείρησης, την επιχειρηματική της στρατηγική, τις

βιομηχανικές συμβάσεις τις οποίες υπακούει, τα μακρο-οικονομικά γεγονότα που συμβαίνουν και άλλους οικονομικούς παράγοντες που την επηρεάζουν. Έπειτα ως διακριτικά δεδουλευμένα ορίζονται τα δεδουλευμένα που προκύπτουν είτε από συναλλαγές που πραγματοποιήθηκαν είτε από λογιστικούς χειρισμούς, οι οποίοι έγιναν προκειμένου οι μάνατζερς να διαχειριστούν τα κέρδη. Τέλος ως αντιστροφές (reversals) ορίζουν τα δεδουλευμένα που προέρχονται από συναλλαγές που πραγματοποιήθηκαν σε προηγούμενες περιόδους.

Υπάρχει όμως και άλλος ένας τρόπος να διαχωρισθούν τα συνολικά δεδουλευμένα. Η **Dechow et al.** (1995, σελίδα 203) υποστηρίζει ότι είναι δυνατός ο διαχωρισμός των συνολικών δεδουλευμένων σε δύο κύριες συνιστώσες: τα τρέχοντα (current) και τα μη κυκλοφορούντα (non-current) δεδουλευμένα. Τα τρέχοντα προσεγγίζονται από τη μεταβολή του κεφαλαίου κίνησης (πλην μετρητών) και τα μη κυκλοφορούντα δεδουλευμένα προσεγγίζονται από τις αποσβέσεις χρέους και πάγιων στοιχείων καθώς και από την ελάττωση εμπορευμάτων (depletion).

1.3 - Ποίος παράγοντας κινητοποιεί τους μάνατζερς να επιλέξουν την χειραγώγηση των δεδουλευμένων ως μέσο για τη διαχείριση κερδών?

Αρχικά ορισμένοι ερευνητές υποστηρίζουν ότι οι επιλογές των μάνατζερς να διαχειριστούν τα δεδουλευμένα είναι επιλογές οι οποίες είναι ευκαιριακές και ότι οι μάνατζερς προβαίνουν σε τέτοιου είδους ενέργειες προκειμένου να φουσκώσουν τα κέρδη τα οποία θα δημοσιεύσει η επιχείρηση. Στον αντίποδα οι **Watts and Zimmerman** (1986) και **Healy and Palepu** (1993) υποστηρίζουν ότι οι μάνατζερς προβαίνουν σε τέτοιου είδους ενέργειες προκειμένου να βελτιώσουν την ενημερωτική αξία των λογιστικών αριθμών που δημοσιεύει η επιχείρηση.

Στη συνέχεια οι μελέτες των **Subramanyam** (1996) και **Kasanen, Kinnunen και Niskanen** (1996) εξέτασαν τους λόγους για τους οποίους οι μάνατζερς επιλέγουν να χειραγωγήσουν τα λογιστικά δεδουλευμένα. Οι έρευνες αυτές έχουν αρκετό ενδιαφέρον για δύο βασικούς λόγους. Πρώτον, οι χρήστες των οικονομικών καταστάσεων ενδιαφέρονται για την ερμηνεία των διακριτικών δεδουλευμένων, δηλαδή σε ποιες περιπτώσεις οι αριθμοί αυτοί αυξάνουν ή μειώνουν την πληροφόρηση των δημοσιευμένων κερδών. Δεύτερον, υπάρχει η τάση από τους φορείς καθορισμού προτύπων να μειώσουν τη διακριτική ευχέρεια την οποία διαθέτουν οι μάνατζερς ως προς τη διαδικασία υποβολής χρηματοοικονομικών εκθέσεων. Ο λόγος που υπάρχει

αυτή η τάση είναι επειδή προφανώς οι φορείς βασίζονται στην υπόθεση ότι οι μάνατζερς ασκούν τη διακριτική τους ευχέρεια καιροσκοπικά. Εάν, αντιθέτως όμως οι μάνατζερς χρησιμοποιούν την κρίση τους προκειμένου να αυξηθεί η πληροφόρηση που υπάρχει για τα δημοσιευμένα κέρδη, τότε οι φορείς καθορισμού των προτύπων θα πρέπει να επανεξετάσουν την πολιτική τους.

Στη συνέχεια, ο **Subramanyam** (1996) διαπιστώνει ότι τα διακριτικά δεδουλευμένα συνδέονται με την τρέχουσα τιμή της μετοχής, τα μελλοντικά κέρδη και τις ταμειακές ροές. Επιπρόσθετα αξίζει να σημειωθεί ότι ο **Subramanyam** (1996) χρησιμοποιεί το μοντέλο της **Jones** (1991) για τη μέτρηση των διακριτικών δεδουλευμένων και τα συμπεράσματά του εξαρτώνται άμεσα από το πόσο καλά το συγκεκριμένο μοντέλο διαχωρίζει τα διακριτικά από τα μη διακριτικά δεδουλευμένα.

Ακόμη το κεντρικό θέμα της έρευνας του είναι εάν οι μάνατζερς επιλέγουν τα διακριτικά δεδουλευμένα για τη μεταφορά πληροφοριών ή αν τα επιλέγουν προκειμένου να προβούν σε καιροσκοπικές επιλογές. Προκειμένου να διερευνήσει αυτή την ερώτηση ο **Subramanyam** (1996) ελέγχει εάν οι εκτιμήσεις του για τα διακριτικά δεδουλευμένα βοηθούν στην ερμηνεία των παρακάτω στοιχείων. Αρχικά εάν βοηθούν στην εξήγηση της βραχυπρόθεσμης διακύμανσης της τιμής της μετοχής. Δεύτερον εάν βοηθούν στην πρόβλεψη των ταμειακών ροών και των κερδών. Τρίτον εάν βοηθούν στην πρόβλεψη της μεταβολής του μερίσματος. Τέταρτο και τελευταίο εάν βελτιώνουν την επιμονή και την προβλεψιμότητα των κερδών.

Ακολούθως ο συγγραφέας αφού εξέτασε τα παραπάνω κατέληξε στη διαπίστωση ότι τα διακριτικά δεδουλευμένα βοηθούν σε όλους τους παραπάνω παράγοντες. Ως εκ τούτου, κατέληξε στο συμπέρασμα ότι οι μάνατζερς χρησιμοποιούν τα διακριτικά δεδουλευμένα προκειμένου να αυξήσουν την πληροφόρηση των λογιστικών κερδών. Ωστόσο, επειδή τα συμπεράσματα βασίζονται πάνω στην εγκυρότητα του μοντέλου δεν θα πρέπει να υπάρχει καμία αμφιβολία ότι τα διακριτικά δεδουλευμένα έχουν μετρηθεί με σωστό τρόπο. Ο λόγος είναι ότι μια λάθος μέτρηση των διακριτικών δεδουλευμένων στην καλύτερη περίπτωση θα μειώσει την ισχύ των αποτελεσμάτων της έρευνας για την ανίχνευση της διαχείρισης κερδών. Τέλος στη χειρότερη περίπτωση μπορεί να καθοδηγήσει τον ερευνητή στο συμπέρασμα ότι δεν υπάρχει διαχείριση κερδών ενώ στη πραγματικότητα υφίσταται.

Επιπλέον λαμβάνοντας στην ονομαστική τους αξία τα ευρήματα του **Subramanyam** (1996) το αποτέλεσμα που προκύπτει είναι ότι τα διακριτικά δεδουλευμένα είναι κατατοπιστικά, αν και είναι λιγότερο κατατοπιστικά από τα μη διακριτικά δεδουλευμένα ή τις λειτουργικές ταμειακές ροές. Ωστόσο, τα αποτελέσματα είναι επίσης συνεπή με

μια σημαντική εναλλακτική εξήγηση, ότι το μοντέλο της **Jones** (1991) κατατάσσει λάθος τα διακριτικά και μη δεδουλευμένα

Το βασικό μεθοδολογικό ζήτημα στην έρευνα του **Subramanyam** (1996) είναι το πόσο καλά το μοντέλο της **Jones** κατατάσσει τα δεδουλευμένα σε διακριτικά και μη διακριτικά στοιχεία. Το συγκεκριμένο μοντέλο έχει χρησιμοποιηθεί εκτενώς στη διαχείριση κερδών και μπορεί να είναι η καλύτερη εναλλακτική λύση που διατίθεται ακόμα και σήμερα για τη εξέταση της ύπαρξης του φαινομένου. Για παράδειγμα, μια πρόσφατη δημοσίευση από τους **Dechow, Sloan και Sweeney** (1995) συγκρίνει πέντε ευρέως χρησιμοποιούμενα μοντέλα που εξετάζουν διακριτικά δεδουλευμένα. Στο συμπέρασμα που καταλήγει η συγκεκριμένη έρευνα είναι ότι το πρότυπο μοντέλο της **Jones (1991)** και το τροποποιημένο μοντέλο **Jones** από την **Dechow et al.**(1995) λειτουργούν καλύτερα από τα υπόλοιπα μοντέλα τα οποία εξετάζουν οι συγγραφείς του άρθρου. Παρόλα αυτά, όλα τα μοντέλα δίνουν παρόμοια αποτελέσματα. Επιπλέον, η **Dechow** (1995) αποδεικνύει ότι κανένα από αυτά τα μοντέλα δεν λειτουργεί πολύ καλά για την ανίχνευση της διαχείρισης κερδών, δηλαδή ότι τα μοντέλα γενικά στερούνται ισχύος. Αργότερα όμως γίνεται εκτενής αναφορά στο συγκεκριμένο άρθρο και τα αποτελέσματα του.

Ακόμη ο στόχος των μοντέλων που εξετάζουν τα διακριτικά δεδουλευμένα είναι να επιτρέπουν στον ερευνητή να διαχωρίσει τα συνολικά δεδουλευμένα σε στοιχεία διακριτικά και μη. Συγκεκριμένα το μοντέλο της **Jones** (1991) υποθέτει ότι τα μη διακριτικά δεδουλευμένα εξαρτώνται από την αλλαγή των εσόδων και το επίπεδο των ακινήτων, εγκαταστάσεων και εξοπλισμού (PPE). Το σκεπτικό είναι ότι οι ανάγκες για το κεφάλαιο κίνησης μιας επιχείρησης εξαρτώνται από τις πωλήσεις της, ενώ τα δεδουλευμένα που αφορούν την απόσβεση (και ίσως τον αναβαλλόμενο φόρο) εξαρτώνται από το επίπεδο των ακινήτων, εγκαταστάσεων και εξοπλισμού. Μόλις το μοντέλο εκτιμάται, ο ερευνητής χρησιμοποιεί τις προβλέψεις τιμών για την εκτίμηση των μη διακριτικών δεδουλευμένων. Εν τέλει οι εκτιμώμενοι συντελεστές για τα μη διακριτικά στοιχεία δείχνουν ότι το μοντέλο της **Jones** (1991) φαίνεται να λειτουργεί σε μερικό βαθμό.

Στη συνέχεια το αποτέλεσμα που προκύπτει από αυτή την έρευνα είναι ότι τα διακριτικά δεδουλευμένα που προκύπτουν από μοντέλο της **Jones** (1991) θα περιέχουν πιθανόν κάποια μη διακριτικά στοιχεία και στο μέτρο αυτό δεν αποτελεί έκπληξη ότι τα διακριτικά δεδουλευμένα συσχετίζονται με τις τιμές των μετοχών, τις μελλοντικές ταμειακές ροές, και άλλα μέτρα απόδοσης της επιχείρησης.

Έπειτα η μελέτη των *Kasanen, Kinnunen και Niskanen* (1996) ερευνά ένα διαφορετικό κίνητρο για τη διαχείριση κερδών. Οι συγγραφείς εξετάζουν κατά πόσον οι μάνατζερς ενός δείγματος από Φινλανδικές επιχειρήσεις προσαρμόζουν τα κέρδη της επιχείρησής τους σε ένα επίπεδο-στόχο όπου ταυτόχρονα είναι μεγάλος αρκετά ώστε να επιτρέψει την πληρωμή μερισμάτων τα οποία είναι ομαλά αυξανόμενα σε σχέση με τα περυσινά και ταυτόχρονα επιτρέπει στους μάνατζερς να ελαχιστοποιήσουν το φόρο εισοδήματος νομικών προσώπων. Σχετικά με τα παραπάνω οι συγγραφείς εντοπίζουν ισχυρές αποδείξεις ότι οι Φινλανδοί μάνατζερς θέτουν ως στόχο, κέρδη τα οποία ικανοποιούν τη ζήτηση των θεσμικών επενδυτών για μερίσματα. Το πρόβλημα έγκειται όμως στο γεγονός ότι οι συγγραφείς δεν καθιστούν σαφές εάν τα αποτελέσματα αυτά έχουν κάποια υπόσταση και σε άλλες χώρες.

Στη συνέχεια στις ΗΠΑ επικρατεί το σκεπτικό ότι η εταιρική μερισματική πολιτική αντικατοπτρίζει το παρελθοντικό, το τωρινό και ίσως το μελλοντικό επίπεδο κερδών. Η άποψη αυτή βασίζεται στην ιδέα που προτάθηκε αρχικά από τον *Lintner* (1956), ότι μάνατζερς διστάζουν να κόψουν τα μερίσματα, έτσι ώστε οι αλλαγές μερισμάτων αντιπροσωπεύουν μια καθυστερημένη αντίδραση στις μεταβολές των κερδών. Στη Φινλανδία ωστόσο, το αντίθετο φαίνεται πως ισχύει καθώς η ζήτηση για μερίσματα από τους θεσμικούς επενδυτές είναι τόσο ισχυρή που η μερισματική πολιτική της επιχείρησης ουσιαστικά οριοθετείται – θέτεται εξωτερικά της επιχείρησης. Ως αποτέλεσμα οι μάνατζερς προβαίνουν σε ενέργειες που αφορούν τη διαχείριση κερδών για να δικαιολογήσουν την απαιτούμενη πληρωμή του μερίσματος.

Επιπλέον οι *Kasanen, Kinnunen και Niskanen* (1996) παρέχουν ισχυρές αποδείξεις ότι οι μάνατζερς θέτουν ως στόχο κέρδη τα οποία να είναι ικανά να δικαιολογήσουν τις πληρωμές για τα μερίσματα στη Φινλανδία. Σχετικά με τα παραπάνω οι συγγραφείς παραθέτουν ότι η συμπεριφορά των δημοσιευμένων κερδών είναι συνεπής με τις προβλέψεις τους. Αυτό είναι ξεκάθαρο από κάποιες σχηματικές αποδείξεις που παραθέτουν οι συγγραφείς στην έρευνα τους. Τα κέρδη των επιχειρήσεων πλησιάζουν πολύ τα μερίσματα που ήθελαν οι μάνατζερς να παραχωρήσουν ειδικά πριν 1984, σύμφωνα με το επιχείρημα των συγγραφέων. Μετά το 1984, όμως, αυτές τις επιχειρήσεις φαίνεται να δημοσιεύουν κέρδη που ήταν παραπάνω από αυτά που θα έπρεπε να έχουν ως στόχο, γεγονός που υποδηλώνει ότι αυτές οι επιχειρήσεις ίσως πλήρωναν φόρους χωρίς λόγο.

Ακόμη υπάρχει άλλος ένας σαφής υπαινιγμός ότι η πορεία των δημοσιευμένων κερδών είχε την ίδια πορεία με τα μερίσματα (τουλάχιστον πριν από το 1984). Δεδομένου ότι τα μερίσματα μπορούν να πληρώνονται από τα τρέχοντα κέρδη και τα κέρδη εις νέον,

το αποτέλεσμα αυτό υποδηλώνει ότι είτε οι μάνατζερς αυτών των επιχειρήσεων πλήρωναν το σύνολο των κερδών της επιχείρησης τους ως μερίσματα είτε ότι οι μάνατζερς πλήρωναν τα μερίσματα μόνο από τα τρέχοντα κέρδη της περιόδου.

Επιπρόσθετα τα αποτελέσματα της έρευνας των **Kasanen, Kinnunen και Niskanen** (1996) παρέχουν ισχυρές αποδείξεις για ύπαρξη της διαχείρισης κερδών σε αντίθεση με μελέτες διαχείρισης κερδών οι οποίες έχουν αμερικάνικά δεδομένα, όπου οι ερευνητές συνήθως αγωνίζονται να βρουν αρκετή δύναμη ώστε να ανιχνεύσουν τη διαχείριση κερδών. Η διαφορά είναι το θεσμικό πλαίσιο. Στη Φινλανδία οι διαχειριστές έχουν ισχυρά κίνητρα για να διαχειρισθούν τα κέρδη και μια μεγάλη λογιστική διακριτική ευχέρεια πάνω στις χρηματοοικονομικές εκθέσεις.

Και τα δύο έγγραφα που αναλύονται παραπάνω παρέχουν στοιχεία σχετικά με τις επιλογές των μάνατζερς για τα λογιστικά δεδουλευμένα. Οι ερευνητές γενικά προσδιορίζουν αυτές τις επιλογές είτε ως επιλογές που έχουν στόχο την αύξηση της ενημέρωσης είτε ως ευκαιριακές επιλογές, έτσι ώστε η διευθυντική διακριτική ευχέρεια να αυξάνει ή μειώνει την «αξία του σήματος» των λογιστικών κερδών. Επιπλέον αξίζει να σημειωθεί ότι ο λόγος που οι μάνατζερς προβαίνουν σε συγκεκριμένες επιλογές σε δεδουλευμένα είναι ένα σημαντικό ζήτημα τόσο για ερευνητές που ασχολούνται με λογιστικά θέματα όσο και για τους χρήστες των οικονομικών καταστάσεων, καθώς και για τις λογιστικές ρυθμιστικές αρχές. Ο λόγος που απασχολεί όλες αυτές τις ομάδες είναι επειδή αφορά τον τρόπο με τον οποίο ερμηνεύονται οι αριθμοί που αφορούν τα λογιστικά κέρδη.

1.4 - Τα δεδουλευμένα και οι ταμειακές ροές ως μέτρα απόδοσης της επιχείρησης.

Τα κέρδη εκφράζουν περιληπτικά την απόδοση της επιχείρησης στο πλαίσιο της βάσης των δεδουλευμένων. Ο λόγος που τα κέρδη είναι σημαντικά είναι επειδή χρησιμοποιούνται από ένα ευρύ φάσμα ενδιαφερόμενων ομάδων προκειμένου να κατανοήσουν την χρηματοοικονομική απόδοση της επιχείρησης. Σύμφωνα με την **Dechow** (1994), ο πρωταρχικός ρόλος των δεδουλευμένων είναι να ξεπεραστούν τα προβλήματα που εμφανίζονται στη μέτρηση της εταιρικής επίδοσης όταν οι επιχειρήσεις βρίσκονται σε συνεχή λειτουργία.

Στη συνέχεια η **Dechow** (1994) παραθέτει δύο σημαντικές λογιστικές αρχές που καθοδηγούν την παραγωγή κερδών, είναι η αρχή της αναγνώρισης των εσόδων και η αρχή του συσχετισμού εσόδων και εξόδων (the matching principle). Η αρχή της αναγνώρισης των εσόδων απαιτεί τα έσοδα να αναγνωρίζονται όταν μια επιχείρηση έχει εκτελέσει όλες ή ένα σημαντικό μέρος των υπηρεσιών που πρέπει να παρέχει προς τον πελάτη και η πληρωμή από την μεριά του να είναι σχεδόν βέβαια. Η αρχή του συσχετισμού εσόδων και εξόδων απαιτεί οι δαπάνες σε μετρητά που συνδέονται άμεσα με έσοδα να καταχωρούνται στην ίδια περίοδο κατά την οποία η επιχείρηση αναγνωρίζει τα έσοδα. Με την χρήση αυτών των δύο αρχών, η διαδικασία των δεδουλευμένων αποσκοπεί στο να μετριάσει τα προβλήματα που αφορούν το συγχρονισμό και να συσχετίσει ταμειακές ροές και ως αποτέλεσμα τα κέρδη να αντικατοπτρίζουν την πραγματική απόδοση της επιχείρησης.

Ενώ αρχικά τα δεδουλευμένα είχαν σαν ρόλο να βοηθήσουν τις επιχειρήσεις να εκφράσουν τα πραγματικά τους κέρδη με τη χρήση τους, στη συνέχεια παρουσιάστηκε μια νέα σειρά από προβλήματα. Η πηγή του προβλήματος έγκειται στο γεγονός ότι η ομάδα διοίκησης διαθέτει συνήθως κάποια διακριτική ευχέρεια ως προς την αναγνώριση των δεδουλευμένων. Αυτή η διακριτική ευχέρεια μπορεί να χρησιμοποιηθεί από τη διοίκηση για δύο σκοπούς. Αρχικά μέσω των δεδουλευμένων έχει την δυνατότητα να σηματοδοτήσει τις ιδιωτικές πληροφορίες που γνωρίζει για το εσωτερικό και την χρηματοοικονομική απόδοση της επιχείρησης. Ο δεύτερος σκοπός που μπορεί να χρησιμοποιήσει η διοίκηση τα δεδουλευμένα είναι για χειραγωγήσει τα κέρδη καιροσκοπικά.

Όσον αφορά την μετάδοση των πληροφοριών προκειμένου να δώσει ένα σήμα στην αγορά (Signaling), ένα μεγάλο μέρος της βιβλιογραφίας όπως οι **Holthausen και Leftwich** (1983), **Watts και Zimmerman** (1986), **Holthausen** (1990) και οι **Healy και Palepu** (1993) υποστηρίζουν ότι η χρήση των δεδουλευμένων αναμένεται να βελτιώσει την ικανότητα των κερδών να εκφράζουν με ακρίβεια τη χρηματοοικονομική επίδοση της επιχείρησης εφόσον η ομάδα διοίκησης διαθέτει προφανώς ανώτερες πληροφορίες σχετικά με την ικανότητα δημιουργίας ταμειακών ροών της εταιρίας. Ως εκ τούτου, ένα αξιόπιστο σήμα από την πλευρά της διοίκησης θα μπορούσε να μειώσει την ασυμμετρία πληροφόρησης που παρατηρείται μεταξύ της ομάδας διοίκησης και των επενδυτών.

Ωστόσο, το πρόβλημα είναι ότι η ικανότητα των μάντζερς να χρησιμοποιήσουν την κρίση τους ώστε να χειραγωγήσουν ευκαιριακά τα δεδουλευμένα, θα καταστήσει τα κέρδη ως ένα λιγότερο αξιόπιστο δείκτη μέτρησης της επιχειρηματικής επίδοσης,

ωθώντας τους επενδυτές να διαλέξουν τις ταμιακές ροές για το κομμάτι της πληροφόρησης τους.

Επιπλέον η ανησυχία ότι οι μάνατζερς θα χρησιμοποιήσουν τις πληροφορίες που έχουν στη διάθεση τους καιροσκοπικά έχει ως αποτέλεσμα σύμφωνα με τους **Watts και Zimmerman** (1986) να εισάγονται συνεχώς κανόνες που να περιορίζουν τη διακριτική ευχέρεια των μάνατζερς πάνω στα δεδουλευμένα. Τέτοιους κανόνες αποτελούν οι λογιστικές συμβάσεις, όπως η αντικειμενικότητα, η επαληθευσιμότητα και η χρήση του μοντέλου ιστορικής αποτίμησης κερδών. Για παράδειγμα, οι δαπάνες μπορούν να κεφαλαιοποιηθούν μόνο όταν υπάρχουν αντικειμενικά και επαληθεύσιμα στοιχεία που να αποδεικνύουν ότι εξαιτίας των δαπανών αυτών θα πραγματοποιηθούν ταμιακές ροές.

Ο λόγος που τα δεδουλευμένα υποχρεούνται να είναι αντικειμενικά και επαληθεύσιμα είναι ότι μέσω αυτών των περιορισμών μειώνεται και η διακριτική ευχέρεια των μάνατζερς πάνω στα δεδουλευμένα. Επιπλέον μέσω αυτής της λογικής μειώνεται η χρησιμότητα των δημοσιευμένων κερδών σε περιπτώσεις όπου οι μάνατζερς διαθέτουν προσωπικές πληροφορίες σχετικά με την απόδοση της επιχείρησης και θα μπορούσε να αποκαλυφθούν αυτές μέσω των δημοσιευμένων κερδών. Ωστόσο, θα μειωθεί επίσης η πιθανότητα ότι η ομάδα διοίκησης θα μπορεί να δώσει ψευδείς πληροφορίες για ιδιωτικό όφελος.

Αυτό που αξίζει να σημειωθεί είναι ότι σε περίπτωση απουσίας των προβλημάτων που αφορούν την ασυμμετρία πληροφόρησης, τα εν λόγω παραδείγματα θα είναι δυσλειτουργικά καθώς περιορίζουν την ικανότητα των κερδών να εκφράσουν τη χρηματοοικονομική απόδοση της επιχείρησης. Ωστόσο, δεδομένου ότι ενέργειες της διοίκησης που αφορούν τη χειραγώγηση των κερδών δεν είναι πάντα ανιχνεύσιμες, τα συμβαλλόμενα μέρη (επενδυτές) επιθυμούν ένα μέτρο απόδοσης που να είναι αξιόπιστο (και να επαληθεύεται από ελεγκτές εάν χρειαστεί) έτσι ώστε να περιορίζει τη διαχείριση κερδών. Η διαδικασία των δεδουλευμένων είναι το αποτέλεσμα ενός συμβιβασμού μεταξύ συνάφειας και αξιοπιστίας σύμφωνα με τους **Ball** (1989) και **Watts and Zimmerman** (1986, σελίδα 206). Αυτό υποδηλώνει ότι τα κέρδη θα υποφέρουν επίσης από προβλήματα που αφορούν το συγχρονισμό και συσχέτιση εσόδων και εξόδων κατά μικρά χρονικά διαστήματα, αλλά σε μικρότερο βαθμό από ότι οι ταμιακές ροές.

Η ύπαρξη της ασυμμετρίας των πληροφοριών μεταξύ των μάνατζερς και των επενδυτών δημιουργεί μια ζήτηση για την ύπαρξη ενός μέτρου που θα μετράει γρήγορα την απόδοση της επιχείρησης. Το μέτρο αυτό μπορεί να χρησιμοποιηθεί για την

αξιολόγηση της ομάδας διοίκησης και ως πηγή πληροφοριών για τους επενδυτές και πιστωτές για την ικανότητα της επιχείρησης να δημιουργεί ροές. Το πρόβλημα έγκειται στο γεγονός ότι αν και η ομάδα διοίκησης είναι ο πιο ενημερωμένος συμβαλλόμενος για να υποβάλει έκθεση σχετικά με την απόδοση της επιχείρησης, επίσης αξιολογούνται και ανταμείβονται με βάση αυτήν απόδοση.

Η διαδικασία των δεδουλευμένων προβλέπει κανόνες σχετικά με το χρονοδιάγραμμα των ταμειακών ροών στην αναγνώριση της ροής των εσόδων, έτσι ώστε τα κέρδη να αντανακλούν την πραγματική απόδοση της εταιρίας από ό,τι οι ταμειακές ροές. Ωστόσο τα δεδουλευμένα υποχρεούνται επίσης να είναι αντικειμενικά και επαληθεύσιμα.

Συγκεκριμένη μελέτη της **Dechow** (1994) υποθέτει ότι ο ρόλος των λογιστικών δεδουλευμένων είναι να παρέχει ένα μέτρο των βραχυπρόθεσμων επιδόσεων που αντικατοπτρίζει περισσότερο τις αναμενόμενες ταμειακές ροές από ό,τι οι συνειδητοποιημένες ταμειακές ροές (realized cash flows). Τα αποτελέσματα που βρίσκει η **Dechow** (1994) επαληθεύουν την πρόβλεψη αυτή. Πρώτον αξίζει να σημειωθεί ότι σε μετρήσεις που αφορούν σύντομα χρονικά διαστήματα τα κέρδη συσχετίζονται πιο έντονα με τις αποδόσεις των μετοχών από τις πραγματοποιούμενες ταμειακές ροές. Επιπλέον, η ικανότητα των συνειδητοποιημένων ταμειακών ροών για τη μέτρηση της εταιρείας βελτιώνεται σε σχέση με τα κέρδη όσο το χρονικό διάστημα μέτρησης επιμηκυνείται. Δεύτερον, τα κέρδη έχουν υψηλότερη συσχέτιση με τις αποδόσεις των μετοχών από ό,τι οι συνειδητοποιημένες ταμειακές ροές σε επιχειρήσεις που αντιμετωπίζουν μεγάλες αλλαγές στις απαιτήσεις του καθαρού κεφαλαίου κίνησης καθώς και στις επενδυτικές και χρηματοδοτικές δραστηριότητες. Υπό αυτές τις συνθήκες, οι συνειδητοποιημένες ταμειακές ροές αντιμετωπίζουν πιο έντονα προβλήματα όσον αφορά το συγχρονισμό και την αρχή της συσχέτισης εσόδων και εξόδων και είναι λιγότερο σε θέση να αντανακλούν την πραγματική χρηματοοικονομική απόδοση της επιχείρησης.

1.5 - Μεταβλητές για παραβάσεις των γενικών παραδεκτών λογιστικών αρχών

Στη συνέχεια ο **Beneish** (1997) σε έρευνα του παρουσιάζει ένα μοντέλο για την ανίχνευση της διαχείρισης κερδών μεταξύ των επιχειρήσεων που αντιμετωπίζουν ακραίες οικονομικές επιδόσεις και συγκρίνει τις επιδόσεις του συγκεκριμένου μοντέλου με άλλα μοντέλα που εξετάζουν για αντικανονικά δεδουλευμένα. Το συμπέρασμα στο οποίο καταλήγει είναι ότι το μοντέλο παρέχει έγκαιρη αξιολόγηση σχετικά με την πιθανότητα χειραγώγησης των δεδουλευμένων.

Αρχικά ο συγγραφέας προβαίνει στην επιλογή να έχει δύο δείγματα. Το πρώτο δείγμα αποτελείται από non-regulated επιχειρήσεις οι οποίες είτε έχουν κατηγορηθεί από την Επιτροπή κεφαλαιαγοράς (SEC) για πρακτικές που είναι αντίθετες με τις γενικά αποδεκτές λογιστικές αρχές (GAAP), είτε έχουν δημόσια παραδεχθεί ότι έχουν προβεί σε ενέργειες που είναι αντίθετες με τις γενικά αποδεκτές λογιστικές αρχές κατά την περίοδο 1983-1992 είτε και τα δύο. Το συγκεκριμένο δείγμα είναι το δείγμα το οποίο χρησιμοποιείται προκειμένου να διεξαχθεί η μελέτη και οι συγκεκριμένες επιχειρήσεις χαρακτηρίζονται ως GAAP violators από τον συγγραφέα. Ο συγγραφέας όμως χρησιμοποιεί και άλλο ένα δείγμα, το οποίο αποτελείται από επιχειρήσεις οι οποίες παρουσιάζουν μεγάλα θετικά διακριτικά δεδουλευμένα. Οι επιχειρήσεις αυτού του δείγματος χαρακτηρίζονται ως "aggressive accruals" από τον ίδιο. Αυτό το δείγμα είναι κατάλληλο για τη συγκεκριμένη έρευνα για δύο λόγους. Πρώτον οι επιχειρήσεις του πρώτου δείγματος (GAAP violators) διαθέτουν διακριτικά δεδουλευμένα και οι επιχειρήσεις του δεύτερου δείγματος (aggressive accruals) βιώνουν ακραίες χρηματοοικονομικές επιδόσεις. Δεύτερον ο **Sloan** (1996, σελίδα 311) παραθέτει αποδείξεις ότι οι επιχειρήσεις που παρουσιάζουν μεγάλα διακριτικά δεδουλευμένα ακολούθως βιώνουν σημαντικές αρνητικές αποδόσεις. Έπειτα και οι επιχειρήσεις του πρώτου δείγματος (GAAP violators) βιώνουν πολύ χαμηλή απόδοση και αυτό μάλλον είναι το γεγονός που οδηγεί την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς (SEC) στο να τους ερευνήσει και να ξεσκεπάσει εν τέλει τις ενέργειες τους. Ο λόγος έγκειται σύμφωνα με τον **Feroz et al.** (1991, σελίδα 127) στο γεγονός ότι η Επιτροπή κεφαλαιαγοράς παρακολουθεί τις επιχειρήσεις οι οποίες εμφανίζουν άσχημα νέα και προσπαθεί να ελαχιστοποιήσει την πιθανότητα να κατηγορήσει εσφαλμένα κάποια εταιρεία ότι εμπλέκεται με τέτοιου είδους ενέργειες.

Στη συνέχεια έντονο ενδιαφέρον παρουσιάζουν οι αποδείξεις που παραθέτουν οι συγγραφείς. Αρχικά αξίζει να γίνει μια επισήμανση στο πρώτο δείγμα της έρευνας. Το πρώτο δείγμα αποτελείται από 64 επιχειρήσεις. Οι 40 από αυτές είχαν παραβιάσει τις γενικά αποδεκτές λογιστικές αρχές και το είχαν παραδεχθεί δημοσίως. Οι 14 είχαν παραβιάσει τις γενικά παραδεκτές λογιστικές αρχές αλλά δεν είχαν προβεί σε κάποια δημόσια παραδοχή, ενώ οι 10 το είχαν παραδεχθεί δημόσια χωρίς να έχουν κατηγορηθεί προηγουμένως από την Επιτροπή κεφαλαιαγοράς για τις πράξεις τους.

Αρχικά οι επιχειρήσεις του πρώτου δείγματος (οι GAAP violators) ήταν αρκετά πιο πιθανόν να παρουσιάζουν διαδοχικά θετικά δεδουλευμένα τα χρόνια πριν και κατά τη χρονιά στην οποία η επιχείρηση υπέπεσε στην παράβαση. Επιπλέον η απόδοση των επιχειρήσεων αυτών στην χρηματιστηριακή αγορά ήταν χαμηλή και μάλλον αυτό αποτέλεσε ένα ισχυρό κίνητρο για την ομάδα διοίκησης ώστε να εμπλακούν με τη διαχείριση κερδών.

Ακολούθως, ο πιο συνηθισμένος τύπος με τον οποίο παρέβαιναν τις γενικά αποδεκτές αρχές οι επιχειρήσεις του πρώτου δείγματος (τους GAAP violators) ήταν ότι αποτύγχαναν να συμμορφωθούν με την αρχή της αναγνώρισης των εσόδων. Χαρακτηριστικά παραδείγματα παραβάσεων αποτελούν η δημιουργία ψευδών τιμολογίων, η τήρηση ανοιχτών βιβλίων μετά και το τέλος της λογιστικής περιόδου, η αναγνώριση εσόδων πριν την ολοκλήρωση ή αποστολή των προϊόντων και η αναγνώριση εσόδων πριν ακόμη υπογραφούν οι συμβάσεις- συμφωνίες μεταξύ των εμπλεκόμενων μεριών. Επιπλέον οι επιχειρήσεις αυτές (GAAP violators) αρκετά συχνά δεν συμμορφώνονταν και με την αρχή συσχετισμού εσόδων- εξόδων (matching principle). Ο τρόπος με τον οποίο παραβίαζαν την αρχή αυτή ήταν με την καταγραφή πλασματικών απογραφών, παραλείποντας να διαγράψουν ή να παρέχουν πληροφορίες για απομειωμένα περιουσιακά στοιχεία και τέλος κεφαλαιοποιώντας έξοδα (π.χ. έξοδα έρευνας και ανάπτυξης).

Προκειμένου ο **Beneish** (1997) να διεξάγει την έρευνα του χρησιμοποίησε μια δυαδική μεταβλητή, η οποία παίρνει τη τιμή ένα εάν η επιχείρηση έχει υποπέσει σε παράβαση και μηδέν εάν δεν έχει. Το επόμενο βήμα για το μοντέλο είναι οι μεταβλητές. Ο συγγραφέας παραθέτει επτά πιθανές μεταβλητές που μπορούν να λειτουργήσουν ως κίνητρα ή/και ικανότητα ώστε να εμπλακεί η ομάδα διοίκησης σε ενέργειες που είναι αντίθετες με τις γενικά αποδεκτές λογιστικές αρχές. Η πρώτη μεταβλητή είναι η κεφαλαιακή διάρθρωση. Ο λόγος που ο συγγραφέας επιλέγει τη συγκεκριμένη μεταβλητή είναι επειδή τα κίνητρα των μάντζερς να εμπλακούν σε τέτοιου είδους ενέργειες αυξάνονται με το επίπεδο δανεισμού της επιχείρησης. Ακόμη τα κίνητρα των

μάνατζερς αυξάνονται εάν οι μάνατζερς αναζητούν μια χρηματοδότηση με πιο ευνοϊκούς όρους ή προσπαθούν να αποφύγουν τυχόν περιορισμούς που υπάρχουν σε δανειακές συμβάσεις.

Δεύτερη μεταβλητή αποτελεί η απόδοση της επιχείρησης στο χρηματιστήριο τον προηγούμενο καιρό. Οι μάνατζερς έρχονται αντιμέτωποι με ισχυρά κίνητρα ώστε να χειραγωγήσουν τα αποτελέσματα που δημοσιεύει η επιχείρηση όταν παρακολουθούν τις τιμές των μετοχών της επιχείρησης τους να είναι σε ελεύθερη πτώση ή προβλέπουν ότι επίκειται μια άσχημη επίδοση για την επιχείρηση τους. Εάν η επιχείρηση αντιμετωπίζει ένα προσωρινό πρόβλημα το οποίο μπορεί να διορθωθεί μέσω μιας παραβίασης των γενικών παραδεκτών λογιστικών αρχών, τότε είναι μεγάλη η πιθανότητα να μην αποκαλυφθούν αυτές οι ενέργειες. Εάν όμως η επιχείρηση είναι αντιμέτωπη με ένα μόνιμο πρόβλημα τότε η επιλογή να εμπλακεί σε τέτοιου είδους ενέργειες συνδέεται άμεσα με την πιθανότητα οι εξωτερικοί ενδιαφερόμενοι της επιχείρησης να ξεσκεπάσουν τις ενέργειες αυτές με όποιες οδυνηρές συνέπειες συνεπάγονται για την επιχείρηση και τα διοικητικά στελέχη της.

Τρίτη μεταβλητή αποτελεί η ιδιοκτησιακή δομή. Τα κίνητρα με τα οποία έρχονται αντιμέτωποι οι μάνατζερς αυξάνονται εάν αυξάνεται το ιδιοκτησιακό ποσοστό της επιχείρησης που διακρατούν στα χέρια τους. Ο λόγος που γίνεται αυτό είναι επειδή τις περισσότερες φορές ο πλούτος της ομάδας διοίκησης είναι άμεσα συνδεδεμένος με τη χρηματιστηριακή πορεία της επιχείρησης. Παρόλα αυτά οι επιχειρήσεις στις οποίες οι μάνατζερς έχουν υψηλό ιδιοκτησιακό ποσοστό τείνουν να απαριθμούν ένα σχετικά χαμηλό αριθμό μετόχων. Έπειτα τέταρτη μεταβλητή είναι η χρονική στιγμή εισόδου της επιχείρησης στο χρηματιστήριο (time listed). Σύμφωνα με τον **Diacont** (1995), πολλές από τις επιχειρήσεις οι οποίες καταλήγουν να είναι στο στόχαστρο της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς μπαίνουν στο στόχαστρο της επιτροπής είτε στην αρχική δημόσια εγγραφή είτε λίγο αργότερα καθώς οι συγκεκριμένες επιχειρήσεις χειραγωγούν τις χρηματοοικονομικές εκθέσεις ακριβώς μετά την αρχική δημόσια εγγραφή.

Πέμπτη μεταβλητή αποτελεί η αύξηση των πωλήσεων. Εάν η απάντηση στην πτώση της τιμή της μετοχής εξαρτάται από το επίπεδο της ανάπτυξης, τότε οι μάνατζερς των επιχειρήσεων που αντιμετωπίζουν μια πτώση τιμών έχουν περισσότερα κίνητρα να παραβιάσουν τις γενικά αποδεκτές λογιστικές αρχές. Ακολούθως έκτη μεταβλητή είναι οι προηγούμενες αποφάσεις σχετικά με θετικά δεδουλευμένα. Τα κίνητρα τα οποία αντιμετωπίζουν οι μάνατζερς μπορεί να αυξηθούν εάν οι μάνατζερς έχουν προβεί προηγουμένως σε δεδουλευμένα που αυξάνουν το εισόδημα ή επιχειρήσουν να

αποφύγουν την αντιστροφή των δεδουλευμένων ή τέλος οι μάνατζερς ξεμείνουν από τρόπους ώστε να αυξήσουν τα κέρδη που δημοσιεύει η επιχείρηση.

Τελευταία μεταβλητή είναι η οι ανεξάρτητοι ελεγκτές. Υπάρχει μια διάκριση μεταξύ της ποιότητας των ελεγκτικών επιχειρήσεων. Η αρχική διάκριση αναφέρεται στις Big 6/ Non Big 6 (αργότερα έγινε Big 8) ελεγκτικές. Εάν λοιπόν οι εξωτερικοί ελεγκτές έχουν την ικανότητα να εντοπίζουν τις ενέργειες που είναι αντίθετες με τις γενικά αποδεκτές λογιστικές αρχές τότε αυτοί που τις παραβιάζουν, το πιθανότερο είναι να μην έχουν ως εξωτερικούς ελεγκτές τις Big 6 ελεγκτικές. Επιπλέον αξίζει να σημειωθεί πως οι επιχειρήσεις του πρώτου δείγματος (GAAP violators) δεν μπορούν να φουσκώσουν τα κέρδη ή να μειώσουν τα έξοδα χωρίς ταυτόχρονα να μη φουσκώσουν πρώτα ένα λογαριασμό περιουσιακού στοιχείου της επιχείρησης.

Στη συνέχεια συγκριτικά με τις επιχειρήσεις του δεύτερου δείγματος (τους aggressive accruals) και τις επιχειρήσεις του πρώτου δείγματος (τους GAAP violators), οι τελευταίες είναι νεότερες σε ηλικία επιχειρήσεις, έχουν μεγαλύτερο δείκτη μόχλευσης, έχουν βιώσει πολύ φτωχή απόδοση στο χρηματιστήριο και μια αντιστροφή αποθεμάτων.

Ακολούθως έντονο ενδιαφέρον παρουσιάζουν τα αποτελέσματα της έρευνας. Αρχικά ο συντελεστής της μεταβλητής που αφορά την προηγούμενη απόδοση της επιχείρησης στο χρηματιστήριο είναι αρνητικός. Αυτή η απόδειξη είναι συνεπής με τη λογική ότι η συνεχής πτώση της τιμής της μετοχής αυξάνει τα κίνητρα των μάνατζερς ώστε να παραβιάσουν τις γενικά αποδεκτές λογιστικές αρχές. Ακόμη ο συντελεστής που αφορά την έκτη μεταβλητή (αποφάσεις σχετικά με θετικά δεδουλευμένα) είναι θετικός. Αυτή η απόδειξη συμφωνεί με την πιθανότητα ότι οι επιχειρήσεις που παραβιάζουν τις γενικά αποδεκτές λογιστικές αρχές έχουν ξεμείνει από άλλες επιλογές. Τέλος ο συντελεστής για την δεύτερη μεταβλητή είναι αρνητικός κάτι που συμφωνεί με την λογική ότι ένας αριθμός από επιχειρήσεις του δεύτερου δείγματος (aggressive accruals) ήταν επιχειρήσεις που μπήκαν στο δείγμα λόγω χαμηλής απόδοσης.

Στη συνέχεια και ενώ έχει τελειώσει η έρευνα του **Beneish** (1997) με το δικό του μοντέλο συγκρίνει τα αποτελέσματα του με το τροποποιημένο μοντέλο της **Jones** από την **Dechow et al.** (1995). Τα συμπεράσματα στα οποία καταλήγει είναι ότι οι αποδείξεις που βρίσκει είναι συνεπείς με τις αποδείξεις του **Sloan** (1996, σελίδα 289) ότι επιχειρήσεις που παρουσιάζουν πάρα πολύ υψηλά δεδουλευμένα μεταγενέστερα βιώνουν αντικανονικά αρνητικά δεδουλευμένα.

1.6 - Μελέτες που συγκρίνουν την απόδοση των μοντέλων

Έντονο ενδιαφέρον έχει προκαλέσει στους ερευνητές η σύγκριση της απόδοσης των μοντέλων που εντοπίζουν τα αντικανονικά δεδουλευμένα. Οι μελέτες αυτές ξεκινάνε με την παρουσίαση των μοντέλων και ύστερα συγκρίνουν την απόδοσή τους σε μια σειρά από δείγματα προκειμένου να αποφανθούν ποίο μοντέλο εντοπίζει καλύτερα τη διαχείριση κερδών.

Κεφάλαιο 1.6.1 - Παρουσίαση της πρώτης έρευνας

Η ανάλυση της διαχείρισης κερδών εστιάζεται στη χρήση των διακριτικών δεδουλευμένων. Η έρευνα των **Dechow, Sloan, Sweeney** (1995) αξιολογεί τη σχετική απόδοση των μοντέλων που εκτιμούν τα διακριτικά στοιχεία του δημοσιευμένου εισοδήματος. Επιπλέον η συγκεκριμένη έρευνα αξιολογεί τη σχετική απόδοση των μοντέλων αυτών μέσω σύγκρισης των αποτελεσμάτων και εξετάζοντας τους στατιστικούς ελέγχους.

Ακολούθως η έρευνα ασχολείται με τα λάθη τύπου ένα και δύο. Τα λάθη τύπου ένα αφορούν την απόρριψη της μηδενικής υπόθεσης, της μη ύπαρξης διαχείρισης κερδών όταν ισχύει και τα σφάλματα τύπου II είναι η αποτυχία απόρριψης της μηδενικής υπόθεσης όταν είναι ψευδής. Οι συγγραφείς της συγκεκριμένης έρευνας παράγουν λάθη τύπου ένα από ένα τυχαίο δείγμα επιχειρήσεων καθώς και από ένα δείγμα επιχειρήσεων οι οποίες εμφανίζουν ακραία χρηματοοικονομική απόδοση. Ο λόγος που οι συγγραφείς ασχολούνται με δείγμα επιχειρήσεων που εμφανίζουν ακραία χρηματοοικονομική απόδοση έγκειται στο γεγονός πως προηγούμενη βιβλιογραφία συνδέει τέτοιου είδους επιχειρήσεων με τη διαχείριση κερδών. Έπειτα η δύναμη των στατιστικών ελέγχων αξιολογείται από την συχνότητα με την οποία εμφανίζονται λάθη τύπου δύο.

Στη συνέχεια οι συγγραφείς προκειμένου να διεξάγουν την έρευνα τους χρησιμοποιούν το τεστ των **McNichols and Wilson** (1988). Ο τύπος για το παραπάνω τεστ είναι ο ακόλουθος:

$$DA_t = \alpha + \beta PART_t + \sum \gamma(\kappa) X_{kt} + \epsilon_t$$

Για να γίνει κατανοητός ο τύπος θα πρέπει να γίνει και προσδιορισμός μεταβλητών. Σύμφωνα με τον τύπο το DA_t είναι τα διακριτικά δεδουλευμένα, το $PART_t$ αποτελεί μια ψευδομεταβλητή που χωρίζει το δείγμα σε δύο κατηγορίες για τα οποία οι προβλέψεις του φαινομένου καθορίζονται από τον ερευνητή. Ακόμη το X_k εκφράζει άλλες σχετικές μεταβλητές που επηρεάζουν τα διακριτικά δεδουλευμένα και τέλος το $\varepsilon(t)$ εκφράζει τα σφάλματα.

Στη συνέχεια οι συγγραφείς προχωρούν στη μέτρηση των διακριτικών δεδουλευμένων. Πριν όμως γίνει η παρουσίαση των μοντέλων, αναγκαίος είναι ο διαχωρισμός των συνολικών δεδουλευμένων. Τα συνολικά δεδουλευμένα διαχωρίζονται σε δύο κατηγορίες: τα διακριτικά και μη.

Έπειτα έρχεται η παρουσίαση των μοντέλων. Το πρώτο μοντέλο είναι το μοντέλο **Healy** (1985). Το συγκεκριμένο μοντέλο εξετάζει την ύπαρξη της διαχείρισης κερδών συγκρίνοντας τα μέσα συνολικά δεδουλευμένα με τη σχετική μεταβλητή. Ο τύπος του μοντέλου είναι :

$$NDA_t = \Sigma TA_t / T$$

Αρχικά τα NDA_t εκφράζουν τα μη διακριτικά δεδουλευμένα που προέρχονται από τις εκτιμήσεις του μοντέλου. Ακόμη τα TA_t είναι τα συνολικά δεδουλευμένα. Έπειτα στον τύπο εμφανίζεται το t , όπου t τα έτη συμπεριλαμβανομένης και της περιόδου που εξετάζεται για την ύπαρξη του φαινομένου. Τέλος το t είναι ένας δείκτης ο οποίος μας δείχνει πότε εξετάζεται το συμβάν.

Επόμενο μοντέλο είναι το μοντέλο της **DeAngelo** (1986). Η **DeAngelo** (1986) εξέτασε για διαχείριση κερδών υπολογίζοντας τις πρώτες διαφορές στα συνολικά δεδουλευμένα, υποθέτοντας ότι οι πρώτες διαφορές έχουν μια αναμενόμενη τιμή ίση με μηδέν, όταν η μηδενική υπόθεση είναι η μη ύπαρξη διαχείρισης κερδών. Το συγκεκριμένο μοντέλο χρησιμοποιεί τα συνολικά δεδουλευμένα της προηγούμενης χρονιάς ως το μέτρο για τα μη διακριτικά δεδουλευμένα. Τύπος μοντέλου:

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

Πάλι το NDA_t εκφράζει τα μη διακριτικά δεδουλευμένα και το TA_t εκφράζει τα συνολικά δεδουλευμένα.

Ακόμη αξίζει να σημειωθεί ότι το μοντέλο της **DeAngelo** (1986) μπορεί να θεωρηθεί ως μια ειδική περίπτωση του μοντέλου Healy στην οποία η περίοδος που εξετάζεται για τα μη διακριτικά δεδουλευμένα είναι η προηγούμενη. Ακόμη ένα κοινό χαρακτηριστικό και

για τα δύο μοντέλα αποτελεί το γεγονός πως και τα δύο αυτά μοντέλα χρησιμοποιούν τα συνολικά δεδουλευμένα από την περίοδο που εξετάζουν προκειμένου να προκύψουν τα μη διακριτικά δεδουλευμένα. Τέλος εάν τα μη διακριτικά δεδουλευμένα είναι σταθερά στο χρόνο και τα διακριτικά δεδουλευμένα έχουν μέση τιμή μηδέν για την περίοδο που εξετάζεται το φαινόμενο, τότε και τα δύο μοντέλα θα υπολογίσουν τα μη διακριτικά δεδουλευμένα χωρίς σφάλμα.

Επιπλέον για να αποφασισθεί ποίο από τα δύο μοντέλα είναι καταλληλότερο, το ερώτημα εξαρτάται από τη φύση των χρονοσειρών που παράγουν τα μη διακριτικά δεδουλευμένα. Εάν τα μη διακριτικά δεδουλευμένα ακολουθούν a white noise process γύρω από ένα σταθερό μέσο όρο τότε το μοντέλο Healy είναι καταλληλότερο. Εάν όμως τα μη διακριτικά δεδουλευμένα ακολουθούν ένα τυχαίο περίπατο (a random walk) τότε το μοντέλο της **DeAngelo** (1986) είναι το καταλληλότερο. Σχετικά με τα παραπάνω η **Dechow** (1994) υποστηρίζει ότι τα συνολικά δεδουλευμένα είναι σταθερά όσον αφορά το επίπεδο και προσεγγίζουν το white noise process. Τέλος στον αντίποδα ο **Kaplan** (1985) υποστηρίζει ότι η φύση της λογιστικής διαδικασίας των δεδουλευμένων προστάζει ότι το επίπεδο των μη διακριτικών δεδουλευμένων θα πρέπει να αλλάζει ως απάντηση στις αλλαγές των οικονομικών περιστάσεων.

Επόμενο μοντέλο αποτελεί το μοντέλο της **Jones** (1991). Το μοντέλο της **Jones** (1991) πρόκειται για ένα μοντέλο το οποίο χαλαρώνει την υπόθεση ότι τα μη διακριτικά δεδουλευμένα είναι σταθερά. Το συγκεκριμένο μοντέλο προσπαθεί να ελέγξει την επίδραση των αλλαγών των οικονομικών περιστάσεων των μη διακριτικών δεδουλευμένων. Ακόμη το μοντέλο της **Jones** (1991) χρησιμοποιεί μια προσέγγιση σε δύο στάδια για να διαχωρίσει τα συνολικά δεδουλευμένα σε στοιχεία διαχειριζόμενα και μη. Στο πρώτο στάδιο, ισχύει ο τύπος :

$$TA_t = a_1 * (1/At-1) + a_2 * (\Delta REV_t) + a_3 * (PPE_t) + u(t)$$

ενώ στο δεύτερο στάδιο, οι εκτιμώμενες παράμετροι από αυτή την παλινδρόμηση σε συνδυασμό με τα TA, DREV και PPE από το έτος της εκδήλωσης του φαινομένου συνδυάζονται προκειμένου να προσδιοριστούν τα μη φυσιολογικά συνολικά δεδουλευμένα. Ο τύπος για το δεύτερο στάδιο είναι :

$$NDA_t = a_1 * (1/At-1) + a_2 * (\Delta REV_t) + a_3 * (PPE_t)$$

Ο λόγος που η **Jones** (1991) επέλεξε τα PPE και DREV ως ερμηνευτικές μεταβλητές στην πρώτη φάση της παλινδρόμησης είναι ότι βοηθούν στον έλεγχο των

δεδουλευμένων που δεν έχουν υποστεί διαχείριση και σχετίζονται με την απόσβεση και τις αλλαγές στην οικονομική δραστηριότητα.

Η μεταβλητή ΔREV_t εκφράζει τα έσοδα της χρονιάς t μείον τα έσοδα της προηγούμενης χρονιάς έχοντας ως κλίμακα τα συνολικά δεδουλευμένα του έτους $t-1$. Ακόμη το PPE είναι το επίπεδο των ακινήτων, εγκαταστάσεων και εξοπλισμού. Ενώ και σε αυτή τη μεταβλητή ως κλίμακα θέτει η **Jones** (1991) τα συνολικά δεδουλευμένα του έτους $t-1$. Επιπλέον το $At-1$ εκφράζει τα συνολικά δεδουλευμένα του έτους $t-1$. Ενώ τα $\alpha_1, \alpha_2, \alpha_3$ είναι συγκεκριμένοι παράμετροι της επιχείρησης. Εδώ αξίζει να σημειωθεί ότι το μοντέλο της **Jones** (1991) θεωρεί ότι τα έσοδα είναι μη διακριτικά.

Έπειτα όμως η **Dechow et al.** (1995) τονίζει ότι η αδυναμία του μοντέλου της Jones έγκειται στην αδυναμία του να συλλάβει τον αντίκτυπο της χειραγώγησης των πωλήσεων δεδομένου ότι οι αλλαγές στις πωλήσεις θεωρείται ότι οδηγούν σε μια αύξηση των διακριτικών δεδουλευμένων. Έτσι η **Dechow et al.** (1995) σε μια προσπάθειά να λύσει αυτό το πρόβλημα, πρότεινε μια τροποποιημένη εκδοχή του αρχικού μοντέλου της **Jones** (1991). Οι τροποποιήσεις σχεδιάστηκαν προκειμένου να εξαλείψουν τη τάση του αρχικού μοντέλου να εκτιμά τα διακριτικά δεδουλευμένα με σφάλματα όταν οι μάνατζερς έχουν εξασκήσει στα έσοδα τη διακριτική ευχέρεια που διαθέτουν. Το τροποποιημένο μοντέλο **Jones** (1995) είναι πανομοιότυπο με το πρότυπο μοντέλο, με την εξαίρεση ότι η αλλαγή στους χρεώστες (DREC) αφαιρείται από το DREV στο δεύτερο στάδιο. Ο λόγος που γίνεται αυτή η μετατροπή έγκειται στο γεγονός ότι η **Dechow et al.** (1995, σελίδα 199) υποστηρίζει ότι η διαχείριση κερδών θα μπορούσε να επηρεάσει αριθμούς που αναφέρονται σε έσοδα και η παραπάνω προσαρμογή μετριάζει την επίδραση της διαχείρισης κερδών σε σχέση με αυτή ερμηνευτική μεταβλητή.

Ακόμη το αρχικό μοντέλο της **Jones** (1991) κάνει αυτόματα την υπόθεση ότι οι μάνατζερς δεν εξασκούν την διακριτική ευχέρεια που διαθέτουν πάνω στα έσοδα τόσο στην περίοδο που εξετάζεται ή στη περίοδο του γεγονότος. Αντίθετα η τροποποιημένη εκδοχή του μοντέλου κάνει αυτόματα την υπόθεση ότι όλες οι αλλαγές στις πωλήσεις με πίστωση την περίοδο του γεγονότος οφείλονται στη διαχείριση κερδών. Ως εκ τούτου κάνει την παραδοχή ότι για τους μάνατζερς είναι πιο εύκολο να εξασκήσουν την διακριτική τους ευχέρεια πάνω στις πωλήσεις που γίνονται με πίστωση παρά στις πωλήσεις που εξοφλούνται με μετρητά.

Έπειτα σε δοκιμές σύγκρισης της ισχύος του τροποποιημένου μοντέλου με το πρότυπο μοντέλο **Jones**, η **Dechow et al.** (1995) εντοπίζει ότι το τροποποιημένο μοντέλο είναι πράγματι σημαντικά καλύτερο στην ανίχνευση της διαχείρισης κερδών

που βασίζεται σε διαχείριση των πωλήσεων. Ακόμη και τα δύο μοντέλα φαίνονται να αποδίδουν ανεπαρκώς όταν οι χρηματοοικονομικές επιδόσεις είναι ακραίες, με το κάθε ένα να δημιουργεί ένα σημαντικό ποσοστό των σφαλμάτων τύπου I όταν εφαρμόζεται σε επιχειρήσεις με ακραίες ταμειακές ροές. Ως εκ τούτου αυτές οι αποδείξεις ρίχνουν αμφιβολίες ως προς την αποτελεσματικότητα τόσο του προτύπου όσο και του τροποποιημένου μοντέλου **Jones** (1995) όσον αφορά την απομόνωση του φαινόμενου της χειραγώγησης των δεδουλευμένων. Συνεπώς με αυτή σκεπτικισμό, ο **Guay et al.** (1996) αξιολογεί τα δύο μοντέλα χρησιμοποιώντας μια διαδικασία που βασίζεται στην αγορά και καταλήγει στο συμπέρασμα ότι κανένα από αυτά τα δύο μοντέλα δεν εξετάζει αξιόπιστα τη διαχείριση των δεδουλευμένων.

Έπειτα σε μια προσπάθεια να βελτιώσουν το αρχικό μοντέλο της **Jones**, οι **Teoh et al. (1998)** και **DeFond and Jiambalvo (1994)** επικεντρώνονται αποκλειστικά για τα δεδουλευμένα που αφορούν το κεφαλαίο κίνησης. Όπως οι **Beneish** (1998) και **Young** (1999, σελίδα 842) τονίζουν, η διατύπωση αυτή είναι δυνητικά πιο ελκυστική από τη συνεχή (δηλαδή, από έτος σε έτος) διαχείριση κερδών καθώς μέσω της απόσβεσης είναι πιθανό να έχει περιορισμένες δυνατότητες

Τέλος, σαν ένα πρακτικό θέμα, η αρχική διατύπωση χρονοσειρών τόσο του πρότυπου όσο και του τροποποιημένου μοντέλου **Jones** έχει αποδειχθεί περιοριστική κατά την εφαρμογή των διαδικασιών εμπειρικά, λόγω της ανάγκης για ένα αρκετά μεγάλο χρονικό διάστημα για τα δεδομένα που επιτρέπουν την αποτελεσματική εκτίμηση των παραμέτρων παλινδρόμησης του πρώτου σταδίου.

Επόμενο μοντέλο είναι το Industry μοντέλο. Το συγκεκριμένο μοντέλο χρησιμοποιήθηκε από τους **Dechow & Sloan** (1991). Παρομοίως με το μοντέλο της **Jones** και το μοντέλο Industry χαλαρώνει την υπόθεση ότι τα μη διακριτικά δεδουλευμένα είναι σταθερά στο χρόνο. Παρόλαυτα όμως αντί να προσπαθήσει να μοντελοποιήσει τους παράγοντες των μη διακριτικών δεδουλευμένων, υποθέτει ότι η διακύμανση που παρατηρείται στους παράγοντες των μη διακριτικών δεδουλευμένων είναι κοινά σε επιχειρήσεις του ίδιου κλάδου. Ο τύπος του μοντέλου:

$$NDA_t = \gamma_1 + \gamma_2 * \text{median}(TAt)$$

Όπου πάλι το NDA_t παριστάνει τα μη διακριτικά δεδουλευμένα, το Median ισούται με τη μέση τιμή των συνολικών δεδουλευμένων που έχουν ως κλίμακα τα περιουσιακά στοιχεία με χρονική υστέρηση (lagged assets).

Στη συνέχεια η **Dechow et al.** (1995, σελίδα 199) αποδεικνύει ότι τα μη διακριτικά δεδουλευμένα θα μπορούσαν δυνητικά να εξηγούνται από δεδουλευμένα άλλων επιχειρήσεων του ίδιου κλάδου. Έπειτα η ικανότητα του μοντέλου Industry, να μετριάξει τα λάθη που προέρχονται από τη μέτρηση των δεδουλευμένων οφείλεται σε δύο κύριους παράγοντες. Πρώτον, το μοντέλο αυτό αφαιρεί μόνο τη διακύμανση, η οποία είναι κοινή για τις επιχειρήσεις του ίδιου κλάδου. Δεύτερον το μοντέλο αφαιρεί τη διακύμανση των διακριτικών δεδουλευμένων που συσχετίζεται ανάμεσα στις επιχειρήσεις του ίδιου κλάδου.

Στη συνέχεια οι συγγραφείς εξετάζουν όλα τα μοντέλα σε ένα τυχαίο δείγμα. Το συμπέρασμα που προκύπτει είναι ότι για όλα τα μοντέλα η μέση τιμή και η διάμεσος είναι κοντά στο μηδέν υποδεικνύοντας ότι δεν υπάρχει συστηματική απόδειξη της διαχείρισης κερδών σε ένα τυχαίο δείγμα. Ακόμη τα τυπικά σφάλματα είναι υψηλότερα για το μοντέλο της **DeAngelo** (1986) και χαμηλότερα για το αρχικό και τροποποιημένο μοντέλο της **Jones**. Η παραπάνω απόδειξη οδηγεί στο συμπέρασμα ότι το πρότυπο και το τροποποιημένο μοντέλο της **Jones** είναι πιο αποδοτικά όταν τα μοντέλα αποτελούνται από χρονοσειρές που παράγουν μη διακριτικά δεδουλευμένα και υποφέρουν λιγότερο από λάθος εκτιμήσεις που οφείλονται σε παραμέτρους των μη διακριτικών δεδουλευμένων που έχουν παραληφθεί. Ως τελικό συμπέρασμα οι συγγραφείς παραθέτουν ότι όλα τα μοντέλα λειτουργούν καλά όσον αφορά ένα τυχαίο δείγμα.

Η επόμενη κίνηση των **Dechow, Sloan, Sweeney** (1995) είναι να ασχοληθούν με ένα δείγμα επιχειρήσεων το οποίο παρουσιάζει ακραία χρηματοοικονομική απόδοση. Εδώ οι συγγραφείς χωρίζουν το δείγμα σε δύο επιμέρους υποδείγματα. Τα δύο από αυτά παρουσιάζουν πολύ υψηλή και τα άλλα δύο πολύ χαμηλή απόδοση.

Στη συνέχεια οι επιχειρήσεις οι οποίες εμφανίζουν πολύ υψηλή απόδοση σταδιακά αυξάνουν την απόδοση τους ως που φτάνουν στην κορυφή, η οποία συμπίπτει με το έτος εμφάνισης του φαινομένου. Ακόμη το υπόδειγμα αυτό εμφανίζει μια απότομη μείωση στα συνολικά δεδουλευμένα το έτος του φαινομένου. Στον αντίποδα οι επιχειρήσεις οι οποίες εμφανίζουν πολύ χαμηλή απόδοση, σταδιακά φθίνει η απόδοση τους ως το χειρίστο σημείο, το οποίο συμπίπτει με το έτος εμφάνισης του φαινομένου. Επιπλέον για το υπόδειγμα με τη χαμηλή απόδοση παρατηρείται μια απότομη αύξηση των συνολικών δεδουλευμένων. Τα παραπάνω είναι συνεπή με τα ευρήματα της **Dechow** (1994), η οποία υποστηρίζει ότι το έτος του φαινομένου οι αλλαγές των δεδουλευμένων αντιπροσωπεύουν τα μη διακριτικά δεδουλευμένα τα οποία είναι κατασκευασμένα με τον αντικειμενικό σκοπό να εξαλείψουν τα προβλήματα τα οποία

οφείλονται στη μη συσχέτιση εσόδων και εξόδων των ταμειακών ροών από λειτουργικές δραστηριότητες. Εάν όντως η συσχέτιση είναι που προκαλεί τον αρνητικό συσχετισμό τότε πρέπει να χρησιμοποιηθεί το τροποποιημένο μοντέλο **Jones** (1995) αν και από ότι αποδεικνύουν οι συγγραφείς τα μοντέλα που έχουν παρατεθεί παραπάνω δεν ελέγχουν εντελώς για την αρνητική συσχέτιση.

Το επόμενο δείγμα το οποίο εξετάζουν οι συγγραφείς έχει μέσα του το φαινόμενο τεχνητά. Για το συγκεκριμένο δείγμα εξετάζονται μόνο το μοντέλο **Healy, DeAngelo** και το πρότυπο και τροποποιημένο μοντέλο **Jones**. Αναφορικά με τα αποτελέσματα που παραθέτουν οι συγγραφείς όλα τα μοντέλα παρέχουν αμερόληπτους ελέγχους για τη διαχείριση κερδών που οφείλεται σε χειραγώγηση εξόδων.

Ακόμη οι συγγραφείς εξετάζουν την χειραγώγηση εσόδων. Σχετικά με τη χειραγώγηση εσόδων οι συγγραφείς παραθέτουν αποδείξεις ότι οι συντελεστές του μοντέλου της **Jones** (1991) είναι μεροληπτικοί προς τα κάτω. Εν αντιθέσει με το πρότυπο, το τροποποιημένο μοντέλο της **Jones** (1995) είναι απαλλαγμένο από αυτό το πρόβλημα. Έπειτα οι συγγραφείς παραθέτουν αποτελέσματα για τη χειραγώγηση του περιθωρίου (margin manipulation). Ξανά μόνο το πρότυπο μοντέλο της **Jones** (1991) παρέχει μεροληπτικούς εκτιμητές για τα διακριτικά δεδουλευμένα, κάτι που δεν ισχύει και για το τροποποιημένο μοντέλο. Όσον αφορά τη χειραγώγηση των εσόδων το τροποποιημένο μοντέλο της **Jones** (1995) φαίνεται να υπερτερεί έναντι των υπολοίπων. Τέλος όσον αφορά τα αποτελέσματα για τη διαχείριση κερδών που γίνεται μέσω της χειραγώγησης του περιθωρίου ξανά το τροποποιημένο μοντέλο της Jones εξακολουθεί να υπερτερεί έναντι των υπολοίπων.

Επιπρόσθετα, σχετικά με τη χειραγώγηση εξόδων το μοντέλο της **DeAngelo** (1986) βρίσκεται σημαντικά χαμηλότερα από το μοντέλο Healy λόγω του γεγονότος ότι τα τυπικά σφάλματα για τους εκτιμητές της διαχείρισης κερδών τείνουν να είναι σημαντικά υψηλότεροι για το μοντέλο της **DeAngelo** (1986) σε σχέση με το μοντέλο **Healy** (1985). Επιπλέον το πρότυπο και τροποποιημένο μοντέλο της Jones και το Industry μοντέλο είναι όλα ελαφρώς πιο δυνατά σχετικά με το μοντέλο **Healy** (1985). Ξανά αυτό προκύπτει λόγω του γεγονότος πως τα τρία αυτά μοντέλα έχουν λιγότερα τυπικά σφάλματα σε σχέση με το μοντέλο **Healy**.

Τελευταίο δείγμα με το οποίο ασχολούνται οι **Dechow, Sloan, Sweeney** είναι το δείγμα των επιχειρήσεων, των οποίων τα κέρδη είναι υπερεκτιμημένα. Οι συγγραφείς εντοπίζουν αποτελέσματα για κάθε μοντέλο. Η κατανομή Z είναι θετική και στατιστικά σημαντική και για τα πέντε μοντέλα υποστηρίζοντας ότι τα κέρδη των επιχειρήσεων έχουν χειραγωγηθεί προς τα πάνω. Η κατανομή είναι μεγαλύτερη για το

τροποποιημένο μοντέλο **Jones** (5,76), ακολουθεί το μοντέλο Industry (5,00) , το μοντέλο **Healy** (3.90) και τέλος το μοντέλο της **Jones** (2.88). Επιπλέον το πρότυπο και τροποποιημένο μοντέλο της **Jones** παρουσιάζουν τυπικά σφάλματα αρκετά χαμηλότερα από τα υπόλοιπα μοντέλα. Η παραπάνω απόδειξη ενισχύει τα προηγούμενα αποτελέσματα ότι τόσο το τροποποιημένο όσο και το πρότυπο μοντέλο **Jones** είναι πιο επιτυχή όσον αφορά την εξήγηση της διακύμανσης των δεδουλευμένων. Ακόμη τα δύο αυτά μοντέλα εμφανίζονται να δίνουν ίδια αποτελέσματα στην ανίχνευση της διαχείρισης κερδών μέσω χειραγώγησης των εξόδων. Συμπερασματικά το τροποποιημένο μοντέλο είναι πιο ισχυρό από ότι το πρότυπο μοντέλο **Jones** στην ανίχνευση της διαχείρισης κερδών μέσω χειραγώγησης των εσόδων.

Τέλος έντονο ενδιαφέρον έχουν τα αποτελέσματα των συγγραφέων για τη συχνότητα εμφάνισης των λαθών τύπου δύο. Τα τελικά αποτελέσματα δείχνουν ότι το τροποποιημένο μοντέλο **Jones** απορρίπτει πιο συχνά τη μηδενική υπόθεση. Ακολουθούν τα μοντέλα Industry, το πρότυπο μοντέλο **Jones**, το μοντέλο **Healy** και τέλος το μοντέλο της **DeAngelo**. Τα παραπάνω αποτελέσματα ενδυναμώνουν την ανωτερότητα του τροποποιημένου μοντέλου της **Jones** στην ανίχνευση της διαχείρισης κερδών.

1.6.2 - Παρουσίαση αποτελεσμάτων της δεύτερης έρευνας

Ένα σημαντικό ζήτημα που αφορά τις χρηματοοικονομικές εκθέσεις που δημοσιεύουν οι επιχειρήσεις είναι ο βαθμός στον οποίο οι μάνατζερς χειραγωγούν τα δημοσιευμένα κέρδη των επιχειρήσεων. Στη συνέχεια ο **Healy** (1985), παρέθεσε μέτρα που εξετάζουν τα δεδουλευμένα και άρχισαν να χρησιμοποιούνται ευρέως προκειμένου να εντοπίσουν το φαινόμενο της διαχείρισης κερδών. Ένα σημαντικό εμπόδιο όμως που συνδέεται με την εφαρμογή αυτής της προσέγγισης, ωστόσο, είναι η ανάγκη να διαχωρισθούν με ακρίβεια τα δεδουλευμένα σε επιμέρους διακριτικά ή μη στοιχεία. Οι πιο συχνά χρησιμοποιούμενες τεχνικές για την επίτευξη αυτού του διαχωρισμού είναι το μοντέλο της **Jones** (1991) και το τροποποιημένο μοντέλο της **Jones** που έφτιαξε η **Dechow et al.** (1995). Ωστόσο, οι **Guay et al.** (1996), **Dechow et al.** (1995) και **Kang and Shivaramakrishnan** (1995) παραθέτουν στοιχεία για τις ΗΠΑ που υποδηλώνουν ότι και τα δύο μοντέλα εκτιμούν τα διακριτικά δεδουλευμένα με σημαντική ανακρίβεια. Ακόμη τα ευρήματα αυτά έχουν οδηγήσει ορισμένους σχολιαστές να αμφισβητήσουν

την αξιοπιστία της λογικής ότι οι μάντζερς χειραγωγούν τα λογιστικά δεδουλευμένα προκειμένου να διαχειρισθούν τα κέρδη.

Σχετικά με τα παραπάνω οι **Peasnell, Pope and Young** (1999) διεξήγαγαν μια έρευνα η οποία αξιολόγησε την απόδοση των τριών εναλλακτικών μοντέλων που εξετάζουν τα δεδουλευμένα που έχουν σχέση με το κεφαλαίο κίνησης. Ακόμη εκτός από την εξέταση της απόδοσης του πρότυπου και του τροποποιημένου μοντέλου της **Jones** (1995), οι συγγραφείς αναπτύσσουν και να δοκιμάζουν ένα νέο μοντέλο το margin model. Οι συγγραφείς ακολουθούν την άποψη της **Dechow et al.** (1995), ότι οι επιδόσεις των μοντέλων αξιολογούνται από την πιθανότητα εμφάνισης ενός σφάλματος Τύπου I και η ισχύς τους από την πιθανότητα εμφάνισης ενός σφάλματος τύπου II. Το επόμενο που αξίζει να σημειωθεί είναι ότι το δείγμα που εξετάζουν οι **Peasnell, Pope and Young** (1999) αποτελείται από μη χρηματοοικονομικές εταιρείες του Ηνωμένου Βασιλείου.

Έντονο ενδιαφέρον εμφανίζουν τα αποτελέσματα της έρευνας των **Peasnell, Pope και Young** (1999) σχετικά με τη μέτρηση της απόδοσης των μοντέλων. Αρχικά τα αποτελέσματα που προκύπτουν δείχνουν ότι τα τρία μοντέλα λειτουργούν πολύ καλά όταν εφαρμόζονται σε ένα τυχαίο δείγμα παρατηρήσεων. Έπειτα οι συγγραφείς προχωρούν σε πρόσθετες δοκιμές, όπου τα αποτελέσματα δείχνουν ότι το μοντέλο margin λειτουργεί καλύτερα όταν η απόδοση των ταμειακών ροών είναι ακραία. Ακόμη οι συγγραφείς αξιολογούν την ισχύ του κάθε μοντέλου για την ανίχνευση δεδουλευμένων με τη χρήση διαδικασιών προσομοίωσης που επιτρέπουν τρεις διαφορετικές μορφές της διαχείρισης των κερδών: τη χειραγώγηση των εσόδων, τη χειραγώγηση εξόδων (εξαιρουμένων των μη εξυπηρετίσιμων δανείων) και τη χειραγώγηση μη εξυπηρετίσιμων δανείων (bad debt).

Στη συνέχεια τα ευρήματα υποδεικνύουν ότι τα τρία μοντέλα είναι ικανά να παράξουν εύλογα ισχυρά τεστ και για τις τρεις μορφές διαχείρισης των δεδουλευμένων. Ωστόσο, παρατηρούνται εμφανείς διαφορές στη σχετική δύναμη των μοντέλων. Σχετικά με τα παραπάνω ειδικότερα, το πρότυπο και το τροποποιημένο μοντέλο **Jones** αποδεικνύεται ότι είναι αισθητά πιο ισχυρά για την ανίχνευση της χειραγώγησης των εσόδων και της χειραγώγησης του κακού χρέους (Bad Debt). Επιπλέον το μοντέλο margin είναι σημαντικά καλύτερο στην ανίχνευση των non-bad debt expense.

Έπειτα αξίζει να σημειωθεί ότι η συγκεκριμένη μελέτη συμβάλλει στη βιβλιογραφία με τρεις τρόπους. Πρώτον, σε αντίθεση με τις μελέτες των **Guay et al.** (1996), **Dechow et al.** (1995) και **Kang and Shivaramakrishnan** (1995) που εξετάζουν τα μοντέλα με χρονοσειρές, οι συγγραφείς εξετάζουν τα μοντέλα cross-sectionally. Δεύτερον, οι

συγγραφείς έχουν αναπτύξει μια εναλλακτική διαδικασία (το μοντέλο margin) για την εκτίμηση των δεδουλευμένων που φαίνεται να έχει υψηλότερες επιδόσεις από το τυπικό και τροποποιημένο μοντέλο Jones υπό ορισμένες προϋποθέσεις. Τρίτον, τα αποτελέσματα προσφέρουν κάποια πρακτική καθοδήγηση για την ανίχνευση της διαχείρισης κερδών. Συγκεκριμένα, τα ευρήματά της έρευνας υποδηλώνουν ότι η επιλογή του μοντέλου που θα εξετάσει τα δεδουλευμένα πρέπει να εξαρτάται είτε από την προβλεπόμενη μορφή της διαχείρισης κερδών (π.χ., βασισμένο στα έσοδα ή έξοδα), είτε ότι η χρήση των διαφόρων μοντέλων σε συνδυασμό μπορεί να δώσει καλύτερη ευκαιρία για την ανίχνευση της διαχείρισης των δεδουλευμένων, η συγκεκριμένη μορφή της οποίας είναι απρόβλεπτη.

1.6.3 - Παρουσίαση αποτελεσμάτων της τρίτης και τελευταίας έρευνας σχετικά με την απόδοση των μοντέλων εύρεσης των δεδουλευμένων.

Μεγάλος αριθμός από μελέτες έχουν χρησιμοποιήσει μια ποικιλία από μοντέλα πρόβλεψης δεδουλευμένων για διαφορετικούς στόχους. Συνήθως, αυτά τα μοντέλα χρησιμοποιούνται για την ανίχνευση της διαχείρισης κερδών. Αρχικά οι **Watts and Zimmerman** (1986) και **Schipper** (1989) υποστηρίζουν ότι τα κέρδη διαχειρίζονται με προβλέψιμο τρόπο αναφορικά με ορισμένα κίνητρα. Επιπλέον υποστηρίζουν ότι τα διακριτικά δεδουλευμένα χρησιμοποιούνται για την διαχείριση κερδών, εξ' ου και η εκτεταμένη χρήση των μοντέλων αυτών από τους ερευνητές, οι οποίοι θέλουν να περιορίσουν την έκταση του συγκεκριμένου φαινομένου.

Σχετικά με τα παραπάνω συνήθως, τα πραγματικά δεδουλευμένα (realized accruals) συγκρίνονται με τις προβλέψεις του μοντέλου. Ακόμη τα λάθη που οφείλονται στο μοντέλο (forecast errors) υποτίθεται ότι αντιπροσωπεύουν τα διακριτικά δεδουλευμένα ή τη διαχείριση κερδών. Στην πραγματικότητα, οι προβλέψεις των δεδουλευμένων μέσω του μοντέλου υποτίθεται ότι αντιπροσωπεύουν τα μη διακριτικά δεδουλευμένα, τα δεδουλευμένα που θα είχαν παρατηρηθεί ακόμα και με απουσία τυχόν κινήτρων για τη διαχείριση κερδών.

Λόγω του γεγονότος ότι τα μοντέλα αυτά χρησιμοποιούνται συχνά, έχει δοθεί ελάχιστη προσοχή στο γεγονός εάν τα μοντέλα αυτά απεικονίζουν με απόλυτη ακρίβεια τα δεδουλευμένα. Σχετικά με τα παραπάνω δύο μελέτες εξέτασαν την ακρίβεια των μοντέλων που προβλέπουν τα δεδουλευμένα. Τα άρθρα αυτά είναι των **Dechow et al.** (1995) και **Kang and Sivaramakrishnan** (1995) και οι δύο μελέτες εξετάσαν την

ικανότητα διαφορετικών μοντέλων για τον εντοπισμό σφαλμάτων τύπου I (απόρριψη της μηδενικής υπόθεσης, της μη ύπαρξης διαχείρισης κερδών όταν ισχύει) και τα σφάλματα τύπου II (αποτυχία απόρριψης της μηδενικής υπόθεσης όταν είναι ψευδής). Οι δύο αυτές μελέτες έχουν, ακόμη προσφέρει ιδέες για τα υφιστάμενα μοντέλα καθώς και καινοτόμους τρόπους προκειμένου να βελτιωθεί η δυνατότητα ανίχνευσης της διαχείρισης κερδών.

Έπειτα οι **Thomas and Zhang** (2000) χωρίζουν τα συνολικά δεδομένα σε δύο μέρη: τα διακριτικά και μη διακριτικά δεδομένα. Έπειτα το κάθε μοντέλο παρέχει μια πρόβλεψη για κάθε ένα από τα δύο μέρη. Ακολούθως υπάρχουν και τα λάθη πρόβλεψης, τα οποία ένα μέρος τους εκφράζει τα διακριτικά δεδομένα και ένα άλλο τα μη διακριτικά δεδομένα. Δεδομένου ότι ο ερευνητής σε γενικές γραμμές παρατηρεί μόνο τα συνολικά δεδομένα, είναι δύσκολο να εξαχθούν συνδέσεις μεταξύ των λαθών που οφείλονται στις προβλέψεις του μοντέλου και των διακριτικών δεδομένων. Η προηγούμενη βιβλιογραφία έχει υποθέσει ότι τα διακριτικά δεδομένα είναι αμελητέα κατά την περίοδο εκτίμησης, και το μοντέλο που χρησιμοποιείται είναι σε ισχύ μόνο για τα μη διακριτικά δεδομένα σύμφωνα με τη **Dechow et al.** (1995, σελίδα 195). Ως εκ τούτου, οποιαδήποτε πρόβλεψη σφάλματος κατά την περίοδο που εξετάζεται η ύπαρξη της διαχείρισης κερδών θεωρείται ως μια εύλογη εκτίμηση για τα διακριτικά δεδομένα κατά την περίοδο αυτή. Εάν, ωστόσο τα διακριτικά δεδομένα υπάρχουν ακόμη και στην περίοδο εκτίμησης, τα συγκεκριμένα μοντέλα τα θεωρούν ως απροσδόκητα δεδομένα, δεδομένου ότι το προβλέψιμο μέρος τόσο των διακριτικών και μη δεδομένων συλλαμβάνεται στη πρόβλεψη.

Τα διαφορετικά μοντέλα πρόβλεψης δεδομένων εμπίπτουν σε δύο ευρείες κατηγορίες: αυτά που κοιτάζουν μπροστά και όχι. Ένα μοντέλο που κοιτάζει προς τα εμπρός (π.χ μοντέλο **Jones** 1991, σελίδα 211) χρησιμοποιεί πληροφορίες από το έτος που εξετάζει για διαχείριση κερδών, ενώ τα μοντέλα που δεν κοιτάζουν προς τα εμπρός (π.χ. **DeAngelo**, 1986, σελίδα 409) περιορίζονται σε πληροφορίες που είναι διαθέσιμες από την προηγούμενη χρονιά . Εφόσον η πρώτη κατηγορία μοντέλων χρησιμοποιεί πιο πρόσφατες πληροφορίες και εξετάζει περισσότερες πληροφορίες αναμένεται ότι θα έχει και καλύτερη επίδοση από την κατηγορία των μοντέλων που δεν χρησιμοποιούν αυτές τις πληροφορίες. Επιπλέον αξίζει να τονισθεί ότι η κατηγορία μοντέλων που κοιτάζουν προς τα εμπρός είναι κατάλληλη για συγκεκριμένα θέματα τα οποία εξετάζει. Για παράδειγμα, η συγκεκριμένη κατηγορία μοντέλων είναι κατάλληλη για ανίχνευση της διαχείρισης κερδών, αλλά όχι και για την εξέταση επενδυτικών στρατηγικών που βασίζονται στην πρόβλεψη μελλοντικών απροσδόκητων

δεδοουλευμένων σύμφωνα με τον **Sloan** (1996). Για την πρωτοβάθμια ανάλυσή της έρευνας οι συγγραφείς ασχολούνται με έξι συνολικά μοντέλα. Από τα έξι μοντέλα τα τρία ανήκουν σε κάθε κατηγορία.

Το πρώτο μοντέλο το οποίο εξετάζεται από τους συγγραφείς είναι το Random walk Model. Αξίζει να σημειωθεί πως η **DeAngelo** (1986, σελίδα 409) τονίζει ότι το συγκεκριμένο μοντέλο συνάντησε διάφορους περιορισμούς όσον αφορά την χρήση του ως προγνωστικός δείκτης δεδοουλευμένων. Έτσι λοιπόν προτείνει την χρήση του συγκεκριμένου μοντέλου ως μια βολική πρώτη προσέγγιση για το πώς συμπεριφέρονται τα μη διακριτικά δεδοουλευμένα. Προκειμένου να επιτρέψει συγκρίσεις μεταξύ επιχειρήσεων, το μοντέλο προσαρμόσε ελαφρώς σε έρευνά της η **Dechow et al.** (1995, σελίδα 198) και εφαρμόστηκε σε κλιμακούμενα (scaled) δεδοουλευμένα, παρά τα χωρίς κλιμάκωση δεδοουλευμένα που αρχικά χρησιμοποιούσε το μοντέλο. Αυτή η προσαρμοσμένη έκδοση της **DeAngelo** (1986) μπορεί να παρασταθεί ως ακολούθως.

$$\text{TOTACCit} / \text{TAit-1} = \text{TOTACCit-1} / \text{TAit-2} + \text{eit}$$

Το μοντέλο του τυχαίου περιπάτου είναι σχετικά απλό στη χρήση. Δεν απαιτείται καμία περίοδος εκτίμησης, σε αντίθεση με άλλα μοντέλα, και οι πρώτες διαφορές στα κλιμακούμενα δεδοουλευμένα αντιπροσωπεύουν τα λάθη πρόβλεψης.

Επόμενο μοντέλο το οποίο παρουσιάζουν οι συγγραφείς είναι το μοντέλο mean-reverting accruals. Τα δεδοουλευμένα ιδιαίτερα η συνιστώσα του των τρεχόντων δεδοουλευμένων, έχει αποδειχθεί ότι διαφέρει από τις εκτιμήσεις του μοντέλου του τυχαίου περιπάτου και βιώνει μια αντιστροφή μέσου όρου (mean reversion) σύμφωνα με τη **Dechow** (1994, σελίδα. 18). Με βάση αυτή την αντίληψη, η **Dechow et al.** (1995, σελίδα 197) χρησιμοποίησε το μέσο όρο των δεδοουλευμένων τα τελευταία πέντε έτη προκειμένου να εντοπίσει τα δεδοουλευμένα του επόμενου έτους. Σε αντίθεση με το μοντέλο του τυχαίου περιπάτου το οποίο επηρεάζεται εξ ολοκλήρου από τα δεδοουλευμένα του περασμένου έτους, το συγκεκριμένο μοντέλο δίνει ίση βαρύτητα στα δεδοουλευμένα κάθε έτους.

Το τρίτο μοντέλο το οποίο εξετάζουν οι συγγραφείς ονομάζεται components model. Αρχικά τα δυο προηγούμενα μοντέλα μπορεί να θεωρηθεί ότι εκπροσωπούν εντελώς αντίθετες διεργασίες για το σύνολο των δεδοουλευμένων. Οπότε μια διαδικασία που θα εμπίπτει κάπου στη μέση αυτών των δυο μοντέλων μπορεί να εκπροσωπή καλύτερα τα δεδοουλευμένα. Δηλαδή, το σύνολο των δεδοουλευμένων θα μπορούσε να

αντιπροσωπεύεται καλύτερα από ένα σταθμισμένο μέσο όρο των προηγούμενων μοντέλων.

Το τέταρτο μοντέλο είναι το μοντέλο της **Jones** (1991). Το συγκεκριμένο μοντέλο έχει αναλυθεί εκτενέστερα σε προηγούμενο μέρος. Αυτό που αξίζει ακόμη να τονισθεί είναι ότι το μοντέλο της **Jones** (1991) ανήκει στην κατηγορία των μοντέλων που κοιτάζουν προς τα εμπρός, σε αντίθεση με τα τρία πρώτα μοντέλα. Ακολούθως πέμπτο μοντέλο είναι το μοντέλο Industry. Το συγκεκριμένο μοντέλο έχει αναλυθεί και αυτό εκτενέστερα παραπάνω. Όπως και το μοντέλο της **Jones** (1991) έτσι και αυτό το μοντέλο κοιτάζει προς τα εμπρός.

Έπειτα έκτο μοντέλο είναι το μοντέλο **Kang-Sivaramakrishnan** (KS). Οι **Kang και Sivaramakrishnan** (1995, σελίδα 358) προσφέρουν μια διαφορετική προσέγγιση προς τα εμπρός προκειμένου να εντοπίσουν τα διακριτικά δεδουλευμένα, σε σχέση με τα δύο προηγούμενα μοντέλα που κοιτούν προς τα εμπρός. Το μοντέλο αυτό έχει την δυνατότητα να μπορεί να προβλέψει το επίπεδο των κυκλοφορούντων περιουσιακών στοιχείων και υποχρεώσεων, παρά τις αλλαγές σε αυτούς λογαριασμούς. Ακόμη εκτιμά ένα σύνολο παραμέτρων για όλες τις επιχειρήσεις, παρά μια συγκεκριμένη εκτίμηση για κάθε επιχείρηση ξεχωριστά. Ο λόγος έγκειται στο γεγονός ότι η συλλογή δεδομένων είναι αρκετά δύσκολη. Το μοντέλο τους μετριάζει το πρόβλημα αυτό, καθώς συμπεριλαμβάνει πρόσθετες μεταβλητές (κόστος πωληθέντων και άλλα λειτουργικά έξοδα) και τέλος μετριάζει τα προβλήματα που αφορούν τα λάθη των μεταβλητών χρησιμοποιώντας βοηθητικές μεταβλητές και τη γενικευμένη μέθοδο χρονικών(moment) διαδικασιών (GMM). Η τελευταία αναφορά σε μοντέλο αφορά το τροποποιημένο μοντέλο της **Jones** (1995) . Όμως και το συγκεκριμένο μοντέλο όμως έχει αναλυθεί εκτενέστερα παραπάνω.

Έπειτα έντονο ενδιαφέρον έχουν τα αποτελέσματα. Αρχικά η διακύμανση για τα τρέχοντα και μη τρέχοντα δεδουλευμένα είναι εντελώς διαφορετικές. Τα τρέχοντα δεδουλευμένα, που εκφράζονται από την αύξηση των μη ταμειακών στοιχείων του κεφαλαίου κίνησης έχουν μέση και διάμεση τιμή -0,02% και 0,13% αντίστοιχα, ενώ τα μη κυκλοφορούντα δεδουλευμένα έχουν μέση και διάμεση τιμή κοντά στο -5%. Η διακύμανση στα τρέχοντα δεδουλευμένα είναι ωστόσο πολύ μεγαλύτερη από ότι στα μη κυκλοφορούντα δεδουλευμένα, όπως υποδεικνύεται από το υψηλότερο διατεταρτημοριακό εύρος και την υψηλότερη τυπική απόκλιση.

Στη συνέχεια οι **Thomas and Zhang** (2000) τσεκάρουν τα λάθη τύπου ένα και δύο. Ακόμα αξίζει να αναφερθεί ότι τα λάθη τύπου I, είναι η πιθανότητα εύρεσης διαχείρισης

κερδών, όταν δεν υπάρχει. Συμπερασματικά τα αποτελέσματα της έρευνας αποδεικνύουν ότι τα σφάλματα τύπου I δεν αποτελούν μεγάλο πρόβλημα για τα περισσότερα μοντέλα πρόβλεψης δεδουλευμένων. Ωστόσο, η στατιστική ισχύ η οποία έχει σχέση με τα σφάλματα τύπου II είναι πιθανώς αρκετά χαμηλή για τα περισσότερα μοντέλα, με την πιθανή εξαίρεση των δύο εκδόσεων του μοντέλου **Kang-Sivaramakrishnan**.

Στη συνέχεια οι συγγραφείς προβαίνουν σε σύγκριση μεταξύ των μοντέλων με βάση τα μέτρα της διασποράς. Τα αποτελέσματα εντοπίζουν ότι το random walk μοντέλο είναι το λιγότερο ακριβές ενώ σε αντίθεση το μοντέλο **Kang-Sivaramakrishnan** είναι το πιο ακριβές. Ακόμη το μοντέλο random walk (Kang-Sivaramakrishnan) έχει την υψηλότερη (χαμηλότερη) τυπική απόκλιση και διατεταρτημοριακό εύρος. Ακολούθως το μοντέλο της **Jones** είναι καλύτερο από το random walk, αλλά υπολείπεται σε απόδοση από όλα τα υπόλοιπα μοντέλα σε μέτρα όπως η τυπική απόκλιση και διατεταρτημοριακό εύρος. Έπειτα το μοντέλο components, το μοντέλο mean reverting και το μοντέλο industry παρουσιάζουν αρκετά παρόμοια αποτελέσματα τόσο στη τυπική απόκλιση όσο και στο διατεταρτημοριακό εύρος.

Έπειτα προβαίνουν σε επιπλέον tests για την ακρίβεια των μοντέλων. Τα αποτελέσματα και εδώ δεν παρουσιάζουν αλλαγές. Αρχικά το μοντέλο **Kang-Sivaramakrishnan** είναι και πάλι καλύτερο από όλα τα υπόλοιπα μοντέλα ενώ το μοντέλο του τυχαίου περιπάτου είναι το λιγότερο ακριβές. Έπειτα τα άλλα δύο μοντέλα που κοιτούν προς τα εμπρός, τα μοντέλα **Jones** και Industry έχουν αρκετά ικανοποιητική απόδοση. Εδώ αξίζει να σημειωθεί ότι το μοντέλο **Jones** ενώ αποδίδει καλύτερα από το μέσο όρο συχνά δεν αποδίδει καλά σε συγκεκριμένες περιπτώσεις. Επιπλέον τα μοντέλα mean reverting και component φαίνεται να παρουσιάζουν παρόμοια αποτελέσματα. Ακόμη το μεγαλύτερο μέρος της διακύμανσης στο σύνολο των δεδουλευμένων εξηγείται από μεταβολή στα τρέχοντα δεδουλευμένα, με τα μη κυκλοφορούντα δεδουλευμένα να παρουσιάζουν πολύ χαμηλότερη διακύμανση. Τέλος οι συγγραφείς υποστηρίζουν ότι δύο μοντέλα είναι σε θέση να ξεπεράσουν την απόδοση των υπολοίπων μοντέλων. Το πρώτο μοντέλο είναι το **Kang-Sivaramakrishnan** ενώ το δεύτερο μοντέλο είναι το μοντέλο Jones όταν εκτιμάται χωριστά σε διαφορετικές βιομηχανίες.

1.7.1 - Επίλογος

Η συγκεκριμένη επιλογή (διαχείριση των δεδουλευμένων), αποτέλεσε την πρώτη επιλογή την οποία είχαν οι μάνατζερς προκειμένου να εμπλακούν με τη διαχείριση κερδών. Η συγκεκριμένη επιλογή χρησιμοποιήθηκε εκτενώς τα πρώτα χρόνια. Στη συνέχεια όμως, όπως θα δείξω η συγκεκριμένη επιλογή άρχισε να φθίνει καθώς πλέον οι μάνατζερς είχαν στη διάθεση τους μια νέα επιλογή (διαχείριση πραγματικών δραστηριοτήτων), η οποία δεν ήταν τόσο εύκολα ανιχνεύσιμη από ελεγκτές.

Κεφάλαιο 2^ο: Χειραγώγηση πραγματικών Δραστηριοτήτων

2.1 - Εισαγωγή και Ορισμοί

Σύμφωνα με τους **Dye** (1988) και **Xu** (2008), τα κέρδη αποτελούν ένα ακρογωνιαίο λίθο για τις επιχειρήσεις με αποτέλεσμα τα διευθυντικά στελέχη να έχουν κίνητρα για τη χειραγώγηση των δημοσιευμένων αποτελεσμάτων. Όπως αναφέρει χαρακτηριστικά ο **Joosten** (2012), τα κέρδη μπορούν να διαχωρισθούν σε δύο στοιχεία, τις ταμειακές ροές και τα δεδουλευμένα. Ο λόγος ο οποίος επιτρέπει την ύπαρξη της διαχείρισης κερδών είναι το γεγονός ότι οι μάνατζερς έχουν στη διάθεσή τους τρόπους να διαχειρισθούν και τις δύο κατηγορίες. Επιπλέον, ο **Enomoto et al.** (2013) υποστηρίζει πως η διαχείριση κερδών μπορεί να διαχωρισθεί ανάλογα με το εάν οι μέθοδοι που χρησιμοποιούν τα στελέχη επηρεάζουν τα δεδουλευμένα είτε τις συνήθεις λειτουργικές δραστηριότητες.

Η πρώτη μέθοδος διαχείρισης κερδών η οποία υιοθετήθηκε έντονα, είναι μέσω της χειραγώγησης των δεδουλευμένων (accruals). Αξίζει να αναφερθεί ότι οι συνέπειες αυτής της πράξης όμως δεν οδηγούν σε άμεσες συνέπειες στις ταμειακές ροές της επιχείρησης. Η δεύτερη μέθοδος η οποία αναπτύχθηκε, είναι η χειραγώγηση των πραγματικών δραστηριοτήτων μιας επιχείρησης.

Για τη χειραγώγηση πραγματικών δραστηριοτήτων έχουν δοθεί αρκετοί ορισμοί. Αρχικά η **Schipper** (1989, p.92), ορίζει τη διαχείριση κερδών ως μια σκόπιμη παρέμβαση στη διαδικασία χρηματοοικονομικής πληροφόρησης με πρόθεση την εξασφάλιση κάποιου προσωπικού οφέλους για τους μάνατζερς. Έπειτα οι **Ewert & Wagenhofer** (2005), ο **Roychowdhury** (2006) και οι **Tan & Jamal** (2006), όρισαν το RM ως τη χειραγώγηση των πραγματικών δραστηριοτήτων που περιλαμβάνει τις διευθυντικές προσπάθειες ώστε να αλλάξουν τα δημοσιευμένα κέρδη προβαίνοντας σε ενέργειες σχετικά με το χρόνο και την κλίμακα για τις βασικές δραστηριότητες της επιχείρησης. Τέλος, σύμφωνα με τον **Rowchowdhury** (2006) το real earnings management ορίζεται ως οι πράξεις του μάνατζμεντ που πηγάζουν από τις συνηθισμένες επιχειρηματικές τακτικές της επιχείρησης με σκοπό να φτάσει ή ακόμα και να ξεπεράσει κάποιους στόχους αναφορικά με τα κέρδη (thresholds).

Ένας βασικός λόγος για τον οποίο αναπτύχθηκε το φαινόμενο αυτό έγκειται στο γεγονός ότι εάν οι μάνατζερς στηρίζονταν αποκλειστικά στη χειραγώγηση των δεδουλευμένων, τότε υπήρχε σοβαρή πιθανότητα στο τέλος του χρόνου να έχουν

προβεί σε λάθος εκτιμήσεις αναφορικά με τα κέρδη. Αυτό θα είχε ως αποτέλεσμα, τα δεδουλευμένα που έχουν στη διάθεσή τους να μην επαρκούν να καλύψουν το χάσμα μεταξύ των εκτιμήσεων της διοίκησης για τα κέρδη και τα πραγματικά κέρδη, με συνέπεια να μην καταφέρουν να εμφανίσουν τα χρηματοοικονομικά αποτελέσματα που θα επιθυμούσαν. Έτσι λοιπόν η χειραγώγηση μέσω των πραγματικών δραστηριοτήτων προσφέρει τη δυνατότητα στους μάνατζερς να διαχειρισθούν τις λειτουργικές δραστηριότητες κατά τη διάρκεια της χρονιάς πριν να είναι πολύ αργά και με σχετικά χαμηλότερο ρίσκο από τη χειραγώγηση των δεδουλευμένων καθώς αναφέρεται σε πραγματικές δραστηριότητες της επιχείρησης και είναι πιο δύσκολο να εντοπιστεί ως φαινόμενο από ελεγκτές.

2.2 - Βασικές τακτικές για χειραγώγηση πραγματικών δραστηριοτήτων.

Μερικοί από τους εκπρόσωπους του RM είναι οι **Healy & Wahlen** (1999), **Fudenberg and Tirole** (1995) και **Dechow & Skinner** (2000). Σύμφωνα με τις απόψεις τους οι βασικότερες τακτικές του real earnings management είναι συγκεκριμένες :

1. Πρώτον, η ταχύτερη αναγνώριση των πωλήσεων.
2. Δεύτερον, η αλλαγή σε χρονοδιαγράμματα αποστολής των προϊόντων.
3. Τρίτον, η καθυστέρηση - μείωση όσον αφορά σε έξοδα για έρευνα και ανάπτυξη καθώς και έξοδα για συντήρηση.

Ένας από τους βασικούς λόγους που τα διοικητικά στελέχη αποφασίζουν να προβούν σε τέτοιου είδους ενέργειες είναι η ύπαρξη ενδιαφερόμενων ομάδων για την επιχείρηση (stakeholders). Οι μάνατζερς επιθυμούν να πείσουν συγκεκριμένους ενδιαφερόμενους ότι συγκεκριμένοι χρηματοοικονομικοί στόχοι έχουν εκπληρωθεί μέσω της κανονικής λειτουργίας της επιχείρησης.

Πάνω σε αυτό το θέμα αξίζουν να σημειωθούν τα δύο βασικά συμπεράσματα που παραθέτει από την έρευνά του ο **Graham et al.** (2005) :

1. Τα χρηματοοικονομικά στελέχη της επιχείρησης δίνουν πολύ μεγάλη βαρύτητα στο γεγονός ότι πρέπει να φτάσουν κάποιους στόχους αναφορικά με τα κέρδη, όπως τα μηδενικά κέρδη , τα κέρδη της προηγούμενης χρήσης και οι προβλέψεις των αναλυτών σχετικά με την πορεία της επιχείρησης.

2. Ένα αρκετά μεγάλο ποσοστό από τα στελέχη στην έρευνα του είναι πρόθυμοι να χειραγωγήσουν τις πραγματικές δραστηριότητες ώστε να φτάσουν τους χρηματοοικονομικούς στόχους, γνωρίζοντας ότι υπάρχει η πιθανότητα μέσω αυτών των ενεργειών να μειωθεί η μελλοντική αξία της επιχείρησης.

Ένα παράδειγμα για το δεύτερο συμπέρασμα είναι όταν οι μάνατζερς αποφασίζουν τις εκπτώσεις (price discounts) για ένα συγκεκριμένο χρονικό διάστημα προκειμένου να εκτοξεύσουν τις πωλήσεις τους. Η επιλογή αυτή όμως μπορεί να οδηγήσει τον καταναλωτή να πιστέψει λανθασμένα ότι αυτές οι τιμές θα συνεχιστούν με αποτέλεσμα να μειωθούν οι μελλοντικές τιμές της επιχείρησης.

Άλλο ένα παράδειγμα αποτελεί η απόφαση για την παραγωγή περισσότερων μονάδων από ο,τι πραγματικά απαιτούνται (overproduction). Στόχος αυτής της επιλογής είναι να διαμεριστεί το κόστος παραγωγής σε περισσότερες μονάδες, μειώνοντας έτσι το κόστος παραγωγής ανά μονάδα, αυξάνοντας όμως τα έξοδα αποθήκευσης και μεγαλώνοντας το απόθεμα της επιχείρησης.

Αυτό που προκαλεί εντύπωση είναι το γεγονός πως τα στελέχη είναι πρόθυμα να προβούν σε τέτοιες επιλογές γνωρίζοντας ότι βραχυπρόθεσμα θα πετύχουν τους χρηματοοικονομικούς σκοπούς τους, αλλά μακροπρόθεσμα ίσως λειτουργήσουν επιζήμια για την πορεία της επιχείρησης. Όπως έχει γίνει εμφανές, μπορεί η επιλογή του RM να επιφέρει κάποιο κόστος όμως οι μάνατζερς δεν ρισκάρουν να βασιστούν αποκλειστικά στη χειραγώγηση των δεδουλευμένων.

2.3 - Η επιλογή των μάνατζερς ανάμεσα στις δύο επιλογές.

Εφόσον έχουν αναλυθεί οι λόγοι προτίμησης κάθε επιλογής το επόμενο θέμα που χρίζει σημασίας είναι σε ποια επιλογή προβαίνουν οι μάνατζερς. Υπάρχουν αρκετές έρευνες που επιβεβαιώνουν την επιλογή των μάνατζερς σχετικά με το RM. Πρώτον, η έρευνα των **Dechow & Sloan** (1991) όπου υποστηρίζουν ότι οι CEO's μειώνουν τις δαπάνες για έρευνα και ανάπτυξη στο τέλος της χρήσεως ώστε να φτάσουν συγκεκριμένους χρηματοοικονομικούς στόχους. Αυτό το μεταφράζουν ως απόδειξη για τη διαχείριση πραγματικών δραστηριοτήτων από τα στελέχη. Ακόμη ο **Bens et al.** (2002,2003) αναφέρει ότι οι μάνατζερς επαναγοράζουν μετοχές ώστε να αποφύγουν τα μειωμένα κέρδη ανά μετοχή που εγείρονται από τα δικαιώματα προαίρεσης των εργαζομένων στις μετοχές τους. Επιπλέον, ο **Bens et al.** (2002) βρίσκει αποδείξεις ότι

οι μάνατζερς χρηματοδοτούν μερικώς τις επαναγορές από την μείωση των δαπανών για έρευνα και ανάπτυξη. Επιπρόσθετα οι **Baber et al.** (1991) και **Bushee** (1998) βρίσκουν αποδείξεις για μείωση δαπανών στον τομέα έρευνας και ανάπτυξης προκειμένου να πετύχουν χρηματοοικονομικούς στόχους.

Άλλη μια σημαντική πληροφορία που προκύπτει άμεσα από την έρευνα του **Graham** (2005) είναι ότι το μεγαλύτερο ποσοστό από τα στελέχη παραδέχεται ότι επιθυμεί να μειώσει τα έξοδα έρευνας και ανάπτυξης καθώς και τις κεφαλαιακές επενδύσεις. Ο λόγος που είναι διατεθειμένοι να προβούν σε αυτές τις μειώσεις είναι για να αποφύγουν να προβούν σε άλλες λειτουργικές αλλαγές.

Δεν μπορεί να παραληφθεί η έρευνα των **Thomas & Zang** (2002), οι οποίοι βρίσκουν αποδείξεις που είναι συνεπείς με την παραγωγή περισσότερων μονάδων από όσες πραγματικά απαιτούνται. Τέλος οι **Burgstahler and Dichev** (1997) παραθέτουν ότι τα στελέχη χρησιμοποιούν τις πραγματικές δραστηριότητες ώστε να πετύχουν τα κατώτατα όρια όσον αφορά τα κέρδη.

2.4 - Τρόπος εντοπισμού του φαινομένου.

Ο τρόπος ο οποίος έχει επικρατήσει ώστε να εντοπιστεί η ύπαρξη του RM είναι το μοντέλο του **Roychowdhury** (2006). Ο τρόπος με τον οποίο ο Roychowdhury εξετάζει εάν υπάρχει χειραγώγηση των πραγματικών δραστηριοτήτων είναι με την παρακολούθηση :

- CFO - ταμειακές ροές από λειτουργικές δραστηριότητες (όπως εμφανίζονται στις οικονομικές καταστάσεις)
- Διακριτικών εξόδων :

Τα οποία θέτουμε ως το άθροισμα των εξόδων για διαφημίσεις, εξόδων για έρευνα και ανάπτυξη καθώς και τα εξόδων τα οποία χωρίζονται για πωλήσεις ,τα γενικά και τα διοικητικά (SG&A)

- Κόστους παραγωγής :

Το οποίο αποτελείται από το COGS (cost of goods sold) που ορίζονται ως το κόστος πωληθέντων συν το απόθεμα της περιόδου.

Αξίζει να σημειωθεί πως με την εξέταση του κόστους παραγωγής και όχι του κόστους πωληθέντων οφείλεται στο γεγονός πως με το κόστος παραγωγής, η έρευνα αποκτά δύο πλεονεκτήματα. Πρώτο πλεονέκτημα αποτελεί η χειραγώγηση των δεδουλευμένων ώστε να μειωθεί το κόστος πωληθέντων ανά μονάδα μέσω του λογαριασμού των αποθεμάτων . Ενώ το δεύτερο πλεονέκτημα έγκειται στο γεγονός ότι τόσο η μέθοδος κοστολόγησης Lifo όσο και η Fifo επηρεάζουν το δημοσιευμένο κόστος πωληθέντων ανά μονάδα αλλά όχι το κόστος παραγωγής λόγω του γεγονότος ότι αντισταθμίζονται τα αποτελέσματα στο κόστος πωληθέντων ανά μονάδα αλλά και την αλλαγή στο απόθεμα κατά τη διάρκεια του έτους.

Ο λόγος που ο **Roychowdhury** (2006) εξετάζει τα τρία αυτά στοιχεία είναι για να χρησιμοποιεί το μοντέλο της **Dechow** (1998) μέσω του οποίου θα προκύψουν τα φυσιολογικά επίπεδα για τα τρία αυτά στοιχεία κάθε χρόνο. Οι αποκλίσεις από τα φυσιολογικά αυτά επίπεδα μας δίνουν τις αφύσικες (αντικανονικές) ταμειακές ροές από λειτουργικές δραστηριότητες , τα αφύσικα (αντικανονικά) διακριτικά έξοδα καθώς και τα αφύσικα – αντικανονικά κόστη παραγωγής.

Οι αντικανονικές ταμειακές ροές από λειτουργικές δραστηριότητες εστιάζονται σε τρεις κύριες μεθόδους χειραγώγησης. Η πρώτη είναι η χειραγώγηση των πωλήσεων Ως χειραγώγηση των πωλήσεων ο **Roychowdhury** (2006) ορίζει την προσπάθεια των μάνατζερς να αυξήσουν εν γνώσει τους τις πωλήσεις προσωρινά. Η χειραγώγηση γίνεται με τους ακόλουθους τρόπους:

1. Αναγνωρίζοντας πιο γρήγορα τις πωλήσεις
2. Δημιουργώντας επιπλέον πωλήσεις

Οι δύο αυτές κατηγορίες μπορούν να γίνουν είτε μεμονωμένα είτε συνδυαστικά. Όσον αφορά τη δεύτερη κατηγορία το να πετύχουν παραπάνω πωλήσεις οι μάνατζερς το επιτυγχάνουν είτε μέσω μεγάλων εκπτώσεων επί των τιμών για περιορισμένο χρονικό διάστημα είτε μέσω προσφέροντας πιο ευνοϊκούς πιστωτικούς όρους.

Όταν προσφέρουν μεγάλη έκπτωση επί των τιμών διάθεσης, οι αυξημένες πωλήσεις εκείνου του χρονικού διαστήματος είναι λογικό να εξαφανιστούν μόλις οι τιμές επιστρέψουν στα κανονικά τους επίπεδα. Επιπλέον, η εισροή μετρητών, το καθαρό ποσό μετά την έκπτωση καθώς και το περιθώριο κέρδους είναι χαμηλότερα από ο,τι στη φυσιολογική λειτουργία της επιχείρησης.

Με την προσθήκη των πωλήσεων αυτών τα στελέχη επιτυγχάνουν υψηλότερα κέρδη από αυτά που θα είχαν εάν διέθεταν τα προϊόντα στις κανονικές τιμές διάθεσης και χαμηλότερο περιθώριο κέρδους. Παρά το υψηλό ποσοστό εκπτώσεων, το κόστος παραγωγής ανά μονάδα παραμένει το ίδιο, με αποτέλεσμα το κόστος παραγωγής σε σχέση με τις πωλήσεις να είναι ασυνήθιστα υψηλό.

Ο επόμενος τρόπος με τον οποίο μπορούν να εκτοξευθούν οι πωλήσεις, είναι με τη χορήγηση πιο ευνοϊκών όρων πίστωσης. Χαρακτηριστικά παραδείγματα αποτελούν οι κλάδοι της αυτοκινητοβιομηχανίας και οι έμποροι λιανικής. Με αυτές τις ενέργειες ουσιαστικά οι μάνατζερς προσφέρουν χαμηλότερα επιτόκια προς το τέλος του χρόνου. Χορηγώντας πιο ευνοϊκούς όρους δεν αποφεύγουν πάλι οι μάνατζερς την εισροή πιο λίγων εσόδων σε σχέση με τα έσοδα που θα είχαν εάν διέθεταν τα προϊόντα τους με τις κανονικές τιμές.

Ως συμπέρασμα λοιπόν, εάν οι προμηθευτές δεν ακολουθήσουν την ίδια τακτική με την επιχείρηση, δηλαδή να ισοφαρίσουν την έκπτωση, τότε η χειραγώγηση των πωλήσεων οδηγεί σε χαμηλότερες ταμειακές ροές εκείνη την περίοδο από τις λειτουργικές δραστηριότητες και σε υψηλότερο κόστος παραγωγής απ' ο,τι θα ήταν το κόστος στο κανονικό επίπεδο λειτουργίας της επιχείρησης.

Επόμενη κατηγορία στην οποία εστιάζει ο **Roychowdhury** (2006), είναι η μείωση των διακριτικών εξόδων. Παραδείγματα για τέτοιου είδους έξοδα αποτελούν τα έξοδα έρευνας και ανάπτυξης, τα έξοδα διαφήμισης και τα έξοδα συντήρησης. Τα συγκεκριμένα έξοδα τις περισσότερες φορές εξοφλούνται στην ίδια χρονική περίοδο στην οποία τελούνται. Επομένως, εάν οι μάνατζερς καταφέρουν να τα μειώσουν αυξάνουν αμέσως τα κέρδη της επιχείρησης.

Για να προβούν όμως σε τέτοιου είδους ενέργειες, θα πρέπει να ισχύουν δύο προϋποθέσεις. Πρώτον τα έξοδα αυτά να μην οδηγούν άμεσα σε έσοδα και αποδοχές για την επιχείρηση και δεύτερον οι μάνατζερς να επιδιώκουν να επιτύχουν συγκεκριμένους χρηματοοικονομικούς στόχους με τις ενέργειες αυτές. Να τονισθεί ότι στα διακριτικά έξοδα ο **Roychowdhury** (2006) περιλαμβάνει τα έξοδα SG&A. Τα έξοδα αυτά περιλαμβάνουν έξοδα που αφορούν την εκπαίδευση του προσωπικού, τα έξοδα συντήρησης και τα έξοδα για τα επαγγελματικά ταξίδια. Εάν η επιχείρηση πληρώνει όλα αυτά τα έξοδα και σε φυσική μορφή (μετρητά) τότε θα δει άμεσο αποτέλεσμα με την περικοπή τους.

Τελευταία κατηγορία στην οποία εστιάζει ο συγγραφέας είναι η παραγωγή περισσότερων μονάδων από όσες πραγματικά απαιτούνται (overproduction). Στην προσπάθεια τους λοιπόν οι μάνατζερς πολλές φορές να διαχειριστούν τα κέρδη προς τα πάνω, έχουν τη δυνατότητα να παράξουν περισσότερες μονάδες από όσες πραγματικά απαιτούνται και αναμένεται να πωληθούν.

Ο λόγος που τους ωθεί να προβούν σε αυτήν την επιλογή είναι ότι εάν αυξήσουν την παραγωγή, τα βιομηχανικά έξοδα επιμερίζονται σε μεγαλύτερο αριθμό μονάδων. Ως αποτέλεσμα λοιπόν παρατηρείται η μείωση του σταθερού ανά μονάδα κόστους παραγωγής. Συνεπάγεται λοιπόν και χαμηλότερο συνολικό κόστος ανά μονάδα εφόσον το χαμηλότερο σταθερό ανά μονάδα κόστος δεν αντισταθμίζεται από μία αύξηση στο μεταβλητό κομμάτι του κόστους.

Για να αποφασίσουν όμως την παραγωγή περισσότερων μονάδων τα διοικητικά στελέχη θα πρέπει να συνυπολογίσουν το επιπλέον κόστος το οποίο θα επωμιστεί η επιχείρηση. Με την παραπάνω επιλογή, η επιχείρηση επιβαρύνεται με το επιπλέον κόστος παραγωγής των μονάδων που δεν απαιτούνται καθώς και με το κόστος αποθήκευσης και συντήρησης των μονάδων αυτών. Τέλος και σε αυτή την κατηγορία παρατηρούμε ότι το κόστος παραγωγής σε σχέση με τις πωλήσεις είναι ασυνήθιστα υψηλότερο από ό,τι στη φυσιολογική λειτουργία της επιχείρησης.

Το συνολικό συμπέρασμα από τη χειραγώγηση πωλήσεων αποτελείται από δύο κύρια σημεία:

1. Η υπέρμετρη επιβολή εκπτώσεων και η παραγωγή περισσότερων μονάδων από ό,τι απαιτούνται οδηγεί σε ασυνήθιστα υψηλό ανά μονάδα κόστος παραγωγής σε σχέση με τις πωλήσεις. Αντίθετα, η μείωση των διακριτικών εξόδων οδηγεί σε ασυνήθιστα χαμηλά διακριτικά έξοδα σε σχέση με τις πωλήσεις.

2. Οι εκπτώσεις και η παραγωγή περισσότερων μονάδων από ό,τι απαιτούνται έχουν αρνητικό αποτέλεσμα στις προσωρινές ασυνήθιστες ταμειακές ροές από λειτουργικές διαδικασίες, ενώ αντίθετα η μείωση των διακριτικών εξόδων έχει θετικό αποτέλεσμα.

Συνοψίζοντας, το τελικό πρόσημο είναι αμφιλεγόμενο. Τέλος αξίζει να τονισθεί, ότι η παραγωγή περισσότερων μονάδων με στόχο την αύξηση των πωλήσεων αποτελεί επιλογή μόνο σε μεταποιητικές επιχειρήσεις. Οι εμπορικές δεν έχουν αυτή την επιλογή λόγω του ότι δεν ασχολούνται με το κομμάτι της παραγωγής παρά μόνο με το κομμάτι της διάθεσης των προϊόντων.

Άλλος ένας διαδεδομένος τρόπος για να εξετασθεί το φαινόμενο του RM και τον οποίο χρησιμοποιεί και η **Katherine A.Gunny** (2010) είναι η εξέταση τεσσάρων παραγόντων:

1. Μείωση δαπανών σχετικά με την έρευνα και την ανάπτυξη

2. Μείωση δαπανών για τα SG&A έξοδα
3. Η ρύθμιση του χρόνου αναφορικά με την πώληση πάγιων περιουσιακών στοιχείων ώστε να προκύψουν τα μέγιστα δυνατά κέρδη
4. Η απόφαση της παραγωγής περισσότερων μονάδων από ό,τι πραγματικά απαιτούνται με σκοπό να προσφέρουν πιο ευνοϊκούς όρους είτε σε τιμή είτε σε πιστωτικούς όρους ώστε να αυξηθούν οι πωλήσεις και/ ή να μειωθεί το ανά μονάδα κόστος.

Ο λόγος που η **Gunny** (2010) περιλαμβάνει στην ανάλυση της τα έξοδα SG&A είναι επειδή μέρος των εξόδων αυτών υπόκεινται στην ευχέρεια των μάνατζερς. Το GAAP (General Acceptable Accounting Principles) δεν αναγνωρίζει τα άυλα περιουσιακά στοιχεία όπως η επωνυμία (brand), η τεχνολογία, η αφοσίωση των πελατών και το ανθρώπινο δυναμικό. Τα στοιχεία αυτά όμως δημιουργούνται από δαπάνες για έξοδα SG&A.

Στη συνέχεια όσον αφορά την ρύθμιση του χρόνου για την αναγνώριση εσόδων από πώληση πάγιων περιουσιακών στοιχείων υπόκειται στην ευχέρεια του μάνατζερ καθώς τα κέρδη δημοσιεύονται τη στιγμή της πώλησης. Με αυτόν τον τρόπο η ρύθμιση του χρόνου για την αναγνώριση κερδών από πάγια στοιχεία θα μπορούσε να χρησιμοποιηθεί ως ένα μέσο για διαχείριση κερδών. Στο συγκεκριμένο κομμάτι ο **Bartov** (1993) παρέχει αποδείξεις σχετικές με το γεγονός ότι οι μάνατζερς πωλούν περιουσιακά στοιχεία ώστε να αποφύγουν να δημοσιεύσουν ζημίες, κάτι το οποίο είναι αρκετά πιθανόν να επιφέρει αρκετές δυσκολίες λόγω διαφόρων δανειακών συμβάσεων που εκκρεμούν.

Επιπλέον, με το συγκεκριμένο θέμα υπάρχει και άλλη μία έρευνα των **Herrman, Inoue and Thomas** (2003). Στην έρευνά τους ασχολούνται με Ιάπωνες μάνατζερς και τον τρόπο με τον οποίο διαχειρίζονται τα κέρδη από πώληση παγίων. Στο συμπέρασμα που καταλήγουν οι ερευνητές είναι ότι όσο τα κέρδη αυξάνονται (μειώνονται) μέσω της

πώλησης πάγιων περιουσιακών στοιχείων, τόσο τα τρέχοντα λειτουργικά κέρδη κυμαίνονται κάτω (πάνω) από τις προβλέψεις των στελεχών σχετικά με την λειτουργική δραστηριότητα της επιχείρησης.

Τέλος, ο **Roychowdhury** (2006) βρίσκει αποδείξεις πως τα στελέχη χρησιμοποιούν τη χειραγώγηση των πωλήσεων και την παραγωγή περισσότερων μονάδων από ό,τι απαιτούνται προκειμένου να αποφύγουν να δημοσιεύσουν ζημίες.

2.5 - Παράγοντες που επηρεάζουν την έκταση του φαινομένου.

Κομβικής σημασίας για την κατανόηση του φαινομένου αποτελεί η παράθεση των βασικών παραγόντων οι οποίοι επηρεάζουν το πόσο εκτεταμένα χειραγωγούνται οι πραγματικές δραστηριότητες μιας επιχείρησης. Οι παράγοντες αυτοί είναι οι ακόλουθοι:

1. Τα περιουσιακά στοιχεία
2. Το ποσό από το εναπομείναν εμπόρευμα – απόθεμα (Inventory)
3. Οι εισπρακτέοι λογαριασμοί (Accounts receivables)
4. Η παρουσία χρέους (Debt contracts)
5. Οι ευκαιρίες ανάπτυξης (Growth opportunities)
6. Κίνητρα των μανάτζερς για να φτάσουν στο σημείο μηδέν, βραχυπρόθεσμοι πιστωτές.
7. Ευελιξία
8. Institutional ownership

Μια πηγή η οποία προκαλεί αλλαγές και παρεκκλίσεις στις στρατηγικές για την διαχείριση κερδών είναι η έκταση των περιουσιακών στοιχείων που έχει στη διάθεσή της η επιχείρηση. Για παράδειγμα, μία επιχείρηση η οποία έχει παραδοσιακά χαμηλά επίπεδα αναφορικά με τα περιουσιακά στοιχεία, αυτομάτως έχει μικρότερη ευελιξία για χειραγώγηση κερδών μέσω ενεργειών που έχουν σχέση με αγοραπωλησίες περιουσιακών στοιχείων. Τέλος, ο **Roychowdhury** (2006) αποδεικνύει πως οι εκπτώσεις επί των τιμών διάθεσης και οι μειώσεις στα διακριτικά έξοδα είναι οι μέθοδοι

χειραγώγησης που επιλέγουν οι επιχειρήσεις με χαμηλό επίπεδο πάγιων περιουσιακών στοιχείων.

Δεύτερος παράγοντας είναι το τελικό απόθεμα της επιχείρησης. Με άλλα λόγια, επιχειρήσεις οι οποίες έχουν παραδοσιακά χαμηλά επίπεδα αποθεμάτων δεν έχουν την ευελιξία ώστε να αυξήσουν την παραγωγή τους με σκοπό να μειώσουν το ανά μονάδα κόστος χωρίς να τραβήξουν την προσοχή των ελεγκτών. Εκτενής αναφορά υπάρχει σε έρευνα του **Roychowdhury** (2006), ο οποίος βρίσκει αποδείξεις καθώς συγκρίνει επιχειρήσεις που κατασκευάζουν προϊόντα με εμπορικές. Το αποτέλεσμα που βρίσκει είναι σύμφωνα με τη θεωρία καθώς οι επιχειρήσεις οι οποίες ασχολούνται και με το κομμάτι της παραγωγής, χρησιμοποιούν την παραγωγή προκειμένου να εκτοξεύσουν τις πωλήσεις τους (εκπτώσεις τιμών) καθώς και για να μειώσουν το ανά μονάδα κόστος αρκετά πιο έντονα από ό,τι οι εμπορικές επιχειρήσεις.

Τρίτος παράγοντας είναι οι εισπρακτέοι λογαριασμοί. Ένα παράδειγμα αποτελούν επιχειρήσεις οι οποίες δεν παρέχουν πίστωση και άρα στο τέλος του έτους δεν έχουν εισπρακτέους λογαριασμούς που εκκρεμούν. Οι επιχειρήσεις αυτές λοιπόν δεν έχουν την ευελιξία ώστε να μειώσουν τις προβλέψεις για επισφαλείς απαιτήσεις, ούτε έχουν τη δυνατότητα να αυξήσουν τις πωλήσεις μέσω χορήγησης πιο ευνοϊκών πιστωτικών όρων. Επιπλέον, σύμφωνα με τον **Roychowdhury (2006)**, επιχειρήσεις οι οποίες έχουν υψηλότερο επίπεδο εισπρακτέων λογαριασμών διαχειρίζονται τα κέρδη τους σε μεγαλύτερη έκταση από επιχειρήσεις με χαμηλότερο βαθμό εισπρακτέων λογαριασμών.

Όσον αφορά τον τέταρτο παράγοντα, αρκετές μελέτες έχουν ασχοληθεί με το χρέος και το πώς επηρεάζει τη συμπεριφορά των στελεχών. Πολλές έρευνες συνδέουν το χρέος με το σημείο μηδέν. Σύμφωνα με τις έρευνες αυτές, μεγάλη σημασία για τις επιχειρήσεις με δανεισμό έχει το σημείο μηδέν καθώς η πλειονότητα έχει συνάψει δάνεια τα οποία λογικά θα περιλαμβάνουν τις δυσκολίες που θα αντιμετωπίσει η επιχείρηση εάν εμφανίσει ζημίες στις καταστάσεις της. Παρόλο που το σημείο μηδέν είναι στενά συνδεδεμένο με τις δανειακές συμβάσεις των επιχειρήσεων, οι **Burgstahler and Dichev** (1997) δεν κατάφεραν να βρουν αποδείξεις για τη σαφή αναφορά του σημείου μηδέν στις δανειακές συμβάσεις των επιχειρήσεων των οποίων εξέτασαν. Το πρόβλημα έγκειται στο γεγονός πως τα συμβόλαια χρέους δεν βγαίνουν συχνά στη δημοσιότητα καθώς είναι εξαιρετικά σημαντικές συμβάσεις για την επιχείρηση. Γι' αυτό το λόγο και δεν υπάρχουν συστηματικές αποδείξεις ότι απαιτούν ρητά οι τράπεζες την εισαγωγή του σημείου μηδέν στις δανειακές συμβάσεις. Επιπλέον οι τράπεζες όσον αφορά τα δάνεια, έχουν εξασφαλίσει ένα ελάχιστο μέρος από τις

αξιώσεις και τα περιουσιακά στοιχεία των επιχειρήσεων, το οποίο αναπροσαρμόζεται προς τα πάνω όταν η πορεία της επιχείρησης είναι ανοδική όχι όμως και προς τα κάτω όταν η επιχείρηση βρίσκεται σε κρίση.

Τέλος, εφόσον οι τράπεζες ασχολούνται με τα κέρδη που δημοσιεύει η επιχείρηση, είναι λογικό τα στελέχη να έχουν κίνητρο να διαχειρισθούν τα κέρδη. Στην ίδια λογική ο **Ge** (2010) παραθέτει πως ένα πολύ ισχυρό κίνητρο που οδηγεί στην διαχείριση κερδών είναι η πιστοληπτική ικανότητα της επιχείρησης. Οι πιστωτές χρησιμοποιούν τα δημοσιευμένα νούμερα ώστε να προσδιορίσουν τη χρηματοοικονομική κατάσταση της επιχείρησης, την πιστοληπτική της ικανότητα και τέλος τη βιωσιμότητά της.

Με τον πέμπτο παράγοντα έχουν ασχοληθεί εκτενώς οι **Skinner and Sloan** (2002). Σύμφωνα με την έρευνά τους, οι επιχειρήσεις που αντιμετωπίζουν ευκαιρίες ανάπτυξης «τιμωρούνται» περισσότερο από την αγορά σε σχέση με τις υπόλοιπες, όταν δεν καταφέρουν να φτάσουν τους κατώτατους χρηματοοικονομικούς στόχους.

Στο ίδιο μήκος κύματος έχουμε και τη θεωρία των **Skinner and Sloan** (2002) και **Hribar** (2004) που έχουν επικεντρωθεί στις προβλέψεις των αναλυτών. Σύμφωνα με τα ευρήματά τους, οι επιχειρήσεις με ευκαιρίες ανάπτυξης αντιμετωπίζουν μεγαλύτερη πίεση ώστε να φτάσουν τους χρηματοοικονομικούς στόχους συμπεριλαμβανομένων και του σημείου μηδέν.

Ως δείκτη για τις ευκαιρίες ανάπτυξης στα μοντέλα συνήθως χρησιμοποιείται ο δείκτης market-to-book. Ο δείκτης ορίζεται ως:

Market-to-book = Εμπορεύσιμη αξία ιδίων κεφαλαίων / Λογιστική αξία ιδίων κεφαλαίων

Τεράστιο ενδιαφέρον προκαλεί το σημείο μηδέν. Έρευνες όπως του **Graham et al.** (2005) και **Burgstahler & Dichev** (1997) αναφέρουν πως το σημείο μηδέν είναι εξαιρετικά σημαντικό για τις επιχειρήσεις καθώς υπάρχουν αρκετές ομάδες ενδιαφερόμενων που το χρησιμοποιούν προκειμένου να κρίνουν την πορεία της επιχείρησης και να αξιολογούν την επίδοσή της. Τέτοιες ομάδες από ενδιαφερόμενους είναι οι προμηθευτές, οι δανειστές, οι εργαζόμενοι και οι πελάτες. Ένα πολύ ευρύ φάσμα δηλαδή, καθώς περιλαμβάνει τόσο εσωτερικό όσο και εξωτερικό περιβάλλον της επιχείρησης. Εάν η επιχείρηση πέσει κάτω από το σημείο μηδέν τότε αυτομάτως η ικανότητα της να πληρώνει τους προμηθευτές και δανειστές στην ώρα τους και η πιθανότητα για μελλοντικούς αγοραστές αμφισβητούνται. Επομένως οι προμηθευτές και οι δανειστές σκληραίνουν τη στάση τους όσον αφορά τους όρους πίστωσης.

Έτσι λοιπόν το σημείο μηδέν είναι ένα κομβικό σημείο για τους μάνατζερς καθώς η έκταση της χειραγώγησης των πραγματικών δραστηριοτήτων πρέπει να συνάδει με τις τρέχουσες υποχρεώσεις της επιχείρησης. Τέλος ως συμπέρασμα παρατηρείται, μια θετική σχέση μεταξύ της χειραγώγησης των πραγματικών δραστηριοτήτων και των τρεχουσών υποχρεώσεων.

Ξεχωριστός λόγος πρέπει να γίνει και για τον έβδομο παράγοντα, την ευελιξία των διοικητικών στελεχών σχετικά με τη διαχείριση κερδών. Ο λόγος είναι ότι η έκταση του φαινομένου (διαχείριση κερδών) είναι άμεσα συνδεδεμένη με την ευελιξία που διαθέτουν τα στελέχη. Για παράδειγμα, η υπερβολική παραγωγή με σκοπό την απορρόφηση του σταθερού κόστους, είναι πιο εύκολο να επιτευχθεί και να περάσει απαρατήρητη από τους ελεγκτές, όταν μια επιχείρηση παραδοσιακά έχει μεγάλο απόθεμα ή ο κλάδος το απαιτεί. Παρομοίως μια επιχείρηση με μεγάλες εκπτώσεις σε εμπόρους μπορεί πιο εύκολα να εμπλακεί σε channel stuffing (συνήθης επιχειρηματική πρακτική στην οποία ο έμπορος λαμβάνει περισσότερο εμπόρευμα από όσο μπορεί να πουλήσει) ή να αναγνωρίσει πιο γρήγορα τα έσοδα με την αποστολή των αγαθών νωρίτερα στους εμπόρους και να αξιώνει με αυτό τον τρόπο απαιτήσεις από τους πελάτες της. Έτσι οι εισπρακτέοι λογαριασμοί δίνουν στους μάνατζερς τη δυνατότητα να επιταχύνουν την αναγνώριση μερικών εσόδων.

Τελευταίος παράγοντας που επηρεάζει την έκταση του φαινομένου (RM), είναι το institutional ownership. Ως institutional ownership θεωρείται το ποσοστό μιας εταιρείας που ανήκει από κοινού σε συνταξιοδοτικά ταμεία, ασφαλιστικές εταιρείες, εταιρείες επενδύσεων, ιδιωτικά ιδρύματα, ή σε άλλες μεγάλες οντότητες που διαχειρίζονται κεφάλαια για λογαριασμό άλλων επενδυτών. Ο **Bushee** (1998) λοιπόν εξετάζει επιχειρήσεις που προσπαθούν να φτάσουν τα κέρδη της προηγούμενης χρονιάς και βρίσκει αποδείξεις ότι οι μειώσεις σε έξοδα για έρευνα και ανάπτυξη είναι πιο έντονες σε επιχειρήσεις με χαμηλό institutional ownership. Ενώ και ο **Rajgopal** (2005) εντοπίζει μια θετική σχέση μεταξύ της ποιότητας των κερδών και του institutional ownership.

Ως τελικό συμπέρασμα για τους παράγοντες που σχετίζονται με τη χειραγώγηση πραγματικών δραστηριοτήτων ο **Roychowdhury** (2006) βρίσκει αρνητική σχέση μεταξύ του institutional ownership και της χειραγώγησης πραγματικών δραστηριοτήτων. Αντίθετα η παρουσία χρέους, το απόθεμα, οι εισπρακτέοι λογαριασμοί και οι ευκαιρίες ανάπτυξης είναι θετικά συνδεδεμένοι παράγοντες με τη χειραγώγηση πραγματικών δραστηριοτήτων.

2.6 - Συνέπειες που προκύπτουν από την χειραγώγηση πραγματικών δραστηριοτήτων.

Έντονο αντικείμενο μελέτης έχουν γίνει οι συνέπειες που ακολουθούν μετά τη χειραγώγηση των πραγματικών δραστηριοτήτων. Οι **Ewert &Wagenhofer** (2005) και **Roychowdhury** (2006) παραθέτουν ότι όταν οι μάνατζερς αλλάξουν τον χρόνο και/ή τη δομή των επιχειρηματικών δραστηριοτήτων τους ώστε να διαχειρισθούν τα κέρδη τους, τότε υπάρχει περίπτωση να παρεκκλίνουν από τις συνήθεις επιχειρηματικές πρακτικές κάτι που μπορεί να επηρεάσει αρνητικά την μελλοντική επίδοση της επιχείρησης. Η χειραγώγηση των λειτουργικών δραστηριοτήτων επιφέρει συγκεκριμένα αποτελέσματα. Πρώτον επηρεάζει τις ταμειακές ροές και δεύτερον μερικές φορές ακόμη και τα δεδουλευμένα. Παρ' όλα αυτά η χειραγώγηση των λειτουργικών δραστηριοτήτων δεν οδηγεί αναγκαστικά σε μια σημαντική μελλοντική μείωση στη λειτουργική επίδοση της επιχείρησης

Εάν οι επιχειρήσεις εμπλακούν στο φαινόμενο αυτό (RM) μόνο περιστασιακά και ύστερα ξαναγυρίσουν στις συνήθεις επιχειρηματικές πρακτικές τα επόμενα χρόνια, τότε μια τόσο περιορισμένη χρήση της χειραγώγησης των πραγματικών δραστηριοτήτων δεν οδηγεί απαραίτητα σε μια αρνητική επίδραση στη μελλοντική επίδοση της επιχείρησης. Στην άλλη μεριά όμως εάν οι επιχειρήσεις τείνουν να χειραγωγούν τις λειτουργικές τους δραστηριότητες σε μια συνεχή βάση, ένα αρκετά πιθανό αποτέλεσμα είναι μια μείωση της μελλοντικής λειτουργικής απόδοσης της επιχείρησης.

Σύμφωνα με τον **Zhaohui (2010)** ο οποίος έχει ερευνήσει το συγκεκριμένο ζήτημα, χρησιμοποιεί ως μοντέλα τα μοντέλα **Roychowdhury** (2006) και **Cohen et al.** (2003) και καταλήγει στα ακόλουθα συμπεράσματα. Πρώτον σύμφωνα με τις προηγούμενες έρευνες των **Barton & Simco** (2002), των **Barton, Givoly & Hayn** (2002) και των **Bowen, Rajgopal και Venkatachalam** (2008), οι επιχειρήσεις με υψηλά εισοδήματα που δημοσιεύουν μικρά κέρδη ή που μετά βίας ξεπερνούν τις προβλέψεις των αναλυτών, επιδεικνύουν συγκεκριμένες προβλέψιμες τάσεις στην επερχόμενη λειτουργική τους δραστηριότητα.

Από την άλλη μεριά όμως επιχειρήσεις οι οποίες φτάνουν ή ξεπερνούν οριακά τις προβλέψεις των αναλυτών για την επιχείρηση έχουν σημαντικά υψηλότερη λειτουργική απόδοση στα επόμενα τρία χρόνια από τις επιχειρήσεις οι οποίες δεν φτάνουν ή δεν περνούν οριακά τις προβλέψεις των αναλυτών.

Τα ευρήματα τα οποία παραθέτουν λοιπόν σε έρευνα τους οι **Taylor** και **Zhaohui** (2010) υποδεικνύουν ότι επιχειρήσεις οι οποίες έχουν εμπλακεί στη χειραγώγηση πραγματικών δραστηριοτήτων δεν εμφανίζουν μια σημαντική μείωση στις ακόλουθες περιόδους στο λειτουργικό κομμάτι.

Συνοψίζοντας, οι επιχειρήσεις οι οποίες εμπλέκονται μόνο περιστασιακά στη χειραγώγηση πραγματικών δραστηριοτήτων κατά μέσο όρο δεν αντιμετωπίζουν μια μεγάλη μείωση σε λειτουργικές δραστηριότητες στα επόμενα έτη. Το πόρισμα της έρευνας αυτής είναι συνεπές με την έρευνα των **Tan and Jamal** (2006), η οποία εισηγείται ότι οι μάνατζερς πιθανόν να διαχειρισθούν τα κέρδη ώστε να επικοινωνήσουν τις προσωπικές τους πληροφορίες για την επιχείρηση και τις προοπτικές της. Επιπλέον, οι μάνατζερς παρακολουθούν με προσοχή και αξιολογούν τα κόστη και τα οφέλη που προκύπτουν από τη χειραγώγηση των πραγματικών δραστηριοτήτων ώστε να αποφευχθεί πιθανή μείωση της μελλοντικής πορείας της επιχείρησης. Επιπρόσθετα αυτή η έρευνα συμπληρώνει την έρευνα των **Graham, Harvey and Rajgopal** (2005) σχετικά με τα κόστη του φαινομένου (RM).

Τέλος, ο **Graham et al.** (2005) μέσω της έρευνάς του, παρέχει αποδείξεις ότι οι μάνατζερς είναι πρόθυμοι να αλλάξουν τα επιχειρηματικά τους πλάνα και να θυσιάσουν πόρους της επιχείρησης προκειμένου να φτάσουν τους χρηματοοικονομικούς στόχους που επιδιώκουν. Στη συνέχεια ο **Graham** (2005) μέσω της έρευνάς του παραθέτει αποδείξεις ότι κατά μέσο όρο οι επιχειρήσεις αποφεύγουν να χειραγωγούν τις λειτουργικές τους δραστηριότητες σε σημείο το οποίο να επιβαρύνει την μελλοντική απόδοση της επιχείρησης. Συμπληρωματικά με αυτή την έρευνα, ο **Cheng** (2004) παραθέτει ότι οι εκτελεστικές επιτροπές σχετικά με την αμοιβή και αποζημίωση των στελεχών προσπαθούν να κατανοήσουν και να μετριάσουν τα κίνητρα των στελεχών τα οποία οδηγούν σε καιροσκοπικές συμπεριφορές των στελεχών, όσον αφορά την χειραγώγηση των επενδύσεων.

2.7 - Είναι τελικά η χειραγώγηση των πραγματικών δραστηριοτήτων μια καιροσκοπική επιλογή;

Σε αντίθεση με τη χειραγώγηση των δεδουλευμένων, το RM περιλαμβάνει ενέργειες οι οποίες διαταράσσουν τις βασικές δραστηριότητες της επιχείρησης, σε μια προσπάθεια να αυξήσουν τα τρέχοντα έσοδα. Το αποτέλεσμα αυτών των ενεργειών επηρεάζει άμεσα τις λειτουργικές δραστηριότητες της επιχείρησης.

Η απόφαση των μάνατζερ να διαλέξουν το RM αντί του AB οφείλεται σε κάποιους λόγους. Πρώτος λόγος είναι ότι η χειραγώγηση των δεδουλευμένων είναι πολύ πιθανόν να υπόκειται σε περιορισμένη ευελιξία. Σύμφωνα με τους **Barton and Simco** (2002), η χειραγώγηση των δεδουλευμένων περιορίζεται από τις λειτουργίες της επιχείρησης καθώς και από την παρελθοντική έκταση του φαινομένου στην επιχείρηση.

Κύριοι υποστηρικτές του RM όπως οι **Graham, Harvey and Rajgopal** (2005), ερεύνησαν 401 χρηματοοικονομικά στελέχη σχετικά με παράγοντες κλειδιά οι οποίοι προωθούν αποφάσεις σχετικά με τα δημοσιευμένα κέρδη. Το 78% των ερωτηθέντων δήλωσε πως θα ήταν πρόθυμο να θυσιάσει ένα κομμάτι οικονομικής αξίας του πρότζεκτ προκειμένου να διαχειρισθεί τα κέρδη με τρόπο που θα τους επέτρεπε να εμφανίσουν τα αποτελέσματα που αυτοί επιθυμούν.

Υπάρχει λοιπόν μια αρνητική συσχέτιση για τους μάνατζερς οι οποίοι χρησιμοποιούν την επιχειρησιακή τους ευχέρεια ώστε να επηρεάσουν τα λογιστικά αποτελέσματα με σκοπό να παραμείνουν στη συγκεκριμένη θέση. Σε αντίθεση υπάρχει μια θετική συσχέτιση για τους μάνατζερς οι οποίοι χρησιμοποιούν την επιχειρησιακή τους ευχέρεια ώστε να καταφέρει η επιχείρηση να φτάσει τα σημεία αναφοράς σχετικά με τα κέρδη για δύο λόγους. Ο πρώτος είναι για να καταφέρει να διατηρήσει η επιχείρηση οφέλη τα οποία της επιτρέπουν να αποδίδει καλύτερα στο μέλλον, ενώ ο δεύτερος λόγος οφείλεται στην προσπάθεια των στελεχών να επικοινωνήσουν την κατεύθυνση (signal) για την μελλοντική πορεία της επιχείρησης.

Ένα τέτοιο παράδειγμα παραθέτουν οι **Bartov, Givoly and Hayn** (2002) και οι **Burgstahler and Dichev** (1997) στις έρευνές τους. Αρχικά τα διευθυντικά στελέχη εμπλέκονται στο φαινόμενο αυτό ώστε να καταφέρει η επιχείρηση να περάσει οριακά κάποιο σημαντικό σημείο σχετικά με τα κέρδη. Μέσω αυτής της κίνησης φιλοδοξούν να ενδυναμώσουν την πιστοληπτική ικανότητα της επιχείρησης έναντι στους δανειστές και στους προμηθευτές αλλά και να δημιουργήσουν μια καλύτερη φήμη για την επιχείρηση προς όλους τους ενδιαφερόμενους σχετικά με αυτή. Αξίζει να σημειωθεί ότι το RM είναι θετικά συνδεδεμένο με τις επιχειρήσεις οι οποίες θέλουν να φτάσουν τους στόχους τους αναφορικά με τα κέρδη που παρουσιάζουν.

Αυτό που προκαλεί μεγάλο ενδιαφέρον, είναι ότι οι επιχειρήσεις οι οποίες εμπλέκονται σε RM προκειμένου να φτάσουν τους στόχους αυτούς, έχουν σχετικά καλύτερη μελλοντική απόδοση από τις επιχειρήσεις οι οποίες δεν εμπλέκονται με το φαινόμενο αυτό. Ένα παράδειγμα θα μπορούσε να είναι ότι τα καλά χρηματοοικονομικά αποτελέσματα που θα δημοσίευε η επιχείρηση η οποία είχε εμπλακεί σε RM, θα της επέτρεπαν ένα νέο δανεισμό ο οποίος θα λειτουργούσε ευεργετικά για αυτή. Ένας

δανεισμός ο οποίος οφείλεται στα αποτελέσματα τα οποία έχουν προκύψει μέσω του RM και ένα δανεισμό που η επιχείρηση η οποία δεν έχει αποφασίσει να εμπλακεί δεν είναι σε θέση να λάβει λόγω των αποτελεσμάτων της. Το συμπέρασμα που προκύπτει λοιπόν μέσα από αυτήν την παράγραφο, είναι ότι η χρήση του φαινομένου δεν αποτελεί μια καιροσκοπική επιλογή, αλλά είναι συνεπής με την προσπάθεια της επιχείρησης να διατηρήσει τα τρέχοντα επίπεδα κερδών. Τα επίπεδα αυτά επιτρέπουν στην επιχείρηση να λειτουργεί πιο εύρυθμα και να έχει καλύτερα αποτελέσματα στο μέλλον καθώς και να προβούν τα στελέχη σε ενέργειες signaling.

Ένας παράγοντας ο οποίος ωθεί τα στελέχη στη χρήση του RM είναι το πόσο αυστηροί είναι οι έλεγχοι για τα δεδουλευμένα. Σύμφωνα με τους **Ewert and Wagenhofer** (2005), αποδεικνύεται ότι η χρήση του RM αυξάνεται όταν οι αρχές καθιστούν πιο αυστηρούς τους κανόνες σχετικά με τα λογιστικά πρότυπα, με αποτέλεσμα η χειραγώγηση των δεδουλευμένων να γίνεται εμφανώς πιο δύσκολη

2.8 - Αποδείξεις ύπαρξης και περιπτώσεις εμφάνισης του φαινομένου

Έντονο ενδιαφέρον προκαλεί στους ερευνητές το γεγονός ότι παρατηρείται μια ασυνέχεια στο σημείο μηδέν καθώς και στα κέρδη της προηγούμενης χρήσεως. Οι **Hayn** (1995), **Burgstaller and Dichev** (1997), **DeGeorge, Patel and Zeckhauser** (1999) και οι **Jacob and Jorgensen** (2007) ερμηνεύουν την ασυνέχεια αυτή ως απόδειξη ότι οι επιχειρήσεις προβαίνουν στη διαχείριση κερδών με σκοπό να φτάσουν ή έστω και οριακά να ξεπεράσουν τα σημαντικά σημεία που αφορούν τα κέρδη. Στο ίδιο μήκος κύματος οι **Matsunaga and Park** (2001) πιστεύουν ότι η επιλογή των μανάτζερς να εμπλακούν με το RM ώστε να φτάσουν τους χρηματοοικονομικούς στόχους, εν μέρει οφείλεται σε κίνητρα όπως το να αυξήσουν την τιμή της μετοχής της επιχείρησης, να κρατήσουν τη θέση τους ή και να επιτύχουν τα αποτελέσματα που δικαιολογούν ένα μπόνους για τους ίδιους.

Οι **Trueman and Titman** (1988) βρίσκουν μανάτζερς που χρησιμοποιούν το RM ώστε να εξομαλύνουν τα κέρδη με σκοπό να μειώσουν το κόστος δανεισμού. Τώρα ο **Bartov et al.** (2002) υποδεικνύει ότι τα οφέλη του να φτάσει η επιχείρηση τους χρηματοοικονομικούς της στόχους, μπορεί να είναι η μεγιστοποίηση της τιμής της μετοχής και/ή η αύξηση της πιστοληπτικής της ικανότητας.

Ακόμη ο **Graham et al.** (2005) βρίσκει ότι το 86,3% των στελεχών που ερεύνησε πιστεύουν ότι με το να πετύχουν τα σημαντικά χρηματοοικονομικά σημεία χτίζουν μια σχέση αξιοπιστίας με την κεφαλαιαγορά. Τα ευρήματα του δεν σταματούν εκεί καθώς σύμφωνα με την έρευνά του, ο **Graham et al.** (2005) παραθέτει ότι το 74,1% από τα ερωτηθέντα στελέχη προσπαθούν να φτάσουν τα σημαντικά χρηματοοικονομικά σημεία καθώς με αυτόν το τρόπο πιστεύουν ότι μπορούν να μεταφέρουν τις μελλοντικές προοπτικές ανάπτυξης στους επενδυτές.

Η **Gunny** (2010) προκειμένου να αποδείξει τους ισχυρισμούς αυτούς χρησιμοποιεί το μοντέλο **Berger** (1993) & **Roychowdhury** (2006). Τα αποτελέσματα που προκύπτουν από την έρευνα της υποδηλώνουν ότι οι επιχειρήσεις που εμπλέκονται στο RM συνδέονται με καλύτερη μελλοντική απόδοση τα επόμενα τρία έτη συγκρινόμενες με επιχειρήσεις που δεν εμπλέκονται στο RM.

Υπάρχουν πρόσφατες αποδείξεις για την ύπαρξη του RM στις επιχειρήσεις. Για παράδειγμα, οι **Fudenberg and Tirole** (1995) παραθέτουν την αλλαγή των παραδόσεων φορτίων, την προσφορά καλύτερων όρων ώστε να εκτοξευθούν οι πωλήσεις, τη μείωση δαπανών για συντήρηση και άλλες πιθανές μεθόδους που χρησιμοποιούν οι επιχειρήσεις με σκοπό να εξομαλύνουν τα κέρδη. Πάνω σε αυτές τις αποδείξεις οι **Revsine, Collins and Johnson** (1998) δημοσίευσαν ότι κατά τη χρονική περίοδο 1992-93 οι **Bausch and Lomb** έστειλαν φορτία στους εμπόρους τους και προέβησαν σε εγγραφές στα λογιστικά τους βιβλία ως κέρδη. Το πρόβλημα που εντοπίστηκε ήταν ότι οι έμποροι εν τέλει κατέληξαν με ένα πολύ μεγάλο μέρος από το φορτίο στις αποθήκες τους λόγω της μειωμένης ζήτησης.

Άλλο ένα παρεμφερές γεγονός έχει δημοσιεύσει ο **Marcial** (1995) στο οποίο η Duracraft δημοσίευσε καλύτερα αποτελέσματα για το πρώτο τρίμηνο από τα αναμενόμενα. Το πρόβλημα όμως εντοπίστηκε στην τιμή της μετοχής, η οποία υπέστη σημαντική μείωση καθώς το τελικό απόθεμα της επιχείρησης εμφάνιζε αλματώδη αύξηση της τάξης του 100% , ενώ τα λειτουργικά επίπεδα δεν παρουσίαζαν καμία μείωση συγκριτικά με τα προηγούμενα.

Επιπλέον είναι χρήσιμο να τονιστεί η έρευνα του **Bartov** (1993), σχετικά με τις πωλήσεις περιουσιακών στοιχείων. Αποδεικνύει ότι τα κέρδη τα οποία προέρχονται από πωλήσεις πάγιων περιουσιακών στοιχείων συσχετίζονται αρνητικά με τις αλλαγές των κερδών. Χρησιμοποιεί αυτή την απόδειξη ώστε να τονίσει ότι επιχειρήσεις που αντιμετωπίζουν μείωση στα κέρδη τους, εκτοξεύουν τα τελικά κέρδη τους μέσω αυξημένων πωλήσεων περιουσιακών στοιχείων. Εδώ όμως θα πρέπει να ειπωθεί πως υπάρχει η πιθανότητα οι επιχειρήσεις που αντιμετωπίζουν μείωση στα λειτουργικά τους

αποτελέσματα, να διακρατούν κάποια μη παραγωγικά ακίνητα και έτσι διαλέγουν να προβούν στην πώλησή τους, κάτι το οποίο φαντάζει λογικό.

Τεράστιο ερευνητικό ενδιαφέρον παρουσιάζουν οι εξελίξεις γύρω από το σημείο μηδέν. Ο πρώτος ο οποίος δημοσίευσε ότι υπάρχει μια ασυνέχεια στις παρατηρήσεις γύρω από τα μηδενικά κέρδη ήταν ο **Hayn** (1995). Ειδικότερα παραθέτει ότι οι παρατηρήσεις των επιχειρήσεων μετατοπίζονται κατακόρυφα προς τα επάνω αμέσως μετά το μηδέν. Έτσι λοιπόν εξηγεί το φαινόμενο αυτό, ως απόδειξη ότι οι επιχειρήσεις με κέρδη ελάχιστα πάνω από το μηδέν, διαχειρίζονται τα κέρδη τους με σκοπό να υπερβούν τα κατώτερα όρια για κέρδη.

Έπειτα από τον Hayn ακολούθησαν και άλλες έρευνες. Οι **Burgstahler and Dichev** (1997) παρουσιάζουν ανάλυση σύμφωνα με το πώς οι επιχειρήσεις κατορθώνουν να διαχειρισθούν τα κέρδη τους γύρω από το σημείο μηδέν. Αποδεικνύουν ότι εάν οι παρατηρήσεις (firm-years) ομαδοποιηθούν με βάση τα κέρδη τους, τότε η κατανομή των παρατηρήσεων παρουσιάζει μια απότομη αλλαγή προς τα πάνω στην πρώτη ομαδοποίηση ακριβώς μετά το μηδέν. Το γεγονός αυτό το θεωρούν ως απόδειξη πως οι επιχειρήσεις που έχουν την επιλογή- ευελιξία να διαχειρισθούν τα κέρδη τους μέσω αυτού του τρόπου, προβαίνουν στην επιλογή αυτή με σκοπό να κατορθώσουν να δημοσιεύσουν ελάχιστα κέρδη έναντι ζημιών.

Στη συνέχεια οι **Degeorge, Patel and Zeckhauser** (1999) εντοπίζουν μια παρόμοια ασυνέχεια γύρω από το μηδέν για λάθος εκτιμήσεις των αναλυτών. Ο τρόπος που το αποδεικνύουν έγκειται στο γεγονός πως οι παρατηρήσεις των επιχειρήσεων αλλάζουν απότομα προς τα πάνω ακριβώς μετά από το σημείον μηδέν.

Τέλος, αξίζει να σημειωθεί ότι σύμφωνα με τους ισχυρισμούς των **Guay, Kothari and Watts** (1996), τα κίνητρα των μάνατζερς ώστε να χειραγωγήσουν τα κέρδη πιθανώς συσχετίζονται με την απόδοση της επιχείρησης. Η παρατήρηση αυτή οδηγεί στο παρακάτω εύρημα. Τα αντικανονικά δεδουλευμένα συσχετίζονται θετικά με το καθαρό εισόδημα. Παρομοίως παρατηρείται μια ισχυρή θετική συσχέτιση μεταξύ αντικανονικών ταμειακών ροών από λειτουργικές δραστηριότητες (45%) και καθαρού εισοδήματος καθώς και μια ισχυρή αρνητική συσχέτιση (-20%) μεταξύ αντικανονικού κόστους παραγωγής και καθαρού εισοδήματος.

2.9 - Μπορούν οι επενδυτές και η αγορά να αναγνωρίσουν το φαινόμενο;

Ένα θέμα το οποίο έχει απασχολήσει αρκετά τη βιβλιογραφία είναι εάν οι επενδυτές είναι σε θέση να αναγνωρίσουν τη χειραγώγηση των πραγματικών δραστηριοτήτων ή όχι. Οι υποστηρικτές της μιας πλευράς υποστηρίζουν πως ένας παράγοντας ο οποίος αποθαρρύνει τα στελέχη να προβούν τόσο εκτεταμένα στο φαινόμενο αυτό αποτελούν οι μορφωμένοι και πολύπειροι επενδυτές, οι οποίοι είναι σε θέση να προκαλέσουν ανασφάλεια στα στελέχη σχετικά με τις αποφάσεις τους γύρω από τις πραγματικές δραστηριότητες. Οι **Healy and Wahlen** (1999) ισχυρίζονται ότι οι επενδυτές είναι ένας μηχανισμός ικανός να αναγνωρίσει τις πρακτικές και τα αποτελέσματα του RM και δεν αντιδρούν 'μυωπικά'.

Η άλλη πάλι πλευρά διαφωνεί με αυτή την άποψη και αρκετές έρευνες παραθέτουν τα συμπεράσματά τους πάνω στους επενδυτές και την ικανότητα τους να αντιλαμβάνονται το φαινόμενο. Αρχικά η **Gunny** (2005) βρίσκει ότι οι επενδυτές δεν είναι σε θέση να αντιληφθούν και να αναγνωρίσουν την χειραγώγηση πραγματικών δραστηριοτήτων στις οικονομικές καταστάσεις εφόσον τα στελέχη δεν ενσωματώνουν τις συνέπειες αυτής της χειραγώγησης στην τιμή της μετοχής.

Στη Βραζιλία, ο **Cupertino** (2010) παραθέτει ότι παρατηρούνται στρεβλώσεις στην πρόβλεψη της αγοράς σε σχέση με τα συστατικά των κερδών (δεδουλευμένα και ταμειακές ροές) σε σύγκριση με τις εκτιμήσεις που βασίζονται σε ορθολογικές προσδοκίες. Συγχρόνως ο **Ge** (2010) τονίζει ότι οι περισσότερες μελέτες συνδέουν την διαχείριση κερδών με τα διακριτικά δεδουλευμένα, αγνοώντας τις υπόλοιπες μορφές χειραγώγησης.

Η απόφαση των στελεχών να χειραγωγήσουν τα δεδουλευμένα εμπεριέχει ένα υψηλό επίπεδο κινδύνου. Ως κίνδυνο θέτουμε τον εντοπισμό του φαινομένου από ελεγκτές. Έτσι λοιπόν οι επιχειρήσεις στρέφονται σε δύο εναλλακτικές:

- Τη χειραγώγηση πραγματικών δραστηριοτήτων
- Τη χρήση της λογιστικής με δόλιο τρόπο (fraudulent accounting)

Σε απόλυτη συμφωνία με αυτές τις αποδείξεις κυμαίνονται και αρκετοί ερευνητές ακόμα όπως οι **Sloan** (1996), **Xie** (2001) και **Bhojral et al.** (2009). Σύμφωνα με τα λεγόμενά

τους η αγορά δεν είναι ικανή να αναγνωρίσει τη συμπεριφορά των συστατικών του κέρδους καθώς διαμορφώνει τις προσδοκίες της σχετικά με τη μελλοντική απόδοση βασισμένες σε αυτές τις οντότητες.

Επιπλέον, ο **Li** (2010), αποδεικνύει πως η αποτυχία του να αναγνωρίσουν την διαχείριση κερδών και τα αποτελέσματα της πάνω στην αξία ενός περιουσιακού στοιχείου σημαίνει πως οι επενδυτές αντιδρούν στην χειραγώγηση με ένα σχετικά ομοιόμορφο τρόπο.

Εφόσον έχει αποδειχθεί πως η αγορά δεν είναι σε θέση να αντιληφθεί τη διαχείριση των κερδών και τα αποτελέσματά της, οι ερευνητές αρχίζουν να ερευνούν την αντίδραση των επενδυτών. Σύμφωνα με τους **Xu** (2008), **Ge** (2010), **Li** (2010) οι επενδυτές μπορεί να αντιδράσουν με έκπληξη όταν τα επακόλουθα χρόνια η απόδοση της επιχείρησης είναι διαφορετική από αυτή που είχαν προβλέψει.

Είναι πολύ σημαντικό ότι υπάρχουν αποδείξεις που δείχνουν ότι η αγορά αδυνατεί να αναγνωρίσει το φαινόμενο. Με βάση ότι η αγορά λειτουργεί με τη συμμετρία της πληροφόρησης αυτό δεν θα έπρεπε να συμβαίνει. Ο λόγος είναι γιατί η αποτελεσματικότητα των πληροφοριών έχει μια βασική επιρροή στη διαδικασία του σχηματισμού των προσδοκιών. Εάν υπήρχε μια καθυστέρηση ή αλλοίωση στην ερμηνεία των πληροφοριών που είναι δημοσιευμένες τότε υπάρχει χώρος για αντικανονικά κέρδη.

Σε αντίθεση, μεγάλο ενδιαφέρον εμφανίζεται στην άποψη της **Gunny** (2005) πως εάν υπάρχει αποδοτικότητα στη διάχυση των πληροφοριών τότε η χειραγώγηση μέσω πραγματικών δραστηριοτήτων θα είναι ενσωματωμένη μέσα στην τιμή της μετοχής και η αγορά θα βρίσκεται σε ισορροπία. Με αποτέλεσμα να μην υπάρχουν κίνητρα για τη διοίκηση να χειραγωγήσει τα κέρδη μέσω αυτής της στρατηγικής.

Τώρα οι **Martinez, Cupertino και da Costa Jr** (2015) χρησιμοποιούν ένα τεστ για να ελέγξουν τη λογική και αποδοτικότητα της αγοράς. Το τεστ αυτό είναι το τεστ **Mishkin** (1983). Ο λόγος που γίνεται τόση αναφορά στο συγκεκριμένο τεστ οφείλεται στο γεγονός πως η **Gunny** (2005) το χρησιμοποίησε και το εξέλιξε. Μέσω αυτού του τεστ θα μπορούσε σε σύγκριση με κάποια δεδομένα, να προσδιορίσει εάν οι επενδυτές ήταν σε θέση να κατανοήσουν το RM όταν συμβαίνει και να λάβουν υπόψη τους τις επιπτώσεις που έχει στα μελλοντικά κέρδη της επιχείρησης με την οποία ασχολούνται.

Ένα συμπέρασμα που προκύπτει μετά από τόσες έρευνες είναι πως σχεδόν σε όλες τις περιπτώσεις οι επενδυτές φαίνεται να υποτιμούν τις συνέπειες των ταμειακών ροών

στα κέρδη και να υπερεκτιμούν τις συνέπειες των δεδουλευμένων σε αυτά. Τέλος η αγορά αξιολογεί το αντίκτυπο στα μελλοντικά κέρδη από τη μείωση των δαπανών για τα διακριτικά έξοδα με ένα αποδοτικό τρόπο.

Συνοψίζοντας τα αποτελέσματα από το **Mishkin** test παρέχουν αποδείξεις, πως η αγορά αντιλαμβάνεται τις συνέπειες του RM μέσω της μείωσης των δαπανών για τα διακριτικά έξοδα αλλά αποτυγχάνει να αξιολογήσει τα αποτελέσματα της διαχείρισης κερδών μέσω της αλλαγής που παρατηρείται στα κόστη παραγωγής και τις ταμειακές ροές οι οποίες οφείλονται στην προσπάθεια προσωρινής αύξησης των πωλήσεων.

2.10 - Κόστη και οφέλη από κάθε μέθοδο διαχείρισης κερδών.

Έρευνες που έγιναν από τους **Bruns and Merchant** (1990) και **Graham** (2005) έδειξαν ότι υπάρχει μεγαλύτερη προθυμία από τα στελέχη να χρησιμοποιήσουν το τη χειραγώγηση πραγματικών δραστηριοτήτων παρά τη χειραγώγηση των δεδουλευμένων.

Ενδεικτικά θα αναφέρουμε τα κόστη και τα οφέλη που προκύπτουν από κάθε περίπτωση ξεχωριστά.

Η χειραγώγηση πραγματικών δραστηριοτήτων κατά την διάρκεια του έτους προκειμένου να αυξηθούν τα κέρδη παρουσιάζει τα ακόλουθα κόστη:

- Οι συνέπειες στις ταμειακές ροές από τις πραγματικές δραστηριότητες είναι πιθανόν να επεκταθούν και σε επόμενες χρήσεις.
- Το χάσμα μεταξύ των εκτιμήσεων της διοίκησης για τα κέρδη και τα πραγματικά κέρδη είναι άγνωστο κατά την διάρκεια της χρήσης, άρα δεν γνωρίζουμε ούτε εάν χρειάζεται και εάν χρειάζεται σε τι έκταση απαιτείται η χειραγώγηση των πραγματικών δραστηριοτήτων.

Η επιλογή αυτή όμως συνοδεύεται και από συγκεκριμένα οφέλη όπως:

- Οι μάνατζερς εξακολουθούν να διατηρούν τη δυνατότητα να καλύψουν οποιοδήποτε χάσμα προκύπτει μεταξύ των εκτιμήσεων της διοίκησης για τα κέρδη και τα πραγματικά μέσω της χειραγώγηση των δεδουλευμένων.

- Είναι περισσότερες οι πιθανότητες να πετύχει η επιχείρηση τους χρηματοοικονομικούς στόχους καθώς τα στελέχη έχουν στη διάθεσή τους περισσότερες επιλογές και μεγαλύτερο χρονικό διάστημα για να τις εφαρμόσουν.
- Πιο δύσκολο να αποκαλυφθεί από ελεγκτές καθώς οι δραστηριότητες οι οποίες χειραγωγούνται είναι βασικές και υπόκεινται στην ευχέρεια των διοικητικών στελεχών.
- Η επιχείρηση έχει λιγότερες πιθανότητες να αντιμετωπίσει ελεγκτές ή τη SEC (Security Exchange Commission) για αποφάσεις σχετικές με την πραγματική δραστηριότητα της επιχείρησης.

Αντίθετα όταν βασιζόμαστε αποκλειστικά στο μοντέλο χειραγώγησης δεδουλευμένων ώστε να καλυφθεί το χάσμα μεταξύ των εκτιμήσεων της διοίκησης για τα κέρδη και τα πραγματικά κέρδη, τα κόστη που παρατηρούνται είναι:

- Πρώτον όταν επιλέγουμε να στηριχθούμε αποκλειστικά στη χειραγώγηση δεδουλευμένων πρέπει να τονισθεί ότι η επιλογή αυτή περιορίζεται εμφανώς από το GAAP (General Acceptable Accounting Principles) καθώς και από τις επιλογές που έχουν γίνει σχετικά με τα δεδουλευμένα τα προηγούμενα χρόνια.
- Δεύτερον εάν στο τέλος του έτους , το χάσμα είναι μεγαλύτερο από τα διακριτικά δεδουλευμένα, τότε οι μανάτζερς θα χάσουν χρηματοοικονομικούς στόχους κάτι που απεύχονται. Έτσι λοιπόν θα χάσουν την ευκαιρία να αυξήσουν τα δημοσιευμένα τους κέρδη μέσω της χειραγώγησης των πραγματικών δραστηριοτήτων.
- Τρίτον όταν στηριζόμαστε αποκλειστικά στη χειραγώγηση των δεδουλευμένων είναι πιο πιθανό το φαινόμενο να αποκαλυφθεί από ελεγκτές , επενδυτές. Αυτό πιθανώς να οδηγήσει σε μείωση της τιμής της μετοχής, μερικές φορές πολύ έντονη μέχρι και χρεοκοπία της επιχείρησης. Ως συνέπεια λοιπόν αυτό μπορεί να επηρεάσει τόσο τον πλούτο των μετόχων μέσω μετοχών που διακρατούν στα χέρια τους καθώς και το ανθρώπινο δυναμικό που έχουν στη διάθεση τους.

Όσον αφορά τα οφέλη που παρατηρούνται η επιλογή αυτή προσδίδει στα στελέχη δύο εμφανή πλεονεκτήματα όπως:

- Δεν επηρεάζει τις ταμειακές ροές – τουλάχιστον όχι άμεσα.
- Οι μανάτζερς μπορούν να προβούν στη χειραγώγηση των δεδουλευμένων στο τέλος της χρήσεως όπου γνωρίζουν ακριβώς τι χάσμα υπάρχει ανάμεσα στις εκτιμήσεις της διοίκησης και τα πραγματικά κέρδη.

2.11 - Επίλογος

Η εμφάνιση της χειραγώγησης των πραγματικών δραστηριοτήτων ήταν μια επιλογή η οποία ώθησε τα στελέχη να εμπλακούν στο φαινόμενο της διαχείρισης κερδών. Τα στελέχη σε αρκετά μεγάλο βαθμό όπως αποδεικνύεται στο επόμενο κεφάλαιο άλλαξαν τη διαχείριση των δεδουλευμένων με τη διαχείριση των πραγματικών δραστηριοτήτων. Τέλος αυτό που αξίζει να σημειωθεί είναι πως εάν τα στελέχη χρησιμοποιούν μεμονωμένα και όχι συνεχώς τη συγκεκριμένη επιλογή, τότε οι ενέργειες που σχετίζονται με την χειραγώγηση των πραγματικών δραστηριοτήτων δεν παρουσιάζουν αρνητικό αντίκτυπο στην μελλοντική αξία της επιχείρησης.

Κεφάλαιο 3^ο: *The Sarbanes – Oxley Act*

3.1- Εισαγωγή

Το συγκεκριμένο κεφάλαιο αφορά ένα πολύ σημαντικό γεγονός το οποίο έρχεται να υπογραμμίσει την αλλαγή στάσης των ανώτατων στελεχών τα τελευταία χρόνια. Όπως φαίνεται από τα παρακάτω, το συγκεκριμένο γεγονός έστρεψε τα στελέχη να υποκαταστήσουν τη διαχείριση των δεδουλευμένων με τη χειραγώγηση των πραγματικών δραστηριοτήτων.

3.2 - Το γεγονός και οι συνέπειες του

Μία ακόμη μέθοδος που υπήρχε παλαιότερα, ήταν η επιλογή που είχαν στη διάθεση τους τα στελέχη ώστε να δραπτεύσουν από το GAAP και να εμφανίσουν κέρδη για τον τύπο (pro forma earnings). Τα non - GAAP κέρδη λοιπόν αποκλείουν στοιχεία τα οποία είναι καταχωρημένα ως μη επαναλαμβανόμενα ή μη ταμειακά, όπως η απόσβεση χρέους ή φήμης και πελατείας.

Μέχρι το Μάρτιο του 2003 οι επιχειρήσεις δεν ήταν αναγκασμένες να διαχωρίσουν τα κέρδη που δικαιολογούνταν από το GAAP και όχι. Οι έρευνες που έγιναν σχετικά με τα κέρδη που δεν μπορούσαν να δικαιολογηθούν μέσω του GAAP έδειξαν πως τα κέρδη αυτά είναι διαφορετικά από τα κέρδη που δικαιολογεί το GAAP αλλά και από τα κέρδη που περιλαμβάνουν στις αναλύσεις τους οι αναλυτές σύμφωνα με τους **Gu and Chen** (2004), **Bhattacharya, Black, Christensen and Mergenthaler** (2007).

Ενώ οι **DiGabriele and Eisner** (2005) και **Bryan and Lilien** (2005) παρουσιάζουν, πως αρνητικά κέρδη ανά μετοχή τα οποία είναι υπολογισμένα σε GAAP μετατρέπονται σε θετικά κέρδη ανά μετοχή εάν τα μετατρέψουμε σε κέρδη για τον τύπο.

Υπάρχουν αποδείξεις πως η δημοσίευση κερδών για τον τύπο αυξήθηκε σταθερά πριν την εφαρμογή του άρθρου 401(b) από τη SOX και μειώθηκε σταθερά μετά από την εφαρμογή του. Μέχρι τότε τα στελέχη εμφάνιζαν με μεγαλύτερη συχνότητα τα κέρδη για τον τύπο έναντι των κερδών GAAP, δίνοντας την αίσθηση για κακοπροαίρετη διαχείριση κερδών. Σύμφωνα με τον **Cicccone** (2002), οι επιχειρήσεις προσπαθούσαν να δώσουν μια πιο υγιή εικόνα από αυτήν που παρουσίαζαν με τις γενικές αποδεκτές λογιστικές αρχές. Παράδειγμα αποτελεί η δημοσίευση κερδών για τον τύπο ώστε να

αντισταθμίσουν το αντίκτυπο από τις απώλειες που προέρχονται από ζημιές από το GAAP.

Επιπλέον να τονισθεί πως παρατηρείται πολύ μεγάλη διαφορά για τα κέρδη για τον τύπο ανά μετοχή στα \$0,65, ενώ τα κέρδη με το GAAP ανά μετοχή βρίσκονται μόλις στα \$ 0,05. Εν συνεχεία οι **Bhattacharya, Black, Christensen and Mergenthaler** (2004) βρίσκουν ότι τα κέρδη για τον τύπο (proforma earnings) αντιστοιχούν σε λιγότερα κέρδη GAAP. Ακόμη παρουσιάζουν πολύ μεγαλύτερους δείκτες δανειακής επιβάρυνσης από τα κέρδη που συμμορφώνονται με το GAAP. Ακόμη οι **Lougee and Marquardt** (2004) παρατηρούν πως οι επιχειρήσεις που παρουσιάζουν αρνητικές εκπλήξεις αναφορικά με τα κέρδη τους είναι πολύ πιθανόν να δημοσιεύουν τα κέρδη για τον τύπο. Τέλος, να τονισθεί πως υπάρχουν αποδείξεις πως η αγορά προτιμούσε τα κέρδη για τον τύπο σύμφωνα με τους **Bradshaw and Sloan** (2002).

Έτσι λοιπόν προκειμένου να γίνουν πιο αυστηροί οι κανόνες έγινε η Sarbanes – Oxley Act τον Ιούλιο του 2002, η οποία άλλαξε τους κανόνες σχετικά με τα κέρδη για τον τύπο. Συγκεκριμένα το άρθρο 401(b) υπέδειξε πως η SEC (Security Exchange Commission) θα εκδίδει ρυθμιστικές αρχές ώστε τα δημοσιευμένα κέρδη για τον τύπο να γίνουν χρηματοοικονομικές πληροφορίες οι οποίες δεν είναι ουσιωδώς παραπλανητικές και να συμμορφώνονται σύμφωνα με τις γενικά αποδεκτές λογιστικές αρχές. Ως αποτέλεσμα οι **Nichols, Gray and Street** (2005) και **Kolev, Marquardt and McVay** (2007) αποδεικνύουν ότι λιγότερες επιχειρήσεις εκδίδουν πλέον κέρδη για τον τύπο.

Το πρόσφατο κύμα των αποτυχιών της εταιρικής διακυβέρνησης έχει εγείρει ανησυχίες σχετικά με την ακεραιότητα των λογιστικών πληροφοριών που παρέχονται στους επενδυτές και οδήγησαν σε πτώση της εμπιστοσύνης των επενδυτών σύμφωνα με τους **Jain, Kim and Rezaee** (2003). Τα σκάνδαλα της περιόδου είχαν μεγάλη δημοσιότητα και τελικά οδήγησαν στο πέρασμα του SOX.

Σύμφωνα με τον Πρωθυπουργό των ΗΠΑ George W. Bush οι αλλαγές που έγιναν χάρις στο SOX αποτελούν τις πιο εκτεταμένες μεταρρυθμίσεις των αμερικανικών επιχειρηματικών πρακτικών από την εποχή του Φραγκλίνου Ρούσβελτ.

Αξίζει να σημειωθεί πως η περίοδος πριν το γεγονός χαρακτηριζόταν από διαδεδομένη χρήση της χειραγώγησης των δεδουλευμένων. Αντίθετα, έπειτα από το γεγονός ξεκίνησε η εκτενής χρήση του RM, με τη χειραγώγηση των δεδουλευμένων να φθίνει αισθητά. Παρατηρώντας αυτό το γεγονός λοιπόν οι **Graham, Harvey and Rajgopal** (2005) παρέθεσαν την άποψη τους πως οι επιχειρήσεις από την χειραγώγηση των

δεδουλευμένων γύρισαν στη χειραγώγηση των πραγματικών δραστηριοτήτων που ενώ έχει μεγαλύτερο κόστος είναι πιο δύσκολο να αποκαλυφθεί.

Το συγκεκριμένο θέμα ερευνήθηκε από τους **Cohen, Dey and Lys** (2008) και αυτοί στο δείγμα είχαν τα ίδια αποτελέσματα. Ενδεικτικά λοιπόν ανακάλυψαν ότι πριν το γεγονός οι ύποπτες εταιρίες είχαν σημαντικά υψηλότερα διακριτικά δεδουλευμένα (τα οποία αποτελούν ένδειξη χειραγώγησης δεδουλευμένων) συγκρινόμενες με επιχειρήσεις οι οποίες είχαν χάσει οριακά τους σημαντικούς χρηματοοικονομικούς στόχους.

Το πόσο σοβαρό πλήγμα για τις αγορές αποτελούσαν τα σκάνδαλα της περιόδου φαίνεται και από τις δηλώσεις του γραμματέα του US Treasury Henry Paulson. Ο ίδιος έδωσε έμφαση στο πόσο σημαντικές είναι για τις αγορές οι πληροφορίες και η εμπιστοσύνη. Η εμπιστοσύνη προκύπτει από τις χρηματοοικονομικές πληροφορίες οι οποίες πρέπει να είναι ακριβείς και να περιγράφουν - απεικονίζουν την πραγματική κατάσταση των επιχειρήσεων. Τα πολύ μεγάλα σκάνδαλα που έλαβαν χώρα το 2001-02 είχαν εξαλείψει την εμπιστοσύνη των επενδυτών για τις χρηματοοικονομικές πληροφορίες. Έτσι λοιπόν ένα από τα κύρια μελήματα του SOX ήταν να επαναφέρει την εμπιστοσύνη των επενδυτών στις πληροφορίες που δημοσίευαν οι επιχειρήσεις και να εξαλείψει όποια τυχόν φαινόμενα απάτης που είχαν γίνει σχετικά με τα λογιστικά πρότυπα.

Ο λόγος που πριν το γεγονός η χειραγώγηση των δεδουλευμένων ανθούσε, ήταν γιατί πολλά στελέχη έπαιρναν σαν μέρος της αμοιβής τους μετοχές και ομόλογα με δικαιώματα προαίρεσης. Αυτό που προκύπτει είναι ότι μάνατζερς που αμείβονται με αυτό τον τρόπο τους ενδιαφέρει περισσότερο η βραχυπρόθεσμη τιμή της μετοχής και χρησιμοποιούν την ευχέρεια που έχουν ώστε να επηρεάσουν τα δημοσιευμένα κέρδη εφόσον οι αγορές δεν μπορούν εύκολα να ανιχνεύσουν το φαινόμενο.

Σύμφωνα με την έρευνα των **Cohen, Dey and Lys** (2008) τα αποτελέσματα που εντόπισαν, έδειξαν ότι η περίοδος πριν το γεγονός χαρακτηριζόταν από έντονο AB λόγω της επιλογής να δίνουν τίτλους της επιχείρησης ως μέσο αμοιβής στα στελέχη. Η επιλογή αυτή σύμφωνα με τους **Fuller and Jensen** (2002), **Greenspan** (2002) και **Coffee** (2003) παρέχει υψηλά κίνητρα στα στελέχη ώστε να εμπλακούν στην διαχείριση των δεδουλευμένων. Με αυτήν τη θεωρία συμφωνούν και οι αποδείξεις των **Cheng and Warfield** (2005), που αναφέρουν πως τα κίνητρα αυτά οδηγούν τα στελέχη να χειραγωγήσουν τα δεδουλευμένα. Επιπρόσθετα οι **Bergstresser and Philippon** (2006) δείχνουν πως η χρήση διακριτικών δεδουλευμένων είναι πιο σαφής και έντονη σε επιχειρήσεις οι οποίες αμείβουν τους CEO's τους με τίτλους της επιχείρησης. Η έκταση του φαινομένου AB μειώθηκε καθώς περνούσαν τα χρόνια έπειτα από το

γεγονός. Αυτό που δείχνει να ανθίζει μετά από τη SOX είναι η αύξηση του φαινομένου RM.

Αυτό που πρέπει να προσεχθεί είναι πως εάν τα στελέχη περιμένουν πως με τη χειραγώγηση πραγματικών δραστηριοτήτων θα είναι πιο δύσκολο να αποκαλυφθούν οι ενέργειες για τη διαχείριση κερδών τότε απλά το πέρασμα από τη μία περίοδο στην άλλη είναι μια αλλαγή της μεθόδου με την οποία τα στελέχη διαχειρίζονται τα κέρδη. Τέλος, όμως δεν παύει να ισχύει πως η SOX έδωσε μια σαφή κατεύθυνση στα στελέχη αναφορικά με τον τρόπο διαχείρισης κερδών, με αποτέλεσμα το RM να χρησιμοποιείται έκτοτε όλο και εντονότερα.

3.3 - Επίλογος

Το μεγάλο κύμα σκανδάλων που είδε το φως της δημοσιότητας τη συγκεκριμένη περίοδο, έδωσε μεγάλη έκταση πλέον στη διαχείριση των δεδουλευμένων με αποτέλεσμα τα στελέχη να προτιμούν πλέον τη χειραγώγηση των δεδουλευμένων. Ο λόγος έγκειται στο γεγονός πως η χειραγώγηση των πραγματικών δραστηριοτήτων είναι πιο δύσκολα ανιχνεύσιμη από τους ελεγκτές καθώς είναι άρρηκτα συνδεδεμένη με τις λειτουργίες της επιχείρησης. Τέλος αφού έχουν αναλυθεί εκτενώς η χειραγώγηση των δεδουλευμένων και η χειραγώγηση των πραγματικών δραστηριοτήτων σειρά έχουν τα κίνητρα και οι παράγοντες που έχουν συντελέσει στην εξάπλωση του φαινομένου.

Κεφάλαιο 4^ο: Κίνητρα που οδηγούν στη διαχείριση κερδών

4.1 - Εισαγωγή

Στη χρηματοοικονομική πληροφόρηση τα κέρδη αποτελούν την πιο σημαντική πληροφορία που δείχνει και την έκταση που μια επιχείρηση έχει εμπλακεί σε δραστηριότητες που αποσκοπούν να της προσθέσουν αξία. Η διαχείριση κερδών συμβαίνει λόγω του κόστους αντιπροσώπευσης (agency problem). Το κόστος αντιπροσώπευσης εμφανίζεται λόγω των αντικρουόμενων συμφερόντων μεταξύ μάνατζερς και μετόχων.

Για παράδειγμα, στην ετήσια αναφορά της Tenneco το 1994, ο CEO Dana Mead παραθέτει τις απόψεις για το τι επιδιώκουν οι CEO: « Πρέπει να τονίσω ότι όλες οι στρατηγικές μας ενέργειες μετρούν και καθοδηγούνται από το στόχο της επίτευξης σταθερά υψηλών αυξήσεων στα κέρδη μακροπρόθεσμα ». Άλλο ένα παράδειγμα αποτελεί ο CEO της Τράπεζας της Αμερικής ο οποίος παραθέτει πως το να αυξήσουν τα κέρδη ανά μετοχή ήταν ο πιο σημαντικό στόχος για τη χρονιά.

Στη συνέχεια η **DeAngelo et al.** (1996) τεκμηριώνει ότι οι επιχειρήσεις που σταματούν ένα μοτίβο το οποίο αυξάνει τα κέρδη της επιχείρησης, έρχονται αντιμέτωπες με μια αρνητική απόδοση κατά μέσο όρο 14 % το έτος που έχει σταματήσει το μοτίβο. Ως συμπέρασμα υπάρχουν σοβαρά κίνητρα για διαχείριση κερδών ώστε να αποφύγουν να δημοσιεύσουν μείωση κερδών. Ο **Hayn** (1995) βρίσκει αποδείξεις ότι επιχειρήσεις των οποίων τα κέρδη αναμένονται να πέσουν κάτω από τα μηδενικά κέρδη, εμπλέκονται σε διαχείριση κερδών ώστε να καταφέρουν να περάσουν την «κόκκινη γραμμή» για το έτος. Επιπλέον, προηγούμενες έρευνες όπως των **Carslaw** (1988) και **Thomas** (1989) αποδεικνύουν πως οι επιχειρήσεις ασκούν τη διακριτική τους ευχέρεια προκειμένου να αυξήσουν τα κέρδη, όταν το επίπεδο των κερδών ή τα κέρδη ανά μετοχή είναι ελαφρώς κάτω από ένα στρογγυλό αριθμό.

Ακόμη αξίζει να σημειωθεί πως οι **Burgstahler and Dichev** (1997) εκτιμούν ότι το 8 - 12% των επιχειρήσεων με μικρά αρχικά κέρδη μειώνουν τη χειραγώγηση κερδών για την επίτευξη κερδών που θέλουν εν τέλει να δημοσιεύσουν. Αντίστοιχα όμως το 30 με 44% των επιχειρήσεων με μικρές αρχικές απώλειες αυξάνουν την διαχείριση κερδών ώστε να εμφανίσουν θετικά κέρδη. Επιπλέον, αποδεικνύουν πως τόσο οι ταμειακές

ροές από λειτουργικές δραστηριότητες αλλά και οι αλλαγές στο κεφάλαιο κίνησης έχουν χειραγωγηθεί για να αυξηθούν τα κέρδη.

Τέλος μία εξήγηση για να διαχειρισθούν τα κέρδη από τα στελέχη έγκειται στην prospect theory των **Kahneman and Tversky** (1979). Πιο συγκεκριμένα, τα μεγαλύτερα κέρδη και ως εκ τούτου τα μεγαλύτερα κίνητρα για τη διαχείριση των κερδών, συμβαίνουν όταν είναι εφικτή η μετάβαση από μια αρχική απώλεια σε ένα τελικό δημοσιευμένο κέρδος.

Υπάρχουν αρκετοί λόγοι σύμφωνα με τον **Duncan** (2001), οι οποίοι ωθούν τα στελέχη να προβούν στη διαχείριση κερδών. Αναφορικά παραθέτονται οι εξής:

1. Οι προβλέψεις των αναλυτών αναφορικά με τα κέρδη της επιχείρησης.
2. Η πρόσβαση στις αγορές – Σύναψη νέων δανειακών συμβάσεων.
3. Διάφορες δεσμεύσεις - περιορισμοί που πηγάζουν από συμβόλαια της επιχείρησης.
4. Ο οξύς ανταγωνισμός που παρατηρείται τη σύγχρονη εποχή.
5. Η χρηματιστηριακή αγορά και η προσπάθεια των στελεχών ώστε η τιμή της μετοχής να έχει συνεχώς ανοδική πορεία.
6. Η περιφρόνηση της αγοράς για τυχόν μεγάλες επιβαρύνσεις που θα προκύψουν εάν δεν προβούν τα ανώτατα στελέχη σε διαχείριση κερδών.
7. Η ελκυστικότητα των συγχωνεύσεων.
8. Περίοδοι που χαρακτηρίζονται από υπερβολικά κέρδη και ύστερα έπεται ο φόβος για επακόλουθη μείωση των κερδών.
9. Προσπάθεια για να αποκρύψουν τυχόν παράνομες συναλλαγές.
10. Προαγωγές
11. Προσωπικά μπόνους
12. Διατήρηση της θέσης από τα ανώτατα στελέχη και οι αλλαγές της ανώτατης διοίκησης.

Κυριότερους παράγοντες αποτελούν οι τρόποι αμοιβής των μάνατζερς και οι συνέπειες που έχουν, οι δανειακές συμβάσεις και οι περιορισμοί που διαθέτουν καθώς και οι αλλαγές στην ανώτατη εξουσία, τα οποία θα αναλυθούν εκτενέστερα αργότερα.

4.2 - Τρόπος αμοιβής των στελεχών

Ο πιο συνηθισμένος τρόπος αμοιβής των στελεχών είναι σε μετρητά. Ο τρόπος αμοιβής σε μετρητά περιλαμβάνει το βασικό μισθό και τα επιδόματα (bonus). Ο βασικός μισθός είναι ένα σταθερό ποσό πληρωμής που παρέχουν στην ανώτατη διοίκηση οι ιδιοκτήτες με σκοπό να τους προσφέρει ένα ορισμένο βαθμό ασφάλειας. Δεδομένου ότι η αμοιβή του CEO δεν μπορεί να πέσει κάτω από αυτό το ποσό, για να αυξήσουν οι CEO τις απολαβές τους πρέπει να αρχίσουν να διεκδικούν τα μπόνους. Όμως για την επίτευξη ενός μπόνους, απαραίτητη προϋπόθεση αποτελεί η επίτευξη ενός στόχου αναφορικά με την απόδοση της επιχείρησης καθώς τα μπόνους είναι άρρηκτα συνδεδεμένα με χρηματοοικονομικούς στόχους της επιχείρησης. Σύμφωνα με τους **Ittner, Larcker, and Rajan** (1997), **Prendergast** (2002), **Indjejikian and Nanda** (2002) και **Nagar** (2002) και τα δύο στοιχεία (βασικός μισθός και μπόνους) είναι ευαίσθητα στο μέγεθος και την ανάπτυξη της επιχείρησης.

Σε απάντηση για τη δημόσια κατακραυγή στις υπερβολικές αποδοχές των Διευθυνόντων Συμβούλων εισήχθη ρύθμιση το 1993. Σύμφωνα με τη ρύθμιση αυτή, η αμοιβή που υπερβαίνει το ένα εκατομμύριο δολάρια για κάθε CEO θα μπορεί να εκπίπτει από τα φορολογητέα κέρδη της επιχείρησης μόνο εάν δικαιολογείται με βάση τις επιδόσεις της επιχείρησης, όπως επιδόματα, επιχορηγήσεις και options. Ως αποτέλεσμα σύμφωνα με τους **Perry and Zentner** (2001), οι μισθοί μειώθηκαν και τα επιδόματα, οι μετοχές και τα options αυξήθηκαν. Μια τέτοια αλλαγή όμως ενισχύει τα κίνητρα για τη διαχείριση των κερδών προκειμένου να φτάσουν τελικά οι CEO στα μπόνους.

Ο τρόπος που ένα μπόνους υπολογίζεται έχει αλλάξει με την πάροδο του χρόνου. Αρχικά ήταν μια απόφαση στην ευχέρεια του Διοικητικού Συμβουλίου, που οριζόταν ως μπόνους «με βάση τον προϋπολογισμό». Ένα τέτοιο παράδειγμα αποτελεί το σχέδιο 80/120 του **Murphy** (1999). Στις αρχές του έτους ένα πρότυπο απόδοσης ορίζεται από το διοικητικό συμβούλιο και στο τέλος του έτους ένα μπόνους δεν καταβάλλεται, εκτός αν οι επιδόσεις δεν υπερβαίνουν το 80% του στόχου, ενώ το μέγιστο μπόνους λαμβάνεται όταν η απόδοση φτάνει το 120% του προτύπου απόδοσης. Τα άνω και κάτω όρια εξαρτώνται από την εταιρεία και το χρονικό διάστημα στο οποίο απευθύνεται το μπόνους.

Η δεύτερη δημοφιλής επιλογή είναι ένα υβρίδιο, που περιλαμβάνει τον καθορισμό από το Διοικητικό συμβούλιο, ενός σπάντα ποσού για ένα εφικτό στόχο και έπειτα από αυτό το σημείο, όσο καλύτερα πηγαίνει η επιχείρηση τόσο περισσότερα θα καρπωθεί και ο CEO. Στο τέλος του έτους, το συμβούλιο με βάση την κρίση του, ρυθμίζει το τελικό ποσό που θα δοθεί σαν μπόνους στο Διευθύνοντα Σύμβουλο.

Στη συνέχεια οι **Gao and Shrieves** (2002), εξετάζουν τη σύνδεση του βασικού μισθού και των μπόνους με την ένταση της διαχείρισης των κερδών. Εντοπίζουν ότι η ένταση της διαχείρισης των κερδών είναι αρνητικά συνδεδεμένη με το βασικό μισθό και θετικά συνδεδεμένη με τις μετοχές και τα μπόνους. Η αρνητική επίδραση του μισθού είναι περίπου οκτώ φορές μεγαλύτερη σε απόλυτη τιμή από την επίδραση των μπόνους όταν οι έλεγχοι για την κεφαλαιακή διάρθρωση και το μέγεθος εξαιρούνται από την παλινδρόμηση στην έρευνά τους.

Έπειτα οι **Erickson, Hanlon and Maydew** (2004), μελετούν 50 επιχειρήσεις που είχαν κατηγορηθεί για λογιστική απάτη από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς (SEC) από τον Ιανουάριο 1996 έως το Νοέμβριο του 2003. Καταλήγουν ότι ο μισθός είναι αρνητικά συνδεδεμένος με την πιθανότητα να κατηγορηθεί ένας CEO για απάτη.

Αξίζει να τονισθεί πως ο **Healy** (1985), ήταν μεταξύ των πρώτων, που συνέδεσε τη διαχείριση των κερδών με τα μπόνους και απέδωσε στα στελέχη το γεγονός ότι προτιμούν να μεγιστοποιήσουν τα μπόνους που ισχύουν ακόμα, παρά τη μεγιστοποίηση των μελλοντικών τους απολαβών. Ακόμη ο **Healy** (1985) αποδεικνύει ότι η χειραγώγηση των δεδουλευμένων είναι συνδεδεμένη με τα μπόνους που υπάρχουν στα συμβόλαια των στελεχών της επιχείρησης. Τα μπόνους αυτά είναι άμεσα συνδεδεμένα με χρηματοοικονομικούς στόχους της επιχείρησης.

Παρομοίως, οι **Gaver and Austin** (1996) παραθέτουν αποδείξεις ότι η διαχείριση κερδών είναι συνεπής με το income smoothing. Ως income smoothing, ορίζεται η χρήση λογιστικών τεχνικών για να αμβλύνουν τα στελέχη τις διακυμάνσεις που παρατηρούνται στα τελικά κέρδη από τη μια περίοδο στην άλλη.

Προκειμένου να ελέγξουν το φαινόμενο αυτό οι **D. Bergstresser and T. Philippon** (2006) χρησιμοποίησαν το μοντέλο των **Dechow, Sloan and Sweeney** (1995) ώστε να ελέγξουν τα δεδουλευμένα. Το βασικό συμπέρασμα που προκύπτει από την έρευνά τους είναι, πως πλέον μια μεγάλη μερίδα των επενδυτών βασίζεται σε μάνατζερς οι οποίοι δεν διαθέτουν παρά ένα ελάχιστο κομμάτι της επιχείρησης (ελάχιστες μετοχές δηλαδή). Αυτό που προσπαθούν να αποφύγουν οι επενδυτές, είναι μάνατζερς που προβαίνουν σε ενέργειες που ωφελούν τα δικά τους συμφέροντα, αδιαφορώντας για τις

συνέπειες που προκύπτουν στις υπόλοιπες ενδιαφερόμενες ομάδες. Κατέχοντας ένας μάνατζερ ένα ελάχιστο ποσοστό μετοχών, δεν μπαίνει σε πειρασμό να λειτουργήσει καιροσκοπικά με τα κέρδη της επιχείρησης ώστε να καρπωθεί κάποια βραχυπρόθεσμα κέρδη με ενέργειες που μακροπρόθεσμα θα έβλαπταν την επιχείρηση.

Ενδιαφέρον προκαλεί το γεγονός πως όταν τα κέρδη είναι κοντά στη μη αποδεκτή ζώνη τα ανώτατα στελέχη θα έχουν σημαντικά κίνητρα ώστε να ενεργήσουν και να αποσιωπήσουν μια τέτοια κατάσταση. Αντίθετα εάν τα μπόνους είναι κοντά στο μάξιμουμ, περαιτέρω αυξήσεις των κερδών θα επιβραβεύονται όλο και λιγότερο. Με αυτό το τρόπο δημιουργείται ένα κίνητρο ώστε οι μάνατζερς να χαλιναγωγήσουν τα κέρδη σήμερα και να εμφανίσουν ένα μέρος τους αργότερα. Με τη λογική αυτή διευκολύνεται η επίτευξη των μελλοντικών στόχων για την επιχείρηση.

Παρομοίως τα στελέχη αρκετές φορές είναι απρόθυμα να εμφανίσουν μεγάλη αύξηση των κερδών, επειδή γνωρίζουν ότι οι μελλοντικοί στόχοι για την απόδοση της επιχείρησης θα αναπροσαρμοσθούν προς τα πάνω με αποτέλεσμα να είναι πολύ δύσκολα προσβάσιμοι στο μέλλον. Επιπρόσθετα σε πολλές περιπτώσεις όπου τα κέρδη δεν επιτρέπουν στα στελέχη να προσεγγίσουν τα ανώτατα όρια και τα μπόνους, τότε τα στελέχη οδηγούνται στην επιλογή να μην εμφανίσουν όλα τα κέρδη με αποτέλεσμα να φτάσουν τα κατώτατα όρια για εκείνη τη χρονιά μιας και δεν έχουν παραπάνω φιλοδοξίες και να διευκολύνουν το επόμενο έτος χρησιμοποιώντας ένα μέρος των κερδών της προηγούμενης. Επιπλέον μια επιχείρηση είναι αδύνατο να χειραγωγεί τα κέρδη συνέχεια προς τα πάνω. Με αυτό τον τρόπο κρατάνε απόθεμα κερδών για το μέλλον αλλά και αποφεύγει τη στενή παρακολούθηση από ελεγκτές, καθώς τέτοιες πρακτικές δεν τραβάνε τόσο έντονα την προσοχή των ελεγκτών.

Τα τελευταία δεκαπέντε έτη παρατηρείται μια μεγάλη αύξηση σε δύο συγκεκριμένες επιλογές με τις οποίες επιχειρήσεις αμείβουν / επιβραβεύουν τα στελέχη τους. Η πρώτη επιλογή που αντιμετωπίζει η διοίκηση είναι να ανταμείψει τα στελέχη της, δίνοντας τους μετοχές της ίδιας της επιχείρησης. Αυτή η επιλογή είναι γνωστή ως stock-based compensation. Η δεύτερη επιλογή είναι το option-based compensation. Ο όρος αυτός αντιπροσωπεύει ένα χρηματοοικονομικό παράγωγο. Το παράγωγο αυτό, αντιπροσωπεύει μια σύμβαση που πωλείται από το ένα μέρος στο άλλο μέρος (κάτοχος του δικαιώματος). Το συμβόλαιο προσφέρει στον αγοραστή το δικαίωμα αλλά όχι την υποχρέωση, να αγοράσει ή να πωλήσει μια εγγύηση ή άλλο τύπο χρηματοοικονομικού περιουσιακού στοιχείου σε μια συμφωνημένη τιμή (τιμή εξάσκησης) κατά τη διάρκεια μιας ορισμένης χρονικής περιόδου ή σε μία συγκεκριμένη ημερομηνία (ημερομηνία άσκησης).

Αυτό που προκαλεί μεγάλο ενδιαφέρον έγκειται στο γεγονός πως η πρώτη επιλογή ανταμοιβής των στελεχών τριπλασιάστηκε σε συχνότητα μεταξύ της περιόδου 1980 και 1994 και διπλασιάστηκε ξανά από το 1994 έως και το 2000. Ο λόγος που έγινε η έκρηξη στην πρόθεση των ιδιοκτητών να ανταμείψουν με αυτό τον τρόπο τα στελέχη ήταν το ότι οι ιδιοκτήτες πίστευαν πως τα στελέχη δεν είχαν το απαραίτητο κίνητρο ώστε να δουλέψουν στο μέγιστο για την επιχείρηση.

Ενδεικτικά, στην αρχική έρευνα των **Jensen and Murphy** (1990) , τα αποτελέσματα έδειξαν ότι οι CEO απολάμβαναν μια αύξηση της τάξεως των τριών ευρώ στις απολαβές τους για κάθε χίλια ευρώ που κέρδιζαν οι μέτοχοι. Αυτό το ποσό όμως ήταν εξαιρετικά χαμηλό για τα στελέχη, με αποτέλεσμα να μην τους κινητοποιεί να δώσουν τη μέγιστη προσπάθεια τους. Επιπλέον, μια έρευνα του **Mehran** (1995), έδειξε πως η απόδοση της επιχείρησης, είναι θετικά συσχετισμένη με το ποσό των μετοχών που διακρατούν τα ανώτατα στελέχη καθώς και με την επιλογή να δίνει ο ιδιοκτήτης στα ανώτατα στελέχη ως αμοιβή τίτλους της επιχείρησης και χρηματοοικονομικά παράγωγα.

Αξίζει να σημειωθεί πως με την τόσο ραγδαία αύξηση που παρατηρήθηκε στο φαινόμενο να ανταμείβουν τα στελέχη με μετοχές και options, είχε ως συνέπεια να αλλάξει μέχρι και το φορολογικό κομμάτι που αφορούσε τις μετοχές και τα options. Οι επιχειρήσεις οι οποίες ήταν υπεύθυνες για την αλλαγή αυτή, τόνισαν πως με την επιλογή αυτή οι ιδιοκτήτες προσπάθησαν να συμβαδίσουν τα οφέλη των μάντζερς, με τα οφέλη των μετόχων της επιχείρησης. Τα αποτελέσματα που επακολούθησαν μετά από αυτή την αλλαγή ήταν συγκεκριμένα.

4.2.1 - Συνέπειες του φαινομένου

Σε άρθρο τους οι **D. Bergstresser και T. Philippon** (2006) εξετάζουν την αύξηση που παρατηρήθηκε στη χρήση των δεδουλευμένων και πως η αύξηση ήταν συνδεδεμένη άρρηκτα με την stock-based CEO compensation. Ένα παράδειγμα αποτελεί η Xerox, στην οποία τα στελέχη είχαν χειραγωγήσει τα δημοσιευμένα κέρδη. Τη συγκεκριμένη περίοδο ο CEO της επιχείρησης είχε προβεί σε εκτεταμένες χρήσεις των options που είχε στην κατοχή του, καθώς και σε πώληση μεγάλου αριθμού από τις μετοχές που διακρατούσε. Έτσι τον Απρίλιο του 2002 η SEC έκανε μήνυση στην Xerox και την ανάγκασε να αναδημοσιεύσει τα δημοσιευμένα κέρδη της για την περίοδο 1997-2001. Οι διαφορές που προέκυψαν με τα νέα αποτελέσματα προκαλούσαν ίλιγγο καθώς τα

νέα έσοδα ήταν \$2,1 δις λιγότερα και τέλος τα νέα κέρδη που προέκυψαν ήταν λιγότερα από τα αρχικά κατά \$1,4 δις.

Η εμφάνιση τέτοιων σκανδάλων έστρεψε το έντονο ενδιαφέρον τόσο των ακαδημαϊκών όσο και των ελεγκτών στις επιλογές ανταμοιβής των στελεχών. Σε έρευνα τους οι **D. Bergstresser and T. Philippon** (2006) αναζητούν τα ανώτατα στελέχη (CEO), τα οποία έχουν το μεγαλύτερο κίνητρο ώστε να εμπλακούν σε διαχείριση κερδών και αποδεικνύουν ότι ο τρόπος αμοιβής τους είναι άμεσα συνδεδεμένος με την τιμή της μετοχής της επιχείρησης. Αυτό που προκύπτει ως αποτέλεσμα από την έρευνά τους, είναι πως οι μάνατζερς που έχουν το μεγαλύτερο κίνητρο χρησιμοποιούν πολύ πιο επιθετικά τόσο τα δεδουλευμένα όσο και τις πραγματικές δραστηριότητες της επιχείρησης προκειμένου να αλλάξουν την εικόνα που θα δημοσιεύσει η επιχείρηση.

Σύμφωνα με τους **Sloan** (1996), **Collins and Hribar** (2000) και **Beneish and Vargus** (2002), οι CEOs διαχειρίζονται και πωλούν τεράστιες ποσότητες μετοχών στα χρόνια που τα δεδουλευμένα αποτελούν ένα μεγάλο κομμάτι από τα δημοσιευμένα κέρδη της επιχείρησης. Η επιλογή των δεδουλευμένων γίνεται για να καταφέρουν τα στελέχη να καρπωθούν μεγαλύτερο κέρδος από το αυτό που θα προέκυπτε από τη φυσιολογική λειτουργία της επιχείρησης.

Η ευκαιρία για τα στελέχη να διαχειρισθούν τα κέρδη εμφανίζεται καθώς τα δημοσιευμένα κέρδη περιλαμβάνουν τόσο τις ταμειακές ροές όσο και τις αλλαγές για την αξία της επιχείρησης που δεν αντικατοπτρίζονται στις τρέχουσες ταμειακές ροές. Η ευκαιρία παρουσιάζεται καθώς τα στελέχη έχουν διακριτική ευχέρεια πάνω και στους δύο παράγοντες. Σύμφωνα με τον **Levitt** (1998), οι ρυθμιστικές αρχές και οι επενδυτές έχουν εκφράσει ανησυχίες ότι ορισμένα κίνητρα διαχείρισης θα μπορούσαν να οδηγήσουν στη διαχείριση των κερδών λόγω μείωσης της πληροφόρησης και συμβάλλοντας σε πρόσφατα εταιρικά σκάνδαλα.

Στο ίδιο μήκος κύματος η απόφαση των ιδιοκτητών να καλύψουν μέρος της αμοιβής των μάνατζερς μέσω μετοχών θα μπορούσε να οδηγήσει τους μάνατζερς σε ενέργειες ώστε να αυξήσουν βραχυπρόθεσμα τις τιμές της μετοχής της επιχείρησης. Αρχικά η επιλογή των ιδιοκτητών της επιχείρησης να καλύψουν μέρος της αμοιβής των στελεχών με μετοχές δικαιολογείται καθώς η επιλογή αυτή είναι θετικά συνδεδεμένη με την πιθανότητα η επιχείρηση να φτάσει ή να ξεπεράσει τις προβλέψεις των αναλυτών. Στη συνέχεια ο λόγος που οδηγεί τους μάνατζερς στις ενέργειες αυτές είναι ότι επιδιώκουν να επωφεληθούν άμεσα από αυτή την αύξηση καθώς διακρατούν ένα μεγάλο όγκο μετοχών στα χέρια τους. Ο **Jensen** (2002) υποστηρίζει πως τόσο οι μετοχές που έχουν στα χέρια τους τα στελέχη όσο και οι άλλα κίνητρα για τα ίδια

κεφάλαια (equity incentives), είναι ικανά να ενθαρρύνουν τα στελέχη να αυξήσουν βραχυπρόθεσμα την τιμή της μετοχής και να επωφεληθούν από τα κεφαλαιακά κέρδη που θα προκύψουν. Εντούτοις όντως αυτές οι ανησυχίες οδήγησαν σε αλλαγές για τις μετοχές, την εταιρική διακυβέρνηση καθώς και άλλα ζητήματα όπως το FASB (2004). Ενδιαφέρον επίσης παρουσιάζουν και τα λεγόμενα του **Jensen** (2002) πως μόλις οι μετοχές μιας επιχείρησης γίνουν υπερτιμημένες τότε είναι προς το συμφέρον των μάνατζερς να συνεχίσουν στον ίδιο δρόμο ή να ενθαρρύνουν τους επενδυτές να συνεχίσουν να υπερτιμούν τη μετοχή με την ελπίδα ότι θα προλάβουν να εξαργυρώσουν πριν αποκαλυφθεί η φούσκα.

Έπειτα αξίζει να σημειωθεί πως σύμφωνα με τους **Jensen and Meckling** (1976), οι σύγχρονες εταιρείες διαθέτουν διάφορους μηχανισμούς για την αντιμετώπιση των αρνητικών συνεπειών που απορρέουν από το γεγονός πως διαφορετικοί είναι οι ιδιοκτήτες και διαφορετικοί ασκούν την εξουσία στην επιχείρηση. Ένας τέτοιος μηχανισμός αποτελεί το να παίρνουν τίτλους της επιχείρησης τα στελέχη ως αμοιβή ή μπόνους (managerial ownership). Θεωρητικά εάν οι μάνατζερς διακρατούν στα χέρια τους μετοχές τότε θα ενεργήσουν προς όφελος των ιδιοκτητών και των μετόχων. Σύμφωνα με τους **Core and Guay** (1999) ένας τρόπος για να αυξηθεί το managerial ownership είναι να αμείβονται μερικώς τα στελέχη με options ή μετοχές.

Τα κίνητρα για διαχείριση κερδών προέρχονται από το γεγονός πως τα στελέχη διαφοροποιούν τον κίνδυνο που αντιμετωπίζουν. Πάνω σε αυτή τη θεωρία οι **Ofek and Yermack** (2000), ερεύνησαν το φαινόμενο. Το συμπέρασμα που εντόπισαν είναι, ότι οι μάνατζερς όταν αμείβονται με μετοχές, τείνουν να πωλούν τις μετοχές που έχουν στα χέρια για λόγους που σχετίζονται με τη διαφοροποίηση του κινδύνου. Επιπλέον, οι μάνατζερς είναι πιθανόν να συνεχίσουν να πωλούν μετοχές στο μέλλον εάν η έκθεση σε κίνδυνο οφείλεται στις μετοχές ή ο κίνδυνος αναμένεται να είναι πάνω από το επίπεδο που οι διαχειριστές είναι πρόθυμοι να αντέξουν. Η έκθεση στο ρίσκο μπορεί να αυξηθεί στο μέλλον εάν οι τιμές των μετοχών αυξηθούν με αποτέλεσμα ο πλούτος των μάνατζερς να συγκεντρώνεται σε μετοχές και options και να γίνεται όλο και περισσότερο ευαίσθητος στη διακύμανση της τιμής.

Λόγω του γεγονότος ότι ο πλούτος των μετόχων εξαρτάται άμεσα από τη βραχυπρόθεσμη διακύμανση της τιμής, τα στελέχη αποκτούν κίνητρα ώστε βραχυπρόθεσμα να αυξήσουν την τιμή της μετοχής. Ενώ σύμφωνα με τον **Stein** (1989), με δεδομένο πως η αγορά προεξοφλεί τα μελλοντικά κέρδη με βάση την τρέχουσα απόδοση της επιχείρησης, τότε τα στελέχη αναμένεται να χρησιμοποιήσουν την ευχέρεια που διαθέτουν ώστε να επηρεάσουν τα κέρδη και τα καλά αποτελέσματα

να φέρουν αύξηση στην τιμή της μετοχής της επιχείρησης. Ακόμη ο **Stein** (1989) υποστηρίζει πως εάν οι χρηματαγορές χρησιμοποιούν τα κέρδη για να προεξοφλήσουν την αξία της επιχείρησης τότε υπάρχουν έντονα κίνητρα ώστε οι μάνατζερς να τα διαχειρισθούν. Οπότε υψηλότερα κέρδη σήμερα συσχετίζονται με υψηλότερη αξία της επιχείρησης στο μέλλον. Επιπλέον εάν οι μάνατζερς αισθανθούν πως η αγορά δεν μπορεί να αντιληφθεί τη διαχείριση κερδών τότε αυξάνονται ραγδαία οι πιθανότητες να προβούν σε τέτοιες ενέργειες.

Υπάρχουν αποδείξεις από έρευνες πως οι μάνατζερς επωφελούνται από την εσωτερική πληροφόρηση. Οι **Seyhun** (1998) και **Lakonishok and Lee** (2001), αποδεικνύουν πως οι μάνατζερς είναι καλύτερα ενημερωμένοι και έτσι κερδίζουν ασυνήθιστα υψηλές αποδόσεις. Επιπλέον, οι **Penman** (1982), **Sivakumar and Waymire** (1994) και **Noe** (1999) παραθέτουν πως οι μάνατζερς πωλούν μεγαλύτερες ποσότητες από μετοχές ύστερα από καλές ειδήσεις παρά το ανάποδο.

Συνολικά τα αποτελέσματα καταλήγουν και στις αποδείξεις της **Schipper** (1989), ότι δηλαδή οι μάνατζερς με υψηλά κίνητρα λόγω ιδίων κεφαλαίων αυξάνουν τις πωλήσεις τους μέσω της διαχείρισης κερδών. Ο λόγος που προβαίνουν σε αυτές τι κινήσεις, είναι επειδή η διαχείριση κερδών μπορεί να αυξήσει την τιμή της μετοχής βραχυπρόθεσμα. Επιπλέον, οι επιχειρήσεις που διαθέτουν μάνατζερς με τέτοια κίνητρα αναπτύσσονται ταχύτερα αλλά εμπεριέχουν και μεγαλύτερο κίνδυνο σύμφωνα με τους **Lambert and Larcker** (1987) και **Murphy** (1999). Παρομοίως, οι **Summers and Sweeney** (1998) και **Beneish** (1999) εντοπίζουν πως οι μάνατζερς από εταιρείες που κατηγορούνται για δόλια χρήση της λογιστικής, πωλούν τις περισσότερες μετοχές τους πριν οι εταιρείες αυτές ελεγχθούν από την SEC (Security Exchange Commission).

Στο ίδιο μήκος κύματος σε έρευνα των **Cheng and Warfield**, αποδεικνύεται πως τα στελέχη που έχουν υψηλά κίνητρα λόγω ιδίων κεφαλαίων, πωλούν περισσότερες μετοχές όταν η επιχείρηση φτάνει ή ξεπερνάει τις προβλέψεις των αναλυτών για τα κέρδη. Επιπλέον τα κίνητρα των ιδίων κεφαλαίων μπορεί να είναι επαναλαμβανόμενα, δηλαδή τα στελέχη με υψηλά κίνητρα λόγω ιδίων κεφαλαίων την τρέχουσα περίοδο είναι πάρα πολύ πιθανό να συνεχίσουν και στο μέλλον να έχουν τα ίδια κίνητρα. Έτσι λοιπόν τα στελέχη αυτά χρησιμοποιούν τεχνικές που εξομαλύνουν τα κέρδη. Ο λόγος που προβαίνουν σε αυτές τις επιλογές είναι ότι δεν επιθυμούν να εμφανίσουν πολύ μεγάλες θετικές εκπλήξεις όσον αφορά τα κέρδη της επιχείρησης αλλά προτιμούν να κρατήσουν ένα μέρος των κερδών αυτών ώστε να καταφέρουν με μεγαλύτερη ευκολία να επιτύχουν τους στόχους των αναλυτών στο μέλλον και να καρπωθούν και απολαβές βάση αυτής της ενέργειάς τους. Έτσι λοιπόν ως ένα τελικό συμπέρασμα είναι ότι

στελέχη με έντονα κίνητρα που οφείλονται στα ίδια κεφάλαια εμφανίζουν λιγότερο μεγάλες θετικές εκπλήξεις για τα κέρδη τους σε σχέση με στελέχη που έχουν μικρά κίνητρα

Στη συνέχεια οι **Cheng and Warfield** (2005) παραθέτουν πως οι μάνατζερς που έχουν υψηλά κίνητρα λόγω των ιδίων κεφαλαίων δημοσιεύουν περισσότερα κέρδη εμφανίζοντας αντικανονικά δεδουλευμένα. Αυτό που πρέπει να τονισθεί, είναι ότι στην έρευνα τους οι συγγραφείς αποδεικνύουν πως οι μάνατζερς πωλούν τις μετοχές τους μόλις εμφανίσουν τα κέρδη αυτά. Ακόμη ο **Ke** (2001), αναφέρει πως αυτοί οι μάνατζερς είναι θετικά συνδεδεμένοι με τη διάρκεια μιας σειράς από αυξήσεις στα τριμηνιαία κέρδη. Επιπρόσθετα οι **Skinner and Myers** (2000) εντοπίζουν πως οι επιχειρήσεις τείνουν να διαχειρίζονται τα κέρδη ώστε να κρατήσουν τα δημοσιευμένα αποτελέσματά τους σε ανοδική πορεία. Επιπλέον, οι **Beneish and Vargus** (2002) αποκαλύπτουν ότι τα δεδουλευμένα που αυξάνουν τα κέρδη (income increasing accruals) όταν συνοδεύονται με πωλήσεις μετοχών εκ των έσω τότε τα δεδουλευμένα αυτά είναι χαμηλότερης ποιότητας. Αυτή η απόδειξη είναι συνεπής με τη λογική ότι οι μάνατζερς μπορεί να διαχειρισθούν τα κέρδη προς τα πάνω και ύστερα να πουλήσουν τις μετοχές τους.

Τέλος μια μεγάλη διαφορά που εντείνει τα κίνητρα των στελεχών να προβούν σε διαχείριση κερδών είναι ότι η επιχείρηση έχει πολύ μακρινό ορίζοντα κάτι το οποίο δεν ισχύει πάντα και με τα ανώτατα στελέχη. Εάν υπολογισθεί πως τα στελέχη διακρατούν τίτλους της επιχείρησης τότε είναι αντιληπτό πως τα στελέχη έχουν κίνητρο να εκτοξεύσουν τα κέρδη της επιχείρησης έστω και με τη διακριτική ευχέρεια που έχουν ώστε να καρπωθούν κέρδη από τους τίτλους που έχουν στα χέρια τους. Στο ίδιο μήκος κύματος οι **Healy** (1985) και **Gaver and Gaver and Austin** (1997), αποδεικνύουν πως η αμοιβή των στελεχών όσο και η πιθανότητα να κρατήσουν τα στελέχη τη δουλειά τους είναι και τα δύο ζητήματα άρρηκτα συνδεδεμένα με τα κέρδη, την τιμή της μετοχής ή και τα δύο μαζί.

4.3 - Συμβάσεις χρέους

Ιδιαίτερη μνεία γίνεται για τα κίνητρα που προσφέρει ο δανεισμός στις επιχειρήσεις. Τα κίνητρα αυτά εμφανίζονται επειδή στις δανειακές συμβάσεις συχνά περιλαμβάνονται ρήτρες που περιορίζουν τις λειτουργικές δραστηριότητες της επιχείρησης. Αυτοί οι

περιορισμοί έγιναν αντικείμενο μελέτης ερευνητών που ασχολούνται με λογιστικά ζητήματα καθώς στην πλειοψηφία τους είναι εκφρασμένοι σε λογιστικά νούμερα.

Στην απλούστερη μορφή της, μια σύμβαση του χρέους καθορίζει μια σειρά πληρωμών, τόκων και κεφαλαίου που πρέπει να γίνουν από μια εταιρεία για τα κεφάλαια που επενδύει. Εάν η επιχείρηση που γίνεται αποδέκτης του δανείου πτωχεύσει, υπάρχει περίπτωση τα πραγματικά ποσά που εισπράχθηκαν από αυτόν που χορήγησε το δάνειο να είναι μικρότερα από αυτά που είχαν καθορισθεί στη σύμβαση. Οι προβλέψεις των κατόχων δανειακών τίτλων (πχ ομολόγων), για την τιμή αγοράς της δανειακής σύμβασης εξαρτώνται εν μέρει από τις πεποιθήσεις τους για τη μελλοντική στρατηγική που θα ακολουθήσει η επιχείρηση.

Αρχικά οι **Begley** (1994) και **El-Gazzar** (1997), διερευνούν τους παράγοντες που πρώτον επηρεάζουν την ύπαρξη των δανειακών συμβάσεων και δεύτερον περιορίζουν τις συμβάσεις δημόσιου και του ιδιωτικού χρέους αντίστοιχα. Στη συνέχεια οι **Joy Begley and Gerald Feltham** (1998) ερευνούν την ύπαρξη περιορισμών και το κατά πόσο περιορίζουν τα κέρδη που θα διανεμηθούν ως μερίσματα καθώς και εάν οι περιορισμοί αυτοί αποτρέπουν περαιτέρω δανεισμό για την επιχείρηση.

Στην έρευνά τους περιλαμβάνουν τρία βασικά κίνητρα για τα στελέχη:

1. Την αμοιβή σε μετρητά για τον CEO.
2. Την αξία των μετοχών που διακρατεί ο CEO.
3. Τον αριθμό των μετοχών που έχει στα χέρια του ο CEO, σε σχέση με το συνολικό αριθμό μετοχών της επιχείρησης (CEO ownership).

Από την ανάλυσή τους προκύπτουν χρήσιμα συμπεράσματα, όπως ότι οι δανειακές συμβάσεις περιέχουν περιορισμούς που πιθανόν να περιορίζουν τις μελλοντικές ενέργειες της επιχείρησης. Οι δύο τύποι περιορισμών που χρησιμοποιούνται εκτενώς είναι:

1. Περιορισμός σχετικός με τη διανομή μερισμάτων.
2. Περιορισμός ο οποίος απαγορεύει επιπλέον δανεισμό.

Όσον αφορά το πρώτο περιορισμό, τα διαθέσιμα κέρδη για διανομή μερισμάτων συνήθως αποτελούνται από ένα καθορισμένο αρχικό ποσό συν ένα συγκεκριμένο ποσοστό το οποίο ορίζει η διοίκηση, εκτός εάν έχει περιορισμούς από δανειακές συμβάσεις. Το ποσοστό που ορίζει η διοίκηση συνήθως αποτελεί το 100% από τα

κέρδη από όταν εγκρίθηκε ο δανεισμός συν τα έσοδα από τα νέα δάνεια μείον τα μερίσματα που έχουν δοθεί από τότε που εγκρίθηκε ο νέος δανεισμός σύμφωνα με την έρευνα των **Begley and Feltham** (1998) .

Ένα παράδειγμα για τη δεύτερη κατηγορία, αποτελεί ένας περιορισμός που καθιστά αναγκαία την ικανοποίηση μιας συνθήκης ώστε να επιτραπεί ο επιπλέον δανεισμός για την επιχείρηση. Η συνθήκη αυτή είναι ο δείκτης που περιλαμβάνει το δανεισμό (στον αριθμητή) προς τα περιουσιακά στοιχεία της επιχείρησης (στον παρονομαστή) να είναι μικρότερος από ένα νούμερο που έχει προσυμφωνηθεί μεταξύ της επιχείρησης και αυτού που χορηγεί το δάνειο.

Έπειτα αποδεικνύουν ότι η χρήση περιορισμών για διανομή μερισμάτων ή επιπλέον δανεισμό είναι θετικά συνδεδεμένη με τον πλούτο του CEO καθώς και με το CEO ownership. Ακόμη οι αποδείξεις είναι συνεπείς με το γεγονός ότι μια αύξηση στο CEO ownership, θα επιφέρει ανησυχίες στους κατόχους χρέους πως ο CEO θα ενεργήσει καιροσκοπικά εκ μέρους των μετόχων. Σαν συνέπεια, είναι πιθανό οι δανειακές συμβάσεις να περιέχουν περιορισμούς για διανομή μερισμάτων και για επιπλέον δανεισμό προκειμένου να προστατεύσουν τους κατόχους χρέους και τους μετόχους μιας και οι προτιμήσεις των ανώτατων στελεχών δεν ευθυγραμμίζονται πάντα με τις δικές τους.

Στη συνέχεια αξίζει να σημειωθεί ότι το δείγμα των **Begley and Warfield** (1998) αποτελείται από 91 δάνεια της εποχής 1975-1979. Σε αυτό το δείγμα έντονο ενδιαφέρον προκαλούν τα ποσοστά συχνότητας εμφάνισης των περιορισμών, καθώς το 43% των δανείων εμφάνιζε περιορισμούς σχετικούς με διανομή μερισμάτων ενώ το 46% είχε περιορισμούς που απαγόρευαν επιπλέον δανεισμό.

Στο ίδιο μήκος κύματος, οι **Praat and Livingston** (1993) παραθέτουν πως οι συχνότητες εμφάνισης των δύο αυτών περιορισμών είναι αρκετά κοντά. Στο δείγμα τους, που αποτελείται από 108 δάνεια το 44% περιλάμβανε περιορισμό για διανομή μερισμάτων και το 37% περιελάμβανε περιορισμό για επιπλέον δανεισμό. Στην πάροδο του χρόνου όμως φαίνεται να φθίνουν οι συχνότητες εμφάνισης των περιορισμών καθώς στην έρευνα των **Begley and Freedman** (1998), τα ποσοστά είναι εμφανώς χαμηλότερα. Στο δείγμα τους το οποίο αποτελείται από 285 δάνεια της περιόδου 1989-93 τα αντίστοιχα ποσοστά κυμαίνονται στο 25% και 23% αντίστοιχα. Αυτό που προκαλεί ενδιαφέρον είναι ότι παρατηρείται θετική σχέση μεταξύ των δύο αυτών περιορισμών, που υποδεικνύει πως χρησιμοποιούνται συμπληρωματικά και όχι υποκατάστατα.

Έπειτα σύμφωνα με τον **Begley** (1990, 1994), οι περιορισμοί που συμπεριλαμβάνονται στις δανειακές συμβάσεις έχουν τόσο οφέλη όσο και κόστη για τους μετόχους. Το κόστος εμφανίζεται εάν οι περιορισμοί που υπάρχουν στους τίτλους χρέους απαγορεύουν στη διοίκηση τη λήψη μέτρων που μεγιστοποιούν την αξία της επιχείρησης. Τα οφέλη προκύπτουν από περιορισμούς που αποκλείουν την πιθανότητα τα ανώτατα στελέχη να προβούν σε καιροσκοπικές δράσεις που μειώνουν την αξία της επιχείρησης. Επιπλέον, εάν οι κάτοχοι χρέους υπερεκτιμούν την πιθανότητα ότι η διοίκηση θα δράσει καιροσκοπικά τότε είναι πολύ πιθανό να χρησιμοποιήσουν περιορισμούς στις δανειακές συμβάσεις ώστε να προστατέψουν τα συμφέροντα τους.

Ακόμη αξίζει να σημειωθεί πως από τα αποτελέσματα της έρευνας των **Begley and Feltham** (1998) προκύπτει ότι οι δανειακές συμβάσεις είναι λιγότερο πιθανό να περιλαμβάνουν περιορισμούς για αυτούς τους δύο τύπους όταν τα στελέχη αμείβονται με υψηλά επίπεδα μετρητών. Επιπλέον επιβεβαιώνεται, ότι όσο μεγαλύτερη είναι η αξία των μετοχών που έχουν στα χέρια τους οι CEO σε σχέση με την αμοιβή που έχουν σε μετρητά, τόσο περισσότερο οι κάτοχοι χρέους θα περιμένουν τα στελέχη να λειτουργούν εκ μέρους των μετόχων και έτσι οι κάτοχοι χρέους θα ζητήσουν περιορισμούς για να μειώσουν τις ανησυχίες τους αναφορικά με το ότι τα στελέχη θα λειτουργήσουν καιροσκοπικά. Επιπρόσθετα η μόχλευση είναι ένας σημαντικός παράγοντας στο μοντέλο τους. Αυτό είναι συνεπές με την υπόθεση ότι όσο αυξάνονται τα χρέη τόσο οι μάντζερς θα καταλήγουν σε καιροσκοπικές επιλογές. Ως συνέπεια, οι επιχειρήσεις αυτές είναι πιο πιθανό να εκδώσουν δάνεια με περιορισμούς από ότι οι επιχειρήσεις που έχουν χαμηλό δείκτη δανεισμού.

Τέλος τεράστιο ενδιαφέρον προκαλούν τα αποτελέσματα της ομάδας ερευνητών **Noor, Sanusia, Heang, Iskandar, Isa** (2005). Η ομάδα αυτή ερευνά 230 επιχειρήσεις από την Μαλαισία για τα έτη 2009-10 και χρησιμοποιεί το μοντέλο **Kothari et al.** (2005) για να εντοπίσει το μοντέλο της διαχείρισης κερδών. Για την μόχλευση, οι ερευνητές παρατηρούν ότι έχει μια σημαντική αρνητική σχέση για τα έτη 2009-10. Ως αποτέλεσμα, οι επιχειρήσεις με υψηλό δανεισμό θα αυξήσουν τις ευκαιρίες τους για να εμπλακούν τα στελέχη σε διαχείριση κερδών. Αυτά τα ευρήματα συνάδουν και με τις αποδείξεις από προηγούμενες έρευνες όπως των **Beatty and Weber** (2003), **Dichev and Skinner** (2002), **DeFond and Jiambalvo** (1994) και **Sweeney** (1994), ότι επιχειρήσεις οι οποίες έχουν υψηλά επίπεδα δανεισμού εμπλέκονται στη διαχείριση κερδών ώστε να αποφύγουν τυχόν όρους που υπάρχουν στις δανειακές συμβάσεις που έχουν υπογράψει.

4.4 - Επίλογος

Το συγκεκριμένο κεφάλαιο καθιστά σαφές ότι ο τρόπος με τον οποίο αμείβονται τα στελέχη δύναται να έχει τεράστιες επιπτώσεις στον τρόπο λειτουργίας καθώς και στην απόδοση της επιχείρησης. Ο λόγος έγκειται στο γεγονός ότι τα ανώτατα στελέχη αρκετές φορές λειτουργούν με ιδιοτέλεια και όχι προς όφελος της επιχείρησης και των μετόχων. Ένας επιπλέον παράγοντας ο οποίος είναι εξαιρετικά σημαντικός είναι οι δανειακές συμβάσεις λόγω του γεγονότος ότι αρκετές φορές περιλαμβάνουν περιορισμούς οι οποίοι πρέπει να ικανοποιηθούν. Οι περιορισμοί που εμφανίζονται ως επί το πλείστον είναι ο περιορισμός ο οποίος απαγορεύει στην επιχείρηση την δυνατότητα να συνάψει νέα δανειακή σύμβαση και ο δεύτερος περιορισμός της απαγορεύει να διανείμει μερίσματα.

Κεφάλαιο 5^ο: Τα τρία βασικά χρηματοοικονομικά στοιχεία που απασχολούν τους μάνατζερς.

5.1 - Εισαγωγή

Το συγκεκριμένο κεφάλαιο πραγματεύεται τους χρηματοοικονομικούς στόχους τους οποίους θέτει κάθε έτος η επιχείρηση. Επιπλέον καθιστά σαφές με ποιά σειρά πρέπει να τους πετύχει καθώς και τα μέσα τα οποία έχουν στη διάθεση τους τα ανώτατα στελέχη.

5.2 - Οι ετήσιοι χρηματοοικονομικοί στόχοι της επιχείρησης

Οι αναλυτές, οι επενδυτές, τα ανώτερα στελέχη και το διοικητικό συμβούλιο θεωρούν τα κέρδη ως το πιο σημαντικό στοιχείο στις δημοσιευμένες χρηματοοικονομικές καταστάσεις των επιχειρήσεων. Τα κέρδη παρέχουν ενημέρωση για επενδυτικές αποφάσεις. Επομένως τα ανώτατα στελέχη τα οποία παρακολουθούνται από επενδυτές, προμηθευτές, πελάτες και το διοικητικό συμβούλιο σε αρκετές περιπτώσεις λειτουργούν με ιδιοτέλεια εφόσον έχουν το κίνητρο προκειμένου να αποφύγουν δυσάρεστες συγκυρίες για αυτούς.

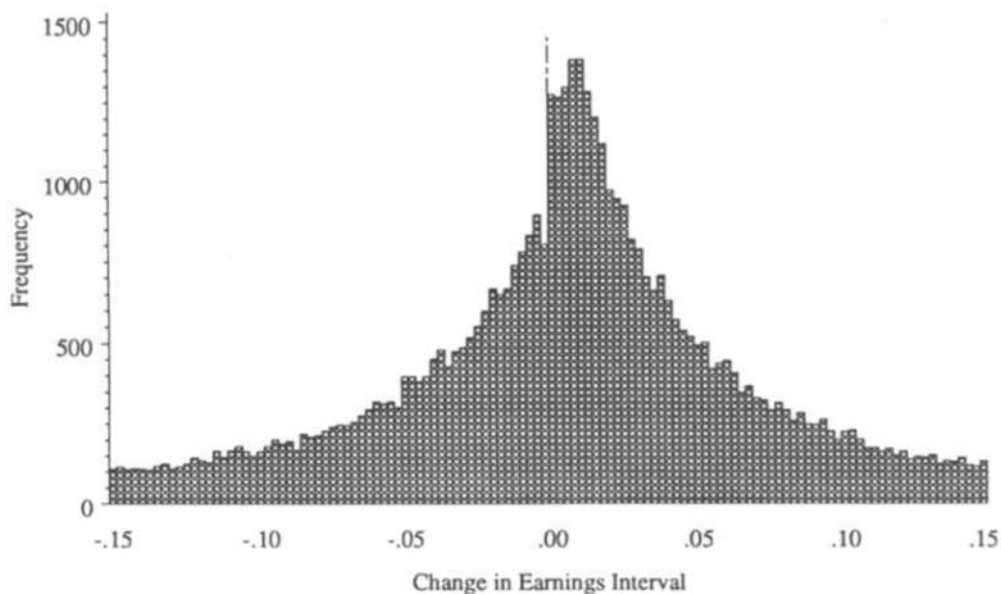
Εκτός από το κίνητρο, απαραίτητη προϋπόθεση είναι και η ικανότητα των στελεχών να επέμβουν και να χειραγωγήσουν τα κέρδη μέσα στα όρια που τους επιτρέπει το GAAP. Σύμφωνα με το GAAP, τα ανώτατα στελέχη έχουν σημαντική ευελιξία σχετικά με :

- το απόθεμα που διακρατεί η επιχείρηση και τη μέθοδο κοστολόγησης του
- την παραδοχή επισφαλών απαιτήσεων
- το ποσό που θα διατεθεί σε έρευνα και ανάπτυξη
- την αναγνώριση πωλήσεων που δεν έχουν αποσταλεί ακόμα
- τις εκτιμήσεις για τις συνταξιοδοτικές υποχρεώσεις
- καθυστέρηση εξόδων που προορίζονται για συντήρηση

Όλες αυτές είναι οι κατηγορίες που μέσα στα όρια του GAAP τα ανώτατα στελέχη έχουν ευελιξία και αποτελούν εν μέρη οιονεί για διαχείριση κερδών. Επομένως τα ανώτατα στελέχη έχουν και τα κίνητρα και την ικανότητα που απαιτείται για να διαχειρισθούν τα κέρδη. Πάνω στην προσέγγιση αυτή οι **Degeorge, Patel and Zeckhausser** (1999) εμφανίζουν τρία σημαντικά όρια (benchmarks) για τους μάνατζερς, τα οποία τους ωθούν αρκετά συχνά στη διαχείριση κερδών. Τα τρία όρια είναι τα ακόλουθα:

1. Η δημοσίευση θετικών κερδών, αν όχι τουλάχιστον μηδενικά κέρδη. Μεγάλη προσπάθεια για αποφυγή δημοσίευσης ζημιών από την επιχείρηση.
2. Τη διατήρηση της απόδοσης στα περυσινά επίπεδα, εδώ το σημείο αναφοράς αποτελούν τα περυσινά κέρδη.
3. Να κατορθώσει η επιχείρηση να φτάσει ή και ακόμα να ξεπεράσει τις προβλέψεις των αναλυτών για τα κέρδη.

Το πρώτο όριο είναι και το κυρίαρχο μέλημα για τα περισσότερα στελέχη. Σύμφωνα με τον **Healy** (1985), η ανταμοιβή για ένα ανώτατο στέλεχος της επιχείρησης αναφορικά με τις αποφάσεις που έχει πάρει κατά τη διάρκεια της θητείας του στις απολαβές του εξαρτάται αποκλειστικά από τα κέρδη τα οποία παρουσίασε η επιχείρηση στη θητεία του. Ακόμη αναφορικά με το πρώτο όριο, η δημοσίευση κερδών, αποτελεί μια ψυχολογικά σημαντική διάκριση μεταξύ θετικών και αρνητικών αριθμών. Ενώ το δεύτερο και το τρίτο όριο βασίζονται σε συγκεκριμένες τιμές για την πορεία της επιχείρησης. Εάν η επιχείρηση φθάσει ή ξεπεράσει τις τιμές αυτές, τότε η απόδοσή της ικανοποιεί όλους του ενδιαφερόμενους εάν όχι τότε παρουσιάζεται πρόβλημα.



Διάγραμμα Νούμερο 1 Ιστόγραμμα για το πρώτο χρηματοοικονομικό όριο, Πηγή: David Burgstahler, Ilia Dichev, (2000), Earnings Management to avoid earnings decreases and losses

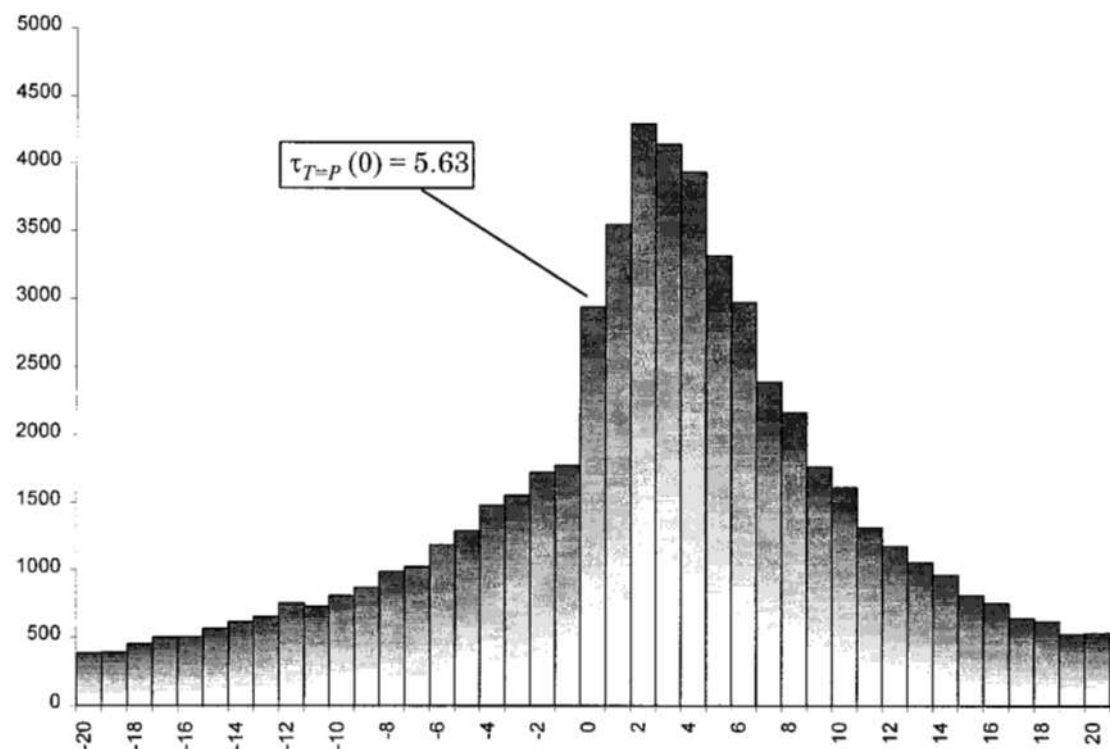
Εδώ απεικονίζεται γραφικά το πρώτο σημαντικό όριο. Εάν ήταν απύσχα η διαχείριση κερδών, τότε η κατανομή θα ήταν σχεδόν συμμετρική. Αντίθετα όμως παρουσιάζει μια σαφή στροφή προς τα κάτω στα αριστερά του μηδενός και μία απότομη προς τα πάνω μετατόπιση στις αμέσως δεξιά του μηδενός παρατηρήσεις. Ακόμη αξίζει να σημειωθεί πως σύμφωνα με τα αποτελέσματα, η διαχείριση κερδών είναι η πιο διαδεδομένη και αποτελεσματική μέθοδος για να αποφύγει η ανώτατη διοίκηση να δημοσιεύσει ζημιές και αρνητικές εκπλήξεις αναφορικά με τα κέρδη.

Στη συνέχεια οι **Burgstahler and Dichev** (1997), εξετάζουν το φαινόμενο της διαχείρισης κερδών στα δύο πρώτα όρια. Η ανάλυσή τους επικεντρώνεται σε βαθύτερα λογιστικά θέματα και προσδιορίζει το μηχανισμό εσφαλμένων αναφορών, για παράδειγμα τη χειραγώγηση των ταμειακών ροών από λειτουργικές δραστηριότητες ή τις αλλαγές στο κεφάλαιο κίνησης που επιτρέπουν αρνητικά κέρδη να μετατρέπονται σε θετικά.

Ακόμη αξίζει να τονισθεί πως οι επενδυτές βασίζονται στις αποφάσεις τους πάνω στις πληροφορίες που λαμβάνουν από τις δημοσιευμένες καταστάσεις. Έτσι για να υποστηρίξουν το ενδιαφέρον των επενδυτών τα ανώτατα στελέχη, διαχειρίζονται τα κέρδη παρ' όλη την θυσία που προκύπτει από τις πράξεις αυτές στην αξία της επιχείρησης. Οι υπόλοιποι ενδιαφερόμενοι όπως το διοικητικό συμβούλιο, οι αναλυτές και οι ελεγκτές παίρνουν και αυτοί ρόλο στο παιχνίδι αλλά είναι εξωγενείς παράγοντες ως προς την ανάλυση των στελεχών σύμφωνα με τους **Burgstahler and Dichev**

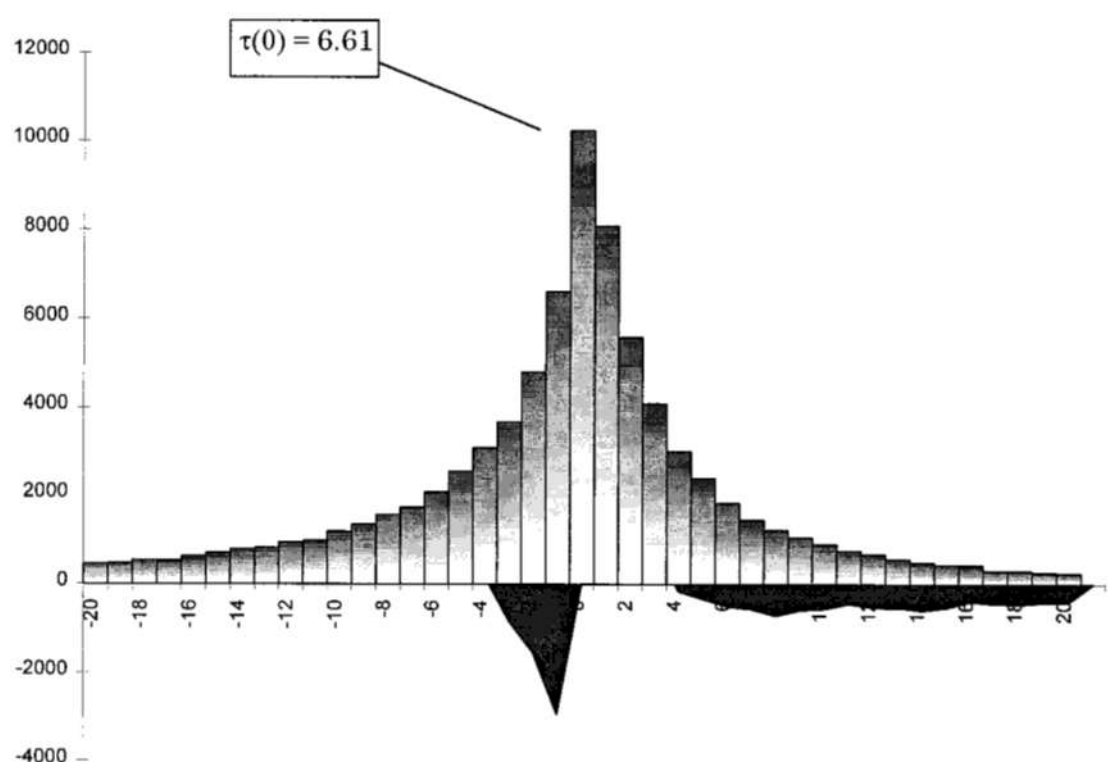
(1997). Επιπλέον ένας κύριος λόγος που οδηγεί στη διαχείριση κερδών που έγκειται να είναι και το κυρίαρχο πρόβλημα της εταιρικής κοινωνικής διακυβέρνησης (Corporate Governance), είναι η διαμάχη συμφερόντων μεταξύ ιδιοκτήτη - επενδυτή της επιχείρησης καθώς και των ατόμων που ασκούν τη διοίκηση. Εάν τα κίνητρά τους δεν είναι σχεδόν ευθυγραμμισμένα με εκείνα των μετόχων, τότε τα στελέχη διαχειρίζονται τα κέρδη ώστε να εξυπηρετούν τα δικά τους συμφέροντα, λειτουργώντας μερικές φορές επιζήμια για την επιχείρηση μειώνοντας έτσι την αξία της. Τέλος η πλήρης ευθυγράμμιση των κινήτρων μεταξύ των εμπλεκόμενων ομάδων είναι απίθανο να συμβεί.

Το δεύτερο όριο είναι επίσης αρκετά σημαντικό για το λόγο ότι η επιχείρηση στη χειρότερη περίπτωση θα έχει μια σταθερή πορεία και δεν θα εισέλθει σε ύφεση, ενώ εάν εμφανίσει μια καλύτερη επίδοση από την περυσινή αυτομάτως σημαίνει πως βρίσκεται σε τροχιά ανάπτυξης. Αυτό που αξίζει να τονισθεί είναι πως η πορεία της επιχείρησης έχει άμεσο αντίκτυπο στην τιμή της μετοχής της επιχείρησης. Ακολουθεί και διαγραμματική απεικόνιση του δεύτερου ορίου.



Διάγραμμα Νούμερο 2, Τίτλος : Ιστόγραμμα για την αλλαγή στα κέρδη ανά μετοχή (EPS),
Πηγή: Degeorge, Patel and Zeckhauser, (1999), Earnings Management to exceed thresholds

Όσον αφορά το τρίτο όριο με τους αναλυτές παρατηρείται ένα περίεργο φαινόμενο. Ενώ οι μάνατζερς προσπαθούν να δημοσιεύσουν κέρδη, τα οποία να υπερβαίνουν τις προβλέψεις των αναλυτών, οι αναλυτές προσπαθούν να προβλέψουν τα κέρδη της επιχείρησης για ένα μελλοντικό χρονικό διάστημα. Υπάρχουν αποδείξεις πως τα στελέχη κατανοούν τη σημασία που έχει για την επιχείρηση τους, το να φτάσουν τους στόχους και προσπαθούν να επηρεάσουν τους αναλυτές με σκοπό να μειώσουν την αισιοδοξία τους για τα κέρδη ώστε να τα φτάσουν με μεγαλύτερη ευκολία.



Διάγραμμα νούμερο 3, Τίτλος : Ιστόγραμμα για τα λάθη των αναλυτών αναφορικά με τα κέρδη άνα μετοχή, Πηγή: DeGeorge, Patel and Zeckhauser, (1999), Earnings Management to exceed thresholds

Όπως φαίνεται και από το διάγραμμα που παριστάνει το τρίτο σημαντικό όριο, υπάρχει μια απότομη προς τα πάνω μετατόπιση στις αμέσως δεξιά του μηδενός παρατηρήσεις ενώ στα αριστερά του μηδενός παρατηρείται μια σαφή στροφή προς τα κάτω.

Ένα πολύ σημαντικό συμπέρασμα που προκύπτει από την έρευνα των **DeGeorge, Patel and Zeckhauser** (1999) είναι πως τα στελέχη ιεραρχούν τα όρια αυτά. Πρώτη

προτεραιότητα αποτελεί για την επιχείρηση να δημοσιεύσει θετικά κέρδη ή στη χειρότερη περίπτωση να εμφανίσει μηδενικά κέρδη. Εφόσον το επιτύχει, επιθυμεί να φτάσει τα περυσινά επίπεδα κερδών και εάν το καταφέρει και αυτό τότε να φτάσει ή ακόμα και να ξεπεράσει τις προβλέψεις των αναλυτών για τα κέρδη της.

5.3 - Γιατί ασχολούνται τα ανώτατα στελέχη με τους χρηματοοικονομικούς στόχους;

Υπάρχουν αρκετοί λόγοι που ωθούν τα στελέχη να επιθυμούν τόσο έντονα να επιτύχουν τους στόχους. Πρώτος λόγος που ωθεί τα στελέχη να εστιάσουν στα όρια αυτά είναι επειδή οι ενδιαφερόμενες ομάδες συνδέουν τα όρια αυτά με την απόδοση της επιχείρησης. Έτσι τα στελέχη εμπλέκονται στην διαχείριση κερδών ώστε να επηρεάσουν την άποψη των ενδιαφερόμενων για την επιχείρηση σχετικά με την απόδοσή της. Δεύτερον, τα ανώτατα στελέχη μπορεί να διαχειρίζονται τα κέρδη είτε για να καρπωθούν επιπλέον ατομικά οφέλη είτε για τους δικούς τους λόγους. Ένας τέτοιος λόγος μπορεί να είναι η προσωπική ικανοποίηση που τους προσφέρει το γεγονός πως ανταποκρίθηκαν με επιτυχία στις απαιτήσεις της επιχείρησης αλλά και όλου του υπόλοιπου εξωτερικού περιβάλλοντος.

Τρεις ψυχολογικές επιπτώσεις που καθιστούν τα κατώτατα όρια τόσο σημαντικά.

1. Υπάρχει κάτι θεμελιώδες σχετικά με πως αντιλαμβάνονται οι άνθρωποι τους θετικούς και αρνητικούς αριθμούς. Ως εκ τούτου το μηδέν λειτουργεί ως μια διαχωριστική γραμμή για την απόδοση της επιχείρησης.
2. Όπως υποστηρίζει η prospect theory σύμφωνα με τους **Kahneman and Tversky** (1979), τα άτομα επιλέγουν ανάμεσα σε επικίνδυνες εναλλακτικές λύσεις και συμπεριφέρονται σαν να αξιολογούν τις επιλογές αυτές με βάση ένα σημείο αναφοράς.
3. Ο λόγος ο οποίος τα όρια είναι αυτά είναι τόσο διαδεδομένα έγκειται στο γεγονός πως διευκολύνουν τους ενδιαφερόμενους να πάρουν αποφάσεις σχετικές με μετοχές όπως εάν θα τις κρατήσουν, εάν θα αγοράσουν ή εάν θα τις πωλήσουν. Με την ίδια λογική, οι τραπεζίτες βασιζόμενοι σε κάποια όρια εγκρίνουν ή απορρίπτουν δάνεια. Ένα παράδειγμα αποτελεί η απόφαση τράπεζας να χορηγεί δάνεια μόνο σε επιχειρήσεις που εμφανίζουν θετικά κέρδη.

Επιπλέον εάν η επιχείρηση υπολείπεται από τις προβλέψεις των αναλυτών τότε το διοικητικό συμβούλιο μπορεί να αρχίσει να σκέφτεται πως τα ανώτατα στελέχη δεν έφεραν τα αναμενόμενα αποτελέσματα και έτσι τα μπόνους και οι μετοχές μπορεί να υποστούν ένα μεγάλο χτύπημα. Αυτού του είδους όμως οι αμφιβολίες θα είχαν αποφευχθεί εάν τα ανώτατα στελέχη είχαν προβεί σε διαχείριση κερδών και είχαν φτάσει τα επιθυμητά νούμερα.

Στη συνέχεια προηγούμενες έρευνες έχουν εντοπίσει την χειραγώγηση του κεφαλαίου κίνησης ως μια συνηθισμένη μέθοδο διαχείρισης των κερδών σύμφωνα με **τους DeFond και Jiambalvo** (1994). Επιπλέον οι επιχειρήσεις που είχαν υψηλό επίπεδο στην αρχή της χρονιάς από περιουσιακά στοιχεία και υποχρεώσεις είναι πιο πιθανό να διαχειρισθούν τα κέρδη τους από ένα αρνητικό επίπεδο (ζημία) σε ένα θετικό επίπεδο (κέρδος). Τέλος αξίζει να σημειωθεί πως υπάρχει μια έντονη αρνητική σχέση μεταξύ των ταμειακών ροών από λειτουργικές δραστηριότητες και τα δεδουλευμένα.

5.4 - Τρόποι να φτάσουν ή να ξεπεράσουν τα στελέχη τους χρηματοοικονομικούς στόχους και αποδείξεις πως οι μάνατζερς πετυχαίνουν τους τρεις σημαντικούς χρηματοοικονομικούς στόχους.

Έντονο ενδιαφέρον προκαλεί στους ερευνητές το γεγονός πως παρατηρούνται πολύ μεγάλες εκπλήξεις όσον αφορά στα ετήσια κέρδη σχετικά με τις προβλέψεις των αναλυτών. Αρχικά παρατηρείται πολύ μεγάλη συχνότητα όσον αφορά τα μηδενικά κέρδη και τα κέρδη ελάχιστα πάνω από το μηδέν και δεύτερον πολύ χαμηλή συχνότητα από μικρές αρνητικές εκπλήξεις αναφορικά με τα κέρδη.

Σχετικά με το θέμα αυτό οι **D. Burgstahler and M. Eames** (2004), παραθέτουν αποδείξεις πως οι επιχειρήσεις προκειμένου να φτάσουν ή και να ξεπεράσουν τις προβλέψεις των αναλυτών προβαίνουν σε δύο επιλογές:

- Τη διαχείριση κερδών, χρησιμοποιώντας την ευχέρεια που διαθέτουν πάνω στα δημοσιευμένα κέρδη, προκειμένου να τα αυξήσουν λογιστικά.
- Να καθοδηγήσουν τις προβλέψεις των αναλυτών προς τα κάτω, αποσκοπώντας να αντεπεξέλθει η επιχείρηση σε χαμηλότερες απαιτήσεις (forecast guidance).

Παρόλο που η ακαδημαϊκή βιβλιογραφία αναγνωρίζει τη διαχείριση κερδών ως επί το πλείστον τον πιο αναγνωρισμένο τρόπο ανάμεσα στις δύο επιλογές, προκειμένου τα στελέχη να επιτύχουν συγκεκριμένους χρηματοοικονομικούς στόχους και η δεύτερη επιλογή είναι αρκετά διαδεδομένη.

Ως Forecast guidance ο **Vickers** (1999) ορίζει, το γεγονός πως οι επιχειρήσεις ολοένα και περισσότερο προσπαθούν να χαμηλώσουν τις προσδοκίες των αναλυτών της Wall Street για τα κέρδη τους. Επίσης ο **McGee** (1997) υποστηρίζει, πως οι μάνατζερς φροντίζουν να κρατήσουν τις προσδοκίες σε χαμηλά επίπεδα, ώστε οι εταιρείες τους να είναι σε θέση να αντεπεξέλθουν εύκολα στου στόχους.

Και οι δύο μηχανισμοί οι οποίοι έχουν στη διάθεση τους τα στελέχη προκειμένου να αποφύγουν τις ζημίες συνεπάγονται ένα κόστος για την επιχείρηση. Το να χειραγωγήσουν οι μάνατζερς τα κέρδη προς τα πάνω είναι δύσκολο καθώς οι ελεγκτές πλέον είναι αρκετά αυστηροί και το ενδεχόμενο να αποκαλυφθεί το φαινόμενο θα έχει καταστροφικά αποτελέσματα για όλους. Επιπλέον επειδή τα δεδουλευμένα αντιστρέφονται σε επόμενες περιόδους, οι μάνατζερς δεν έχουν την επιλογή να τα χειραγωγούν σε συνεχή βάση.

Ακόμη η **Matsumoto** (2002), αποκαλύπτει μια μεγαλύτερη συχνότητα θετικών διακριτικών δεδουλευμένων για τις επιχειρήσεις που τα τριμηνιαία κέρδη τους ικανοποιούν ή υπερβαίνουν τις τριμηνιαίες προβλέψεις των αναλυτών για τα κέρδη, σε σχέση με τις επιχειρήσεις που δημοσιεύουν κέρδη κάτω από τις προβλέψεις των αναλυτών. Στη συνέχεια στο μοντέλο της, το 53% των επιχειρήσεων που φτάνουν ή ξεπερνούν τις προβλέψεις, παρουσιάζει ασυνήθιστα υψηλά δεδουλευμένα.

Στο ίδιο μήκος κύματος οι **Payne and Robb** (2000), ανακαλύπτουν ότι όταν η μέση τιμή των προβλέψεων των αναλυτών το μήνα που προηγείται η ετήσια ανακοίνωση των αποτελεσμάτων είναι μεγαλύτερη από τα αρχικά κέρδη (που δεν έχουν υποστεί κάποια χειραγώγηση), τότε τα διακριτικά δεδουλευμένα παίρνουν σταθερά θετικές τιμές, που υποδεικνύουν την ύπαρξη της διαχείρισης κερδών. Αντίθετα, όταν τα αρχικά κέρδη είναι πάνω από τις προβλέψεις των αναλυτών τότε τα διακριτικά δεδουλευμένα παίρνουν αρνητικές τιμές, υποδηλώνοντας τη μη ύπαρξη διαχείρισης κερδών.

Όσον αφορά, την προσπάθεια των μάνατζερς να καθοδηγήσουν τις προβλέψεις των αναλυτών προς τα κάτω, απαιτεί την αναθεώρηση των τρεχουσών προσδοκιών προς τα κάτω, αν οι αρχικές προβλέψεις ήταν πολύ υψηλά, κάτι που μπορεί να έχει ως αποτέλεσμα την μείωση της τιμής της μετοχής. Επιπλέον με την επιλογή αυτή, η αγορά μπορεί να πιστέψει πως η επιχείρηση δεν μπορεί να αντεπεξέλθει σε πολύ

ανταγωνιστικές συνθήκες και αυτή η δυσπιστία μπορεί να οδηγήσει μέχρι και σε παρατεταμένα χαμηλά επίπεδα της τιμής της μετοχής για μεγάλο χρονικό διάστημα.

Στη συνέχεια η **Matsumoto** (2002) κατασκεύασε ένα μοντέλο που στόχευε στη μέτρηση των αναμενόμενων κερδών με βάση τις προηγούμενες αλλαγές στα κέρδη και τις προηγούμενες αποδόσεις. Τα αποτελέσματα από το μοντέλο αυτό τα ερμηνεύει ως απόδειξη της ύπαρξης της διαχείρισης των προβλέψεων των αναλυτών προς τα κάτω από τις επιχειρήσεις, με σκοπό την επίτευξη θετικών εκπλήξεων για τα κέρδη. Επιπλέον αξίζει να σημειωθεί πως η έρευνα αυτή είναι η πρώτη που αναγνωρίζει πως οι μάνατζερς θα προσπαθήσουν να καθοδηγήσουν τις προβλέψεις προς τα κάτω ώστε να αποφύγουν ζημίες.

Επιπλέον ο **Bartov et al.** (2002), αποκαλύπτει ότι παρατηρούνται λιγότερες αρνητικές εκπλήξεις για τις προβλέψεις που εκδίδονται αργά το τρίμηνο, σε αντίθεση με τις πρόωρες προβλέψεις, και ερμηνεύει το φαινόμενο αυτό ως διαχείριση των προβλέψεων των αναλυτών προς τα κάτω από τις επιχειρήσεις, στοχεύοντας οι επιχειρήσεις να φτάσουν ή και ακόμα να ξεπεράσουν τις προβλέψεις των αναλυτών στα κέρδη.

Έπειτα ενδιαφέρον προκαλούν και τα αποτελέσματα που προκύπτουν από την έρευνα των **D. Burgstahler and M. Eames** (2004). Το πρώτο αποτέλεσμα είναι, ότι εντοπίζουν ασυνήθιστες θετικές αλλαγές στις ταμειακές ροές από τις λειτουργικές δραστηριότητες καθώς και ασυνήθιστα θετικά διακριτικά δεδουλευμένα. Αυτά τα δύο σημεία σχετίζονται με εκπλήξεις στο σημείο μηδέν και τις θετικές εκπλήξεις στα κέρδη. Ακόμη παραθέτουν σημαντικές αποδείξεις από ασυνήθιστες αλλαγές στις προβλέψεις των αναλυτών. Ένα ακόμη συμπέρασμα που παραθέτουν οι ερευνητές είναι ότι οι εκπλήξεις στο σημείο μηδέν καθώς και τα οριακά θετικά κέρδη επιτυγχάνονται αρκετές φορές από τις επιχειρήσεις μέσω της προσπάθειας που κάνουν να μειώσουν τις προβλέψεις των αναλυτών για τα κέρδη της επιχείρησής τους ώστε να ανταποκριθούν πιο εύκολα στις προβλέψεις. Τέλος στο δείγμα τους παρατηρούν ελάχιστες αρνητικές εκπλήξεις αναφορικά με τα κέρδη.

Ακόμη αξίζει να σημειωθεί πως υπάρχει η πιθανότητα και οι δύο επιλογές να χρησιμοποιούνται ταυτόχρονα. Ενδεικτικά τα αποτελέσματα της **Matsumoto** (2002) σε έρευνα που χρησιμοποίησε το μοντέλο της **Jones** (1995), αποδεικνύουν πως επιχειρήσεις με παροδική υψηλή institutional ownership είναι πιο πιθανό να χειραγωγήσουν τα κέρδη προς τα πάνω αλλά και να καθοδηγήσουν τις προβλέψεις προς τα κάτω ώστε να αποφύγουν τυχόν δυσάρεστες εκπλήξεις στα κέρδη τους. Ακόμη επιχειρήσεις με υψηλό institutional ownership, είναι πιο πιθανό να φτάσουν ή να

ξεπεράσουν τις προσδοκίες των αναλυτών. Επιπλέον οι επιχειρήσεις οι οποίες έχουν υψηλό institutional ownership, είναι πιο πιθανό να καθοδηγήσουν τις προβλέψεις των αναλυτών προς τα κάτω παρά να χειραγωγήσουν τα κέρδη προς τα πάνω καθώς το θεωρούν πιο αποδοτικό μέτρο. Σε αντίθεση, οι επιχειρήσεις με μεγάλες προοπτικές εξέλιξης χρησιμοποιούν περισσότερο την διαχείριση κερδών προς τα πάνω σε σχέση με την άλλη επιλογή.

Παρόλο που όσο περισσότερο συμβαίνει το φαινόμενο, τόσο μεγαλύτερο κόστος εμφανίζεται, υπάρχουν αρκετοί λόγοι ώστε η διαχείριση των κερδών ή των προβλέψεων των αναλυτών να έχει ως αποτέλεσμα τα κέρδη έστω και οριακά να υπερβαίνουν τις προβλέψεις των αναλυτών.

1. Πρώτον, μπορεί να υπάρχουν σταδιακά οφέλη που να προέρχονται λόγω του γεγονότος ότι η επιχείρηση κατάφερε και ξεπέρασε έστω και οριακά τις προβλέψεις των αναλυτών

2. Επειδή τα κέρδη σχετικά με τα αποτελέσματα είναι σε κάποιο βαθμό αβέβαια, οι επιχειρήσεις μπορεί να στοχεύουν σε μικρά θετικά κέρδη παρά σε μηδενικά κέρδη ώστε ακόμα και εάν υπάρξει κάποια μικρή απόκλιση να μην δημοσιεύσουν αρνητικά κέρδη.

Πάνω σε αυτή την γνώση, υπάρχουν και έρευνες όπως των **Payne and Robb** (2000), **Brown** (2001) και **Burgstahler and Eames** (2001) που παραθέτουν αποδείξεις πως οι μάνατζερς προβαίνουν σε ενέργειες προκειμένου να αποφύγουν να δημοσιεύσουν αρνητικές εκπλήξεις αναφορικά με τα κέρδη

Στη συνέχεια οι **Dremon, Berry** (1995) και ο **Brown** (1999), επικεντρώνονται στην προκατάληψη αλλά επίσης αναφέρουν ότι οι εκπλήξεις αναφορικά με μικρά θετικά κέρδη είναι πιο συχνές από τις εκπλήξεις αναφορικά με τα μικρά αρνητικά κέρδη. Επιπρόσθετα ο **Brown** (2001), παραθέτει μια σχετικά υψηλή συχνότητα όσον αφορά τα μηδενικά τριμηνιαία κέρδη, αλλά τεκμηριώνει ότι για κερδοφόρες επιχειρήσεις, όχι όμως για ζημιολύγες επιχειρήσεις, η συχνότητα των μικρών θετικών εκπλήξεων για κέρδη παραδείγματος χάρη x σέντς ανά μετοχή είναι σταθερά μεγαλύτερη από την αντίστοιχη συχνότητα των μικρών εκπλήξεων αναφορικά με αρνητικά κέρδη με ίδιο μέτρο σύγκρισης τα x σέντς ανά μετοχή. Παρόμοια οι **Degeorge, Patel and Zeckhauser** (1999) αποδεικνύουν πως η κατανομή των τριμηνιαίων εκπλήξεων για κέρδη ανά μετοχή περιλαμβάνει μια εκπληκτικά υψηλή συχνότητα των τιμών στα \$0,00 και \$0,01.

Αυτό που προκαλεί μεγάλο ενδιαφέρον σύμφωνα με τους **D. Bergstresser and T. Philippon** (2006) είναι πως η διαχείριση κερδών περιλαμβάνει τόσο τις δράσεις που αυξάνουν τις τρέχουσες αποδοχές, χωρίς να μειώνονται τα μελλοντικά κέρδη καθώς και τις δράσεις που αυξάνουν τις τρέχουσες αποδοχές σε βάρος των μελλοντικών κερδών. Οι πρώτες είναι γνωστές ως business management ενώ οι δεύτερες είναι γνωστές ως reporting management.

Στη συνέχεια, οι **Skinner and Sloan** (2001), εντοπίζουν πως η αντίδραση της χρηματαγοράς στις αρνητικές εκπλήξεις για τα κέρδη είναι ασύμμετρη και έντονη, ιδιαίτερα για τις επιχειρήσεις οι οποίες παρουσιάζουν ευκαιρίες ανάπτυξης και δεν καταφέρνουν να φτάσουν τις προβλέψεις των αναλυτών. Ως συμπέρασμα από όλες τις έρευνες προκύπτει, πως οι μάνατζερς αποκτούν οφέλη με τη διαχείριση κερδών προκειμένου να πετύχουν τους χρηματοοικονομικούς στόχους.

Επιπλέον σύμφωνα με τον **Brown et al.** (1987), οι μάνατζερς έχουν ισχυρά κίνητρα να αποφύγουν τις ζημίες, επειδή οι ζημίες οδηγούν σε πτώσεις των τιμών της μετοχής αλλά και μειώνουν την φήμη της επιχείρησης. Επιπρόσθετα οι **Puffer and Weintrop** (1991), αποδεικνύουν ότι η πιθανότητα να υπάρξει αλλαγή στη θέση του Διευθύνων συμβούλου αυξάνεται όταν, τα δημοσιευμένα κέρδη δεν ανταποκρίνονται στις προβλέψεις των αναλυτών.

Στη συνέχεια οι **Collins and Kothari** (1989), παραθέτουν πως η αγορά αντιδράει πολύ έντονα για τις επιχειρήσεις με προοπτικές ανάπτυξης. Ακόμη οι Skinner and **Sloan** (2001) αποδεικνύουν πως η ασυμμετρία στην αντίδραση της αγοράς για τις αρνητικές εκπλήξεις στα κέρδη είναι εντονότερη για επιχειρήσεις με μεγάλες προοπτικές ανάπτυξης έναντι των άλλων επιχειρήσεων με μικρές προοπτικές. Άρα ένας μάνατζερ μιας επιχείρησης με μεγάλες προοπτικές εξέλιξης έχει πολύ πιο ισχυρό κίνητρο να εμπλακεί σε διαχείριση κερδών από ένα μάνατζερ που η επιχείρηση δεν αντιμετωπίζει τόσο ραγδαία ανάπτυξη.

Αξίζει να σημειωθεί πως μια απότομη μείωση στη τιμή της μετοχής, μπορεί να οδηγήσει σε προβλήματα με τους μετόχους. Σύμφωνα με τους **Tucker** (1991) και **Alexander** (1991), οι επιχειρήσεις με υψηλό ρίσκο για αγωγές από τους μετόχους τους, έχουν υψηλότερα κίνητρα να αποφύγουν να εμφανίσουν ζημίες.

Τέλος τα κέρδη μπορούν να διαχειρισθούν είτε μέσω της χρονικής μετατόπισης του εισοδήματος στην πάροδο του χρόνου, που ονομάζεται direct management είτε μέσω εσφαλμένων αναφορών. Το πρόβλημα με τις εσφαλμένες αναφορές είναι ότι πρέπει να περάσουν από τους ελεγκτές, οι οποίοι είναι αξιόπιστοι επαγγελματίες. Το πόσο

αξιόπιστοι είναι φαίνεται από το γεγονός ότι μετά τον έλεγχο τους, τα δημοσιευμένα αποτελέσματα αποκτούν άλλη βαρύτητα. Οι ελεγκτές μπορεί να μην είναι αδιάφοροι σχετικά με τις χρηματοοικονομικές καταστάσεις αλλά δεν είναι και παντογνώστες. Έτσι η επιλογή των μάνατζερς να τους παραπλανήσουν επιφέρει και κάποιο κόστος για την επιχείρηση. Ένα τέτοιο παράδειγμα αποτελούν οι συνέπειες της εκτεταμένης χειραγώγησης των πραγματικών δραστηριοτήτων που μπορούν να επιφέρουν εμπόδια και ακόμα να βλάψουν την μελλοντική απόδοση της επιχείρησης.

5.5 - Επίλογος

Το συγκεκριμένο κεφάλαιο παρουσιάζει τους τρεις χρηματοοικονομικούς στόχους που θέτει η επιχείρηση κάθε έτος. Οι στόχοι αυτοί είναι αρχικά να παρουσιάσει θετικά κέρδη, δεύτερον να παρουσιάσει τουλάχιστον τα περυσινά κέρδη και τρίτον να φτάσει και εάν είναι δυνατόν να ξεπεράσει τις προβλέψεις των αναλυτών. Επιπλέον αυτό που αξίζει να τονισθεί είναι ότι η αυτοί οι στόχοι είναι ιεραρχημένοι από την επιχείρηση με την παραπάνω σειρά. Επιπρόσθετα, το κεφάλαιο αυτό εξηγεί γιατί είναι τόσο σημαντικοί αυτοί οι στόχοι καθώς και τα μέσα που έχουν στη διάθεση τους τα ανώτατα στελέχη προκειμένου να τους πετύχουν.

Κεφάλαιο 6^ο: Χρήση της διαχείρισης κερδών από τα ανώτατα στελέχη με απώτερο σκοπό την ελλάτωση του φορου τον οποίο θα κληθεί να καταβάλλει η επιχείρηση.

6.1 - Εισαγωγή

Ο φόρος συνήθως αποτελεί ένα αγκάθι για τις επιχειρήσεις καθώς αρκετές φορές δεν μπορούν να βρουν τα απαραίτητα διαθέσιμα προκειμένου να τον εξοφλήσουν, ενώ αρκετές φορές φρενάρει τις επενδύσεις της επιχείρησης καθώς την στραγγίζει από ρευστό. Στο κεφάλαιο αυτό όμως εξετάζω την επιλογή των μάνατζερς να χρησιμοποιήσουν το φόρο τον οποίο αποδίδει η επιχείρηση ως εργαλείο για τη διαχείριση κερδών και τις συνέπειες της επιλογής αυτής.

6.2 -Λόγοι για να εμπλακούν τα στελέχη στη διαχείριση κερδών μέσω της φορολογικής δαπάνης.

Υπάρχουν δύο λόγοι που οδηγούν τα στελέχη στη διαχείριση των κερδών μέσω της φορολογικής δαπάνης με σκοπό την επίτευξη συγκεκριμένων χρηματοοικονομικών στόχων της επιχείρησης. Πρώτο λόγο αποτελεί το γεγονός ότι λόγω της χρονικής στιγμής σύνταξης των οικονομικών καταστάσεων από την ανώτατη διοίκηση, η φορολογική δαπάνη είναι μια από τις τελευταίες επιλογές που έχουν στη διάθεση τους τα στελέχη προκειμένου να εμφανίσουν τα αποτελέσματα που επιθυμούν. Δεύτερος λόγος είναι ο έντονος ανεξάρτητος έλεγχος στον οποίο υπόκειται η επιχείρηση.

Αρχικά όταν οι μάνατζερς διακατέχονται από ένα κίνητρο ώστε να επιτύχει η επιχείρηση ένα συγκεκριμένο στόχο αναφορικά με τα κέρδη, το ποσό που αποδίδει η επιχείρηση για φόρο αποτελεί μια τελευταία ευκαιρία για διαχείριση κερδών. Ο λόγος έγκειται στο γεγονός πως το φορολογητέο ποσό που θα δώσει η επιχείρηση προς το κράτος, είναι ένας από τους τελευταίους λογαριασμούς που κλείνει πριν ανακοινωθούν τα κέρδη και επειδή άλλες αλλαγές που σχετίζονται με το εισόδημα μπορούν να επηρεάσουν το φορολογητέο ποσό.

Ακόμη αξίζει να σημειωθεί πως το φορολογητέο ποσό που αποδίδει η επιχείρηση προς το κράτος εκπληρώνει επίσης την απαραίτητη προϋπόθεση της **Schipper** (1989) για την ύπαρξη της διαχείρισης κερδών. Η **Schipper** (1989) ισχυρίζεται ότι για να προβεί η ανώτατη διοίκηση σε διαχείριση κερδών, απαιτείται η ασύμμετρη πληροφόρηση μεταξύ των μανάτζερς και των μετόχων να εξακολουθήσει να υφίσταται. Πάνω σε αυτό οι **Dhaliwal, Gleason and Mills** (2004) παραθέτουν πως η πολυπλοκότητα για τον υπολογισμό του φορολογητέου ποσού και η διακριτική ευχέρεια κατά την εκτίμηση των φορολογικών δεδουλευμένων από τα ανώτατα στελέχη επιτρέπουν την ασυμμετρία πληροφόρησης μεταξύ της ανώτατης διοίκησης και των μετόχων.

Ακόμη, όσον αφορά το δεύτερο λόγο, το φορολογητέο ποσό είναι αρκετά δύσκολο να το εκτιμήσει κάποιος επενδυτής και ελεγκτής για τις μεγάλες επιχειρήσεις, λόγω των σύνθετων πληροφοριών που πρέπει η ανώτατη διοίκηση να συλλέξει μεταξύ του τέλους του οικονομικού έτους και της ημερομηνίας ανακοίνωσης των κερδών. Επιπλέον μπορεί τα στοιχεία που αφορούν το φορολογητέο ποσό να είναι πολύπλοκα αλλά ταυτόχρονα δίνουν ευκαιρίες στην ανώτατη διοίκηση ώστε να προβεί σε διαχείριση κερδών. Παραδείγματα αποτελούν ο ξένος φορολογικός συντελεστής, οι πιστώσεις φόρου (tax credits), ο κρατικός και τοπικός φορολογικός συντελεστής, ο φόρος που αφορά εξαγωγές καθώς και οι συσσωρευμένες αποσβέσεις.

Παράλληλα υπολογίζοντας το φορολογητέο ποσό η ανώτατη διοίκηση πρέπει να λάβει υπόψιν της το γεγονός πως υπάρχουν απρόβλεπτες αλλαγές στο φορολογικό σύστημα καθώς και το γεγονός πως μόνιμα επανεπενδύονται λεφτά σε τρίτες χώρες (συναλλαγματικός κίνδυνος). Οι **Gleason and Mills** (2002) παρέχουν αποδείξεις σχετικές με υλικά δεδουλευμένα (material accruals) που αφορούν απρόβλεπτες αλλαγές στο φορολογικό σύστημα μεταξύ των μεγάλων επιχειρήσεων. Ως συμπέρασμα εφόσον το φορολογητέο ποσό είναι δύσκολο να εκτιμηθεί από αναλυτές και ελεγκτές που ακολουθούν την επιχείρηση, οι μανάτζερς μπορούν να διαχειρισθούν τα κέρδη μέσω του φορολογικού ποσού που αποδίδει η επιχείρηση χωρίς να ανησυχούν ότι οι αναλυτές και οι ελεγκτές θα εντοπίσουν τις ενέργειες αυτές με ευκολία.

6.3 - Αποδείξεις πως τα στελέχη χρησιμοποιούν το φορολογικό ποσό στη διαχείριση κερδών.

Στη συνέχεια, αξίζει να σημειωθεί πως επαγγελματίες που ασχολούνται με τα φορολογικά έχουν εδώ και καιρό αναγνωρίσει το πόσο έντονα χρησιμοποιεί η ανώτατη

διοίκηση το φορολογητέο ποσό ώστε να αυξήσει τα κέρδη ανά μετοχή. Ως αποτέλεσμα πλέον οι οικονομικοί αναλυτές έχουν αρχίσει να δείχνουν έντονο ενδιαφέρον και να ασχολούνται διεξοδικά με το φορολογητέο ποσό που καταβάλλει η επιχείρηση προς το κράτος καθώς το θεωρούν μια πηγή για το φαινόμενο της διαχείρισης κερδών. Παρόλο που οι αναλυτές μπορεί να παρατηρούν αλλαγές στην ETR, η πολυπλοκότητα των φορολογικών εξόδων καθιστά δύσκολη τη διάκριση μεταξύ φορολογικού σχεδιασμού από την επιχείρηση (tax planning) και διαχείρισης κερδών.

Έπειτα ενδιαφέρον εμφανίζουν τα αποτελέσματα της έρευνας των **Dhaliwal, Gleason and Mills** (2004). Αρχικά παραθέτουν πως οι επιχειρήσεις μειώνουν την ετήσια ETR τους από το τρίτο στο τέταρτο τρίμηνο, όταν τα αρχικά κέρδη της επιχείρησης (χωρίς να έχει αφαιρεθεί ο φόρος) υπολείπονται των προβλέψεων που έχουν κάνει οι αναλυτές για τα κέρδη της επιχείρησης. Ακόμη η μείωση που παρατηρούν στην ETR (effective tax rate) είναι μεγαλύτερη από την αντίστοιχη αύξηση της ETR (για παράδειγμα η δημιουργία αποθεματικών) όταν οι επιχειρήσεις έχουν κέρδη που χωρίς να έχει αφαιρεθεί ο φόρος κυμαίνονται πάνω από τις προβλέψεις των αναλυτών. Το εύρημα αυτό είναι συνεπές με το αρχικό συμπέρασμα πως οι επιχειρήσεις χρησιμοποιούν το φόρο που αποδίδουν προς το κράτος για διαχείριση κερδών όταν η διαχείριση των προ φόρων αποτελεσμάτων αποτυγχάνει να επιτύχει τον στόχο που πρέπει να φτάσει η επιχείρηση. Άλλο ένα συμπέρασμα από την έρευνα τους είναι ότι γίνονται ενέργειες από τις επιχειρήσεις στο τέλος του έτους ώστε να επιτύχουν κάποιο συγκεκριμένο χρηματοοικονομικό στόχο που είχαν θέσει στην αρχή του έτους. Επιπλέον η μείωση του φορολογικού συντελεστή χρησιμοποιείται αρκετά συχνά από τους CEO σαν ένα μέσο επίτευξης χρηματοοικονομικών στόχων.

Το τελικό συμπέρασμα που προκύπτει από την έρευνα των **Dhaliwal, Gleason, and Mills** σχετικά με τα παραπάνω είναι ότι όταν οι επιχειρήσεις έχουν χάσει τον στόχο που θέσει αναφορικά με τα κέρδη, μειώνουν το ετήσιο ETR από το τρίτο στο τέταρτο τρίμηνο κατά 0,191% για κάθε εκατό σεντς που υπολείπονται του στόχου. Αυτό είναι μια απόδειξη ότι οι CEOs χρησιμοποιούν το φορολογικό ποσό που καταβάλλει η επιχείρηση για την επίτευξη στόχων που σχετίζονται με τα κέρδη.

Τέλος τα αποτελέσματά των συγγραφέων είναι συνεπή με το γεγονός ότι οι επιχειρήσεις χρησιμοποιούν το φορολογητέο ποσό που πρέπει να καταβάλλει η επιχείρηση προς το κράτος ως “cookie jar reserve” για να διαχειρισθούν τα κέρδη, όταν τα προ φόρων δεδουλευμένα αποτυγχάνουν να επιτύχουν τον χρηματοοικονομικό στόχο που έχει θέσει η ανώτατη διοίκηση. Πάνω σε αυτό το συμπέρασμα ο **Levitt** (1998) παραθέτει τρία παραδείγματα για tax-related cookie jar reserve τα: τα κέρδη

που επανεπενδύονται, το tax cushion και τα valuation allowances. Επιπλέον συμπληρωματικά τεστ στην έρευνα των **Dhaliwal, Gleason and Mills** αποδεικνύουν πως οι επιχειρήσεις με υψηλότερα δεδουλευμένα είναι πιο πιθανό να χρησιμοποιήσουν το φορολογητέο ποσό στη διαχείριση κερδών.

Η προσπάθεια των επιχειρήσεων για φοροαποφυγή έχει αρχίσει να λαμβάνει ιδιαίτερη προσοχή τόσο από τις φορολογικές αρχές και όσο και από ακαδημαϊκούς ερευνητές. Τα ευρήματα του **Chen et al.** (2011), και των **Desai and Dharmapala** (2006), συμφωνούν με τη θεωρία αντιπροσώπευσης (agency theory). Πιο συγκεκριμένα, οι δραστηριότητες που αφορούν τη φοροαποφυγή διευκολύνουν τους μάνατζερς να λειτουργήσουν καιροσκοπικά.

Στη συνέχεια ο **Kim et al.** (2011), εξερευνά τη σχέση ανάμεσα στην έκταση της φοροαποφυγής μιας επιχείρησης και το μελλοντικό κίνδυνο συντριβής των τιμών των μετοχών της. Επειδή οι δραστηριότητες της φοροαποφυγής μπορεί να παρέχουν εργαλεία στους CEOs ώστε να φουσκώσουν τα κέρδη και να αποκρύψουν αρνητικά αποτελέσματα για μεγάλα χρονικά διαστήματα, οι δραστηριότητες αυτές μπορούν να παρατείνουν στην εξουσία έναν ανίκανο μάνατζερ και να αποκρύψουν από τους επενδυτές την πραγματική απόδοση της επιχείρησης. Έτσι ο **Kim et al.** (2011), από τα παραπάνω αποτελέσματα συμπεραίνει πως οι δραστηριότητες που έχουν ως σκοπό την φοροαποφυγή αυξάνουν την πιθανότητα να ακολουθήσουν πτωτική πορεία οι μετοχές. Εντοπίζει όμως ότι όταν υπάρχει υψηλή θεσμική ιδιοκτησία (institutional ownership) που λειτουργεί ως ισχυρός μηχανισμός εξωτερικής παρακολούθησης τότε η πιθανότητα να ακολουθήσουν μια πτωτική πορεία οι μετοχές είναι μικρότερη. Τέλος τα ευρήματα του ενισχύουν την ανησυχία για το γεγονός πως τέτοιες ενέργειες μπορεί να έχουν αρνητικό αντίκτυπο τόσο στην επιχείρηση όσο και στους μετόχους.

6.4 - Λόγοι για να προβούν τα στελέχη σε αποφυγή φορολογίας.

Πρόσφατη ακαδημαϊκή βιβλιογραφία διερευνά τους καθοριστικούς παράγοντες που οδηγούν τις επιχειρήσεις σε προσπάθεια αποφυγής της φορολογίας. Ένα υποσύνολο της βιβλιογραφίας όπως οι έρευνες των **Phillips** (2003), **Desai και Dharmapala** (2006), **Armstrong et al.** (2012) και **Rego και Wilson** (2012) παραθέτουν πώς τα κίνητρα κορυφαίων στελεχών ευθυγραμμίζονται με το προφίλ αποφυγής φορολογίας των επιχειρήσεων. Ωστόσο, τα αποτελέσματα που βγαίνουν από τις έρευνες είναι

διφορούμενα. Στην πρώτη μελέτη ο **Phillips** επιθυμεί να ελέγξει την επίδραση της αμοιβής των CEOs στη μείωση της φορολογικής επιβάρυνσης των επιχειρήσεων. Στο τέλος της έρευνας ο **Phillips** (2003) δεν παρέχει αποδείξεις ότι η χρήση των κερδών μετά από φόρους ως μέτρο επίδοσης στα μπόνους των CEOs σχετίζεται με μειωμένους πραγματικούς φορολογικούς συντελεστές (ETRs). Η άποψη αυτή υποστηρίζεται και από τον **Armstrong et al.** (2012), ο οποίος δεν εντοπίζει αποδείξεις ότι το επίπεδο αμοιβής των διοικητικών στελεχών συνδέεται με οποιοδήποτε μέτρο αποφυγής φορολογίας των επιχειρήσεων.

Σε αντίθεση με τους **Phillips** (2003) και **Armstrong et al.** (2012), οι **Rego and Wilson** (2012), εξετάζουν την αμοιβή των CEOs μέσω τίτλων της επιχείρησης και αποδεικνύουν ότι αυτή η επιλογή μπορεί να παρακινήσει τους μάνατζερς να αναλάβουν ριψοκίνδυνες ενέργειες όσον αφορά το φόρο εισοδήματος και συνδέεται θετικά με φορολογική επιθετικότητα (tax aggressiveness). Οι αποδείξεις των **Rego and Wilson** (2012), είναι συνεπείς με την έρευνα των **Dyrenge, Hanlon, and Maydew's** (2010). Οι **Dyrenge, Hanlon, and Maydew's** παραθέτουν πως οι CEO επηρεάζουν το επίπεδο της δραστηριότητας αποφυγής του φόρου μιας επιχείρησης. Επιπλέον οι **Rego and Wilson** (2012), υποστηρίζουν πως η αμοιβή του CEO με τίτλους της επιχείρησης λειτουργεί ως κίνητρο για φορολογικό σχεδιασμό και τονίζουν πως υπάρχει μια θετική συσχέτιση μεταξύ του κινδύνου που προέρχεται από τους τίτλους που διακρατούν οι CEO και του φορολογικού κινδύνου, ο οποίος αναμένεται να δημιουργήσει καθαρά οφέλη τόσο για τις επιχειρήσεις όσο και για τους μετόχους.

Αρχικά οι **Gaertner** (2014) και **Newman** (1989), παραθέτουν ότι ο τρόπος αμοιβής των CEOs, τους παρακινεί να συμμετάσχουν σε φορολογικό σχεδιασμό που ωφελεί την επιχείρηση. Έπειτα τα αποτελέσματα του **Newman** (1989) δείχνουν ότι οι CEOs σε πολυεθνικές επιχειρήσεις και σε επιχειρήσεις με μεγαλύτερη ένταση κεφαλαίου αμείβονται με κέρδη μετά φόρων διότι αυτές οι επιχειρήσεις έχουν περισσότερες ευκαιρίες για φορολογικό προγραμματισμό. Επιπλέον, ο **Newman** (1989) αποδεικνύει ότι οι επιχειρήσεις που ενθαρρύνουν το φορολογικό προγραμματισμό είναι πιο πιθανό να χρησιμοποιήσουν τα μπόνους για να ανταμείψουν τους CEOs. Τέλος επεκτείνοντας την έρευνα του **Newman** (1989), ο **Gaertner** (2014) εντοπίζει μια αρνητική σχέση μεταξύ των κινήτρων που έχουν οι CEO μετά το φόρο και την αμοιβή των CEO σε μετρητά. Επιπρόσθετα σύμφωνα με τα ευρήματα του **Gaertner** (2014), η επιλογή να αμείβονται οι CEO με μέτρο απόδοσης τα κέρδη μετά φόρων οδηγεί σε μεγαλύτερη αποτελεσματικότητα όσον αφορά τον φορολογικό σχεδιασμό της επιχείρησης. Αυτά τα ευρήματα είναι συνεπή με το γεγονός πως τα συμβόλαια αμοιβής των στελεχών έχουν πολύ σημαντική επιρροή στις προσπάθειες για αποφυγή φόρου από τις επιχειρήσεις

καθώς και ότι αυτοί οι CEO απαιτούν μια ασφάλεια για τον κίνδυνο που έχουν οι ενέργειες αναφορικά με την αποφυγή φόρου μέσω αμοιβής σε μετρητά.

6.5 - Η διαχείριση κερδών ως αντίδραση των επιχειρήσεων στις φορολογικές αλλαγές στην Αμερική.

Μέχρι πρότινος η έρευνα για τη διαχείριση κερδών είχε επικεντρωθεί στο πως χαρακτηρίζονται τα earnings accruals και ποιες είναι οι διαφορές που υπάρχουν μεταξύ λογιστικών κερδών και ταμειακών ροών από λειτουργικές δραστηριότητες. Σύμφωνα με τον **Healy** (1985), τα δεδουλευμένα μπορούν να τροποποιήσουν το χρονοδιάγραμμα των δημοσιευμένων κερδών. Τα δεδουλευμένα διαχωρίζονται σε δύο κατηγορίες σύμφωνα με τους **Manzon** (1992) και **Choi et al.** (1991). Η πρώτη κατηγορία σύμφωνα και με την ορολογία του **Choi et al.** (1991), ονομάζεται "non-current accruals" και δεν αναμένεται να έχει σημαντική επίδραση στο φορολογητέο εισόδημα. Ένα παράδειγμα αυτής της κατηγορίας αποτελεί η απόσβεση. Εδώ αξίζει να σημειωθεί πως αυτά τα δεδουλευμένα επιτρέπουν στον μάνατζερ να μεταφέρει κέρδη ανάμεσα σε περιόδους. Δεύτερον αποτελούνται από μη διακριτικά δεδουλευμένα, τα οποία είναι αναγκαστικό να εμφανισθούν και να ελεγχθούν από λογιστικά όργανα. Η δεύτερη κατηγορία είναι γνωστή σύμφωνα με τον **Choi et al.** (1991), ως "current accruals" και πρόκειται για δεδουλευμένα που αναμένεται να επηρεάζουν το φορολογητέο εισόδημα όπως οι εισπρακτέοι λογαριασμοί.

Στη συνέχεια ο **Guenther** (1994) εξετάζει εάν οι μάνατζερς διαχειρίστηκαν τα λογιστικά κέρδη των αμερικανικών επιχειρήσεων σε απάντηση στην αλλαγή του νόμιμου συντελεστή φορολογίας των επιχειρήσεων. Η Πράξη Φορολογικής Μεταρρύθμισης του 1986 (TRA) στην Αμερική, μείωσε το μέγιστο ποσοστό εταιρικού φόρου από 46% σε 34 % σταδιακά σε ένα έτος. Εάν λοιπόν η ανώτατη διοίκηση προσπαθεί να μεγιστοποιήσει την αξία της επιχείρησης μέσω της ελαχιστοποίησης των φορολογικών δαπανών, η αλλαγή αυτή θα μπορούσε να λειτουργήσει ως ένα σημαντικό κίνητρο για τους CEO ώστε να αναβάλουν μέρος των εισοδημάτων της επιχείρησης για το νέο έτος όπου και θα φορολογηθούν με χαμηλότερο συντελεστή.

Σε έρευνα του ο **Guenther** (1994) αποδεικνύει ότι υπάρχουν επιχειρήσεις οι οποίες προβαίνουν σε δεδουλευμένα τα οποία μειώνουν το εισόδημα ένα χρόνο πριν το φορολογικό συντελεστή. Στη συνέχεια υποστηρίζει πως αυτά τα δεδουλευμένα τα

οποία μειώνουν το εισόδημα θα είναι μεγαλύτερα σε επιχειρήσεις με χαμηλό επίπεδο δανεισμού και/ή με υψηλό ποσοστό διακράτησης μετοχών από τους CEO. Ακόμη σύμφωνα με το συγγραφέα, οι επιχειρήσεις οι οποίες αναμένεται να μειώσουν το εισόδημα που εμφανίζουν στις δημοσιευμένες οικονομικές καταστάσεις προκειμένου να εξοικονομήσουν φόρο, είναι μεγάλες επιχειρήσεις ή επιχειρήσεις με χαμηλά επίπεδα μακροπρόθεσμου χρέους.

Στο ίδιο μήκος κύματος οι **Boynton, Dobbins και Plesko** (1992) εξετάζουν το κατά πόσον οι αμερικάνικες επιχειρήσεις επηρεάστηκαν από τον ελάχιστο επιχειρηματικό φόρο (AMT), ο οποίος θεσπίστηκε ως μέρος του νόμου για τη φορολογική μεταρρύθμιση του 1986 (TRA) και εάν διαχειρίστηκαν τα κέρδη τους για το 1986 και το 1987 ώστε να μειώσουν τις φορολογικές υποχρεώσεις τους.

Με βάση τα παραπάνω οι **Scholes, Wilson και Wolfson** (1992), αποδεικνύουν πως οι πωλήσεις είχαν μετατοπιστεί από το τελευταίο τρίμηνο του ενός έτους σε ένα χρόνο μέσα στο πρώτο τρίμηνο του επόμενου κατά τη διάρκεια των ετών 1986-1988. Δεν ήταν λίγοι αυτοί που εξέφρασαν την ανησυχία ότι η διάταξη AMT θα οδηγήσει τις επιχειρήσεις να διαχειρίζονται τα κέρδη τους προκειμένου να μειωθεί η φορολογική υποχρέωση της επιχείρησης.

Εδώ αξίζει να σημειωθεί πως οι **Scholes and Watson** (1986,1989), ισχυρίζονται ότι τα ανώτατα στελέχη προσπαθούν να μετριάσουν παρά να ελαχιστοποιήσουν τις φορολογικές επιβαρύνσεις δεδομένου ότι ο στόχος της ελαχιστοποίησης του φόρου συχνά έρχεται σε αντίθεση με το στόχο της ελαχιστοποίησης του κόστους συναλλαγών.

Παράλληλα με την έρευνα των **Scholes, Wilson και Wolfson**, ο **Gramlich** (1988,1991) αναφέρει ότι οι επιχειρήσεις που ενδέχεται να επηρεάστηκαν από το AMT είχαν προβεί σε δεδουλευμένα που μειώναν τα κέρδη (income-decreasing accruals) για το 1987 και αντίθετα σε δεδουλευμένα που μεγέθυναν τα κέρδη (income-increasing) για το 1986. Ακόμη κερδοφόρες επιχειρήσεις που έτειναν να αναβάλλουν τους φόρους εισοδήματος μεταξύ 1984 και 1986 θεωρείται πιθανό να επηρεάστηκαν από το AMT, ενώ κερδοφόρες επιχειρήσεις που ήταν συνεπείς με τις πληρωμές τους ως προς τους φόρους εισοδήματος θεωρήθηκαν ότι έμειναν ανεπηρέαστες από τη φορολογική αυτή αλλαγή.

Επιπλέον οι **Cloi, Gramlich and Thomas** (1991) εξέλιξαν την προηγούμενη έρευνα του **Gramlich**, αυξάνοντας το μέγεθος του δείγματος και επεκτείνοντας τα δεδομένα μέχρι το 1988. Επιπρόσθετα χρησιμοποίησαν το μοντέλο της **Jones** (1991) για να εκτιμήσουν τα απροσδόκητα δεδουλευμένα. Τα αποτελέσματα της έρευνας αυτής

έδειξαν, ότι οι επιχειρήσεις που επηρεάστηκαν από το AMT είχαν δεδουλευμένα που θα μεγέθυναν τα κέρδη για τα έτη 1986 και 1987 σε σύγκριση με τις επιχειρήσεις που δεν επηρεάστηκαν. Ακόμη δημοσίευσαν πως οι αποδείξεις για το φαινόμενο της διαχείρισης κερδών ήταν πολύ έντονες στα αποθέματα καθώς και σε εισπρακτέους λογαριασμούς. Στο ίδιο μήκος κύματος ο **Manzon** (1992) στην έρευνά του παραθέτει αποδείξεις πως οι επιχειρήσεις διαχειρίστηκαν τα κέρδη τους το 1987.

Παρά το γεγονός πως η μείωση του ποσού που καταθέτει η επιχείρηση ως φόρο προς το κράτος λειτουργεί ως ένα κίνητρο προς τους CEO ώστε να μειώσουν το εισόδημα των οικονομικών καταστάσεων για το έτος πριν από την ημερομηνία έναρξης ισχύος της Φορολογικής Μεταρρύθμισης (TRA), άλλα κίνητρα θα μπορούσαν να καταστήσουν τέτοιες ενέργειες αρκετά δαπανηρές για την επιχείρηση. Ως αποτέλεσμα λοιπόν πολλές επιχειρήσεις μπορούν να επιλέξουν να αποφύγουν τη μείωση των εσόδων στα δημοσιευμένα αποτελέσματα.

6.6 - Η αναγνώριση απώλειας από τις επιχειρήσεις και τα οφέλη που απορρέουν από αυτή τη δημοσίευση με την αλλαγή του φορολογικού κώδικα.

Στη συνέχεια πολλές σύγχρονες έρευνες επικεντρώνονται σε ένα βραχυπρόθεσμο φορολογικό κίνητρο που έχει μια επιχείρηση ώστε να αντιστρέψει τα αποτελέσματα και να επιταχύνει μια αναγνώριση απώλειας (ζημίας). Το άρθρο 172 του φορολογικού κώδικα των ΗΠΑ επιτρέπει στις επιχειρήσεις που αναφέρουν καθαρή ζημία να τη χρησιμοποιήσουν έως και δύο έτη πίσω καθώς και είκοσι έτη μετά. Η κατανόηση του άρθρου 172, δίνει κίνητρα στις επιχειρήσεις ώστε να δημοσιεύσουν ζημίες. Πάνω σε αυτό το θέμα, χρησιμοποιώντας δεδομένα για τα έτη 1981-2010, ο **Erickson et al.** (2013) εξέτασε κατά πόσον οι επιχειρήσεις υφίστανται απώλειες με σκοπό να ζητήσουν την επιστροφή των φόρων που καταβλήθηκαν σε προηγούμενες περιόδους. Ο **Erickson et al.** (2013), σε απάντηση λοιπόν, ανέπτυξε μια μέθοδο για να μπορέσει να εντοπίσει ποιές επιχειρήσεις είχαν κίνητρα να δημοσιεύσουν ζημίες και παραθέτει ότι οι επιχειρήσεις έχουν κίνητρα για να επωφεληθούν από την νομοθετική αλλαγή και να αξιώσουν επιστροφή φόρου επιταχύνοντας την αναγνώριση μιας ζημίας.

Η αναγνώριση ζημιών έχει επίσης θεωρηθεί ως μια προσέγγιση της αποφυγής φορολογίας των επιχειρήσεων. Μια πρώιμη μελέτη που διεξήχθη από τον **Maydew** (1997), εντοπίζει ότι οι επιχειρήσεις με καθαρές λειτουργικές ζημιές (NOL Carrybacks)

κατά τη διάρκεια του έτους αμέσως μετά την ψήφιση της Φορολογικής Μεταρρύθμισης του 1986 (TRA), μετατόπισαν το μικτό περιθώριο κέρδους και τα έξοδα SG&A μεταξύ του τέταρτου τριμήνου του έτους της ζημίας και του πρώτου τριμήνου του επόμενου έτους . Με αυτό τον τρόπο οι επιχειρήσεις κατάφεραν να επιτύχουν την επιστροφή φόρων από προηγούμενα έτη.

Στο ίδιο μήκος κύματος με τα παραπάνω σύμφωνα με την **Pei-Yu Sun** (2016) οι επιχειρήσεις επιθυμούν να δημοσιεύσουν ζημίες, όταν επακολουθεί ένα από τα ακόλουθα σενάρια. Στο πρώτο σενάριο, ο CEO διεκδικεί την επιστροφή φόρων. Αυτό συμβαίνει όταν ο CEO δημοσιεύει μια ζημία για έτος t και έτσι εισπράττει τις επιστροφές φόρου για έτη $t-1$ και $t-2$, χωρίς να κουβαλάει η επιχείρηση κάποια άλλη απώλεια μελλοντικά. Σύμφωνα με αυτό το σενάριο, η ζημία που αναφέρεται στο έτος t είναι αρκετά μικρή σε σχέση με τα θετικά κέρδη των ετών $t-1$ και $t-2$, επειδή ο διευθύνων σύμβουλος είναι πολύ πιθανόν να μην είναι διατεθειμένος να θέσει σε κίνδυνο τη σταδιοδρομία του.

Στο δεύτερο σενάριο, εάν η εταιρεία αντιμετωπίζει οικονομική δυσχέρεια και δεν μπορεί να επιτύχει ούτε τους ελάχιστους στόχους, ο διευθύνων σύμβουλος μπορεί να λάβει την απόφαση να κάνει η επιχείρηση μια μεγάλη βουτιά (big bath) στα αποτελέσματα που θα εμφανίσει. Ο λόγος που καταλήγει σε αυτή την απόφαση έγκειται στο γεγονός ότι τα στοιχεία της χρονιάς αυτής δεν θεωρούνται αρκετά επικερδή όποτε θα τα εμφανίσει λιγότερα από ότι είναι με σκοπό τα επόμενα χρόνια (από ένα έως τρία) τα κέρδη που θα δημοσιεύσει η επιχείρηση να εμφανίζονται καλύτερα από ότι πραγματικά είναι μιας και έχει επιβαρύνει ο CEO όσο περισσότερο γίνεται την επιχείρηση τη χρονιά του big bath. Σύμφωνα με αυτό το σενάριο, η ζημία που αναφέρεται στο έτος t θα είναι σημαντικά μεγαλύτερη από τα κέρδη που θα είχε εμφανίσει η επιχείρηση για τα έτη $t-1$ και $t-2$.

Σύμφωνα με τα αποτελέσματα της **Pei-Yu Sun** (2016), ο διευθύνων σύμβουλος αναφέρει ένα κέρδος για το επόμενο έτος, έτσι ώστε να μην θέσει σε κίνδυνο ούτε το συμβόλαιο αμοιβής του με την επιχείρηση, αλλά ούτε και να ρισκάρει την θέση του. Τα αποτελέσματα της συγκεκριμένης έρευνας δεν δείχνουν ότι η αμοιβή των CEO σε μετρητά είναι υψηλότερη σε επιχειρήσεις που έχουν κίνητρα για να εμπλακούν σε ταχύτερη αναγνώριση ζημίας για εισπράξη φόρου.

Τελευταίο σενάριο είναι όταν οι επιχειρήσεις αντιμετωπίζουν οικονομικούς περιορισμούς. Η έλλειψη χρηματικών διαθεσίμων μπορεί να προκαλέσει τους CEOs, είτε στρατηγικά είτε νόμιμα, να δημοσιεύσουν ζημία ώστε να εισπράξουν τις

επιστροφές φόρου από τα προηγούμενα έτη και χωρίς να ενθαρρύνεται ο CEO να πράξει κάτι τέτοιο λόγο όρου που υπάρχει στο συμβόλαιο του για πρόσθετη αμοιβή.

Στο ίδιο μήκος κύματος οι **Albring, Dhaliwal, Khurana και Pereira** (2011) μελετούν την επίδραση του νόμου της Φορολογικής Ελάφρυνσης του 1997 (εφεξής, TRA 1997) στη συμπεριφορά της επιχείρησης. Η νομοθετική πράξη αυτή μειώνει την περίοδο που η επιχείρηση έχει μερικά οφέλη με τη δημοσίευση ζημιών από τρία σε δύο έτη. Έτσι λοιπόν δημιουργείται ένα κόστος ευκαιρίας καθώς εάν μια επιχείρηση δεν είχε αναφέρει μία καθαρή λειτουργική ζημία το 1997, τότε θα είχε παραιτηθεί αυτομάτως από την επιστροφή των φόρων που καταβλήθηκαν από την ίδια το 1994 και το 1995. Η έρευνα των **Albring, Dhaliwal, Khurana και Pereira** (2011) εστιάζει στο γεγονός ότι η αλλαγή του φορολογικού κώδικα δημιούργησε ένα βραχυπρόθεσμο κίνητρο για να προκαλέσει μετατόπιση του εισοδήματος ώστε οι επιχειρήσεις να επιταχύνουν την αναγνώριση ζημίας κατά το φορολογικό έτος 1997.

Τέλος παρά το γεγονός πως οι επιχειρήσεις μερικές φορές επιλέγουν να εμφανίσουν ζημίες για συγκεκριμένους χρηματοοικονομικούς σκοπούς, οι συμβάσεις αποδοχών των διευθυντικών στελεχών παρακινούν τα στελέχη να προβούν σε ενέργειες που μεγιστοποιούν συγκεκριμένα μέτρα απόδοσης της επιχείρησης (πχ κέρδη). Ως αποτέλεσμα η αύξηση των κινήτρων των CEOs είναι αρκετά πιθανό να οδηγήσει σε βελτιωμένη απόδοση της επιχείρησης, κάτι που να μην οδηγεί στα επιθυμητά αποτελέσματα, καθώς μια δημοσίευση ζημίας στην προκειμένη περίπτωση μπορεί να είναι καλύτερη για την επιχείρηση από ότι η δημοσίευση μηδενικών κερδών.

6.7 - Τα συμβόλαια και ο τρόπος αμοιβής των CEOs τους λειτουργούν ως κίνητρα για τα στελέχη.

Σύμφωνα με τους **Hanlon and Heitzman** (2011), οι επιχειρήσεις έχουν κίνητρα για την ελαχιστοποίηση των φορολογικών επιβαρύνσεων. Μια σειρά από μελέτες στον τομέα της λογιστικής αναπτύσσουν και δοκιμάζουν θεωρίες για το πώς ορισμένα χαρακτηριστικά των φόρων και των κερδών επηρεάζουν τη σχετική χρήση τους ως μέτρα απόδοσης για τα συμβόλαια αμοιβής των CEOs.

Αρκετές έρευνες όπως των **Dechow et al.** (1996) και **Farber** (2005) παραθέτουν πως τα διευθυντικά στελέχη αντιμετωπίζουν σχετικά αυστηρές ποινές εάν αποκαλυφθεί πως έχουν εμπλακεί σε χειραγώγηση κερδών. Λόγω αυτών των γεγονότων οι CEOs είναι

απρόθυμοι να αναλάβουν κινδύνους που απορρέουν από τη διαχείριση κερδών. Στη συγκεκριμένη περίπτωση οι ενέργειες στοχεύουν σε μείωση των εσόδων της επιχείρησης και ως εκ τούτου καταλήγουν στην ταχύτερη αναγνώριση απωλειών για την επιχείρηση. Με βάση τα παραπάνω οι επιχειρήσεις πρέπει να παρέχουν μεγαλύτερα κίνητρα για να ενθαρρύνουν τους CEO να εμπλακούν σε είδους ενέργειες. Τέλος οι CEOs που απαιτούν ένα μεγαλύτερο κίνητρο-ασφάλεια για την κάλυψη πρόσθετων κινδύνων είναι αρκετά πιθανό να λάβουν μεγαλύτερο κομμάτι της αμοιβής σε μετρητά παρά σε μπόνους ή τίτλους της επιχείρησης.

Έπειτα ενδιαφέρον προκαλούν τα αποτελέσματα από έρευνες των **Matsunaga and Park** (2001) και **Mergenthaler et al.** (2009) που υποστηρίζουν ότι τα διοικητικά συμβούλια είναι πιθανόν να ενθαρρύνουν και ανταμείβουν τη διαχείριση κερδών. Σε αντίθεση όμως με αυτές τις έρευνες η **Pei – Yu Sun** (2016) σε έρευνα της βρίσκει στοιχεία που αποδεικνύουν ότι δεν το ΔΣ δεν ενθαρρύνει τελικά τέτοιες ενέργειες.

Ακόμη οι **Matsunaga and Park** (2001) αποδεικνύουν πως τα μπόνους των CEOs μειώνονται όταν χάνουν δύο ή τρεις ή ακόμα και τέσσερις φορές κατά τη διάρκεια του έτους τους χρηματοοικονομικούς στόχους. Επιπρόσθετα ο **Wallace** (1997) συγκρίνει ένα δείγμα των επιχειρήσεων όπου τα κίνητρα που έχουν τα στελέχη για την αμοιβή τους βασίζονται παραδοσιακά σε λογιστικά νούμερα, προκειμένου να διερευνήσει εάν τα κίνητρα αυτά οδηγούν σε υψηλότερη απόδοση για την επιχείρησης. Τα ευρήματα της έρευνας του αποδεικνύουν ότι τα κίνητρα αυτά , επηρεάζουν άμεσα την απόδοση της επιχείρησης.

Τα μέτρα απόδοσης που έχουν επιλεγεί για τα συμβόλαια αμοιβής των στελεχών είναι εκείνα τα μέτρα απόδοσης που κινητοποιούν καλύτερα την ανώτατη διοίκηση ώστε να μεγιστοποιήσει την αξία της επιχείρησης. Κάθε κίνητρο που προέρχεται από μια σύμβαση αμοιβής για διευθυντικό στέλεχος έχει τόσο οφέλη όσο και κόστος . Μια επιχείρηση μπορεί να ανταμείψει έναν μάνατζερ ώστε να εμφανίσει ζημίες με σκοπό να λάβει η επιχείρηση επιστροφές φόρων από προηγούμενα έτη. Τα οφέλη που συνοδεύουν αυτή την επιλογή είναι αρκετά πιθανό να είναι περισσότερα από το κόστος που συνοδεύει αυτή η επιλογή και για αυτό το λόγο και η διοίκηση ανταμείβει τα στελέχη ώστε να αναγνωρίσουν ζημίες στις συγκεκριμένες περιπτώσεις. Επιπλέον οι επιθετικές φορολογικές στρατηγικές περιλαμβάνουν σημαντική αβεβαιότητα και μπορεί να επιβάλει κόστος τόσο στην ίδια την επιχείρηση όσο και στους μάνατζερς . Ως εκ τούτου, οι μάνατζερς για να εμπλακούν σε τέτοιου είδους ριψοκίνδυνες φορολογικές δραστηριότητες που αναμένεται να δημιουργήσουν καθαρά οφέλη για την επιχείρηση πρέπει να έχουν έντονα κίνητρα.

Ακόμη αξίζει να σημειωθεί πως τα συμβόλαια αμοιβής των Διευθυντικών Στελεχών ωθούν σε ένα αρκετά μεγάλο βαθμό τα στελέχη να πράξουν προς κάποιες κατευθύνσεις. Επιπλέον μεγάλη προσπάθεια κάνει το ΔΣ προκειμένου να ευθυγραμμίσει τα οικονομικά συμφέροντα τόσο των μετόχων όσο και της διοίκησης καθώς το ΔΣ προσπαθεί να ρυθμίσει τις αμοιβές των στελεχών με τέτοιο τρόπο ώστε τα λειτουργικά έσοδα και οι απολαβές των στελεχών να κινούνται μαζί. Ωστόσο, σε κάθε έτος, μπορεί να υπάρχει κάποια μεταβλητότητα λόγω των αλλαγών στους στόχους.

Η αμοιβή των CEO περιλαμβάνει αρχικά το κομμάτι των μετρητών που περιλαμβάνει τον βασικό μισθό και τα επιδόματα. Το δεύτερο κομμάτι περιλαμβάνει την επιλογή του ΔΣ να ανταμείβει τα στελέχη με τίτλους της επιχείρησης. Τα κίνητρα που προκύπτουν από το πρώτο κομμάτι αμοιβής (μετρητά) σε ετήσια βάση είναι βραχυπρόθεσμα κίνητρα, ενώ τα κίνητρα που οφείλονται σε τίτλους της επιχείρησης που διακρατεί ο CEO του χορηγούνται στο πλαίσιο μιας μακροπρόθεσμης απόδοσης. Επειδή η αξία των μετοχών που έχει στα χέρια ένας CEO εξαρτάται άμεσα από την τιμή της μετοχής της εταιρείας, το χαρακτηριστικό αυτό παρέχει ένα κίνητρο για την αύξηση της τιμής της μετοχής ώστε να καρπωθεί τα κέρδη από το γεγονός αυτό ο CEO. Εάν όμως το ΔΣ ενθαρρύνει τον CEO για να χρησιμοποιήσει δεδουλευμένα ώστε να μειώσει το εισόδημα της επιχείρησης σε ένα δεδομένο έτος, έτσι ώστε να επιταχυνθεί την αναγνώριση της απώλειας και να διεκδικήσει την επιστροφή των φόρων των προηγούμενων ετών, η επιτροπή θα αυξήσει αυτόματα την αμοιβή του CEO σε ταμειακή βάση, έτσι ώστε να επιτευχθεί ο βραχυπρόθεσμος στόχος.

6.8 - Διαχείριση κερδών, Φορολογική διαχείριση και η Σχέση τους με την εταιρική διακυβέρνηση.

Για τη μέτρηση των επιδόσεων μιας επιχείρησης, ένας επενδυτής μπορεί να χρησιμοποιήσει τις δημοσιευμένες καταστάσεις της επιχείρησης για μια συγκεκριμένη λογιστική περίοδο. Οι δημοσιευμένες καταστάσεις αποτελούν το κύριο πληροφοριοδότη για την εταιρικής απόδοσης προς όλους τους ενδιαφερόμενους. Σε έρευνα τους οι ***Mulyadi and Anwar*** (2015), τονίζουν ότι παρατηρούνται δύο ενδιαφερόμενες ομάδες που ασχολούνται εκτενώς με τις δημοσιευμένες καταστάσεις της επιχείρησης και έχουν πολύ συχνά αντικρουόμενα συμφέροντα: η ομάδα που ασκεί τη διαχείριση στην επιχείρηση και η κυβέρνηση.

Όσον αφορά την διοίκηση τις περισσότερες φορές προτίθεται να πληρώσει την χαμηλότερη δυνατή φορολογική υποχρέωση προς το κράτος, καθώς οι φόροι μειώνουν σημαντικά τα τελικά κέρδη της επιχείρησης. Αυτό που πρέπει να τονισθεί είναι πως τα κέρδη αποτελούν ένα βασικό δείκτη της εταιρικής απόδοσης. Ως συνέπεια, τα στελέχη καταλήγουν στη διαχείριση κερδών συνήθως για να ελαχιστοποιηθεί το ποσό που θα δώσει η επιχείρηση ως φόρο προς το κράτος. Παράλληλα στο ίδιο χρονικό διάστημα η κυβέρνηση επιθυμεί να επιβάλει τον υψηλότερο δυνατό φόρο προς την επιχείρηση καθώς οι φόροι αποτελούν πρωταρχική πηγή εσόδων για τη χώρα.

Ωστόσο για να αντιμετωπισθεί αυτή η σύγκρουση συμφερόντων, γίνεται προσπάθεια ώστε να ευθυγραμμιστούν τα συμφέροντα τόσο των εξωτερικών όσο και των εσωτερικών ενδιαφερομένων ομάδων. Αυτό επιτυγχάνεται μερικώς με ένα μηχανισμό που είναι γνωστός ως εταιρική διακυβέρνηση. Ο συγκεκριμένος μηχανισμός ελέγχει την επιχείρηση έτσι ώστε να μπορεί να λειτουργεί εύρυθμα τόσο προς την επίτευξη των συμφερόντων τόσο για την ίδια την επιχείρηση όσο και όλων των ενδιαφερόμενων ομάδων για αυτήν.

Έπειτα οι **Hunt** (1985) και **Niehaus** (1989) παραθέτουν τα αντικρουόμενα κίνητρα που μπορεί να εμφανισθούν μεταξύ των μανάτζερς και των μετόχων με την επιλογή της Lifo ως μέθοδο κοστολόγησης των αποθεμάτων. Σε επιχειρήσεις στις οποίες η αμοιβή των μανάτζερς είναι θετικά συνδεδεμένη με τα δημοσιευμένα αποτελέσματα, η μείωση στα αποτελέσματα οδηγεί στην υιοθέτηση της Lifo και επιδρά αρνητικά για τους μανάτζερς ακόμα και εάν η μείωση στον φόρο που θα πρέπει να αποδώσει η επιχείρηση λειτουργεί θετικά για τους μετόχους. Σύμφωνα και με τις δύο έρευνες αυτά τα αντικρουόμενα συμφέροντα μπορούν να εξαλειφθούν με την επιλογή το ΔΣ να δώσει ένα μεγάλο μέρος της αμοιβής του CEO σε τίτλους της επιχείρησης.

Όπως προκύπτει από τα παραπάνω το φορολογικό ποσό που αποδίδει η επιχείρηση προς το κράτος δημιουργεί έντονα κίνητρα προς τα στελέχη ώστε να προσπαθήσουν να ελέγξουν την κατάσταση και να αποδώσουν όσο το δυνατόν χαμηλότερο ποσό γίνεται. Αυτή η διαχείριση ονομάζεται ως tax management. Ως φορολογική διαχείριση οι **Scholes et al.** (2009) και **Hanlon and Slemrod** (2009), ορίζουν μια διαδικασία με την οποία η επιχείρηση προσπαθεί να κρατήσει τις φορολογικές της υποχρεώσεις στα ελάχιστα δυνατά επίπεδα σύμφωνα με το φορολογικό κώδικα, με το κόστος ευκαιρίας καθώς και πολιτικό κόστος.

Στη συνέχεια ο **Erickson et al.** (2006) απέδειξε ότι η διαχείριση των κερδών και η διαχείριση φόρου επηρεάζεται από την εταιρική διακυβέρνηση. Έπειτα ο **Coles et al.** (2008) παραθέτει πως ο βέλτιστος αριθμός του διοικητικού συμβουλίου σε μια

επιχείρηση διαφέρει ανάλογα με χαρακτηριστικό της κάθε επιχείρησης. Πάνω σε αυτό οι **Bhagat and Black** (1999) και **Minnick and Noga** (2010) διαπίστωσαν ότι μικρότερος αριθμός στο διοικητικό συμβούλιο θα δημιουργούσε καλύτερες συνθήκες εποπτείας καθώς θα είναι πιο συγκεντρωμένοι ώστε να πείσουν την ανώτατη διοίκηση ώστε να εμπλακεί στη διαχείριση κερδών και φόρου. Επιπλέον, οι **Bhagat and Black** (1999) καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι όσο πιο ανεξάρτητη είναι η επιτροπή (board) τόσο πιο αποτελεσματική θα ήταν με την εποπτεία της επιχείρησης. Παράλληλα οι **Minnick and Noga** (2010), συμπεραίνουν ότι με την ύπαρξη ανεξάρτητου συμβουλίου (board), η εταιρεία θα μπορεί να επικεντρωθεί στην συνολική απόδοση, όπου ο πραγματικός φορολογικός συντελεστής διαδραματίζει ουσιαστικό ρόλο.

Στο ίδιο μήκος κύματος ο **Yermack** (2004), στην έρευνά του καταλήγει στο συμπέρασμα ότι ο κύριος στόχος του συμβουλίου είναι η μεγιστοποίηση του πλούτου των μετόχων χρησιμοποιώντας μια αποτελεσματική φορολογική διαχείριση στην εταιρεία. Ακόμη οι **Jensen and Murphy** (1990) και **Brown and Caylor** (2004), εντόπισαν πως η αμοιβή των διοικητικών στελεχών και η αποκάλυψη του ποσού έχουν υψηλό βαθμό θετικής συσχέτισης με την απόδοση της επιχείρησης. Τέλος οι **Rego and Wilson** (2012), απέδειξαν πως υπάρχει μια αρνητική συσχέτιση μεταξύ των αποδοχών της ανώτατης διοίκησης και της διαχείρισης φόρου.

Τα παραπάνω ερεύνησαν εκτενέστερα οι **Mulyadi and Anwar** (2015). Οι αποδείξεις που εντόπισαν ενισχύουν τις αποδείξεις των **Bhagat and Black** (1999) και **Minnick and Noga** (2010) για το μικρό αριθμό στο ΔΣ. Επιπλέον εντοπίζουν ένα αρνητικό συντελεστή για το εάν είναι ανεξάρτητο το ΔΣ κάτι τι οποίο υποστηρίζεται και από τις προαναφερθείσες έρευνες. Έπειτα σχετικά με την αμοιβή της ανώτατης διοίκησης, τα αποτελέσματα τους (αρνητικός συντελεστής όπως και πριν) ενδυναμώνουν τις μέχρι τότε θεωρίες των **Jensen and Murphy** (1990), **Brown and Caylor** (2004) και **Rego and Wilson** (2012). Τέλος αξίζει να σημειωθεί πως όταν στη έρευνα των **Mulyadi and Anwar** (2015) γίνει μια μοναδική διαφορά στην παλινδρόμηση και αντί να χρησιμοποιηθεί το GAAP ETR, χρησιμοποιηθεί το current ETR τότε προκύπτει αρνητικός συντελεστής για τον αριθμό των μελών στο ΔΣ. Το εύρημα ερμηνεύεται πως όσο μεγαλύτερος αριθμός στο ΔΣ τόσο πιο χαμηλός τρέχων πραγματικός φορολογικός συντελεστής θα προκύψει. Αυτό το αποτέλεσμα μπορεί να εξηγηθεί και από τον **Coles et al.** (2008), ο οποίος εντόπισε ότι υψηλότερος αριθμός ατόμων στο ΔΣ θα οδηγούσε σε καλύτερη επίδοση της επιχείρησης.

Από αυτή την αλλαγή στην παλινδρόμηση ως τελικό συμπέρασμα προκύπτει πως διαφορετικό αποτέλεσμα θα προκύψει αναλογικά τι φορολογικός συντελεστής θα

χρησιμοποιηθεί στην παλινδρόμηση. Τέλος το CG όπως αποδείχθηκε έχει σημαντική επιρροή στο TM, ενώ η αμοιβή του CEO έχει σημαντική επιρροή στη διαχείριση κερδών.

6.9 - Επίλογος

Τα ευρήματα του συγκεκριμένου κεφαλαίου αποδεικνύουν ότι τα στελέχη χρησιμοποιούν το φόρο που αποδίδει η επιχείρηση ως εργαλείο της διαχείρισης κερδών. Υπάρχουν αρκετά οφέλη από την επιλογή αυτή. Ένα παράδειγμα αποτελεί το γεγονός ότι το φόρο τον οποίο καταβάλλει μια επιχείρηση, είναι ένα ποσό το οποίο δεν μπορεί να υπολογισθεί εύκολα από ελεγκτές και αναλυτές καθώς απαιτούνται πολλές και πολύπλοκες πληροφορίες. Διαπιστώνοντας τη συνθήκη αυτή τα στελέχη βλέπουν μια ευκαιρία για να εμπλακούν μέσω του φόρου με τη διαχείριση κερδών καθώς είναι πάρα πολλές οι πιθανότητες οι ελεγκτές να μην εντοπίσουν τις ενέργειες αυτές.

Κεφάλαιο 7^ο: Προστασία του Επενδυτή και τρόποι που χρησιμοποιούνται με σκοπό την εξάλειψη του φαινομένου

7.1 - Εισαγωγή

Στο κεφάλαιο νούμερο επτά ασχολούμαι με την προστασία του επενδυτή σχετικά με το φαινόμενο σε διεθνή βάση. Υπάρχουν αρκετές μελέτες που κατηγοριοποιούν τις χώρες με βάση κάποια χαρακτηριστικά(μέγεθος αγοράς, νομοθεσία) και έπειτα παρατηρούν συγκεκριμένα αποτελέσματα. Επιπλέον εξετάζω ποιοι παράγοντες είναι ικανοί να περιορίσουν το φαινόμενο. Ουσιαστικά το συγκεκριμένο κεφάλαιο περιλαμβάνει στο πρώτο μέρος τους παράγοντες που δρουν εξωτερικά της επιχείρησης και προσπαθούν να εξαλείψουν το συγκεκριμένο φαινόμενο ενώ το δεύτερο σκέλος περιλαμβάνει τους παράγοντες που δρουν εντός της επιχείρησης και έχουν ως στόχο την εξάλειψη του φαινομένου.

7.2 - Η προστασία του επενδυτή σε διεθνή βάση

Η διαχείριση κερδών επηρεάζεται όχι μόνο από τους παράγοντες που σχετίζονται με κάθε μάντζερ και την επιχείρηση, αλλά και από θεσμικούς παράγοντες όπως τους νόμους, τους μηχανισμούς της αγοράς , και κανονισμούς σύμφωνα με τον **Wysocki** (2004). Οι θεσμικοί παράγοντες όπως είναι λογικό ποικίλλουν από χώρα σε χώρα. Έχουν διεξαχθεί αρκετές μελέτες σχετικά με τη διαχείριση κερδών σε διεθνές επίπεδο, κύρια παραδείγματα όμως αποτελούν οι έρευνες των **Gordon et al.** (2013) και **Wysocki** (2011) .

Οι παραπάνω μελέτες έχουν επικεντρωθεί κυρίως στην διαχείριση των δεδουλευμένων (accrual-based). Η **Leuz et al.** (2003) θεωρεί την προστασία του επενδυτή ως ένα θεσμικό παράγοντα που επηρεάζει τη συμπεριφορά των μάντζερς και εξετάζει κατά πόσον η προστασία των επενδυτών σε διάφορες χώρες ήταν συνδεδεμένη με την διαχείριση των δεδουλευμένων. Το δείγμα της αποτελείται από 31 χώρες για τα έτη 1990 με 1999 και ως τελικό συμπέρασμα παραθέτει ότι η διαχείριση των δεδουλευμένων μειώνεται σε χώρες με ισχυρότερη προστασία των επενδυτών.

Έπειτα ο **Boonlert-U-Thai et al.** (2006) διερευνά επίσης τη σχέση μεταξύ της προστασίας των επενδυτών και της διαχείρισης κερδών χρησιμοποιώντας δεδομένα από 31 χώρες για τα έτη 1996-2002 . Το αποτέλεσμα που παραθέτει η έρευνα είναι ότι τα κέρδη είχαν εξομαλυνθεί σε χώρες όπου η προστασία του επενδυτή αναβαθμίστηκε. Ακόμη οι **Shen και Chih** (2005) ερευνώντας ένα δείγμα τραπεζών σε 48 χώρες από το 1993-1999, αποδεικνύουν ότι η διαχείριση κερδών μειώνεται σε χώρες με ισχυρή προστασία του επενδυτή και μεγαλύτερη διαφάνεια των λογιστικών καταστάσεων.

Αξίζει να σημειωθεί ότι μέχρι τώρα οι περισσότερες έρευνες χρησιμοποιούν τα δεδουλευμένα προκειμένου να εξετάσουν την ύπαρξη της διαχείρισης κερδών. Υπάρχει όμως και η εναλλακτική επιλογή της διαχείρισης των πραγματικών δραστηριοτήτων της επιχείρησης προκειμένου οι μάνατζερς να πετύχουν το σκοπό τους. Σχετικά με τα παραπάνω αξίζει να σημειωθεί πως οι **Kim και Sohn** (2013) παραθέτουν ότι η διαχείριση πραγματικών δραστηριοτήτων (Real earnings management) συνδέεται θετικά με το κόστος των ιδίων κεφαλαίων ακόμη και μετά τον έλεγχο για τις επιπτώσεις της διαχείρισης των δεδουλευμένων. Ως συνέπεια οι μάνατζερς θα μπορούσαν να αποφασίσουν να αποφύγουν τόσο την επιλογή της διαχείρισης των δεδουλευμένων όσο και των πραγματικών δραστηριοτήτων σε χώρες με ισχυρή προστασία των επενδυτών. Σε αυτό το σενάριο, η διαχείριση των πραγματικών δραστηριοτήτων είναι λιγότερο διαδεδομένη στις χώρες με ισχυρή προστασία των επενδυτών.

Ακολούθως σε έρευνα τους οι **Enomoto, Kimura και Yamaguchi** (2015) χρησιμοποιούν ως μεταβλητές για τη προστασία των επενδυτών: τη δύναμη της επιβολής του νόμου και την έκταση των δικαιωμάτων των εξωτερικών επενδυτών σε εταιρικό και νομοθετικό πλαίσιο σύμφωνα και με τις έρευνες του **La Porta et al.** (1998 και 2006) .

Η παραπάνω μελέτη συμβάλλει στη βιβλιογραφία με δύο συνεισφορές. Αρχικά οι προηγούμενες έρευνες εστιάζονται αποκλειστικά στη διαχείριση των δεδουλευμένων. Η συγκεκριμένη έρευνα όμως εξετάζει και την διαχείριση των πραγματικών δραστηριοτήτων και καταλήγει στο συμπέρασμα πως η κάλυψη των αναλυτών περιορίζει και τη διαχείριση των πραγματικών δραστηριοτήτων. Ακόμη καταλήγουν πως οι μάνατζερς τείνουν να χρησιμοποιούν τη διαχείριση των πραγματικών δραστηριοτήτων στις χώρες όπου το νομοθετικό περιβάλλον περιορίζει τη διαχείριση δεδουλευμένων και ο στόχος της δημιουργίας αξιόπιστων αγορών περιλαμβάνει την παρακολούθηση της συμπεριφοράς των μάνατζερς στα θέματα που έχουν διακριτική ευχέρεια. Δεύτερον τα αποτελέσματα είναι πολύ πιο αξιόπιστα από τα αντίστοιχα των

προηγούμενων ερευνών καθώς η συγκεκριμένη μελέτη έχει πολύ μεγαλύτερο δείγμα και το δείγμα αυτό αποτελείται από παρατηρήσεις πολύ περισσότερων ετών.

Στη συνέχεια αξίζει να αναφερθεί πως οι ρυθμιστικές αρχές επιβάλλουν διάφορους περιορισμούς στους μάνατζερς ώστε να περιορίσουν την εμφάνιση της διαχείρισης των δεδουλευμένων. Ο λόγος έγκειται στο γεγονός ότι η διαχείριση κερδών δύναται να μειώσει τα κέρδη των εξωτερικών επενδυτών. Οι **Enomoto, Kimura και Yamaguchi** (2015) θεωρούν πως ο βαθμός περιορισμού του φαινομένου ποικίλλει ανάλογα με τους θεσμικούς παράγοντες της κάθε χώρας. Πολλές μελέτες παραθέτουν ως θεσμικούς παράγοντες που επηρεάζουν την προστασία των επενδυτών το εταιρικό δίκαιο, τα λογιστικά πρότυπα, και τις αγορές ασφάλειας (security markets). Ακολουθώντας ο **La Porta et al.** (1997,1998) αποδεικνύει ότι η προστασία των επενδυτών κάθε χώρας στηρίζεται στην νομοθετική της βάση και ότι οι χώρες με ισχυρότερη προστασία επενδυτών διαθέτουν μεγαλύτερες και πιο ανοικτές αγορές κεφαλαίων.

Στο ίδιο μήκος κύματος αρχικά η **Leuz et al.** (2003) υποστηρίζει ότι η διαχείριση των δεδουλευμένων μειώνεται σε χώρες με ισχυρότερη προστασία των επενδυτών. Επιπλέον οι **Degeorge et al.** (2013) και **Yu** (2008) αποδεικνύουν ότι τα συστήματα γνωστοποίησης (disclosure systems) και η κάλυψη των αναλυτών αποτελούν συστατικά στοιχεία της προστασίας των επενδυτών, μειώνοντας έτσι τη διαχείριση των δεδουλευμένων.

Στη συνέχεια παρόλο που η χρήση της διαχείρισης δεδουλευμένων περιορίζεται από διάφορους παράγοντες, τα κίνητρα των στελεχών για διαχείριση κερδών δεν εκλείπουν. Ακόμη οι επενδυτές σε χώρες με ανεπτυγμένες χρηματαγορές θα πρέπει να είναι ιδιαίτερα προσεκτικοί σχετικά με τις πληροφορίες που αφορούν τα δημοσιευμένα κέρδη. Ακολουθώντας σε μια έρευνα που αφορούσε σκάνδαλα από τους CFOs ο **Graham et al.** (2005) αποδεικνύει πως οι μάνατζερς επιλέγουν τη διαχείριση πραγματικών δραστηριοτήτων έναντι της διαχείρισης δεδουλευμένων στην περίοδο μετά από το SOX. Συμπερασματικά οι μάνατζερς όταν βρίσκονται κάτω από πιο έντονο έλεγχο τείνουν να αποφεύγουν τη διαχείριση δεδουλευμένων και να επιλέγουν τη διαχείριση πραγματικών δραστηριοτήτων ώστε να πετύχουν τους χρηματοοικονομικούς τους στόχους. Επομένως προκύπτει πως όσο πιο αυστηροί γίνονται οι κανόνες, τόσο οι μάνατζερς θα τείνουν να αντικαθιστούν τη διαχείριση δεδουλευμένων με τη διαχείριση πραγματικών δραστηριοτήτων.

Υπάρχει όμως άλλο ένα σενάριο το οποίο δε συγκεντρώνει πολλές πιθανότητες. Στο σενάριο αυτό, οι μάνατζερς σε χώρες με ισχυρή προστασία των επενδυτών επειδή αντιμετωπίζουν μια έντονη απειλή ότι οι ενέργειες τους αναφορικά με τη διαχείριση

κερδών θα αποκαλυφθούν, ίσως προτιμήσουν να μην εμπλακούν και στις δύο μορφές διαχείρισης κερδών.

Προκειμένου οι **Enomoto, Kimura και Yamaguchi** (2015) να διεξάγουν την έρευνα τους, χρησιμοποιούν το τροποποιημένο μοντέλο της **Jones** από την **Dechow et al.** (1995) προκειμένου να εντοπίσουν αντικανονικά δεδουλευμένα. Ακόμη όσον αφορά τη διαχείριση πραγματικών δραστηριοτήτων χρησιμοποιούν το μοντέλο του **Roychowdhury** (2006). Το τελικό τους δείγμα αποτελείται από 38 χώρες και από 222.513 παρατηρήσεις.

Έντονο ενδιαφέρον παρουσιάζουν τα ευρήματα της έρευνας. Αρχικά σύμφωνα με τους συγγραφείς, η διαχείριση δεδουλευμένων χρησιμοποιείται για να μειώσει τη διακύμανση στα κέρδη και να συγκαλύψει τυχόν ατυχή γεγονότα που αφορούν την απόδοση της επιχείρησης. Επιπλέον τα αποτελέσματα της μελέτης συμπίπτουν με τα αποτελέσματα της **Leuz et al.** (2003). Οι συντελεστές που αφορούν τα δικαιώματα των εξωτερικών επενδυτών και της επιβολή του νόμου είναι σημαντικά αρνητικοί. Αυτά τα αποτελέσματα καθιστούν σαφές πως η διαχείριση των δεδουλευμένων είναι λιγότερο διαδεδομένη στις χώρες με ισχυρότερη προστασία των επενδυτών.

Ακόμη όπως ήταν αναμενόμενο, είναι σε αντίθεση με τα αποτελέσματα για τη διαχείριση των δεδουλευμένων ο συντελεστής που αφορά τα δικαιώματα των εξωτερικών επενδυτών είναι σημαντικά θετικός. Το γεγονός αυτό υποδεικνύει ότι η διαχείριση πραγματικών δραστηριοτήτων είναι πιο διαδεδομένη στις χώρες με ισχυρότερη προστασία των δικαιωμάτων των επενδυτών.

Σε αντίθεση με τα αποτελέσματα για τη διαχείριση δεδουλευμένων, ο συντελεστής για την κάλυψη των αναλυτών είναι σημαντικά αρνητικός. Αυτό το αποτέλεσμα είναι συνεπές με τις απόψεις των **Cohen και Zarowin** (2010), οι οποίοι εντοπίζουν μια αρνητική συσχέτιση μεταξύ της κάλυψης των αναλυτών και της διαχείρισης κερδών. Το εύρημα αυτό συμπίπτει με τη λογική ότι η παρακολούθηση της επιχείρησης από αναλυτές επηρεάζει τη συμπεριφορά των μάνατζερς και την έκταση της διαχείρισης πραγματικών δραστηριοτήτων. Τα αποτελέσματα αυτής της έρευνας καταλήγουν ότι η διαχείριση των δεδουλευμένων είναι πιο δύσκολα εφαρμόσιμη σε χώρες με ισχυρότερη προστασία επενδυτών.

Τέλος οι αναλυτές θα μπορούσαν να μειώσουν τα κίνητρα των μάνατζερς που συνδέονται με τη διαχείριση κερδών αλλά αξίζει να σημειωθεί πως οι μάνατζερς τείνουν να μην προβαίνουν σε διαχείριση πραγματικών δραστηριοτήτων η οποία μειώνει την αξία της επιχείρησης, όταν η επιχείρησή τους ακολουθείται από πλήθος αναλυτών.

Στη συνέχεια και οι **Leuz, Nanda και Wysocki** (2003) βρίσκουν αποδείξεις για την ύπαρξη της διαχείρισης κερδών σε 31 χώρες. Αξίζει να σημειωθεί πως παρατηρούν διαφορές σχετικά με τον τρόπο εμφάνισης του φαινομένου ανάμεσα στις χώρες του δείγματος, όπως η αποφυγή δημοσίευσης ζημίας και η εξομάλυνση κερδών (income smoothing).

Η μελέτη αποδεικνύει ότι σε χώρες που εμφανίζονται τα ακόλουθα χαρακτηριστικά οι επιχειρήσεις εμπλέκονται λιγότερο στο φαινόμενο της διαχείρισης κερδών. Πρώτο χαρακτηριστικό είναι η ύπαρξη αναπτυσσόμενων χρηματιστηριακών αγορών. Δεύτερον παρατηρούνται στις χώρες : διάσπαρτη δομή ιδιοκτησίας (dispersed ownership structure), ισχυρά δικαιώματα των επενδυτών και ισχυρή νομική επιβολή.

Έπειτα αυτό που προκαλεί έντονο ενδιαφέρον στους μελετητές είναι το γεγονός πως οι insiders και οι outsiders έχουν διαφορετικά συμφέροντα σε μια επιχείρηση. Ως insiders οι συγγραφείς ορίζουν τους ιδιοκτήτες, τους μάνατζερς και την ομάδα διοίκησης. Ως outsiders οι συγγραφείς εννοούν κυρίως τους επενδυτές καθώς και όλες τις άλλες ενδιαφερόμενες ομάδες. Ακόμη οι insiders μπορούν να χρησιμοποιήσουν τον έλεγχο που έχουν πάνω στην επιχείρηση προκειμένου να επωφεληθούν οι ίδιοι εις βάρος των ενδιαφερόμενων ομάδων για την επιχείρηση. Συμπερασματικά υπάρχει η κοινή παραδοχή ότι υπάρχει ένα κομμάτι αξίας της επιχείρησης το οποίο αναλώνεται από τους insiders και το οποίο δεν καταφέρνουν να το εκμεταλλευθούν οι επενδυτές. Τώρα οι insiders έχουν λόγους ώστε να συγκαλύψουν τα προσωπικά οφέλη που καρπώνονται λόγω του ελέγχου που έχουν πάνω στην επιχείρηση. Ο λόγος που τα αποκρύπτουν είναι πως εάν αποκαλυφθεί τότε οι επενδυτές θα λάβουν μέτρα κατά των ίδιων. Παραδείγματα τέτοια αποτελούν αγωγές και μηνύσεις όπως έχουν παρουσιάσει σε έρευνες τους και οι **Zingales** (1994) και οι **Shleifer and Vishny** (1997).

Αντίθετα με αυτή την άποψη οι συγγραφείς υποστηρίζουν πως οι insiders αποκρύπτουν τα στοιχεία αυτά προκειμένου να εμφανίσουν μια καλύτερη εικόνα της επιχείρησης προς τα έξω. Σχετικά με τα παραπάνω πρέπει να τονισθεί πως οι **Watts and Zimmerman** (1986) αποδεικνύουν ότι οι insiders μπορούν να χρησιμοποιήσουν τα διακριτικά δεδομένα ώστε να αυξήσουν την ενημέρωση που παρέχουν μέσα από τις χρηματοοικονομικές καταστάσεις. Ο τρόπος με τον οποίο οι insiders καταφέρνουν να συγκαλύψουν τα προσωπικά οφέλη που καρπώνονται έγκειται στο γεγονός πως οι insiders έχουν διακριτική ευχέρεια πάνω στις χρηματοοικονομικές καταστάσεις που δημοσιεύει η επιχείρηση. Ένα τέτοιο παράδειγμα αποτελεί η προσπάθεια των insiders να φουσκώσουν τα κέρδη ώστε να αποφύγουν να δημοσιεύσουν ζημίες και το κυριότερο να αποφύγουν το ενδεχόμενο να υπάρξει οποιαδήποτε μορφής εξωτερική

παρέμβαση προς την επιχείρηση. Υπάρχουν αρκετοί ακόμα λόγοι ώστε να αποκρύψουν στοιχεία από τους επενδυτές. Η διαπίστωση που χρίζει όμως αναφοράς έγκειται στο γεγονός ότι τα νομικά συστήματα είναι σχεδιασμένα ώστε να προστατεύουν τους επενδυτές και να τους παρέχουν δικαιώματα ώστε να τιμωρούν τους insiders εφόσον προσπαθήσουν να εκμεταλλευθούν τη θέση τους σύμφωνα με τους **La Porta et al.** (1998), **Nenova** (2000), **Claessens et al.** (2002) και **Dyck and Zingales** (2002). Ως αποτέλεσμα, τα νομικά συστήματα που αποτελεσματικά προστατεύουν τους ξένους επενδυτές μειώνουν την ανάγκη των insiders να αποκρύψουν τις δραστηριότητές τους. Σαν συνέπεια η διαχείριση κερδών είναι πιο διαδεδομένη σε χώρες όπου η νομική προστασία των εξωτερικών επενδυτών είναι αδύναμη, επειδή σε αυτές τις χώρες οι insiders απολαμβάνουν μεγαλύτερα οφέλη που απορρέουν από τον έλεγχο που έχουν πάνω στην επιχείρησή τους και ως εκ τούτου, έχουν ισχυρότερα κίνητρα να θολώσουν στοιχεία όσον αφορά την απόδοση της επιχείρησης.

Στη συνέχεια η ανάλυσή των **Leuz, Nanda and Wysocki** (2003) περιλαμβάνει χρηματοοικονομικά στοιχεία από 8.000 επιχειρήσεις για 31 χώρες για τα έτη 1990 με 1999. Οι συγγραφείς ξεκινάνε με μια περιγραφική ανάλυση διασποράς της χώρας. Αξίζει να σημειωθεί ότι έχουν ομαδοποιήσει χώρες με παρόμοια νομικά και θεσμικά χαρακτηριστικά. Ακολουθώντας τρεις ξεχωριστές κατηγορίες εμφανίζονται. Πρώτη κατηγορία αποτελούν οι οικονομίες με μεγάλες χρηματιστηριακές αγορές, διασκορπισμένη ιδιοκτησία (dispersed ownership), ισχυρά δικαιώματα επενδυτών, και ισχυρή επιβολή του νόμου. Παραδείγματα για την κατηγορία αυτή είναι το Ηνωμένο Βασίλειο και οι Ηνωμένες Πολιτείες. Δεύτερη κατηγορία είναι οι οικονομίες με λιγότερο αναπτυγμένες χρηματιστηριακές αγορές, συγκεντρωμένη ιδιοκτησία (Concetrated ownership), αδύναμα δικαιώματα επενδυτών, αλλά ισχυρή νομική επιβολή. Τέτοια παραδείγματα χωρών αποτελούν οι Γερμανία και Σουηδία. Τρίτη και τελευταία κατηγορία αποτελούν οι οικονομίες των χωρών με αδύναμη επιβολή νόμου όπως η Ιταλία και η Ινδία. Όσον αφορά την κατηγοριοποίηση οι χώρες που βρίσκονται στην ίδια κατηγορία εμφανίζουν παρόμοια στοιχεία όσον αφορά το ποινικό δίκαιο καθώς και τα τοπικά χαρακτηριστικά. Ο συγκεκριμένος τρόπος διάκρισης έχει χρησιμοποιηθεί και σε προηγούμενη μελέτες όπως των **La Porta et al.** (1997) και **Ball et al.** (2000).

Τα αποτελέσματα στα οποία καταλήγουν οι **Leuz, Nanda and Wysocki** (2003) εντοπίζουν σημαντικές διαφορές στη διαχείριση κερδών ανάμεσα στις τρεις κατηγορίες. Η πρώτη κατηγορία εμφανίζει το χαμηλότερο επίπεδο της διαχείρισης κερδών. Δηλαδή, η διαχείριση κερδών φαίνεται να είναι σε χαμηλά επίπεδα σε οικονομίες με μεγάλα χρηματιστήρια, διασκορπισμένη ιδιοκτησία, ισχυρά επενδυτικά δικαιώματα, και ισχυρή

νομική επιβολή. Όσο χαμηλώνει η προστασία των επενδυτών, τόσο αυξάνεται και το ποσοστό εμφάνισης του φαινομένου.

Έπειτα έντονο ενδιαφέρον παρουσιάζει το εύρημα τους ότι η διαχείριση κερδών σχετίζεται αρνητικά με τα δικαιώματα των επενδυτών καθώς και με την νομική επιβολή. Σχετικά με τα παραπάνω, ακόμη εμφανίζουν ότι η διαχείριση κερδών είναι θετικά συσχετισμένη με το επίπεδο των προσωπικών ωφελειών που απολαμβάνουν οι insiders.

Ένα ακόμη πολύ σημαντικό εύρημα είναι ότι η αδύναμη νομική προστασία εμφανίζεται να καταλήγει σε χαμηλής ποιότητας δημοσιευμένες χρηματοοικονομικές καταστάσεις. Αυτό όμως αλυσιδωτά οδηγεί τις χρηματιστηριακές αγορές να μην μπορούν να θεωρηθούν ως αξιόπιστες και να μην μπορούν να αναπτυχθούν. Επιπλέον ένα σημαντικό συμπέρασμα του άρθρου είναι πως το νομοθετικό περιβάλλον μιας χώρας επηρεάζει σε μεγάλο βαθμό τα δημοσιευμένα κέρδη των επιχειρήσεων.

Έπειτα οι συγγραφείς υποστηρίζουν ότι όταν τα δικαιώματα των outsiders είναι ισχυρά και καλά προστατευμένα τότε περιορίζουν τους insiders στην προσπάθεια τους να αποκτήσουν ιδιωτικά οφέλη. Συμπερασματικά, αυτή η εικόνα δείχνει ότι η διαχυτικότητα της διαχείρισης κερδών αυξάνεται όταν υπάρχει περίπτωση οι insiders να καρπωθούν ιδιωτικά οφέλη και μειώνεται όταν υπάρχει εξωτερικός έλεγχος για την προστασία των επενδυτών.

Ακόμα πρέπει να τονισθεί πως η διαχυτικότητα της διαχείρισης κερδών σχετίζεται συστηματικά με τα θεσμικά χαρακτηριστικά μιας χώρας. Όσο καλύτερα είναι τα αποτελέσματα της προστασίας των επενδυτών τόσο πιο σπάνια είναι η εμφάνιση της διαχείρισης κερδών. Τα ευρήματα αυτά συμφωνούν με τις έρευνες των **Nevona** (2000) και των **Dyck and Zyngales** (2002) που υποστηρίζουν πως τα προσωπικά οφέλη που απολαμβάνουν οι insiders μειώνονται μέσω της προστασίας των επενδυτών. Επιπλέον οι μεγαλύτερες επιχειρήσεις παρουσιάζουν πιο εξομαλυμένα κέρδη και η λειτουργική τους μόχλευση είναι θετικά συσχετισμένη με τη μεταβλητότητα των κερδών.

Ακόμη τέλος αξίζει να τονισθεί ότι οι λογιστικοί κανόνες μπορούν να περιορίσουν την ικανότητα ενός μάνατζερ να διαστρεβλώσει τα δημοσιευμένα κέρδη. Ως αποτέλεσμα οι χώρες με ισχυρή προστασία των επενδυτών παίρνουν την πρωτοβουλία να ενδυναμώνουν τους λογιστικούς κανόνες οι οποίοι περιορίζουν την χειραγώγηση των λογιστικών πληροφοριών που δημοσιεύονται προς τους outsiders. Σχετικά με τα παραπάνω οι συγγραφείς παραθέτουν ότι η διαχείριση κερδών μειώνεται μέσω την νομικής προστασίας των επενδυτών. Τέλος η μελέτη επιβεβαιώνει ότι η διαχείριση

κερδών είναι αρνητικά συνδεδεμένη με την ποιότητα των δικαιωμάτων των μικρομετόχων καθώς και με την νομική επιβολή.

7.3 - Η εταιρική διακυβέρνηση και η σχέση της με τη διαχείριση κερδών. Ο ρόλος του διοικητικού συμβουλίου και της ελεγκτικής επιτροπής.

Η διαχείριση κερδών έχει τα τελευταία έτη λάβει ιδιαίτερη προσοχή από τους ελεγκτές και τον τύπο. Ο πρόεδρος της επιτροπής κεφαλαιαγοράς (SEC) σχολίασε πως η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς (SEC) δέχεται μια υψηλής προτεραιότητας επίθεση από τη διαχείριση κερδών. Σχετικά με την έκταση του φαινομένου ο **Loomis** (1999) υποστήριξε πως η διαχείριση κερδών είναι αχαλίνωτη και οι Διευθύνοντες σύμβουλοι αντιμετωπίζουν τη διαχείριση κερδών ως ένα εργαλείο για να σιγουρευτούν ότι οι επιχειρήσεις τους θα πετύχουν τις προσδοκίες που έχει θέσει η αγορά σχετικά με τα κέρδη που θα εμφανίσουν.

Τώρα προκειμένου να περιοριστεί το φαινόμενο της διαχείρισης κερδών, ενεργό ρόλο θα μπορούσε να έχει το διοικητικό συμβούλιο (board of directors). Το Blue Ribbon Panel (ανεξάρτητο συμβούλιο παρακολούθησης της SEC) προτείνει ότι τα μέλη του συμβουλίου που εμπλέκονται με τις λογιστικές επιτροπές θα πρέπει να διαθέτουν χρηματοοικονομική εξειδίκευση ώστε να είναι σε θέση να αναγνωρίσουν ενέργειες που αφορούν το συγκεκριμένο φαινόμενο.

Με βάση όλα τα παραπάνω οι **Xie, Davidson και DaDalt** (2003) ασχολήθηκαν σε μελέτη τους με τη σχέση της διαχείρισης κερδών και της δομής της επιχείρησης καθώς και τη σύνθεση του διοικητικού συμβουλίου. Το άρθρο εστιάζεται στο ρόλο που διαδραματίζουν οι εξωτερικοί μάνατζερς, το παρελθόν τους δηλαδή εάν έχουν κάποια εξειδίκευση είτε σε νομικά είτε σε χρηματοοικονομικά θέματα καθώς και την ιδιότητα που έχουν ως μέλη είτε σε εκτελεστικές είτε σε λογιστικές επιτροπές.

Τα αποτελέσματα της έρευνας είναι συνεπή με την πρόταση της Blue Ribbon ότι ένα χαμηλότερο επίπεδο της διαχείρισης κερδών συνδέεται με μεγαλύτερη εξωτερική ανεξαρτησία του διοικητικού συμβουλίου. Ως αποτέλεσμα λοιπόν η παρακολούθηση που παρέχουν οι εξωτερικοί μάνατζερς μπορεί να βελτιωθεί εάν είναι εξειδικευμένοι σε συγκεκριμένα ζητήματα. Χαρακτηριστικό παράδειγμα εξειδίκευσης αποτελεί η ενασχόληση ενός μάνατζερ για χρόνια σε θέματα επενδυτικών τραπεζών. Επιπλέον οι συγγραφείς εντοπίζουν ότι η παρουσία των εταιρικών στελεχών και επενδυτικών

τραπεζιτών συνδέεται με μείωση της έκτασης του φαινομένου. Τέλος τα αποτελέσματα δείχνουν ότι τα πιο ενεργά συμβούλια (χαρακτηρίζονται ενεργά από τον αριθμό των συνεδριάσεων) και οι πιο ενεργές λογιστικές επιτροπές (από τον αριθμό των συναντήσεων) συνδέονται επίσης με ένα χαμηλότερο επίπεδο διαχείρισης κερδών.

Μεγάλο ερευνητικό ενδιαφέρον για τους μελετητές παρουσιάζει το γεγονός εάν ο βαθμός στον οποίο τα αυξημένα επίπεδα εξωτερικών μάνατζερς στα διοικητικά συμβούλια της επιχείρησης ωφελούν εν τέλει τους μετόχους. Υπάρχει πλήθος μελετών όπως των **Brickley και James** (1987), **Weisbach** (1988), **Byrd και Hickman** (1992) και **Lee et al.** (1992) που υποστηρίζουν ότι με την χρήση εξωτερικών μάνατζερς στα διοικητικά συμβούλια αυξάνεται η αποτελεσματικότητα της παρακολούθησης σε περιπτώσεις όπου εμφανίζονται προβλήματα που οφείλονται στο κόστος αντιπροσώπευσης. Το πρόβλημα όμως έγκειται στο γεγονός πως η αναλογία των εξωτερικών μάνατζερς στα διοικητικά συμβούλια καθώς και η σύνδεση του ποσοστού αυτού με την μακροχρόνια απόδοση της επιχείρησης δεν έχει αποδειχθεί ακόμα από μελέτες σύμφωνα με τους **Bhagat και Black** (2000) και **Klein** (1998).

Μια πιθανή εξήγηση για τα ευρήματα των παραπάνω ερευνών μπορεί να είναι μια ενδογενής σχέση που υφίσταται μεταξύ της απόδοσης της επιχείρησης και της δομής του διοικητικού συμβουλίου σύμφωνα με έρευνα των **Hermalin και Weisbach** (2000). Ακόμη η χρηματοοικονομική απόδοση μιας επιχείρησης μπορεί να επηρεαστεί από την υπάρχουσα δομή ή σύνθεση του διοικητικού συμβουλίου. Επιπρόσθετα αξίζει να αναφερθεί ότι η λειτουργική απόδοση μιας επιχείρησης μπορεί να επηρεάσει από την μετέπειτα επιλογή των μάνατζερς στο διοικητικό συμβούλιο.

Η ανάλυσή της παραπάνω σχέσης παρουσιάζει διφορούμενα αποτελέσματα. Από τη μία μεριά, η διαχείριση κερδών από τον ορισμό της παρατηρείται γύρω από συγκεκριμένα και προβλέψιμα γεγονότα που σχετίζονται με τις περιοδικές χρηματοοικονομικές εκθέσεις που δημοσιεύει η επιχείρηση. Από την άλλη μεριά, η δυνατότητα που έχουν οι μάνατζερς να εμπλέκονται στη διαχείριση κερδών μπορεί να επηρεάσει αρνητικά την ικανότητα των μετόχων να εκτιμήσουν με ακρίβεια την πραγματική αξία της επιχείρησης. Ως συνέπεια, η λάθος αυτή εκτίμηση με τη σειρά της θα επηρεάσει την μακροπρόθεσμη απόδοση της επιχείρησης στη χρηματαγορά.

Σχετικά με τα παραπάνω τα διοικητικά συμβούλια είναι επιφορτισμένα με την παρακολούθηση των ενεργειών των μάνατζερς προκειμένου να προστατεύσουν τα συμφέροντα των μετόχων. Ακόμη πρέπει να τονισθεί ότι ένας μάνατζερ ο οποίος έχει ένα εταιρικό ή χρηματοοικονομικό υπόβαθρο μπορεί να είναι πιο εξοικειωμένος με τους τρόπους που διαχειρίζονται τα κέρδη οι επιχειρήσεις και να κατανοήσει καλύτερα τις

επιπτώσεις του φαινομένου. Σε αντίθεση, ένας μάνατζερ χωρίς εταιρικό ή χρηματοοικονομικό παρελθόν μπορεί να έχει όλη την καλή διάθεση να παρακολουθήσει και να ξεσκεπάσει τυχόν ύποπτες ενέργειες δυστυχώς όμως δεν θα διαθέτει την χρηματοοικονομική εξειδίκευση και πείρα ώστε να κατανοήσει πλήρως το φαινόμενο.

Έπειτα έντονο ενδιαφέρον προκαλεί η πρόσφατη οπτική ότι η παρακολούθηση των ενεργειών του διοικητικού συμβουλίου είναι συνάρτηση όχι μόνο της σύνθεσης του αλλά και της δομής και σύνθεσης των υποεπιτροπών που περιλαμβάνει. Ο **Kesner** (1988) σε μελέτη του υποστηρίζει ότι οι περισσότερες σημαντικές αποφάσεις του διοικητικού συμβουλίου προέρχονται από επίπεδο επιτροπής. Επιπλέον ο **Vance** (1983) υποστηρίζει ότι υπάρχουν τέσσερις επιτροπές του Διοικητικού Συμβουλίου που επηρεάζουν σε μεγάλο βαθμό την εταιρική λειτουργία και τις εταιρικές δραστηριότητες. Οι επιτροπές αυτές είναι η ελεγκτική, η εκτελεστική, η επιτροπή που ασχολείται με θέματα αμοιβών και αποζημιώσεων καθώς και η επιτροπή διορισμού (nomination).

Σχετικά με τα παραπάνω η **Klein** (1998) διαπιστώνει ότι η συνολική σύνθεση διοικητικού συμβουλίου δεν σχετίζεται με τη συνολική απόδοση της επιχείρησης, όμως η δομή των λογιστικών και χρηματοοικονομικών επιτροπών έχει μεγάλο αντίκτυπο στην συνολική απόδοση της. Η λογική αυτών των ερευνών είναι ότι οι εξωτερικοί μάνατζερς είναι πιο σημαντικοί για τις επιτροπές που χειρίζονται θέματα τα οποία προέρχονται από το κόστος αντιπροσώπευσης, όπως η ελεγκτική επιτροπή καθώς και η επιτροπή που ασχολείται με θέματα αμοιβών και αποζημιώσεων. Ο λόγος είναι ότι οι εσωτερικοί μάνατζερς δύνανται να χρησιμοποιούν προς όφελος τους τις πληροφορίες που έχουν στην κατοχή τους σε επιτροπές που επικεντρώνονται σε θέματα όπως επενδύσεις και χρηματοοικονομικά ζητήματα.

Στη συνέχεια αυτό που αξίζει να τονισθεί είναι ότι ενώ μια τυπική επιτροπή περιλαμβάνει μόνο ένα υποσύνολο του διοικητικού συμβουλίου εν τούτοις επηρεάζει θέματα που έχουν δει και συζητηθεί από το σύνολο του διοικητικού συμβουλίου. Αυτό αφορά ιδιαίτερα για την εκτελεστική επιτροπή. Η εκτελεστική επιτροπή ενεργεί εκ μέρους του διοικητικού συμβουλίου, όταν οι συνθήκες απαιτούν την λήψη άμεσων ενεργειών. Επιπλέον η εκτελεστική επιτροπή ακούει προτάσεις από το Διευθύνοντα Σύμβουλο πριν από την ολομέλεια του διοικητικού συμβουλίου και ως εκ τούτου μπορεί σε μεγάλο βαθμό να επηρεάσει την ατζέντα του για τις επερχόμενες συσκέψεις.

Με βάση όλα τα παραπάνω σχετικά με την εκτελεστική επιτροπή, το συμπέρασμα στο οποίο καταλήγουν οι **Xie, Davidson και DaDalt** (2003) είναι ότι οι ανεξάρτητοι και με χρηματοοικονομική εξειδίκευση εξωτερικοί μάνατζερς είναι σε θέση να παρέχουν

πολύτιμη παρακολούθηση των ενεργειών της διοίκησης και ως εκ τούτου να περιορίσουν την έκταση της διαχείρισης κερδών.

Έπειτα ενώ η εκτελεστική επιτροπή μπορεί να παίξει μόνο έναν έμμεσο ρόλο στον περιορισμό του φαινομένου, η ελεγκτική και η χρηματοοικονομική επιτροπή μπορεί να έχουν ένα πιο άμεσο ρόλο. Ο λόγος έγκειται στο γεγονός πως ο λόγος ύπαρξης και λειτουργίας αυτών των επιτροπών είναι για την παρακολούθηση της χρηματοοικονομικής απόδοσης της επιχείρησης καθώς της χρηματοοικονομικής πληροφόρησης που προσφέρει στους επενδυτές.

Παρόλο που υπάρχουν αρκετές έρευνες που υποστηρίζουν τις προηγούμενες απόψεις αξίζει να σημειωθεί ότι υπάρχουν έρευνες όπως του **Spira** (1999) που καταλήγει στο συμπέρασμα ότι αυτές οι επιτροπές είναι σε μεγάλο βαθμό εθιμοτυπικές και αναποτελεσματικές όσον αφορά τη βελτίωση της χρηματοοικονομικής πληροφόρησης που παρέχει η επιχείρηση. Το πρόβλημα με τη συγκεκριμένη έρευνα είναι ότι δεν εξετάζει το παρελθόν και την εμπειρία των μελών της ελεγκτικής επιτροπής.

Στη συνέχεια πλήθος μελετητών έχουν τεκμηριώσει ότι το μέγεθος του διοικητικού συμβουλίου και ο αριθμός των συνεδριάσεων του σχετίζεται με την συνολική απόδοση της επιχείρησης. Αρχικά οι **Yermack** (1996) και **Eisenberg et al.** (1998) εντοπίζουν ότι τα μικρότερα σε αριθμό διοικητικά συμβούλια συνδέονται με καλύτερες επιχειρηματικές αποδόσεις. Ωστόσο, σε μια μετά-ανάλυση που περιλαμβάνει 131 διαφορετικές μελέτες με ένα συνδυασμένο μέγεθος δείγματος 20.620 παρατηρήσεων ο **Dalton et al.** (1999) καταλήγει πως υπάρχει μια θετική σημαντική σχέση μεταξύ του μεγέθους του διοικητικού συμβουλίου και της χρηματοοικονομικής επίδοσης της επιχείρησης.

Οπότε έντονο ενδιαφέρον παρουσιάζει το γεγονός ότι οι έρευνες μέχρι εδώ παρουσιάζουν αντικρουόμενα αποτελέσματα. Αρχικά ένα μικρότερο σε αριθμό διοικητικό συμβούλιο μπορεί να λειτουργεί λιγότερο γραφειοκρατικά και να είναι πιο λειτουργικό. Επιπλέον τα μικρότερα σε αριθμό συμβούλια είναι ικανά να παρέχουν καλύτερη εποπτεία στις χρηματοοικονομικές δημοσιεύσεις της επιχείρησης. Εναλλακτικά όμως ένα μεγαλύτερο σε αριθμό διοικητικό συμβούλιο μπορεί να είναι σε θέση να αντλήσει εμπειρία και γνώσεις από ένα ευρύτερο φάσμα γεγονότων και καταστάσεων. Επιπρόσθετα για τη διαχείριση κερδών, ένα μεγαλύτερο σε αριθμό διοικητικό συμβούλιο είναι πιο πιθανό να περιλαμβάνει μάνατζερς με χρηματοοικονομική και εταιρική εμπειρία ή εξειδίκευση.

Στη συνέχεια ο **Vafeas** (1999) υποστηρίζει πως τα διοικητικά συμβούλια συνεδριάζουν συχνότερα κατά τη διάρκεια κρίσεων και αναταραχών. Ακόμη υποστηρίζει ότι τα

διοικητικά συμβούλια που συνεδριάζουν με μεγαλύτερη συχνότητα συνδέονται με βελτιωμένη επιχειρηματική επίδοση. Όσον αφορά τη διαχείριση κερδών ένα Διοικητικό Συμβούλιο που συνεδριάζει συχνά θα είναι σε θέση να αφιερώσει περισσότερο χρόνο σε θέματα όπως ο εντοπισμός ενεργειών που συνδέονται με το φαινόμενο. Αντίθετα ένα διοικητικό συμβούλιο το οποίο συνεδριάζει σε πολύ αραιά διαστήματα είναι φυσιολογικό να επικεντρωθεί σε πιο φλέγοντα ζητήματα.

Έπειτα οι **Xie, Davidson και DaDalt** (2003) στην έρευνα τους εντοπίζουν τα δεδουλευμένα με βάση το μοντέλο της **Jones** (1991) και εστιάζουν σε τρέχοντα δεδουλευμένα καθώς πιστεύουν πως τα συγκεκριμένα υπόκεινται πιο εύκολα στην χειραγώγηση των μάνατζερς. Το τελικό τους δείγμα τους αποτελείται από 288 επιχειρήσεις. Προκειμένου να διεξάγουν την έρευνα τους προχωρούν σε συγκεκριμένα βήματα. Αρχικά ορίζουν μια δυαδική μεταβλητή τη CEO duality. Δηλαδή η μεταβλητή παίρνει την τιμή ένα όταν ο Διευθύνων σύμβουλος έχει θέση και στο διοικητικό συμβούλιο ενώ την τιμή μηδέν όταν δεν συμβαίνει αυτό το φαινόμενο. Σχετικά με το λόγο που προχωρούν σε αυτή την κίνηση είναι γιατί ο **Brickley et al.** (1997) εντοπίζει πως στο 81% του δείγματος του, οι διευθύνοντες σύμβουλοι έχουν και θέση στο διοικητικό συμβούλιο. Στη συγκεκριμένη μελέτη το ποσοστό είναι ακόμα μεγαλύτερο και φτάνει στο 85%.

Το επόμενο βήμα τους βήμα είναι να κατηγοριοποιήσουν τα μέλη του συμβουλίου ανάλογα με την σχέση που έχουν με την επιχείρηση. Αρχικά τους χαρακτηρίζουν ως insiders εάν εργάζονται στην επιχείρηση ή έχουν κάποιου είδους σχέση με την επιχείρηση ή τα εκτελεστικά στελέχη της. Ο επόμενος χαρακτηρισμός είναι outsiders εάν η μοναδική σχέση που έχουν με την επιχείρηση ή τα εκτελεστικά στελέχη της είναι μέσω του διοικητικού συμβουλίου. Ο συγκεκριμένος διαχωρισμός έχει χρησιμοποιηθεί σε μια σειρά από προηγούμενες μελέτες όπως των **Baysinger and Butler** (1985), **Byrd and Hickman** (1992) και **Lee et al.** (1992). Επιπλέον οι συγγραφείς προσδίδουν στους μάνατζερς τον χαρακτηρισμό εταιρικοί. Για να χαρακτηρισθούν όμως έτσι θα πρέπει είτε να είναι εν ενεργεία εργαζόμενοι της επιχείρησης είτε να έχουν εργασθεί ως εκτελεστικά στελέχη σε εισηγμένες επιχειρήσεις τα προηγούμενα έτη.

Στη συνέχεια έντονο ενδιαφέρον παρουσιάζουν τα αποτελέσματα της έρευνας τους. Αρχικά η δυαδική μεταβλητή (CEO duality) είναι ασυσχέτιστη με διακριτικά τρέχοντα δεδουλευμένα. Παρομοίως η αναλογία των εξωτερικών μάνατζερς με χρηματοοικονομικό ή με νομικό παρελθόν είναι πάλι ασυσχέτιστη με τα τρέχοντα διακριτικά δεδουλευμένα. Ακόμη η αναλογία των χρηματοοικονομικών μάνατζερς με πείρα στο επενδυτικό κομμάτι είναι πάλι ασυσχέτιστη με τα τρέχοντα διακριτικά

δεδουλευμένα. Επιπλέον έντονο ενδιαφέρον παρουσιάζει το γεγονός πως τα διοικητικά συμβούλια που συνεδριάζουν συχνότερα παρουσιάζουν χαμηλότερα επίπεδα δεδουλευμένων. Η συγκεκριμένη απόδειξη συμφωνεί με την ιδέα ότι ένα ενεργό διοικητικό συμβούλιο λειτουργεί πιο αποδοτικά σχετικά με την παρακολούθηση των ενεργειών της διοίκησης.

Έπειτα αποδεικνύουν ότι το ποσοστό των εξωτερικών ανεξάρτητων μανάτζερς είναι αρνητικά συνδεδεμένο με διακριτικά δεδουλευμένα. Όσον αφορά την ελεγκτική επιτροπή το ποσοστό των εξωτερικών μανάτζερς παρουσιάζει ένα αρνητικό συντελεστή. Σχετικά με τα παραπάνω το συμπέρασμα που προκύπτει είναι ότι ένα μεγάλο ποσοστό από εξωτερικούς μανάτζερς συνδέεται με καλύτερη παρακολούθηση. Επιπλέον ο συντελεστής των εξωτερικών μανάτζερς είναι σημαντικά αρνητικός (για το επίπεδο $t = 0.05$). Συμπερασματικά οι εξωτερικοί μανάτζερς με επιχειρηματικό παρελθόν είναι πιο πιθανόν να διαθέτουν χρηματοοικονομική εξειδίκευση και ως εκ τούτου να περιορίσουν την έκταση του φαινομένου. Αυτό το εύρημα είναι συνδεδεμένο με τον ισχυρισμό και της Blue Panel Ribbon.

Ακολούθως οι συγγραφείς παραθέτουν πως και ο συντελεστής για το μέγεθος του συμβουλίου είναι σημαντικά αρνητικά (σε επίπεδο $t = 0.05$). Μια εξήγηση ίσως είναι πως το μέγεθος του συμβουλίου συσχετίζεται θετικά με το μέγεθος της επιχείρησης. Ακόμη τα μεγαλύτερα σε αριθμό συμβούλια είναι συνδεδεμένα με χαμηλά επίπεδα τρεχόντων διακριτικών δεδουλευμένων. Αυτό που αξίζει να σημειωθεί είναι ότι τα μεγαλύτερα σε αριθμό συμβούλια μπορεί να διαθέτουν ένα μεγαλύτερο αριθμό από πεπειραμένους μανάτζερς. Τα ευρήματα ίσως να το υποστηρίζουν αλλά δεν προκύπτει κάτι τέτοιο με βεβαιότητα και επίσης δεν φαίνεται το γεγονός αυτό να περιορίζει τη διαχείριση κερδών. Επιπλέον ο αριθμός των συνεδριάσεων της ελεγκτικής επιτροπής έχει ένα σημαντικά αρνητικό συντελεστή. Συνοψίζοντας το συμπέρασμα που προκύπτει είναι ότι μια ενεργή επιτροπή συνδέεται με ένα μειωμένο επίπεδο διακριτικών δεδουλευμένων.

Επιπρόσθετα οι εξωτερικοί μανάτζερς με πείρα στο επιχειρηματικό κομμάτι ή χρηματοοικονομική εξειδίκευση είναι πιο αποτελεσματικοί όσον αφορά την παρακολούθηση των ενεργειών της διοίκησης. Ακόμη η παραμονή των εξωτερικών μανάτζερς στη θέση τους είναι θετικά συνδεδεμένη με το επίπεδο των διακριτικών δεδουλευμένων. Έτσι στο συμπέρασμα που καταλήγουν οι **Xie, Davidson και DaDalt** (2003) είναι ότι μερικά μέλη του συμβουλίου μπορεί είτε να μην ήταν πολύ αποδοτικοί στην παρακολούθηση είτε να συνεργαζόντουσαν με την ομάδα διοίκησης εξου και η χαμηλή αποδοτικότητα όσον αφορά την παρακολούθηση των ενεργειών της διοίκησης.

Τέλος όταν υπάρχει ένα μεγάλο ποσοστό από εξωτερικούς μάνατζερς στην εκτελεστική επιτροπή τότε τα διακριτικά δεδουλευμένα βρίσκονται σε χαμηλότερο επίπεδο από ότι συνήθως.

7.4 - Η δομή ιδιοκτησίας και η σχέση της με τη διαχείριση κερδών.

Αρχικά ο κόσμος μας χαρακτηρίζεται από ατελείς πληροφορίες και δαπανηρή παρακολούθηση των ενεργειών της διοίκησης (costly monitoring). Ως αποτέλεσμα, μια απόκλιση συμφερόντων μεταξύ των μετόχων και της διοίκησης μπορεί να οδηγήσει σε λήψη μη βέλτιστων αποφάσεων από τη μεριά της διοίκησης. Οι αποφάσεις αυτές οφείλονται στο γεγονός ότι οι ενέργειες των μάνατζερς περνάνε σε μεγάλο βαθμό απαρατήρητες από το ευρύ κοινό και οι στόχοι των μάνατζερς και των μετόχων δεν είναι απαραίτητως ευθυγραμμισμένοι. Το πρόβλημα έγκειται στο γεγονός πως οι μάνατζερς είναι πρόθυμοι να χρησιμοποιήσουν την διαχείριση κερδών ευκαιριακά, προκειμένου μεγιστοποιήσουν τη χρησιμότητά τους ακόμη και εις βάρος των άλλων ενδιαφερομένων ομάδων. Σύμφωνα με τη θεωρία αντιπροσώπευσης, οι μηχανισμοί παρακολούθησης μπορούν να βελτιώσουν την ευθυγράμμιση των συμφερόντων και από τις δύο μεριές καθώς και να μετριάσουν την καιροσκοπική συμπεριφορά από την πλευρά της διοίκησης. Όλα τα προβλήματα εμφανίζονται λόγω του διαχωρισμού του ελέγχου και της ιδιοκτησίας.

Η πραγματικότητα αυτή δημιουργεί ασυμμετρίες μεταξύ των μετόχων και των μάνατζερς σύμφωνα με τους **Jensen and Meckling** (1979). Όταν οι μάνατζερς δεν κατέχουν (own) την επιχείρηση, η συμπεριφορά τους επηρεάζεται συχνά από τα ατομικά τους συμφέροντα. Άρα η παρακολούθηση των αποφάσεων της ομάδας διοίκησης κρίνεται απαραίτητη ώστε να διαβεβαιωθούν οι μέτοχοι πως θα προστατευτούν τα συμφέροντα σύμφωνα με τους **Fama και Jensen** (1983). Όλη η αυτή η διαμάχη των συμφερόντων γίνεται επειδή το ευρύ κοινό αποδέχεται την υπόθεση ότι οι μάνατζερς δεν θα δράσουν προς το συμφέρον των μετόχων όπως υποστηρίζουν οι **Bukit & Iskandar** (2009). Εδώ αξίζει να σημειωθεί πως οι ελεγκτικοί μηχανισμοί διαχωρίζονται σε εξωτερικούς και εσωτερικούς. Ο πιο γνωστός εξωτερικός μηχανισμός είναι η ίδια η αγορά ενώ οι εσωτερικοί είναι η εταιρική διακυβέρνηση είναι οι μηχανισμοί που έχουν την ικανότητα να περιορίσουν τους μάνατζερς.

Ακόμη το πρόβλημα αντιπροσώπευσης μεταξύ των μετόχων και των μάντζερς, έθεσαν οι **Berle και Gardiner** (1968), ότι οφείλεται σε ένα μεγάλο βαθμό στο γεγονός πως σε μεγάλες επιχειρήσεις οι μέτοχοι είναι διασκορπισμένοι. Προκειμένου οι μέτοχοι να αποφύγουν τα κόστη που προέρχονται από το κόστος αντιπροσώπευσης, η εταιρική διακυβέρνηση περιλαμβάνει μια σειρά από μηχανισμούς μέσω των οποίων μπορούν να συμφιλιώσουν τα κίνητρα των εμπλεκόμενων μεριών σύμφωνα με τους **Fama** (1980) και **Jensen & Meckling** (1979).

Έντονο ενδιαφέρον προκαλεί το γεγονός ότι υπάρχει μια ποικιλία παραγόντων οι οποίοι είναι σε θέση να περιορίσουν τη διαχείριση. Για παράδειγμα, οι **Warfield, Wild and Wild** (1995) υποστηρίζουν ότι οι μάντζερς που κατέχουν ένα σημαντικό τμήμα του μετοχικού κεφαλαίου της επιχείρησης έχουν λιγότερα κίνητρα για να χειραγωγήσουν τις χρηματοοικονομικές πληροφορίες που δημοσιεύει η επιχείρηση. Επιπλέον η **Dechow et al.** (1996) αποδεικνύει ότι μεγαλομέτοχοι (Blockholders) μπορούν να βελτιώσουν την αξιοπιστία των χρηματοοικονομικών καταστάσεων της επιχείρησης παρέχοντας στενό έλεγχο επί της διαχείρισης κερδών. Στη συνέχεια οι **Balsam, Bartov, and Marquardt** (2002) παραθέτουν ότι οι θεσμικοί επενδυτές, οι οποίοι είναι εξειδικευμένοι επενδυτές, είναι περισσότερο ικανοί στην ανίχνευση της διαχείρισης κερδών από ότι οι κοινοί επενδυτές. Ο λόγος που οι θεσμικοί επενδυτές είναι πιο εξειδικευμένοι επειδή διαθέτουν μεγαλύτερη πρόσβαση σε έγκαιρες και σχετικές πληροφορίες σε σχέση με τους κοινούς επενδυτές. Οι συγκεκριμένες μελέτες καταλήγουν στην άποψη ότι η δομή της ιδιοκτησίας μιας επιχείρησης έχει σημαντικές επιπτώσεις στην έκταση της διαχείρισης κερδών καθώς και της ποιότητα των κερδών που δημοσιεύουν.

Επιπλέον η θεωρία αντιπροσώπευσης υποστηρίζει πως η παρακολούθηση των ενεργειών της ομάδας διοίκησης μέσω της θεσμικής ιδιοκτησίας (institutional ownership) μπορεί να αποδειχθεί ένας πολύ αποδοτικός μηχανισμός. Στη πραγματικότητα οι θεσμικοί επενδυτές μπορεί να αποδειχθούν πολύ αποδοτικοί στην παρακολούθηση των ενεργειών της διοίκησης, κάτι το οποίο είναι δύσκολο για μικρούς ή λιγότερο ενημερωμένους επενδυτές. Επιπρόσθετα οι θεσμικοί επενδυτές διαθέτουν τους πόρους, την τεχνογνωσία και την ικανότητα ώστε να παρακολουθήσουν αποτελεσματικά τους μάντζερς.

Από την άλλη μεριά οι **Claessens & Fan** (2002) και **Porter** (1992) διαφωνούν ότι οι θεσμικοί επενδυτές μπορούν να διαδραματίσουν ένα ενεργό ρόλο στην παρακολούθηση των ενεργειών. Σχετικά με τα παραπάνω οι **Duggal και Millar** (1999, σελίδα 106) παραθέτουν ότι οι θεσμικοί επενδυτές είναι παθητικοί επενδυτές, που είναι

πιο πιθανό να πουλήσουν τις μετοχές τους σε περιόδους χαμηλών αποδόσεων της επιχείρησης παρά να δαπανήσουν πόρους στην παρακολούθηση και βελτίωση της απόδοσης της. Ακόμη οι **Bushee** (1998) και **Porter** (1992) υποστηρίζουν ότι οι θεσμικοί επενδυτές εστιάζουν περισσότερο σε βραχυπρόθεσμα χρηματοοικονομικά αποτελέσματα. Με βάση τα παραπάνω λοιπόν οι θεσμικοί επενδυτές ασκούν περισσότερη πίεση στη διοίκηση ώστε να πετύχει τους βραχυπρόθεσμους στόχους και ως εκ τούτου αυξάνουν τα κίνητρα των μανάτζερς ώστε να εμπλακούν στη διαχείριση κερδών.

Επόμενο θέμα το οποίο προκαλεί έντονο ενδιαφέρον είναι το η σχέση της διαχείρισης κερδών με την ιδιοκτησιακή δομή (ownership structure) σε διαφορετικές χώρες. Πάνω σε αυτά ο **Reyna** (2012) εξέτασε την επιρροή της ιδιοκτησιακής δομής, της μόχλευσης και του διοικητικού συμβουλίου στη διαχείριση κερδών όταν οι επιχειρήσεις έρχονται αντιμέτωπες ή όχι με επενδυτικές ευκαιρίες. Το δείγμα στο οποίο βασίστηκε για να διεξάγει την έρευνα του αποτελείται από 90 εισηγμένες μεξικάνικες επιχειρήσεις για την περίοδο 2005-2009.

Τα αποτελέσματα που προέκυψαν από την έρευνα καταδεικνύουν πως η ιδιοκτησιακή δομή, η μόχλευση και το διοικητικό συμβούλιο επηρεάζουν τη διαχείριση κερδών αναλόγως με την παρουσία ή απουσία επενδυτικών ευκαιριών. Επιπλέον η οικογενειακή ιδιοκτησία (family ownership) καθώς και η σύνθεση και το μέγεθος του διοικητικού συμβουλίου παίζουν ένα πολύ σημαντικό ρόλο. Αρχικά μειώνουν τη διαχείριση κερδών όταν δεν υπάρχουν ευκαιρίες ανάπτυξης, συνεισφέρουν όμως στην αύξηση του φαινομένου όταν υπάρχουν επενδυτικές ευκαιρίες. Έπειτα το ιδιοκτησιακό καθεστώς, το χρέος και το διοικητικό συμβούλιο λειτουργούν σύμφωνα με τον **Reyna** (2012) ως πειθαρχικοί μηχανισμοί μόνο σε επιχειρήσεις στις οποίες παρατηρείται απουσία επενδυτικών ευκαιριών καθώς οι επιχειρήσεις με περισσότερες επενδυτικές ευκαιρίες και μεγαλύτερη πρόσβαση σε έργα που έχουν καθαρή θετική παρούσα έχει παρατηρηθεί πως είναι πιο δύσκολο και πολύπλοκο να ελεγχθούν. Ως τελικό συμπέρασμα η έρευνα του **Reyna** (2012) επιβεβαιώνει τη σχέση μεταξύ των μηχανισμών ελέγχου και της διαχείρισης κερδών σε περιόδους όπου χαρακτηρίζονται από επενδυτικές ευκαιρίες.

Παρόλ' αυτά ο **Alves** (2012) εξέτασε τη σχέση μεταξύ της ιδιοκτησιακής δομής και της διαχείρισης κερδών στην Πορτογαλία. Το δείγμα που ασχολήθηκε αποτελείται από 34 μη κερδοσκοπικές επιχειρήσεις για τα έτη 2002-2007. Τα αποτελέσματα που προέκυψαν από την μελέτη καθιστούν σαφές πως τα διακριτικά δεδουλευμένα σχετίζονται αρνητικά τόσο με το managerial ownership όσο και με τη συγκέντρωση της

ιδιοκτησίας (ownership concentration). Αυτό το αποτέλεσμα είναι συνεπές με τη λογική ότι οι μάνατζερς οι οποίοι κατέχουν ένα πολύ σημαντικό ιδιοκτησιακό μερίδιο της επιχείρησης (managerial ownership) έχουν λιγότερα κίνητρα ώστε να χειραγωγήσουν τις δημοσιευμένες χρηματοοικονομικές πληροφορίες. Ακόμα τα αποτελέσματα είναι σύμφωνα με τη λογική ότι μάνατζερς που είναι και κάτοχοι πλειοψηφικών πακέτων (μεγαλομέτοχοι) στην επιχείρηση εμπλέκονται σε μικρότερο βαθμό σε καιροσκοπικές ενέργειες.

Έπειτα ενδιαφέρον προκαλεί ένα εύρημα του **Alves** (2012) ότι υφίσταται λιγότερη διαχείριση κερδών όταν οι ταμειακές ροές από λειτουργικές δραστηριότητες είναι υψηλές. Ακόμη παραθέτει ότι αυξάνεται η έκταση του φαινομένου όταν υπάρχουν πολιτικά κόστη καθώς και όταν η μόχλευση και το μέγεθος σε αριθμό του διοικητικού συμβουλίου είναι σε υψηλά επίπεδα. Άρα τόσο το managerial ownership και το ownership concentration επηρεάζουν την ποιότητα των δημοσιευμένων πληροφοριών.

Σε μία επόμενη έρευνα **Al-Fayoumi, Abuzayed, and Alexander** (2010) παραθέτουν πως η ιδιοκτησία εκ των έσω (insider ownership) επηρεάζει σημαντικά και θετικά τη διαχείριση κερδών. Το δείγμα της συγκεκριμένης έρευνας αποτελείται από 39 εισηγμένες βιομηχανικές επιχειρήσεις για την Ιορδανία για έτη 2001-2005. Εδώ αξίζει να σημειωθεί πως οι επιχειρήσεις αυτές αντιπροσωπεύουν περίπου το 64% του βιομηχανικού κλάδου της χώρας. Στη συγκεκριμένη μελέτη γίνεται διαχωρισμός της ιδιοκτησιακής μορφής σε τρεις τύπους: οι insiders, τα institutions και οι μεγαλομέτοχοι (block-holders).

Τα αποτελέσματα της παρούσας έρευνας μπορούν να κατηγοριοποιηθούν σε δύο μέρη. Το πρώτο μέρος επιβεβαιώνει ότι υπάρχει σημαντική θετική σχέση μεταξύ του πρώτου τύπου και της διαχείρισης κερδών. Αυτό σημαίνει, ότι όσο αυξάνεται το ιδιοκτησιακό ποσοστό των μάνατζερς στην επιχείρηση τόσο θα οι μάνατζερς θα έρχονται αντιμέτωποι ολοένα και περισσότερο να χρησιμοποιήσουν καιροσκοπικά τη διαχείριση κερδών. Το δεύτερο μέρος των ευρημάτων δείχνει ότι ούτε ο δεύτερος ούτε ο τρίτος τύπος ιδιοκτησιακής μορφής έχει σημαντικές επιδράσεις στη διαχείριση κερδών. Τα αποτελέσματα αυτά αποδεικνύουν ότι οι θεσμοί και τα οι μεγαλομέτοχοι γενικά διαδραματίζουν ένα μωυπικό ρόλο στις ιορδανικές εταιρείες. Ακόμη δεν είναι σε θέση να παρακολουθήσουν αποτελεσματικά τις επιχειρήσεις για αρκετούς λόγους. Αρχικά λόγω έλλειψης τεχνογνωσίας ή πάσχουν από το πρόβλημα του μοναχικού καβαλάρη (free rider) ή ακόμα μπορούν να συνάψουν μια στρατηγική συμμαχία με τη διοίκηση.

Η τελευταία έρευνα που θα αναφερθεί είναι η έρευνα του **Ali et al.** (2010). Στη συγκεκριμένη μελέτη ο συγγραφέας εξέτασε τη σχέση μεταξύ του επιπέδου του managerial ownership και της διαχείρισης κερδών. Το δείγμα της έρευνας αποτελείται από 1001 εισηγμένες επιχειρήσεις στη Μαλαισία.

Αυτή η μελέτη υποστηρίζει ότι το μέγεθος μιας επιχείρησης μπορεί να αποτελέσει μια ψευδομεταβλητή όπου η σημαντική αρνητική σχέση μεταξύ του επιπέδου του managerial ownership και της διαχείρισης κερδών μετριάζεται από μια σημαντική θετική σχέση μεταξύ του μεγέθους του δείγματος και της executive ownership. Αυτό δείχνει ότι αν και το managerial ownership είναι σε θέση να μειώσει τη διαχείριση κερδών, άλλοι παράγοντες όπως το μέγεθος της επιχείρησης μπορεί επίσης να επηρεάσει τη συμπεριφορά της ομάδας διοίκησης. Εδώ αξίζει να σημειωθεί πως το managerial ownership αποτελεί ένα πολύ αποδοτικό μηχανισμό παρακολούθησης για μικρές επιχειρήσεις. Τέλος το managerial ownership συνδέεται αρνητικά με το μέγεθος των λογιστικών δεδουλευμένων.

7.5 - Η ελεγκτική επιτροπή, η ποιότητα του ελέγχου και η σχέση τους της με τη διαχείριση κερδών.

Τον Δεκέμβριο του 1999, το NYSE και ο NASDAQ τροποποίησαν τις απαιτήσεις τους αναφορικά με τις ελεγκτικές επιτροπές. Σύμφωνα με τους νέους κανόνες, οι επιχειρήσεις πρέπει να διατηρούν ελεγκτικές επιτροπές με τουλάχιστον τρεις διευθυντές, οι οποίοι δεν έχουν καμία σχέση με την επιχείρηση, κάτι το οποίο μπορεί να επηρεάσει την αμεροληψία τους ενάντια στις πράξεις της διοίκησης και της επιχείρησης. Αυτές οι νέες απαιτήσεις ανταποκρίνονται στο κάλεσμα της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς (SEC) για τη βελτίωση της αποτελεσματικότητας του ελέγχου που προσφέρουν οι ελεγκτικές επιτροπές όσον αφορά στην εποπτεία της διαδικασίας της χρηματοοικονομικής πληροφόρησης. Ακόμη σύμφωνα με την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς και προτάσεις των χρηματιστηρίων πρόβλημα αποτελεί η έμμεση θετική σύνδεση μεταξύ της διαχείρισης κερδών και των μη ανεξάρτητων ελεγκτικών επιτροπών.

Σχετικά με τα παραπάνω η **Klein** (2002) χρησιμοποιώντας ένα δείγμα 692 εισηγμένων επιχειρήσεων στο χρηματιστήριο των ΗΠΑ, εξέτασε κατά πόσο το μέγεθος των ανώμαλων δεδουλευμένων συνδέεται με την ανεξαρτησία της ελεγκτικής επιτροπής. Έπειτα εξέτασε για άλλους καθοριστικούς παράγοντες που επηρεάζουν τα ανώμαλα

δεδουλευμένα καθώς και τη σύνθεση της ελεγκτικής επιτροπής. Στη συνέχεια εντοπίζει ότι το μέγεθος των ανώμαλων δεδουλευμένων είναι πιο έντονο για τις επιχειρήσεις οι οποίες διαθέτουν ελεγκτικές επιτροπές που αποτελούνται από μικρότερο αριθμό ανεξάρτητων διευθυντών σε σχέση με τον συνολικό αριθμό. Επίσης εντοπίζει μια αρνητική συσχέτιση μεταξύ των ανώμαλων δεδουλευμένων και του ποσοστού των εξωτερικών διευθυντών για την ελεγκτική επιτροπή.

Στη συνέχεια έρευνά κατά πόσο τα ανώμαλα δεδουλευμένα είναι συνδεδεμένα με άλλα χαρακτηριστικά της επιτροπής. Σχετικά με τα παραπάνω η **Klein** (2002) παραθέτει ότι εντοπίζει μια σημαντική αρνητική σχέση μεταξύ των ανώμαλων δεδουλευμένων και του ποσοστού των εξωτερικών διευθυντών στο διοικητικό συμβούλιο, καθώς και για το εάν το διοικητικό συμβούλιο αποτελείται από μικρότερο αριθμό ανεξάρτητων σε σχέση με την πλειοψηφία των εξωτερικών διευθυντών.

Το επόμενο θέμα το οποίο διερευνά είναι κατά πόσον οι αλλαγές στην ανεξαρτησία του διοικητικού συμβουλίου ή της ελεγκτικής επιτροπής συνοδεύονται από αλλαγές στο επίπεδο των ανώμαλων δεδουλευμένων. Οι επιχειρήσεις που αλλάζουν τα διοικητικά τους συμβούλια ή / και τις ελεγκτικές τους επιτροπές προκειμένου να καταλήξουν ανεξάρτητα όργανα παρουσιάζουν μεγαλύτερες αυξήσεις σε ανώμαλα δεδουλευμένα έναντι των ομολόγων τους. Τα ευρήματα αυτά υποστηρίζουν την υπόθεση ότι η διαχείριση κερδών σχετίζεται αρνητικά με ανεξάρτητα διοικητικά συμβούλια και ελεγκτικές επιτροπές, αλλά μπορεί επίσης να αντανακλά μια περίοδο αυξανόμενης αβεβαιότητας για την επιχείρηση.

Η μοναδικότητα αυτής της μελέτης σε σχέση με άλλες μελέτες που συνδέουν τα χαρακτηριστικά του διοικητικού συμβουλίου με τη διαχείριση κερδών είναι ότι ενώ οι προηγούμενες μελέτες, είτε εξετάζουν τις επιχειρήσεις που διαπράττουν κατάφωρες οικονομικές απάτες (π.χ. **Dechow et al.** 1996 και **Beasley** 1996) ή επιχειρήσεις που εμφανίζουν κίνητρα ώστε να υπερεκτιμήσουν τα κέρδη τους (π.χ. **DeFond και Jambalvo** 1994, **Teoh et al.** 1998 a, b, **Parker**, 2000), η συγκεκριμένη μελέτη διεξάγει αναλύσεις σε ένα δείγμα μεγάλων εισηγμένων στο χρηματιστήριο επιχειρήσεων των ΗΠΑ που δεν έχουν συστηματικά διαχειρισθεί προς τα πάνω ή προς τα κάτω τα κέρδη τους.

Ως συμπέρασμα τα αποτελέσματά της **Klein** (2002) στηρίζουν τους ισχυρισμούς της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς ότι για όλες τις μεγάλες αμερικάνικες εισηγμένες στο χρηματιστήριο εταιρείες, οι ανεξάρτητες ελεγκτικές επιτροπές και το ανεξάρτητο διοικητικό συμβούλιο είναι σε καλύτερη θέση ώστε να παρακολουθήσει τις ενέργειες της ομάδας διοίκησης καθώς και τη διαχείριση κερδών .

Πριν από το Δεκέμβριο του 1999, όσον αφορά τα χρηματιστήρια και τον NASDAQ οι κανόνες που είχαν θέσει για την ελεγκτική επιτροπή ήταν ασαφείς στην καλύτερη περίπτωση. Έτσι λοιπόν τον Δεκέμβριο του 1999 το NYSE και ο NASDAQ τροποποίησαν τις απαιτήσεις τους ώστε οι εισηγμένες εταιρείες να διατηρούν τις επιτροπές ελέγχου με τουλάχιστον τρεις διευθυντές, όλοι από τους οποίους δεν έχουν καμία σχέση με την εταιρεία. Ο λόγος που επέμεναν οι διευθυντές να είναι ανεξάρτητοι έγκειται στο γεγονός πως εάν οι διευθυντές δεν είναι ανεξάρτητοι τότε μπορεί να έχαναν την αμεροληψία τους αναφορικά με την εταιρεία.

Ταυτόχρονα, η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς (SEC) ενέκρινε νέους κανόνες για τη βελτίωση των γνωστοποιήσεων που σχετίζονται με τη λειτουργία της ελεγκτικής επιτροπής. Σύμφωνα με την SEC λοιπόν εξαιρούνται από την ελεγκτική επιτροπή οι διευθυντές, οι οποίοι είναι εν ενεργεία υπάλληλοι της επιχείρησης, πρώην υπάλληλοι της επιχείρησης εντός των τελευταίων τριών ετών ή πρόκειται για άμεσα μέλη της οικογένειας ενός μέλους του διοικητικού συμβουλίου. Επιπλέον, ο NASDAQ αποκλείει κάθε μάντζερ που δέχεται αμοιβή από την εταιρεία του πάνω από \$60.000 το χρόνο ή τους μάντζερς των οποίων ο εργοδότης λαμβάνει τουλάχιστον \$ 200.000 εισόδημα σε οποιαδήποτε από τα τελευταία τρία έτη.

Οι κανόνες αυτοί, ωστόσο, δεν είναι σταθεροί. Ένα τέτοιο παράδειγμα αποτελούν οι Κανόνες NASDAQ 4310, οι οποίοι επιτρέπουν στο Διοικητικό Συμβούλιο σε περιορισμένες περιπτώσεις να διορίσει οποιοδήποτε εν ενεργεία υπάλληλο της επιχείρησης ή κάποιο συγγενικό πρόσωπο ενός μέλους του διοικητικού συμβουλίου. Επιπλέον σύμφωνα με τον κανόνα του NYSE 303,01, το διοικητικό συμβούλιο διαθέτει ευρύτερη διακριτική ευχέρεια όσον αφορά τον διορισμό των διευθυντών που έχουν επιχειρηματικές σχέσεις με την εταιρεία. Εάν το συμβούλιο κρίνει ότι η ανεξαρτησία του μάντζερ δεν υπονομεύεται από την επιχειρηματική του σχέση με την επιχείρηση, ο διευθυντής μπορεί να φανεί χρήσιμος για την ελεγκτική επιτροπή. Έτσι, οι επιχειρήσεις μπορούν να διατηρούν ελεγκτικές επιτροπές οι οποίες δεν είναι 100 % ανεξάρτητες.

Ωστόσο το κύριο μέλημα της ελεγκτικής επιτροπής είναι να επιβλέπει τη διαδικασία χρηματοοικονομικής πληροφόρησης της επιχείρησης. Ακόμη συνεδριάζει τακτικά με εξωτερικούς ελεγκτές της εταιρείας καθώς και με εσωτερικούς χρηματοοικονομικούς μάντζερς ώστε να επανεξετάσουν τις χρηματοοικονομικές καταστάσεις που πρόκειται να δημοσιεύσει η εταιρεία.

Παρά το γεγονός ότι μεγάλη έμφαση έχει δοθεί σχετικά με το ρόλο της ελεγκτικής επιτροπής στη πρόληψη της δόλιας χρήσης των λογιστικών καταστάσεων οι **Magee and Tseng** (1990), **Dye** (1991) και **Antle and Nalebuff** (1991) υποστηρίζουν ότι

μπορεί να υπάρχουν θεμιτές διαφορές απόψεων μεταξύ της διοίκησης και των εξωτερικών ελεγκτών για τον τρόπο με τον οποίο εφαρμόζουν τις βέλτιστες πρακτικές οι οποίες είναι σύμφωνες με τις γενικά παραδεκτές αρχές (GAAP). Ακόμη οι **Antle και Nalebuff** (1991) συμπεραίνουν ότι οι διαφορές αυτές καταλήγουν ως αποτέλεσμα είτε στην απόλυση του εξωτερικού ελεγκτή ή πιο πιθανό σε μια διαπραγμάτευση ανάμεσα στα εμπλεκόμενα μέλη για την τελική χρηματοοικονομική έκθεση που θα δημοσιεύσει η επιχείρηση. Επιπλέον οι **DeFond και Subramanyam** (1998) παραθέτουν ότι οι διαφορές προκύπτουν λόγω του γεγονότος ότι οι ελεγκτές προτιμούν πιο συντηρητικές λογιστικές επιλογές από την ομάδα διοίκησης. Επιπρόσθετα παρουσιάζουν αποδείξεις που συνάδουν με τον ισχυρισμό αυτό για ένα δείγμα επιχειρήσεων που αντιμετωπίζουν τις αλλαγές στη θέση του ελεγκτή. Έπειτα ο **Nelson et al.** (2000), χρησιμοποιώντας τα στοιχεία της προηγούμενης έρευνας, επιβεβαίωσε ότι πολλοί αριθμοί που αφορούν τα δημοσιευμένα κέρδη προέκυψαν ύστερα από διαπραγμάτευση μεταξύ των εξωτερικών ελεγκτών και της ομάδας διοίκησης. Συνολικά, από τις προηγούμενες έρευνες προκύπτει ότι ο ρόλος της ελεγκτικής επιτροπής είναι να ζυγίσει και να μεσολαβήσει για να γεφυρωθούν οι αποκλίνουσες απόψεις μεταξύ των δύο εμπλεκόμενων πλευρών προκειμένου να δημοσιευθεί τελικά μια ισορροπημένη έκθεση χρηματοοικονομικών πληροφοριών. Ισοδύναμα, ο ρόλος της είναι να μειωθεί το μέγεθος των θετικών ή αρνητικών αντικανονικών δεδουλευμένων που παρατηρούνται. Τέλος ο ρόλος της ελεγκτικής επιτροπής είναι να πιστοποιεί την ποιότητα της χρηματοοικονομικής πληροφόρησης που αφορά την επιχείρηση μέσω των δημοσιευμένων χρηματοοικονομικών εκθέσεων και να συμβάλλει στην ελαχιστοποίηση της εμφάνισης της διαχείρισης κερδών.

Στη συνέχεια αρκετές μελέτες παρουσιάζουν στοιχεία που αποδεικνύουν ότι η αποτελεσματική διακυβέρνηση και η σταθερή αύξηση των επιδόσεων της επιχείρησης σχετίζονται με την ανεξαρτησία του διοικητικού συμβουλίου. Τέτοιες έρευνες είναι των **Brickley et al.** (1994), **Byrd and Hickman** (1992) και **Weisbach** (1988). Επιπλέον υπάρχουν έρευνες που τεκμηριώνουν μια αρνητική σύνδεση μεταξύ των εξωτερικών διευθυντών και της συχνότητας εμφάνισης οικονομικής απάτης στις επιχειρήσεις στις οποίες είναι μέλη στις ελεγκτικές επιτροπές. Χαρακτηριστικές έρευνες είναι των **Dechow et al.** (1996) και **Beasley** (1996).

Έπειτα αξίζει να τονισθεί πως η έρευνα της **Klein** (2002) είναι συνεπής με προηγούμενες έρευνες όπως των **Weisbach** (1988), **Byrd and Hickman** (1992) και **Brickley et al.** (1994) που κατατάσσουν τους μάνατζερς ως εσωτερικούς, εξωτερικούς ή τους συνδεδεμένους με αυτήν ("γκρίζοι"). Αρχικά ως εσωτερικοί ορίζονται οι εν ενεργεία υπάλληλοι της εταιρείας. Ακολούθως οι ξένοι δεν έχουν δεσμούς με την

εταιρεία πέραν του ότι είναι μέλη του διοικητικού συμβουλίου .Τέλος σύμφωνα με τις απαιτήσεις των NYSE και NASDAQ, οι συνδεδεμένοι με την επιχείρηση διευθυντές ανήκουν στις ακόλουθες κατηγορίες: πρώην εργαζόμενοι, συγγενείς των μελών του διοικητικού συμβουλίου ή έχουν σημαντικές συναλλαγές ή / και επιχειρηματικές σχέσεις με την εταιρεία.

Σχετικά με τα παραπάνω η συγγραφέας παραθέτει στοιχεία σχετικά με τη σύνθεση της ελεγκτικής επιτροπής και του διοικητικού συμβουλίου για το δείγμα της. Κατά μέσο όρο, το 58,4 % των μελών του διοικητικού συμβουλίου το 79,6 % των μελών της ελεγκτικής επιτροπής είναι εξωτερικοί. Ενώ καμία επιχείρηση δεν διαθέτει μια αμιγώς ανεξάρτητη επιτροπή. Ακόμη το 73,8% των επιχειρήσεων του δείγματος έχουν διοικητικά συμβούλια στα οποία η πλειοψηφία των διευθυντών είναι ανεξάρτητοι από την ομάδα διοίκησης. Αντίθετα, μόνο το 43,4% των ελεγκτικών επιτροπών αποτελείται από εξωτερικούς διευθυντές και τέλος το 86,7 % αυτών έχει σε πλειοψηφία ανεξάρτητους διευθυντές.

Έπειτα έντονο ενδιαφέρον παρουσιάζει το πως ορίζει η **Klein** (2002) την ανεξαρτησία των μανάτζερς. Ο πρώτος ορισμός αναφέρεται στην ανεξαρτησία των μανάτζερς ως το ποσοστό των εξωτερικών διευθυντών προς το συνολικό στην ελεγκτική επιτροπή ή στο διοικητικό συμβούλιο. Αυτός είναι ένα κοινός ορισμός που χρησιμοποιείται και στην ακαδημαϊκή βιβλιογραφία και από τον **Beasley** (1996). Ο δεύτερος ορισμός σύμφωνα με την **Klein** (2002) για να είναι ένα διοικητικό συμβούλιο ή μια ελεγκτική επιτροπή ανεξάρτητη θα πρέπει όλα τα μέλη που το/την απαρτίζουν να είναι ανεξάρτητα από την διοίκηση. Τελευταίος ορισμός της ανεξαρτησίας του διοικητικού συμβουλίου ή των ελεγκτικών επιτροπών είναι η πλειοψηφία των μελών να είναι ανεξάρτητα από την διοίκηση. Σχετικά με τον τρίτο ορισμό η **Dechow et al.** (1996), για παράδειγμα ορίζει ένα διοικητικό συμβούλιο ως φιλικά προσκείμενο προς την ομάδα διοίκησης εάν τουλάχιστον το 50 % των μελών του διοικητικού συμβουλίου είναι εν ενεργεία υπάλληλοι της επιχείρησης. Το σκεπτικό πίσω από αυτόν ορισμός είναι πως ο κανόνας πλειοψηφίας κυριαρχεί στις αποφάσεις τόσο του διοικητικού συμβουλίου όσο και στις ενέργειες της επιτροπής .

Ο λόγος που οι επενδυτές ασχολούνται τόσο με την ανεξαρτησία του διοικητικού συμβουλίου και της ελεγκτικής επιτροπής είναι επειδή στη μετά-SOX εποχή, εμπειρικές μελέτες όπως του **Goh** (2009) έχουν αποκαλύψει ότι μια αποτελεσματική ελεγκτική επιτροπή συνδέεται θετικά με την υψηλή ποιότητα των χρηματοοικονομικών εκθέσεων της επιχείρησης. Ακόμη οι **Chang and Sun** (2009) αποκαλύπτουν ότι οι αγορές αντιδρούν θετικά στην αποκάλυψη μιας πλήρως ανεξάρτητης ελεγκτικής επιτροπής και

στην παρουσία χρηματοοικονομικών εμπειρογνομόνων σε ελεγκτικές επιτροπές στη μετά SOX εποχή. Έπειτα ο **Carcello et al.** (2006) εντοπίζει ότι τα ανεξάρτητα μέλη της ελεγκτικής επιτροπής με χρηματοοικονομική εξειδίκευση εμφανίζουν πιο αποδοτικά αποτελέσματα για τον περιορισμό της διαχείρισης κερδών. Τέλος ο **Fodio et al.** (2013) έδειξε ότι η ανεξαρτησία της ελεγκτικής επιτροπής συνδέεται θετικά με τα διακριτικά δεδουλευμένα.

Οι διαφορές μεταξύ των ορισμών ανεξαρτησίας, ιδίως μεταξύ των κανόνων 100 % και 51%, μπορούν να επηρεάσουν τον τρόπο με τον οποίο οι επιχειρήσεις δομούν τα διοικητικά τους συμβούλια. Οι κανόνες ανταλλαγής υποδηλώνουν ότι η αποτελεσματική παρακολούθηση απαιτεί τα συμβούλια να διατηρούν τις ελεγκτικές επιτροπές αποκλειστικά με ανεξάρτητους διευθυντές. Για να επιτευχθεί αυτό όμως κάτι τέτοιο οι επιχειρήσεις θα πρέπει να προσλαμβάνουν ανεξάρτητους διευθυντές κάτι το οποίο μπορεί να προκαλέσει την αύξηση του αριθμού του διοικητικού συμβουλίου σύμφωνα με την **Klein** (2002). Ωστόσο ο **Yermack** (1996) διαφωνεί και αποδεικνύει ότι οι επιχειρήσεις με μικρότερα σε αριθμό διοικητικά συμβούλια (δηλαδή κάτω από 10 διευθυντές) αποδίδουν καλύτερα. Έπειτα οι **Fama and Jensen** (1983) και **Klein** (1998) υποστηρίζουν ότι οι επιχειρήσεις επωφελούνται σε μεγάλο βαθμό από την συμμετοχή στο διοικητικό συμβούλιο κορυφαίων εσωτερικών στελεχών της επιχείρησης. Ο λόγος είναι πως φέρνουν την τεχνογνωσία και την οργάνωση τους στη λήψη αποφάσεων υψηλού επιπέδου του διοικητικού συμβουλίου. Ακόμη οι μελέτες αυτές δείχνουν ότι η επιλογή η ελεγκτική επιτροπή να είναι ανεξάρτητη 100% μπορεί να είναι αρκετά δαπανηρή για τις εταιρείες. Έτσι, χρησιμοποιώντας τον κανόνα του 51 % (κατά πλειοψηφία) τις περισσότερες φορές μπορεί να είναι μια επιθυμητή εναλλακτική λύση για τις περισσότερες επιχειρήσεις.

Επιπλέον η **Klein** (2002) αναφέρει ότι η ελεγκτική επιτροπή και η ανεξαρτησίας του διοικητικού συμβουλίου σχετίζονται σημαντικά με το δείκτη market to book , τα προηγούμενα κέρδη (δύο ή περισσότερα προηγούμενα συναπτά έτη), καθώς και το μέγεθος της επιχείρησης.

Στη συνέχεια σύμφωνα με τους **DeZoort & Hermanson** (2002) η ελεγκτική επιτροπή είναι μια επιτροπή που επιβλέπει τη διαδικασία χρηματοοικονομικής πληροφόρησης. Εδώ αξίζει να τονισθεί πως η διαδικασία χρηματοοικονομικής πληροφόρησης περιλαμβάνει τη γνώση τεχνικών κανόνων και λογιστικών προτύπων Έπειτα η **DeAngelo** (1981) παραθέτει πως η ποιότητα όσον αφορά την ελεγκτική επιτροπή ορίζεται ως τη συνδυασμένη πιθανότητα ότι ο εξωτερικός ελεγκτής θα ανακαλύψει την παρατυπία στις χρηματοοικονομικές καταστάσεις δίνοντας όμως τις πληροφορίες

στους άμεσα ενδιαφερόμενους πχ επενδυτές, τράπεζες. Τόσο η ελεγκτική επιτροπή όσο και η ποιότητα του ελέγχου (audit quality) είναι σε θέση να ελαχιστοποιήσουν το κόστος αντιπροσώπευσης.

Σχετικά με τα παραπάνω οι μελετητές αποφάνθηκαν ότι τα προβλήματα που οφείλονται στο κόστος αντιπροσώπευσης συνοδεύονται κυρίως από τα ακόλουθα γεγονότα. Πρώτον υπάρχει ασύμμετρη πληροφόρηση μεταξύ των επενδυτών και της ομάδας διοίκησης καθώς οι επενδυτές δεν μπορούν να αναγνωρίσουν ή να προβλέψουν συμπεριφορές της ομάδας διοίκησης. Δεύτερον υπάρχει σύγκρουση συμφερόντων μεταξύ των δύο εμπλεκόμενων ομάδων. Χαρακτηριστικό παράδειγμα εδώ είναι ότι κύριος στόχος των επενδυτών αποτελεί η μεγιστοποίηση του πλούτου της επιχείρησης ενώ ο κύριος στόχος των διαχειριστών είναι η βιωσιμότητα της επιχείρησης σύμφωνα με τον **Eisenhardt** (1989).

Ακόμη οι **Defond, Hann και Hu** (2005) σε μελέτη τους που σχετίζεται με τις αγορές παραθέτουν πως μόνο οι μάνατζερς με χρηματοοικονομική εξειδίκευση ή με μια πείρα σχετικά με την ελεγκτική επιτροπή μπορούν να περιορίσουν το φαινόμενο. Έπειτα οι **Akhigbe και Martin** (2006) εντοπίζουν μια ευνοϊκή αποτίμηση της επίδρασης των μελών της ελεγκτικής επιτροπής με χρηματοοικονομική εμπειρία στην περίοδο πριν το SOX στον κλάδο των χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών. Επιπλέον ο **Dhaliwal et al.** (2007) μελετά τρεις τύπους της χρηματοοικονομικής εξειδίκευσης στην επιτροπή ελέγχου: τη λογιστική, τη χρηματοοικονομική και εποπτική. Το αποτέλεσμα στο οποίο καταλήγει είναι μια θετική σχέση μεταξύ της ποιότητας των δεδουλευμένων και των μάνατζερς με λογιστική εξειδίκευση. Επιπρόσθετα ο **Marra et al.** (2011) αποκαλύπτει ότι η χρηματοοικονομική εξειδίκευση της ελεγκτικής επιτροπής συνδέεται αρνητικά με τη διαχείριση κερδών. Τέλος ο **Fodio et al.** (2013) έδειξε ότι η ανεξαρτησία της ελεγκτικής επιτροπής συνδέεται θετικά με τα διακριτικά δεδουλευμένα.

Προηγούμενες μελέτες αναφέρουν ότι μια μεγάλη ελεγκτική επιτροπή βελτιώνει τη δύναμη και το κύρος της επιτροπής μέσα στην ίδια την επιχείρηση (**Kalbers & Fogarty**, 1993), έχει την δυνατότητα να αντλήσει περισσότερους πόρους (**Karen Pincus, Rusbarsky και Wong**, 1989), και να μειώσει το κόστος της χρηματοδότησης (**Anderson et al.**, 2004).

Τώρα έντονο ενδιαφέρον παρουσιάζει το εάν το μέγεθος της ελεγκτικής επιτροπής επηρεάζει ή όχι την απόδοση της. Αρχικά ο **Xie et al.** (2003) παραθέτει μια ασήμαντη σχέση μεταξύ του μεγέθους της ελεγκτικής επιτροπής και των διακριτικών δεδουλευμένων. Ακολούθως ο **Vafeas** (2005) αναφέρει την απόδοση της εν λόγω ελεγκτικής επιτροπής καθορίζεται από το μέγεθος της. Έπειτα οι **Ghosh, Marra και**

Moon (2010) διαπιστώνουν ότι το μέγεθος της ελεγκτικής επιτροπής επηρεάζει τα διακριτικά δεδουλευμένα. Τέλος ο **Fodio et al.** (2013) εντοπίζει ότι το μέγεθος της ελεγκτικής επιτροπής είναι σημαντικό και συνδέεται αρνητικά με τα διακριτικά δεδουλευμένα.

7.6 - Η επιλογή ελεγκτικής εταιρείας και η σύνδεση της επιλογής αυτής με την πιθανότητα εμφάνισης του φαινομένου.

Τεράστιο ερευνητικό ενδιαφέρον έχει προκαλέσει στους μελετητές η επιλογή ελεγκτικής εταιρείας και η σχέση που εμφανίζει με τη διαχείριση κερδών. Σύμφωνα με τις έρευνες των **DeAngelo** (1981) και **Francis, Maydew and Sparks** (1999) η επιλογή κορυφαίων ελεγκτικών εταιρειών παρέχει πολύ καλύτερη ποιότητα ελέγχου σε σχέση με τις υπόλοιπες επιχειρήσεις του κλάδου. Αρχικά το θέμα ερεύνησε εκτενώς η **DeAngelo** (1981), ο οποίος καταδεικνύει αναλυτικά ότι οι μεγαλύτερες ελεγκτικές εταιρείες έχουν περισσότερα κίνητρα να ανιχνεύσουν και να αποκαλύψουν εσφαλμένες χρηματοοικονομικές αναφορές. Σύμφωνα με την ανάλυση του επειδή οι Big 6 ελεγκτικές είναι μεγαλύτερες επιχειρήσεις από ό,τι οι ανταγωνιστές τους, όπως υποστηρίζει θα είναι και υψηλότερης ποιότητας. Ακόμη όπως αναφέρουν οι **Becker, Defond and California** (1998), **DeAngelo** (1981), **Van Caneghem** (2004) και οι **Watts και Zimmerman** (1986) είναι γενικά παραδεκτό ότι η ποιότητα ελέγχου που προσφέρουν οι Big 4 (τέσσερις μεγαλύτερες επιχειρήσεις του κλάδου), είναι υψηλότερης ποιότητας από τις υπόλοιπες επιχειρήσεις του κλάδου. Σχετικά με τα παραπάνω οι ελεγκτές υψηλότερης ποιότητας αναμένεται να είναι λιγότερο πρόθυμοι να δεχτούν αμφισβητήσιμες λογιστικές μεθόδους και είναι πιο πιθανό να ανιχνεύσουν και να αναφέρουν σφάλματα και παρατυπίες.

Στο ίδιο μήκος κύματος, εμπειρικές μελέτες όπως των **Teoh και Wong** (1993) ερεύνησαν την αντίληψη των επενδυτών σχετικά με την ποιότητα του ελέγχου που προσφέρουν οι Big 8 ελεγκτικές και οι υπόλοιπες επιχειρήσεις. Στο συμπέρασμα που κατέληξαν οι ερευνητές είναι ότι οι πελάτες διαβεβαίωσαν πως οι υπηρεσίες που παρείχαν οι Big 8 ελεγκτικές ήταν αρκετά υψηλότερης ποιότητας σχετικά με τις υπόλοιπες ελεγκτικές. Επιπρόσθετα η **Klein** (2003) υποστηρίζει ότι οι Big 4 ελεγκτικές άλλαξαν τον τρόπο που παρακολουθούσαν τις χρηματοοικονομικές αναφορές στη μετά SOX εποχή. Τέλος οι **Shen & Chih** (2005) και **Van Caneghem** (2004) παραθέτουν πως οι Big 4 ελεγκτικές παρέχουν πιο ποιοτικές υπηρεσίες ελέγχου σχετικά με τις

υπόλοιπες και αυτό μπορεί να εξηγηθεί λογικά. Αρχικά οι Big 4 ελεγκτικές διαθέτουν τεράστιο πελατολόγιο, πολλούς πόρους, την τεχνολογία, τεχνογνωσία, το εκπαιδευμένο προσωπικό για τις εργασίες ελέγχου και τέλος δεν τις ενδιαφέρει εάν θα χάσουν κάποιο πελάτη, λόγω της ανειλικρίνειας και της παραβίασης της διαδικασίας ελέγχου στην οποία υπέπεσε.

Ακόμη αρκετές μελέτες όπως των **Craswell, Francis και Taylor** (1995) τεκμηριώνουν ένα ασφάλιστρο αμοιβής ελέγχου (audit fee premium) το οποίο αποδίδεται στις Big Six ελεγκτικές. Επιπλέον, οι **St. Pierre και Anderson** (1984) εντόπισαν μια χαμηλότερη εμφάνιση δικαστικών μηνύσεων και αγωγών στις Big Six σε σχέση με τις υπόλοιπες ελεγκτικές. Επιπρόσθετα οι **DeFond και Jiambalvo** (1991) θεωρούν τα λάθη και τις παρατυπίες ως ενδείξεις της διαχείρισης κερδών και υποθέτουν ότι οι πελάτες των Big 6 ελεγκτικών είναι λιγότερο πιθανό να έχουν σφάλματα ή παρατυπίες. Τέλος υποστηρίζουν πως οι διαφωνίες μεταξύ της επιχείρησης και της ελεγκτικής προκύπτουν λόγω της τάσης των μάνατζερς να εμπλακούν με τη διαχείριση κερδών και ακόμη οι διαφωνίες αυτές είναι πιο πιθανό να συμβούν όταν οι επιχειρήσεις έχουν σχέση με τις Big 6 ελεγκτικές.

Οι έρευνες όμως δεν σταματούν καθώς και οι **Becker, Defond, Jiambalvo and Subramanyam** (1998) αποφάσισαν να εξετάσουν την επιλογή της ελεγκτικής επιτροπής και της σχέσης της με το φαινόμενο. Προκειμένου να διεξάγουν την έρευνα τους οι συγγραφείς χρησιμοποίησαν ένα δείγμα άνω των 10.000 παρατηρήσεων. Επιπλέον για να εντοπίσουν τα διακριτικά δεδουλευμένα χρησιμοποίησαν το μοντέλου **Jones** (1991). Τα αποτελέσματα της έρευνας αναφέρουν πως οι υπόλοιπες επιχειρήσεις του κλάδου πλην των έξι μεγαλύτερων (στο εξής non-Big 6 ελεγκτικές) εμφανίζουν διακριτικά δεδουλευμένα που είναι σημαντικά μεγαλύτερα από ό, τι τα διακριτικά δεδουλευμένα των Big 6 ελεγκτικών. Ενώ οι συγγραφείς επικεντρώνονται αρχικά στα δεδουλευμένα που αυξάνουν το εισόδημα, εξετάζουν επίσης και τη μεταβολή στα διακριτικά δεδουλευμένα. Ο λόγος είναι ότι μια τέτοιου είδους μεταβολή αντικατοπτρίζει την λογιστική ευχέρεια την οποία επιτρέπει ο ελεγκτής. Σχετικά με τα παραπάνω, τα αποτελέσματα της έρευνας δείχνουν ότι οι non-Big 6 ελεγκτικές έχουν σημαντικά μεγαλύτερη διακύμανση στα διακριτικά δεδουλευμένα τους σε σύγκριση με τις Big 6 εταιρείες. Ως αποτέλεσμα οι Big 6 φαίνεται πως περιορίζουν το φαινόμενο περισσότερο σε αντίθεση με τις υπόλοιπες ελεγκτικές. Ακόμη οι non-Big 6 ελεγκτικές εμφανίζουν μεγαλύτερο μέσο όρο και διάμεσο στις απόλυτες τιμές των διακριτικών δεδουλευμένων σε σχέση με τις Big 6 ελεγκτικές. Ως συνολικό συμπέρασμα οι Big 6 παρέχουν πιο ποιοτικές υπηρεσίες σε σχέση με τις υπόλοιπες στον κλάδο. Τέλος οι

συγγραφείς παραθέτουν ότι υπάρχει άμεση σχέση μεταξύ της ποιότητας ελέγχου του εξωτερικού ελεγκτή και της διαχείρισης κερδών.

Έπειτα αξίζει να τονισθεί ότι η πιο κοινή μεταβλητή για την ποιότητα του ελέγχου των εξωτερικών ελεγκτών (audit quality) είναι μια ψευδομεταβλητή για το Big 6 / non-Big 6 επιχειρήσεις. Αρκετές μελέτες όπως των **Nichols & Smith** (1983), **Simunic και Stein** (1987), **Palmrose** (1988), **Francis και Wilson** (1988), **DeFond** (1992), **DeFond και Jambalvo** (1991,1993) και **Davidson και Neu** (1993) έχουν υποστηρίξει αυτήν την απόφαση. Ο λόγος που χρησιμοποιείται αυτή η ψευδομεταβλητή είναι επειδή οι Big 6 είναι οι μεγαλύτερες ελεγκτικές επιχειρήσεις στις Η.Π.Α και διαθέτουν τεράστια πελατειακή βάση κάτι που σημαίνει πως οι Big 6 ελεγκτικές έχουν δεν υπάρχει περίπτωση να ρισκάρουν οποιαδήποτε ενέργεια η οποία μπορεί να προκαλέσει απώλεια φήμης. Ως εκ τούτου η υψηλότερη ποιότητα που προσφέρουν οι Big 6 ελεγκτικές θα τείνει να μειώσει τη συχνότητα εμφάνισης της διαχείρισης κερδών.

Τέλος ο λόγος που είναι τόσο σημαντική η επιλογή του εξωτερικού ελεγκτή είναι ότι σε σύγκριση με χαμηλής ποιότητας ελεγκτές, οι υψηλής ποιότητας ελεγκτές είναι πιο πιθανό να ανιχνεύσουν αμφισβητούμενες λογιστικές πρακτικές και όταν τις ανιχνεύσουν να αντιταχθούν στη χρήση τους προκειμένου τα δημοσιευμένα στοιχεία να αντικατοπτρίζουν τη πραγματική εικόνα της επιχείρησης.

7.7 - Η χρονική διάρκεια της θητείας των ελεγκτών και πως συνδέεται η παραμονή τους με τη διαχείριση κερδών.

Η εναλλαγή των ελεγκτών έχει ρυθμιστεί σε ένα μικρότερο αριθμό ετών, ανάλογα με το έθνος, για παράδειγμα, στις ΗΠΑ μετά το SOX, η θητεία του ελεγκτή μειώθηκε από επτά σε πέντε έτη. Έπειτα σε μελέτη τους οι **Kinney και Libby's** (2002) αποδεικνύουν πως η σύνδεση μεταξύ της θητείας των ελεγκτών και των ανώμαλων δεδουλευμένων σε συνολική αξία είναι αρνητική. Ομοίως, πολλές μελέτες όπως των **Ghosh & Moon** (2005), **Johnson, Nelson & Frankel** (2002) και **Mansi, Maxwell, & Miller** (2004) εξετάζουν τη σχέση μεταξύ της θητείας των ελεγκτών και διάφορων μετρήσεων σχετικών με την ποιότητα του ελέγχου. Η πλειοψηφία των αποτελεσμάτων δείχνουν ότι η αύξηση της θητείας των ελεγκτών, έχει ως αποτέλεσμα την αύξηση της ποιότητας των ελέγχων. Επιπλέον οι **Manry, Mock και Turner** (2008) παραθέτουν πως η αύξηση της θητείας των ελεγκτών θα βελτιώσει την ποιότητα του ελέγχου, με ένα μικρό εταίρο για περιόδους μεγαλύτερες από επτά χρόνια.

Στην άλλη πλευρά, οι **Carey & Simnett** (2006) παραθέτουν πως όσο αυξάνεται η θητεία των ελεγκτών τόσο μειώνεται η ποιότητα του ελέγχου. Στο ίδιο μήκος κύματος οι **Davis, Soo και Trompeter** (2009) συμφωνούν με τα παραπάνω και τονίζουν πως η πτώση στην ποιότητα του ελέγχου μπορεί να παρατηρηθεί τόσο στα αρχικά χρόνια όσο και στο τελευταία έτη της θητείας των ελεγκτών.

Τέλος κάθε εξωτερικός ελεγκτής θα πρέπει να είναι οικονομικά ανεξάρτητος από τους πελάτες του. Ο λόγος έγκειται στο γεγονός πως σε οποιαδήποτε περίπτωση η ελεγκτική εταιρεία παρατηρήθηκε να λαμβάνει ένα μεγάλο ποσοστό του εισοδήματός της από έναν συγκεκριμένο πελάτη ή ότι η ελεγκτική επιτροπή δημιούργησε οικονομικούς δεσμούς με τον πελάτη, το αποτέλεσμα στο οποίο κατέληξε είναι ότι η ελεγκτική δεν ήταν αμερόληπτη και δεν ήταν σε θέση να παρέχει εκθέσεις εις βάρος του πελάτη λόγω της εξάρτησης από το αυτόν σύμφωνα με την **DeAngelo** (1981).

7.8 - Επίλογος

Στο συγκεκριμένο κεφάλαιο παρουσιάζονται οι παράγοντες οι οποίοι δύναται να μειώσουν την εμφάνιση του φαινομένου, όπως η παρουσία των μεγάλων ελεγκτικών και η σύνθεση του διοικητικού συμβουλίου. Επιπλέον σχετικά με την προστασία του επενδυτή σε παγκόσμια βάση αρχικά πρέπει να κατηγοριοποιηθούν οι χώρες με κάποια συγκεκριμένα χαρακτηριστικά. Το συμπέρασμα στο οποίο καταλήγουν οι ερευνητές είναι ότι οι επιχειρήσεις χωρών που έχουν ανεπτυγμένη χρηματιστηριακή αγορά, διάσπαρτη δομή ιδιοκτησίας, ισχυρά δικαιώματα των επενδυτών και νομική επιβολή εμπλέκονται λιγότερο σε σχέση με τις επιχειρήσεις των χωρών που δεν πληρούν τα ακόλουθα κριτήρια στο φαινόμενο της διαχείρισης κερδών.

Κεφάλαιο 8^ο: Συχνές περιπτώσεις στις οποίες εμφανίζεται το φαινόμενο

8.1 - Εισαγωγή

Το επόμενο κομμάτι το οποίο θα αναλυθεί είναι η εμφάνιση της διαχείρισης κερδών γύρω από χρηματιστηριακά γεγονότα. Τα χρηματιστηριακά γεγονότα τα οποία αναλύονται είναι οι SEOs, MBOs, IPOs και εξαγορές- συγχωνεύσεις οι οποίες χρηματοδοτούνται μέσω κεφαλαιαγορών. Τελευταίο κομμάτι που προκαλεί ενδιαφέρον είναι πως τα μέσα ενημέρωσης συνδέονται με τη διαχείριση κερδών γύρω από αυτά τα γεγονότα.

8.2 - Η απόδοση των επιχειρήσεων οι οποίες εμπλέκονται σε SEOs.

Η χαμηλή απόδοση των τιμών των μετοχών των επιχειρήσεων που αντλούν κεφάλαια μέσω SEOs αποτελεί μια από τις σημαντικές ανωμαλίες των χρηματοπιστωτικών αγορών. Πρόσφατες μελέτες από τους **Loughran and Ritter** (1995) και τους **Spiess and Affleck - Graves** (1995) παραθέτουν σημαντικές αντικανονικές αρνητικές αποδόσεις για μεγάλα δείγματα επιχειρήσεων που εμπλέκονται με SEOs μέχρι και πέντε έτη από την ημερομηνία της έκδοσης. Για παράδειγμα οι **Loughran and Ritter** (1995) αναφέρουν πως η μέση απόδοση των επιχειρήσεων με SEOs βρίσκεται μόνο στο 7% ετησίως, ενώ οι συγκρίσιμες επιχειρήσεις που δεν έχουν εμπλακεί σε SEOs κυμαίνονται κατά μέσο όρο στο 15 % ετησίως. Η διαφορά που παρατηρείται είναι τόσο μεγάλη ώστε αναρωτιέται κανείς γιατί οι επενδυτές αγοράζουν τις μετοχές των εταιρειών που έχουν εμπλακεί σε SEOs.

Εάν οι επιχειρήσεις που εμπλέκονται με SEOs διαχειρίζονται τα κέρδη προς τα πάνω, προκειμένου να καταφέρουν να αυξήσουν τα κεφάλαια που θα αντλήσουν μέσω της έκδοσης και η αγορά αδυνατεί να κατανοήσει ότι ένα μέρος από τα κέρδη που εμφανίζει η επιχείρηση προέρχεται από τη διαχείριση κερδών, τότε οι επιχειρήσεις θα αξιολογηθούν παραπάνω από ό,τι αξίζουν. Ως αποτέλεσμα, το κομμάτι της υπεραξίας να χαθεί αργότερα, κάτι που θα προκαλέσει μείωση της τιμής της μετοχής και

απογοήτευση στους επενδυτές που αποφάσισαν να επενδύσουν πάνω σε αυτές τις μετοχές. Στη συνέχεια, όταν η αγορά αναγνωρίσει το λάθος της, θα αξιολογήσει την τιμή της μετοχής σε χαμηλότερα επίπεδα με βάση τα πραγματικά της μεγέθη.

Σύμφωνα με τα παραπάνω, ο **Rangan** (1998) μελετώντας ένα δείγμα 230 SEOs κατά τα έτη 1987 με 1990, αποκαλύπτει πως η διαχείριση κερδών γύρω από την έκδοση μπορεί αξιόπιστα να προβλέψει τις ακόλουθες αποδόσεις των μετοχών μετά την έκδοση. Το συμπέρασμα στο οποίο καταλήγει είναι πως οι μέτοχοι της επιχείρησης οι οποίοι διακρατούν στα χέρια τους μετοχές της πριν την έκδοση επωφελούνται αρκετά από τις λάθος εκτιμήσεις των αναλυτών. Ο λόγος έγκειται στις ενέργειες της διοίκησης σχετικά με τη διαχείριση κερδών, γεγονός που οδηγεί στη βραχυπρόθεσμη αύξηση της τιμής.

Για να μετρήσει ο **Rangan** (1998) το φαινόμενο της διαχείρισης κερδών χρησιμοποιεί το τροποποιημένο μοντέλο της **Jones** για τα δεδουλευμένα από τη **Dechow et al.** (1995).

Μια εναλλακτική εξήγηση η οποία δεν αποκλείει όλα τα υπόλοιπα σενάρια είναι ότι οι επιχειρήσεις που αποφασίζουν την άντληση κεφαλαίων μέσω της SEOs, απλά συγχρονίζουν τη στιγμή της έκδοσης με περιόδους όπου η επιχείρηση εμφανίζει πολύ υψηλά κέρδη και η τιμή της είναι σε αρκετά υψηλά για αυτήν επίπεδα. Εάν όντως συμβαίνει κάτι τέτοιο, τότε αυτό το γεγονός οδηγεί στο συμπέρασμα πως η διοίκηση δεν εμπλέκεται σκόπιμα σε ενέργειες που αφορούν τη διαχείριση κερδών.

Ο **Rangan** (1998) παρουσιάζει στοιχεία που αποδεικνύουν ότι τα σημαντικά διακριτικά δεδουλευμένα δεν αιτιολογούνται μόνο από το γεγονός ότι η διοίκηση συγχρονίζει την στιγμή της έκδοσης με περίοδο στην οποία η επιχείρηση παρουσιάζει υψηλά κέρδη καθώς ένα μέρος των δεδουλευμένων αυτών αντιπροσωπεύει σκόπιμη διαχείριση κερδών από τη μεριά της διοίκησης. Η τελευταία απόδειξη φανερώνει την ύπαρξη του φαινομένου της διαχείρισης κερδών γύρω από τις SEOs.

Η ίδια μελέτη προσθέτει αποδεικτικά στοιχεία σχετικά με τη λειτουργική απόδοση που ακολουθεί ύστερα από τις SEOs καθώς και το γεγονός ότι ύστερα από τις εκδόσεις εμφανίζονται μεγάλες μειώσεις κερδών. Στο ίδιο μήκος κύματος με τα παραπάνω, οι **Hansen and Crutchley** (1990) και οι **Loughran and Ritter** (1997) παραθέτουν πως οι επιχειρήσεις που εμπλέκονται με SEOs εμφανίζουν μεγάλες μειώσεις κερδών μετά από τις εκδόσεις. Επιπλέον ο **Rangan** (1998) αποδεικνύει πως τα διακριτικά δεδουλευμένα κατά το έτος της έκδοσης αντιστρέφονται το αμέσως επόμενο έτος, εξηγώντας μερικώς τις μειώσεις κερδών που παρακολουθούμε το επόμενο έτος της έκδοσης. Οι αλλαγές

που αφορούν τα κέρδη που παρουσιάζει η επιχείρηση το δεύτερο και τρίτο έτος μετά την έκδοση δεν έχουν σχέση με τα διακριτικά δεδουλευμένα τη χρονιά της έκδοσης.

Η συγκεκριμένη μελέτη συμβάλλει σε μια σειρά από μελέτες που υποστηρίζουν ότι η αγορά μπορεί να είναι προσωρινά αισιόδοξη για τις προοπτικές συγκεκριμένων επιχειρήσεων και ως εκ τούτου να τις υπερεκτιμήσει με αποτέλεσμα οι επενδυτές που αποφασίζουν να τις αγοράσουν να πληρώνουν υπεραξία. Επιπλέον ο **Lakonishok et al.** (1994) εντοπίζει ότι επιχειρήσεις που έχουν βιώσει υψηλή αύξηση κερδών, αύξηση πωλήσεων ή έχουν μετοχές με μεγάλη απήχηση αρχικά τείνουν να έχουν υψηλές αποτιμήσεις, αλλά στη συνέχεια η απόδοσή τους είναι χαμηλότερη των προσδοκιών που τις συνοδεύει. Ωστόσο, αυτό που αξίζει να τονισθεί είναι πως αυτές οι μειώσεις που αφορούν τα κέρδη θα μπορούσαν επίσης να σχετίζονται με την αύξηση των περιουσιακών στοιχείων ή των πωλήσεων.

Ακολούθως ο **Sloan** (1996) αποδεικνύει πως η χρηματιστηριακή αγορά αρχικά υπερεκτιμά επιχειρήσεις που έχουν υψηλά επίπεδα λογιστικών δεδουλευμένων αλλά στη συνέχεια προβαίνει στην απαραίτητη διόρθωση και επαναφέρει τις τιμές των μετοχών αυτών στα κανονικά τους επίπεδα. Πάνω σε αυτά ο **Rangan** (1998) προσθέτει αποδεικτικά στοιχεία, αποδεικνύοντας ότι η αγορά υπερεκτιμά σκόπιμα τις επιχειρήσεις που εμπλέκονται με SEOs και διαχείριση κερδών. Η παραπάνω έρευνα υποδηλώνει ότι οι επιχειρήσεις που αντλούν κεφάλαια μέσω SEOs χρησιμοποιούν τη διαχείριση κερδών προκειμένου να χειραγωγήσουν προσωρινά τη τιμή της μετοχής.

Στον αντίποδα, δύο πρόσφατες μελέτες συμπεραίνουν επίσης ότι οι μετά την προσφορά (SEO) αντικανονικές αποδόσεις των μετοχών αντικατοπτρίζουν την αναποτελεσματικότητα της αγοράς. Οι **Loughran and Ritter** (1997) εντοπίζουν ότι η αύξηση των πωλήσεων και των κεφαλαιουχικών δαπανών τη χρονιά της έκδοσης προβλέπει τις προσαρμοσμένες στην αγορά αποδόσεις κατά μέσο όρο κατά τη διάρκεια της πενταετούς περιόδου μετά την προσφορά. Επιπλέον εντοπίζουν ότι οι εκδότες που αυξάνονται με ταχείς ρυθμούς όσον αφορά τις πωλήσεις και τις κεφαλαιακές δαπάνες στο έτος της προσφοράς βιώνουν μεγαλύτερη πτώση στα κέρδη τους από ότι οι εκδότες που αναπτύσσονται με αργούς ρυθμούς. Τέλος τα αποτελέσματα αυτά δείχνουν ότι τόσο τα διακριτικά δεδουλευμένα όσο και ο σταθερός ρυθμός αύξησης κατά το έτος 0(έτος μηδέν είναι το έτος της έκδοσης) συνδέονται με οικονομικά σημαντικές μειώσεις κερδών κατά το επόμενο έτος. Επιπλέον ο **Teoh et al.** (1998) αναφέρει ότι τα διακριτικά δεδουλευμένα κατά το έτος πριν από την προσφορά συσχετίζονται αρνητικά με τις ανώμαλες αποδόσεις των μετοχών κατά τη διάρκεια της τετραετούς περιόδου μετά την προσφορά.

Επιπρόσθετα οι **Kellogg and Kellogg** (1991), υποστηρίζουν ότι οι μάνατζερς των εισηγμένων εταιρειών χειραγωγούν τα δημοσιευμένα κέρδη προκειμένου να αυξήσουν την τιμή της μετοχής της επιχείρησης. Το κίνητρο για να διαχειρισθούν οι μάνατζερς τα δημοσιευμένα κέρδη είναι ιδιαίτερα έντονο γύρω από το έτος που γίνεται η SEO. Οι υπάρχοντες μέτοχοι της εκδότριας επιχείρησης επωφελούνται εάν η διαχείριση κερδών επηρεάζει τις αντιλήψεις της αγοράς σχετικά με την αξία της επιχείρησης. Συγκεκριμένα, η επιχείρηση μπορεί να αντλήσει κεφάλαια με πιο ευνοϊκούς όρους από ότι εάν δεν είχαν προβεί σε ενέργειες διαχείρισης κερδών. Ωστόσο το όφελος της διαχείρισης κερδών αντισταθμίζεται εν μέρει από το αναμενόμενο κόστος που αντιμετωπίζει η επιχείρηση αλλά και η ομάδα διοίκησης εάν αποκαλυφθεί ότι έχουν εμπλακεί σε ενέργειες διαχείρισης κερδών.

Σύμφωνα με την ισχύουσα νομοθεσία γύρω από τα αξιόγραφα, οι επενδυτές θα μπορούσαν να προβούν σε μηνύσεις προς τις επιχειρήσεις και τους μάνατζερς για παραπλανητικές αποκαλύψεις ή αναληθή δημοσιεύματα που έχουν κατατεθεί στη SEC (Security Exchange Commission). Επιπλέον, η αποκάλυψη του φαινομένου της διαχείρισης κερδών θα μπορούσε να μειώσει τη αξιοπιστία των επιχειρήσεων που προχωρούν σε εκδόσεις και ως εκ τούτου να επηρεάσει την ικανότητά τους να αντλούν κεφάλαια μέσω χρηματαγορών με ευνοϊκούς όρους.

Εάν η απόφαση για την έκδοση μετοχών και η δημόσια ανακοίνωσή της έχουν χρονική διαφορά ένα τρίμηνο, το πλησιέστερο διάστημα που η διαχείριση κερδών μπορεί να συμβεί είναι το αμέσως προηγούμενο τρίμηνο πριν την ανακοίνωση της έκδοσης. Εάν όμως η απόφασή της διοίκησης να εκδώσει μετοχές συνέβη πολύ πριν την ανακοίνωση της έκδοσης, οι μάνατζερς θα επιλέξουν να χειραγωγήσουν τα κέρδη και να επηρεάσουν τις προσδοκίες των επενδυτών για παρατεταμένο χρονικό διάστημα πριν από την ανακοίνωση της έκδοσης. Ακόμη και σε αυτή την περίπτωση όμως, τα κίνητρα για να χειραγωγήσουν οι μάνατζερς τα κέρδη θα είναι ισχυρότερα κατά τη διάρκεια του τριμήνου που προηγείται της ανακοίνωσης. Αυτό άλλωστε είναι το τρίμηνο κατά το οποίο θα θέλουν η επιχείρηση να είναι όσο το δυνατόν πιο υπερτιμημένη γίνεται, προκειμένου να πετύχουν τη μέγιστη άντληση κεφαλαίων. Ούτως ή άλλως η φύση της λογιστικής διαδικασίας καθιστά απίθανη τη διαχείριση κερδών αρκετά τρίμηνα πριν από την έκδοση.

Έπειτα ο **Rangan** (1998) υποστηρίζει πως οι μάνατζερς θα συνεχίσουν να διαχειρίζονται τα κέρδη και στα επόμενα τρίμηνα μετά την προσφορά για δύο λόγους. Πρώτον, μια αντιστροφή των κερδών αμέσως μετά την προσφορά και μια σχετική πτώση των τιμών θα μπορούσε να επιταχύνει αγωγές κατά της εταιρείας και στελεχών

της σύμφωνα με τους **Francis et al.** (1994) και **Skinner** (1994). Δεύτερον, οι επιχειρήσεις συνάπτουν συμφωνίες με τους ασφαλιστές τους διασφαλίζοντας ότι οι νέες μετοχές που θα κυκλοφορήσουν από την έκδοση θα μπορούν να διαπραγματευθούν στην αγορά το νωρίτερο 90 έως 180 ημέρες μετά την ημερομηνία της προσφοράς όπως υποστηρίζει και ο **Guttermann** (1994). Έτσι οι κάτοχοι των τίτλων (σε αρκετές περιπτώσεις είναι και οι ίδιοι οι μάνατζερς) οι οποίοι επιθυμούν να πουλήσουν τις μετοχές στο τέλος αυτής της περιόδου έχουν σαφώς κίνητρα για τη στήριξη της τιμής της μετοχής της επιχείρησης έως ότου περάσει αυτό το απαραίτητο χρονικό διάστημα. Ως εκ τούτου, η εκτίμηση του **Rangan** (1998) είναι ότι τα διευθυντικά στελέχη θα συνεχίσουν να διαχειρίζονται τα κέρδη μέχρι το τέλος αυτής της περιόδου. Στο δείγμα της έρευνας του, ο μέσος χρόνος που μεσολαβεί από την ανακοίνωση και την εκτέλεση της προσφοράς είναι 35 ημέρες. Οπότε για το διάστημα των 35 ημερών μαζί με ένα διάστημα 90- 180 ημερών οι μετοχές αυτές δεν διαπραγματεύονται κάτι που συμπεριλαμβάνει χρονικά το πολύ τρεις τριμηνιαίες ανακοινώσεις για τα κέρδη μετά την ανακοίνωση της προσφοράς. Άρα θα πρέπει η διοίκηση να στηρίζει τη τιμή της μετοχής όλη αυτή την περίοδο.

Έπειτα αυτό που αξίζει να τονισθεί είναι πως η διαχείριση κερδών επιτυγχάνεται συνήθως με τη μετατόπιση κερδών από μελλοντικές περιόδους. Συγκεκριμένα, οι επιχειρήσεις χωρίς να παραβιάζουν τους ισχύοντες λογιστικούς κανόνες μπορούν να επιταχύνουν την αναγνώριση εσόδων και να αναβάλλουν την αναγνώριση ορισμένων δαπανών. Εάν οι επιχειρήσεις που αντλούν κεφάλαια μέσω SEOs δανειστούν κέρδη από μελλοντικές χρήσεις, τότε τα κέρδη θα εμφανιστούν βελτιωμένα για το έτος 0(έτος μηδέν αποτελεί το έτος της έκδοσης) αλλά θα μειωθούν τα επόμενα έτη.

Στη συνέχεια ο συγγραφέας θεωρεί ότι τα αποτελέσματά του αποδεικνύουν ότι οι επιχειρήσεις που εμπλέκονται με SEOs διαχειρίζονται τα κέρδη σκόπιμα τα τρίμηνα 0 και 1. Το μέγεθος της διαχείρισης κερδών στα τρίμηνα 0 και 1 είναι τόσο οικονομικά όσο και στατιστικά σημαντικό σύμφωνα με τα ευρήματα της έρευνάς του.

Έπειτα οι **Teoh, Welch and Wong** (1998) αναφέρουν αποδεικτικά στοιχεία σύμφωνα με την υπόθεση της διαχείρισης κερδών. Για ένα δείγμα αποτελούμενο από 1.265 SEOs για τα έτη 1976-1989, οι ερευνητές εντοπίζουν την ύπαρξη υψηλότερων αυξήσεων των καθαρών εσόδων κατά το έτος έκδοσης σε σύγκριση με επιχειρήσεις που δεν έχουν SEOs. Μετά την έκδοση ωστόσο όσοι έχουν επιλέξει τις επιχειρήσεις με τις SEOs, βιώνουν πτώση στις μέχρι πρότινος αποδόσεις που είχαν, ενώ όσοι ακολούθησαν τις επιχειρήσεις που δεν είχαν εμπλακεί με SEOs δεν αντιμετωπίζουν τέτοια προβλήματα.

Στην συνέχεια αποσυνθέτουν τα καθαρά έσοδα σε ταμειακές ροές από λειτουργικές δραστηριότητες και σε δεδουλευμένα. Εντοπίζουν λοιπόν ότι οι ταμειακές ροές από λειτουργικές δραστηριότητες δεν ήταν υπαίτιες για την χαμηλή απόδοση που ακολουθούσε μετά την έκδοση. Στον αντίποδα τα δεδουλευμένα προκαλούν την πολύ υψηλή απόδοση τη χρονική περίοδο της SEO και επίσης ευθύνονται για την χαμηλή απόδοση της επιχείρησης μετά την έκδοση.

Έπειτα διαχωρίζουν τα δεδουλευμένα σε τέσσερις κατηγορίες. Οι κατηγορίες αυτές αναφέρονται στη χρονική περίοδο που αποτελείται από τα τρέχοντα και τα μακροπρόθεσμα δεδουλευμένα καθώς και τις κατηγορίες που αναφέρονται στο γεγονός για το εάν ο μάνατζερ μπορεί να ασκήσει έλεγχο και να τα επηρεάσει, δηλαδή εάν υπόκεινται τα δεδουλευμένα σε χειραγώγηση από τους μάνατζερς. Οι δύο αυτές κατηγορίες είναι τα διακριτικά και μη διακριτικά δεδουλευμένα. Από τα αποτελέσματα της έρευνας προκύπτει πως τα διακριτικά τρέχοντα (current discretionary) δεδουλευμένα τα οποία υπόκεινται περισσότερο στον έλεγχο των μάνατζερς είναι υπαίτια για την χαμηλή απόδοση της επιχείρησης μετά τη SEO. Επιπλέον τα διακριτικά τρέχοντα δεδουλευμένα είναι σημαντικά θετικά φθάνοντας τη μέγιστη τιμή τους το έτος της έκδοσης πριν μειωθούν σημαντικά τα έτη που ακολουθούν. Το έτος της έκδοσης τα δεδουλευμένα που αφορούν τα περιουσιακά στοιχεία υπερβαίνουν την απόδοση των αντίστοιχων επιχειρήσεων που δεν έχουν εμπλακεί σε SEOs κατά 2.9% . Στη συνέχεια όμως για κάθε ένα από τα τρία ακόλουθα έτη τα παραπάνω δεδουλευμένα μειώνονται περισσότερο σε σχέση με τις επιχειρήσεις που δεν έχουν εμπλακεί με SEOs.

Επίσης ενδιαφέρον παρουσιάζει το εύρημα των **Teoh, Welch and Wong** (1998), ότι τα διακριτικά τρέχοντα δεδουλευμένα προβλέπουν την χαμηλή απόδοση των μετοχών μετά την έκδοση. Τα αποτελέσματα δείχνουν ότι τα διακριτικά τρέχοντα δεδουλευμένα έχουν μια ισχυρότερη και πιο επίμονη επιρροή στις επόμενες αποδόσεις για SEOs. Ως εκ τούτου, σύμφωνα με τη διαχείριση κερδών, αποδεικνύουν ότι υψηλά διακριτικά τρέχοντα δεδουλευμένα προβλέπουν μετά τη SEO τη χαμηλή απόδοση όσον αφορά τα μακροπρόθεσμα κέρδη και τις αποδόσεις των τιμών των μετοχών της επιχείρησης.

Επόμενη κατηγορία δεδουλευμένων που παρουσιάζει ενδιαφέρον αποτελούν τα διακριτικά μακροπρόθεσμα δεδουλευμένα. Προηγούμενες έρευνες των **Kreutzfeldt and Wallace** (1986) και **Guenther** (1994) διαπίστωσαν επίσης ότι τα μακροπρόθεσμα δεδουλευμένα είναι λιγότερο εκτεθειμένα σε χειραγώγηση από τους μάνατζερς . Ίσως να απαιτείται περισσότερος χρόνος για να αλλάξουν τα μακροπρόθεσμα δεδουλευμένα από ό, τι είναι διαθέσιμος πριν από την έκδοση μετοχών. Επιπλέον, οι εκδότες μπορεί να είναι περισσότερο απρόθυμοι να χειραγωγήσουν τα μακροπρόθεσμα δεδουλευμένα

λόγω του γεγονότος ότι μια τέτοιου είδους χειραγώγηση είναι πιο εμφανής σε εξωτερικούς παρατηρητές από μια χειραγώγηση στα τρέχοντα δεδουλευμένα.

Τα αποτελέσματα μετά την έκδοση δεν μπορούν να διατηρηθούν καθώς οι ταμειακές ροές από λειτουργικές δραστηριότητες δεν μπορούν να βελτιωθούν αρκετά και οι μάνατζερς δεν μπορούν να συνεχίσουν να προβαίνουν επ' αόριστον σε ενέργειες που αφορούν αύξηση διακριτικών δεδουλευμένων. Τέλος οι μάνατζερς που έχουν τα υψηλότερα διακριτικά δεδουλευμένα ένα έτος πριν από την έκδοση βιώνουν τις μεγαλύτερες απώλειες ακριβώς μετά από αυτή.

Έντονο ενδιαφέρον προκαλεί το γεγονός πως η αρθρογραφία των **Rangan** (1998), **Teoh** (1998), **Shivakumar** (2000) και **DuCharme** (2004) έχει ασχοληθεί αποκλειστικά μόνο με την χειραγώγηση των δεδουλευμένων (AB) και αποδίδουν την μείωση των κερδών και της τιμής της μετοχής μετά την SEO πρωταρχικά σε αντιστροφές δεδουλευμένων. Οι επιχειρήσεις όμως εκτός από την επιλογή των δεδουλευμένων έχουν και την επιλογή να διαχειρισθούν τα κέρδη αλλάζοντας πραγματικές δραστηριότητες της επιχείρησης. Σχετική αρθρογραφία είναι της **Gunny** (2005), **Roychowdhury** (2006) και **Zang** (2006). Η διάκριση ανάμεσα σε αυτές τις δύο κατηγορίες είναι σημαντική καθώς η χειραγώγηση των δεδουλευμένων δεν επιφέρει άμεσες συνέπειες στις ταμειακές ροές της επιχείρησης σε αντίθεση με την χειραγώγηση των πραγματικών δραστηριοτήτων.

Το θέμα αυτό ερευνήθηκε από τους **Cohen and Zarowin** (2010) εξετάζοντας 1511 Αμερικάνικες εκδόσεις από το 1987 μέχρι το 2006. Η έρευνά τους συνεισφέρει στην βιβλιογραφία αρχικά καθώς αποδεικνύει ό,τι οι επιχειρήσεις που αντλούν κεφάλαια μέσω των SEOs παίρνουν μέρος σε χειραγώγηση των πραγματικών τους δραστηριοτήτων τη χρονιά που λαμβάνει μέρος η SEO. Ακόμη η μείωση της απόδοσης της επιχείρησης μετά τη SEO είναι πιο έντονη για την χειραγώγηση των πραγματικών δραστηριοτήτων από ό,τι για τη χειραγώγηση των δεδουλευμένων. Οι αποδείξεις είναι σημαντικές καθώς η μείωση στην λειτουργική απόδοση της επιχείρησης δεν είναι αποτέλεσμα μόνο της χειραγώγησης των δεδουλευμένων αλλά και αποτέλεσμα της χειραγώγησης των πραγματικών δραστηριοτήτων της επιχείρησης.

Προκειμένου να εντοπίσουν οι **Cohen και Zarowin** (2010) το AB χρησιμοποιούν το μοντέλο **Jones** (1991), ενώ για να εντοπίσουν το RM χρησιμοποιούν το μοντέλο του **Roychowdhury** (2006). Τα αποτελέσματα της έρευνάς τους συμφωνούν με προηγούμενες έρευνες όπως έρευνες των **Teoh** (1998) και **Rangan** (1998). Έπειτα εντοπίζουν σημαντικά θετικό αντικανονικό κόστος παραγωγής, αρνητικά αντικανονικά διακριτικά έξοδα και αρνητικές αντικανονικές ταμειακές ροές τη χρονιά της SEO. Όλα τα

παραπάνω οι **Cohen και Zarowin** (2010) τα μεταφράζουν ως απόδειξη για το γεγονός ότι υπάρχουν δραστηριότητες RM γύρω από τις SEOs. Ακόμη ενδιαφέρον προκαλεί το γεγονός πως εντοπίζουν αρνητικό αντικανονικό κόστος παραγωγής και θετικά αντικανονικά έξοδα κατά το έτος αμέσως πριν και αμέσως μετά από το γεγονός.

Ακολούθως η έρευνα αυτή προσθέτει τρία συμπεράσματα στη βιβλιογραφία. Πρώτον, σύμφωνα και με τα ευρήματα του **Zang** (2006), οι επιχειρήσεις χρησιμοποιούν πολλαπλές στρατηγικές διαχείρισης κερδών κατά την περίοδο της SEO καθώς οι επιχειρήσεις χρησιμοποιούν τόσο το RM όσο και το AB κατά τη διάρκεια της SEO.

Δεύτερον, οι **Cohen και Zarowin** (2010) αποδεικνύουν πως η τάση των επιχειρήσεων να ανταλλάσουν το RM με το AB κατά τη διάρκεια της SEO ποικίλλει cross-sectionally. Τρίτη και τελευταία συμβολή της συγκεκριμένης έρευνας στη βιβλιογραφία αποτελεί το γεγονός πως συγκρίνουν την λειτουργική απόδοση μετά τη SEO που σχετίζεται με τα δεδουλευμένα και τη λειτουργική απόδοση που σχετίζεται με τις πραγματικές δραστηριότητες της επιχείρησης. Παρόλο που υπάρχει μια διαδεδομένη πεποίθηση πως το RM έχει πιο σημαντικές αρνητικές συνέπειες από το AB, οι **Cohen και Zarowin** (2010) δίνουν την πρώτη απόδειξη καθώς εξετάζουν το αποτέλεσμα για κάθε τύπο διαχείρισης κερδών στη μελλοντική λειτουργία της επιχείρησης. Στο συμπέρασμα που καταλήγουν είναι πως το RM είναι πιο πιθανό από τα διακριτικά δεδουλευμένα να είναι συνδεδεμένο με μείωση στα κέρδη. Αυτό το αποτέλεσμα αποδεικνύει πως τα αποτελέσματα του RM στην ακόλουθη λειτουργική απόδοση της επιχείρησης έχουν μεγαλύτερες επιπτώσεις από τις επιπτώσεις των δεδουλευμένων τουλάχιστον στο πλαίσιο των SEO.

Έπειτα ο **Shivakumar** (2000) εντοπίζει επίσης στοιχεία που συνάδουν με τη διαχείριση των κερδών και των δεδουλευμένων γύρω από SEOS, αλλά σε αντίθεση με τους **Rangan και Teoh** (1998) δείχνει ότι η χρηματιστηριακή αγορά δεν αντιδρά αναποτελεσματικά στα κέρδη που έχουν διαχειρισθεί προς τα πάνω, αλλά ότι οι επενδυτές ορθολογικά αναιρούν αυτές τις επιδράσεις. Ο **Shivakumar** (2000) αποδίδει τα ευρήματα των **Rangan και Teoh** (1998) που σχετίζονται με αντικανονικές αποδόσεις μετοχών σε λάθη που προέρχονται από τις δοκιμές (test misspecifications). Ακόμη υποστηρίζει ότι η διαχείριση κερδών δεν έχει σχεδιαστεί για να ξεγελάσει ή να παραπλανήσει τους επενδυτές, αλλά είναι η λογική απάντηση στην πρόβλεψη της αγοράς ότι οι επιχειρήσεις θα διαχειριστούν προς τα πάνω τα κέρδη γύρω από το SEO.

Τέλος η **Ducharme et al.** (2004) προσθέτει μια νομική διάσταση στην έρευνα για τις SEOs. Αποδεικνύει πως τα αντικανονικά δεδουλευμένα είναι υψηλότερα για SEOs που στη συνέχεια επακολούθησαν μηνύσεις. Παρομοίως, οι αντιστροφές των κερδών είναι

πιο έντονες μετά τη SEO καθώς και οι αποδόσεις των μετοχών μετά τη SEO είναι χαμηλότερες για αυτές που αντιμετωπίζουν νομικές εκκρεμότητες. Τέλος ερμηνεύει τα αποτελέσματα αυτά ως ένδειξη ότι η χειραγώγηση κερδών οδηγεί τους επενδυτές να κινηθούν νομικά έναντι στις επιχειρήσεις.

8.3 - Η διαχείριση κερδών γύρω από MBOs (Management Buyout Offers).

Οι επιχειρήσεις οι οποίες εμπλέκονται σε αναδιαρθρώσεις εξόδου από τη κεφαλαιαγορά και εξαγορών προσφέρουν μοναδικές ευκαιρίες για τη διερεύνηση σημαντικών λογιστικών, οικονομικών και νομικών θεμάτων. Η ανησυχία ότι το εν λόγω φαινόμενο (διαχείριση κερδών) μπορεί να συμβεί προέρχεται από τη σύγκρουση των συμφερόντων που αντιμετωπίζουν οι μάνατζερς στις MBOs.

Ένας πολύ σημαντικός ρόλος των μάνατζερς έγκειται στο γεγονός πως έχουν νομική υποχρέωση έναντι των μετόχων να επιδιώξουν την καλύτερη δυνατή τιμή για την επιχείρηση σε οποιαδήποτε συνθήκη. Ενεργώντας όμως για το δικό τους λογαριασμό συχνά αναζητούν μια ευνοϊκή τιμή αγοράς για την προτεινόμενη έξοδο. Ακόμη η προσωπική οικονομική κατάσταση των μάνατζερς μπορεί να τους παρακινήσει ώστε να συμπιέσουν τα προ-εξόδου λογιστικά κέρδη, με σκοπό να απεικονίσουν μια λιγότερο ευνοϊκή εικόνα της επιχείρησης, είτε μέσω των αποφάσεων που σχετίζονται με τις διακριτικές ταμειακές ροές είτε μέσω της επιλογής που κάνει η ομάδα διοίκησης σχετικά με τις λογιστικές μεθόδους ή εκτιμήσεις που χρησιμοποιεί η ίδια.

Μια στρατηγική που αφορά τη διαχείριση κερδών υπόσχεται δύο πιθανά πλεονεκτήματα για την ομάδα διοίκησης. Κατ' αρχάς, οι μέτοχοι είναι πιθανό να δεχθούν μια χαμηλότερη τιμή εξαγοράς. Δεύτερον, και ίσως σημαντικότερο, η μείωση των δημοσιευμένων κερδών την περίοδο που προηγείται της MBO μπορεί να χρησιμοποιηθεί για την παροχή στήριξης στο γεγονός πως η τιμή στην οποία θα κλείσει η συμφωνία θα είναι αμερόληπτη, κάτι όμως που είναι αντίθετο στα καθήκοντα των μάνατζερς καθώς δεσμεύονται νομικά να προσπαθήσουν να πετύχουν όσο το δυνατόν καλύτερη τιμή προς όφελος των μετόχων.

8.3.1 - Αρχική προσπάθεια της DeAngelo για να αποδείξει την ύπαρξη διαχείρισης κερδών γύρω από MBOs.

Η **DeAngelo** (1986), εξέτασε το θέμα της διαχείρισης κερδών γύρω από τις MBOs χρησιμοποιώντας μια μεθοδολογία που αφορά τα λογιστικά δεδουλευμένα σε ένα δείγμα 64 MBOs της Νέας Υόρκης και του αμερικάνικου χρηματιστηρίου κατά τα έτη 1973-1982. Παρόλο τους ισχυρισμούς της, τα αποτελέσματά της έρευνας της δεν κατάφεραν να υποστηρίξουν την υπόθεση της διαχείρισης κερδών γύρω από τις MBOs. Κατέληξε πάντως ότι η πιο πιθανή εξήγηση ήταν ότι η λεπτομερής εξέταση από ελεγκτές και επενδυτικές τράπεζες που φαινόταν να συνοδεύει τις MBOs δύναται να αποτρέπει τα διευθυντικά στελέχη από τη συστηματική μείωση κερδών μέσω λογιστικών επιλογών.

Υπάρχουν όμως και άλλοι λόγοι για να υποπτευθεί κανείς πως το δείγμα της **DeAngelo** (1986) δεν είναι αντιπροσωπευτικό. Πρώτον, ο μέσος όρος ενός σημαντικού δείκτης (η αγοραία αξία προς τη λογιστική αξία της επιχείρησης) είναι μικρότερος από τη μονάδα, γεγονός που υποδηλώνει ότι το δείγμα περιλαμβάνει ένα μεγάλο αριθμό προβληματικών επιχειρήσεων. Δεδομένου ότι οι ελεγκτές συνήθως εξετάζουν προσεκτικά τις οικονομικές καταστάσεις των προβληματικών επιχειρήσεων, η διαχείριση των κερδών είναι πιο περιορισμένη για τις εταιρείες αυτές από ό, τι για τις περισσότερες επιχειρήσεις που εμπλέκονται σε MBOs. Δεύτερον, το μέσο επίπεδο του ποσοστού των μετοχών της επιχείρησης που διακρατεί η ομάδα διοίκησης (management ownership) για το δείγμα ήταν 36%, το οποίο είναι πολύ υψηλότερο σε σχέση με τα αποτελέσματα των **Warfield, Wild and Wild** (1993) για τον γενικό πληθυσμό. Περαιτέρω η θεωρία των **Fama and Jensen** (1983), **Watts and Zimmerman** (1986) και **Warfield, Wild and Wild** (1993) επιβεβαίωσε ότι οι επιχειρήσεις που παρουσιάζουν υψηλά ποσοστά management ownership δεν έχουν πολλά κίνητρα για διαχείριση κερδών. Τέλος το δείγμα της **DeAngelo** (1986) περιλαμβάνει 14 επιχειρήσεις σε σύνολο 64, οι οποίες πέρασαν σε ιδιωτικά χέρια μετά από εχθρική εξαγορά. Σε αυτές τις περιπτώσεις, οι μάνατζερς δεν θα είχαν κάποιο κίνητρο να μειώσουν τα κέρδη σε προηγούμενες περιόδους εφόσον δεν είχαν σχεδιάσει μια MBO.

8.3.2 - Χρονική διάρκεια προετοιμασίας των MBOs

Έπειτα οι συζητήσεις για συγχωνεύσεις και εξαγορές αποκαλύπτουν πως οι μάνατζερς συχνά σχεδιάζουν MBOs για ένα χρόνο ή και περισσότερο πριν τη ημερομηνία της δημόσιας προσφοράς. Βέβαια υπάρχουν και μερικές που σχεδιάζονται και ολοκληρώνονται σε πολύ μικρότερο χρονικό διάστημα. Ένα παράδειγμα αποτελεί το κράχ της χρηματιστηριακής αγοράς το 1987 όπου αρκετοι μάνατζερς αισθάνθηκαν πως ήταν μια αρκετά καλή ευκαιρία ώστε να καταφέρουν να βγάλουν τις επιχειρήσεις τους από το χρηματιστήριο. Στη συγκεκριμένη περίπτωση πιθανότατα υπήρχε ελάχιστος χρόνος προκειμένου οι μάνατζερς να προβούν σε διαχείριση κερδών. Περιστασιακά μια αγοραπωλησία μπορεί να σχεδιάζεται για δύο με τρία έτη.

Στις περισσότερες περιπτώσεις οι μάνατζερς ασχολούνται αρκετά έντονα μια χρονιά πριν από το συμβάν. Όπως φαίνεται και από τις αποδείξεις της έρευνας των **Perry and Williams** (1994) ενώ αρκετές επιχειρήσεις μπορεί να διαχειρίζονται τα κέρδη τους για αρκετά χρόνια πριν από την προσφορά για την εξαγορά, η χρονιά πριν από την προσφορά που κατατίθεται δημόσια είναι η περίοδος που έχει τις περισσότερες πιθανότητες να αντανakλά συστηματική διαχείριση κερδών. Εφόσον οι περισσότερες από τις επιχειρήσεις δεν είναι εισηγμένες μετά τη προσφορά τα χρηματοοικονομικά δεδομένα συχνά δεν είναι διαθέσιμα για το χρόνο που έγινε η προσφορά(έτος 0).

Έπειτα διαχωρίζουν τα συνολικά δεδουλευμένα σε διακριτικά και μη διακριτικά δεδουλευμένα και ο λόγος που προβαίνουν σε αυτή τη κίνηση είναι γιατί χρησιμοποιούν το μοντέλο του Jones και επιθυμούν να απομονώσουν την κάθε κατηγορία ξεχωριστά πριν την πρόταση εξαγοράς προκειμένου να ελέγξουν εάν όντως οι μάνατζερς κάνουν λογιστικές επιλογές που μειώνουν τα δημοσιευμένα κέρδη. Ακόμη εξετάζουν ξεχωριστά τα έξοδα που αφορούν τις αποσβέσεις και τις αλλαγές σε μη ταμειακά στοιχεία που αφορούν το κεφάλαιο κίνησης. Τα αποτελέσματα δείχνουν ότι και τα δύο αυτά είναι κομμάτια της στρατηγικής της διαχείρισης κερδών και ότι τα έξοδα που αφορούν την απόσβεση μπορούν εύκολα να χρησιμοποιηθούν για αυτό το φαινόμενο. Επιπλέον εξετάζουν την χρηματοοικονομική κατάσταση της επιχείρησης πριν από τη MBO και δεν βρίσκουν αποδείξεις ότι τα αρνητικά δεδουλευμένα αιτιολογούν την μείωση της απόδοσης της επιχείρησης.

8.3.3 - Τα κίνητρα που οδηγούν στη διαχείριση κερδών.

Το οικονομικό κίνητρο που παρέχει την κινητοποίηση για διαχείριση κερδών είναι παρόν όταν η ομάδα διοίκησης της επιχείρησης σχεδιάζει μια συναλλαγή εξαγοράς (ή

συμμετέχει με άλλους επενδυτές σε σχέδια εξαγοράς). Αν οι μάνατζερς δεν έχουν προβλέψει την συναλλαγή που θα γίνει προκειμένου η επιχείρηση να περάσει σε ιδιωτικά χέρια ή εάν δεν είναι μέρος αυτής, τότε τα κίνητρα που συνδέονται με τη μείωση των κερδών πιθανότατα δεν θα υπάρχουν. Συνήθως οι επιχειρήσεις που δεν εμπλέκονται σε προσπάθειες εξαγοράς-στόχων συνήθως επιδίδονται σε διαχείριση θετικών δεδουλευμένων. Το εύρημα αυτό δεν αποτελεί έκπληξη διότι η θετική χειραγώγηση μπορεί να επηρεάσει τα μπόνους και/ ή τη πιθανότητα η επιχείρηση να πετύχει τους χρηματοοικονομικούς στόχους των αναλυτών σύμφωνα με τον **Chi et al.** (2014), η οποία μπορεί να προκαλέσει μια θετική αντίδραση της αγοράς.

Πριν από MBOs, οι μάνατζερς έχουν κίνητρο να εμφανίσουν πως τα αναφερόμενα κέρδη έχουν ξεφουσκώσει και ο τρόπος που το κατορθώνουν είναι μέσω χειραγώγησης λογιστικών αριθμών ελπίζοντας πως θα μειωθεί η τιμή της μετοχής. Αν τα καταφέρουν, θα είναι σε θέση να αποκτήσουν μερίδιο ή και ολόκληρη την επιχείρηση σχετικά φθηνότερα από την πραγματική της αξία. Είναι σημαντικό να σημειωθεί ότι η λογιστική χειραγώγηση σε μια συναλλαγή εξαγοράς μπορεί να έχει σοβαρές συνέπειες για τους μετόχους που πωλούν τις μετοχές τους κατά τη διάρκεια της συναλλαγής. Εάν η αλλοίωση στα κέρδη αντικατοπτρίζεται στην τιμή της μετοχής, τότε η απώλεια του πλούτου των μετόχων είναι μη αναστρέψιμη όταν η εταιρεία περάσει σε ιδιωτική μορφή μετά την εξαγορά.

Από τη μία πλευρά, οι μάνατζερς μπορεί να επιλέξουν να παρουσιάσουν χαμηλότερα κέρδη, εφόσον θα συμμετέχουν σε μια πιθανή συναλλαγή εξαγοράς και στη συνέχεια να παραμείνουν στην εταιρεία. Ακόμη αρνητική χειραγώγηση κερδών ή υποεκτίμηση των κερδών μπορεί να προκληθεί από αυτά τα κίνητρα. Πρώτον οι μάνατζερς είναι συναγοραστές των MBO-στόχων και εμπλέκονται σε διαχείριση κερδών με σκοπό να χαμηλώσουν την τιμή της μετοχής της επιχείρησης κάτι που είναι προς το όφελος και της ίδιας της ομάδας διοίκησης καθώς κρατάνε τη θέση τους και μετά την ολοκλήρωση της εξαγοράς.

Δεύτερον, στην περίπτωση μίας MBO στην οποία συνήθως το μεγαλύτερο μέρος των ιδίων κεφαλαίων παρέχεται από χρηματοδότες, οι χρηματοδότες συνήθως στείλνουν ένα γράμμα προς την ομάδα διοίκησης, αποσκοπώντας να κερδίσουν την υποστήριξη της. Το γράμμα περιλαμβάνει μια πρόσκληση για την τρέχουσα ομάδα διοίκησης για περαιτέρω συζητήσεις και την ενημερώνει για την πρόθεση των χρηματοδοτών να συνεχίσουν να τους απασχολούν μετά τη σφράγιση της συμφωνίας καθώς και την επιθυμία τους να κρατήσει η τρέχουσα ομάδα διοίκησης ένα μετοχικό μερίδιο. Ακόμη σύμφωνα με τους **Das και Chon** (2011) και **Jackson** (2013), οι εταιρείες που έχουν ως

στόχο να εξαγοράσουν τους MBO στόχους φτάνουν εσχάτως μέχρι και σε δωροδοκία των CEOs προκειμένου να ολοκληρωθεί η συμφωνία.

Υπάρχουν αρκετές αποδείξεις που δείχνουν ότι οι συναλλαγές εξαγορών βασίζονται σε πολύ μεγάλο βαθμό από την εξωτερική χρηματοδότηση. Παραδείγματα εξωτερικής χρηματοδότησης αποτελούν συχνά ένα συνδυασμός δανείων όπως τα δάνεια μειωμένης εξασφάλισης και τα ομόλογα υψηλής απόδοσης. Μια τυπική εξαγορά παραδοσιακά χρηματοδοτείται σε ποσοστά της τάξεως του 60 % έως 90 % του χρέους σύμφωνα με τους **Kaplan και Strömberg** (2009). Πάνω σε αυτά χρησιμοποιώντας παγκόσμιες εξαγορές από το 1986-2008, ο **Axelsson et al.** (2013) αναφέρει ότι εξαγορές επιχειρήσεων προκειμένου να βγούν από το χρηματιστήριο έχουν ποσοστό δανεισμού που κυμαίνεται στο 73% του κεφαλαίου της συναλλαγής που αντλήθηκαν από το χρέος των διαφόρων μορφών.

Στη συνέχεια ο **Palepu et al.** (2000) παρέχει άφθονες αποδείξεις που επιβεβαιώνουν πως ο χρηματοδότης του χρέους είναι επιρρεπής στο να χρησιμοποιήσει τα κέρδη προκειμένου να προβλέψει τις μελλοντικές ταμειακές ροές και να λάβει πιστωτικές αποφάσεις. Επιπλέον στη λογιστική βιβλιογραφία η **Dechow et al.** (1996) αναφέρει πως η προσέλκυση εξωτερικής χρηματοδότησης αποτελεί σημαντικό κίνητρο για χειραγώγηση κερδών.

Από την άλλη πλευρά όμως τα κίνητρα των μάνατζερς για να παραποιήσουν τα κέρδη και τα αποθεματικά των περιουσιακών στοιχείων μπορεί να επηρεάσουν την ικανότητα χρηματοδότησης της εξαγορά στόχου. Τα χαμηλά κέρδη επηρεάζουν το ποσό του εξωτερικού δανεισμού που μια επιχείρηση μπορεί να προσελκύσει καθώς και τους όρους της σύμβασης χρέους. Για παράδειγμα, οι **Fisher and Louis** (2008) υποστηρίζουν ότι οι μάνατζερς υπερεκτιμούν τα κέρδη της επιχείρησης ώστε να καταφέρουν να πάρουν ευνοϊκές σύμβασεις χρέους σε αγορές με μεγάλο ποσοστό δανειακής επιβάρυνσης. Σχετικά με τα παραπάνω σε σχέση με τις επενδυτικές ευκαιρίες μιας επιχείρησης ο **Linck et al.** (2013) παραθέτει πως το να διαχειρίζεται τα κέρδη προς τα πάνω μια επιχείρηση η οποία αντιμετωπίζει χρηματοοικονομικούς περιορισμούς καθώς και επενδυτικές ευκαιρίες, μπορεί αξιόπιστα να σηματοδοτήσει θετικές προοπτικές που μπορούν να βοηθήσουν στην αύξηση της εξωτερικής της χρηματοδότησης. Τέλος αποδεικνύει ότι αυτές οι επιχειρήσεις καταφέρνουν να ξεπεράσουν τους οικονομικούς περιορισμούς που αντιμετωπίζουν χρησιμοποιώντας θετικά διακριτικά δεδουλευμένα ώστε να πετύχουν μεγαλύτερη άντληση εξωτερικών κεφαλαίων.

Έτσι οι μάντζερς οι οποίοι προετοιμάζουν μια MBO και οι οποίοι προβλέπουν ότι δεν θα συμμετάσχουν στην νέα μορφή της επιχείρησης είτε ως διευθυντές είτε ως μετόχοι μπορεί να χειριστούν τα κέρδη προς τα πάνω ή τουλάχιστον λιγότερο πτωτικά από ό, τι στην περίπτωση που έχουν εξασφαλισμένη τη συμμετοχή τους στη διάδοχη κατάσταση. Εδώ αξίζει να τονισθεί πως εάν οι μάντζερς προβλέπουν ότι η επιχείρηση τους υπάρχει περίπτωση να περάσει σε ιδιωτικά χέρια τότε οι λογιστικές επιλογές τους πριν από τη συναλλαγή μπορεί να επηρεαστούν από τον προβλεπόμενο τύπο της συναλλαγής LBO , π.χ. ένα MBO ή ένα IBO σύμφωνα με τη **Dechow et al.** (2010).

8.3.4 - Τι άποψη είχαν οι επενδυτές και τι πραγματικά συνέβαινε?

Στο πλαίσιο της αύξησης των MBOs στις ΗΠΑ κατά τη δεκαετία του 1980, σχεδόν σε κάθε πρόταση εξαγοράς οι μέτοχοι υποστήριζαν ότι είχαν εξαπατηθεί σύμφωνα με τον **Longstreth** (1984). Ακόμα και εάν υπήρχαν συστάσεις από επενδυτικές τράπεζες και έγκριση από ανεξάρτητους μάντζερς που προσπάθησαν να αξιολογήσουν την αξία της επιχείρησης και να εγγυηθούν την εντιμότητα των συναλλαγών εξαγοράς, οι αμφιβολίες σχετικά με τη λογιστική χειραγώγηση παρέμεναν.

Για να επιβεβαιωθούν οι αμφιβολίες των μετόχων ο **Wu** (1997) απέδειξε ότι κατά μέσο όρο η χειραγώγηση των κερδών πριν την MBO μείωνε την τιμή εξαγοράς κατά 18,6%. Επιπλέον ο **Ang et al.** (2014) επιβεβαιώνει ότι η χειραγώγηση κερδών προς τα κάτω είναι ιδιαίτερα εμφανής σε επιχειρήσεις όπου τα διευθυντικά στελέχη κατέχουν ισχυρή μεριδίο των μετοχικών τίτλων μετά την εξαγορά.

8.3.5 - Επόμενες έρευνες οι οποίες κατάφεραν να αποδείξουν πως εμφανίζεται η διαχείριση κερδών στις MBOs.

Ενώ η **DeAngelo** (1986) δεν κατάφερε να εντοπίσει χειραγώγηση δεδουλευμένων σε προηγούμενες αμερικάνικες MBOs, αρκετές έρευνες κατάφεραν να αποδείξουν αυτά που υποστήριζε και η ίδια. Πρώτον οι **Mao and Renneboog** (2015) σε αντίθεση με τις επιχειρήσεις που δεν εξαγοράζονται εντοπίζουν στοιχεία για χειραγώγηση των κερδών προς τα πάνω, ενώ οι εταιρείες που εμπλέκονται σε MBO's εφαρμόζουν διαχείριση κερδών προς τα κάτω τόσο μέσω RM όσο και AB. Ακόμη εμπλέκονται ταυτόχρονα και στις δυο μορφές της διαχείρισης κερδών άρα τις χρησιμοποιούν συμπληρωματικά. Παρομοίως η χειραγώγηση πραγματικών δραστηριοτήτων προς τα κάτω γίνεται εφικτή μέσω του κόστους παραγωγής και των εσόδων από πωλήσεις που επικρατεί στις MBOs. Τα παραπάνω υποδηλώνουν πως η σκόπιμη χειραγώγηση εφαρμόζεται σε MBOs προκειμένου να οδηγηθεί η τιμή της μετοχής πριν τη συναλλαγή προς τα κάτω, έτσι ώστε η επιχείρηση να μπορεί να αγοράσθει σε μια χαμηλότερη τιμή από τη πραγματική. Επιπλέον αποδεικνύουν πως η αρνητική χειραγώγηση κερδών σε MBOs είναι σχεδιασμένη να συμβεί κατά το έτος πριν από την ανακοίνωση της συμφωνίας.

Επιπρόσθετα παραθέτουν αποδείξεις πως οι επιχειρήσεις που εξαγοράζουν MBO στόχους έμφανίζουν συνολικά αρνητικά δεδουλευμένα της τάξης του 3%. Επιπλέον οι συγγραφείς εντοπίζουν ότι οι αντικανονικές ταμειακές ροές από λειτουργικές δραστηριότητες είναι θετικές για τις MBOs. Αυτό το εύρημα είναι συνεπές με τη πρόβλεψη πως οι μάντζερς θα καθυστερήσουν τις πωλήσεις ώστε να συμπιέσουν τα καθαρά έσοδα από τη διαχείριση πραγματικών δραστηριοτήτων της επιχείρησης. Για παράδειγμα, η απόφαση της επιχείρησης να περιορίσει και να συσφίξει τους όρους πίστωσης έχει σαν αποτέλεσμα να μειώσει τον όγκο των πωλήσεων και κατά συνέπεια να οδηγήσει σε χαμηλά κέρδη

Τέλος σε σχέση με τη χειραγώγηση της παραγωγής ακόμη επισημαίνουν πως η χειραγώγηση της παραγωγής προς τα κάτω συμβαίνει πριν την εξαγορά και οδηγεί στην εμφάνιση χαμηλότερων νούμερων αναφορικά με τα κέρδη που παρουσιάζει η επιχείρηση κερδών. Αυτό σημαίνει ότι οι μάντζερς έχουν την επιλογή να επιβραδύνουν την παραγωγή με σκοπό να χειραγωγήσουν τα κέρδη προς τα κάτω.

Ακόμη και οι **Perry και Williams** (1994), οι οποίοι εργάστηκαν με μεγαλύτερο δείγμα από το δείγμα της **DeAngelo** (1986), χρησιμοποίησαν ένα μοντέλο παλινδρόμησης που βασίζεται στον εντοπισμό των διακριτικών δεδουλευμένων με μεγαλύτερη ακρίβεια. Τα αποτελέσματα στα οποία κατέληξαν αφορούν τον εντοπισμό της διαχείρισης δεδουλευμένων προς τα κάτω κατά το έτος της MBO.

Η σιωπηρή υπόθεση η οποία είναι απαραίτητη είναι ότι οι συμμετέχοντες στην αγορά δεν μπορούν να διάκρινουν με ευκολία μεταξύ των κερδών που προκύπτουν από

συνήθεις επιχειρηματικές δραστηριότητες και κέρδη τα οποία έχουν χειραγωγηθεί. Σε γενικές γραμμές, ο **Bradshaw et al.** (2001) βρίσκει ότι ακόμα και εξελιγμένοι επαγγελματίες, όπως ελεγκτές οικονομικών καταστάσεων και οικονομικοί αναλυτές, αδυνατούν να αντιληφθούν ανωμαλίες που σχετίζονται με δεδουλευμένα. Ομοίως, οι **Bhojraj και Swaminathan** (2007) δείχνουν ότι οι πιστωτές όπως είναι οι επενδυτές ομολόγων, επίσης, δεν μπορούν να αποφασίσουν ποιά τιμή εκφράζει τα δεδουλευμένα. Ως εκ τούτου, η δυνατότητα ανίχνευσης χειραγώγησης φαίνεται μάλλον χαμηλή. Επιπλέον, εάν η χειραγώγηση αποκαλυφθεί τότε οι μάνατζερς θα μπορούσαν πιο εύκολα να δικαιολογήσουν εν μέρει αυτές τους τις ενέργειες υποστηρίζοντας πως χειραγωγούν τα κέρδη προς τα κάτω σύμφωνα με την λογιστική αρχή της συντηρητικότητας.

8.3.6 - Η χειραγώγηση στοιχείων του ισολογισμού ως εναλλακτική επιλογή των μάνατζερς για τη διαχείριση κερδών. Πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα που απορρέουν από αυτή την επιλογή.

Ενώ η βιβλιογραφία σχετικά με τη λογιστική χειραγώγηση πριν τις MBOs παραδοσιακά επικεντρώνεται στη διαχείριση κερδών, η χειραγώγηση στοιχείων του ισολογισμού μέσω αναπροσαρμογής περιουσιακών στοιχείων μπορεί επίσης να συμβεί, ιδίως στο πλαίσιο των εξαγορών. Η τεχνική αυτή θα μπορούσε να επιτρέψει σε μια εταιρεία-στόχο να προσελκύσει περισσότερο δανεισμό για να χρηματοδοτήσει τη συμφωνία και να τυγχάνει ευνοϊκότερους όρους δανεισμού.

Από την εφαρμογή του FRS3 το 1993, οι επιχειρήσεις ενθαρρύνονται να αναπροσαρμόσουν την αξία των παγίων στοιχείων, με την αιτιολογία ότι παρέχουν χρήσιμες πληροφορίες σχετικά με την αξία των περιουσιακών στοιχείων. Η διαφορά μεταξύ της παλιάς λογιστικής αξίας ενός περιουσιακού στοιχείου και της επανεκτίμησης του, πιστώνεται σε ένα λογαριασμό αποθεματικού επανεκτίμησης στον ισολογισμό. Η νέα πρακτική αναπροσαρμογής του περιουσιακού στοιχείου έχει τις ακόλουθες συνέπειες:

1. Αν τα περιουσιακά στοιχεία έχουν αναπροσαρμοστεί προς τα πάνω (προς τα κάτω), αυξάνεται (μειώνεται) το ποσό των ιδίων κεφαλαίων μέσω του λογαριασμού και κατά συνέπεια μειώνει (αυξάνει) το ποσοστό του χρέους προς τα ίδια κεφάλαια .

2. Εάν τα περιουσιακά στοιχεία έχουν αναπροσαρμοστεί προς τα πάνω, τότε θα μειωθούν τα κέρδη από την μελλοντική διάθεση των περιουσιακών στοιχείων. Εν τω μεταξύ, η ανοδική αναπροσαρμογή αυξάνει τις αποσβέσεις.

3. Εάν τα περιουσιακά στοιχεία έχουν αναπροσαρμοστεί προς τα κάτω, η καθαρή μείωση που οφείλεται στην αναπροσαρμογή της αξίας αναγνωρίζεται στη κατάσταση λογαριασμού αποτελεσμάτων χρήσεως. Οι αναπροσαρμογές έχουν στοιχεία διακριτικά στη φύση τους καθώς οι μάνατζερς μπορεί να αποφασίσουν εάν, πότε και ποια ποσά των στοιχείων του ενεργητικού θα επανεκτιμηθούν στις οικονομικές καταστάσεις σύμφωνα με τους *Lin and Peasnell* (2000).

Με την πρώτη ματιά σε αυτού του είδους τις εξαγορές, οι μάνατζερς έχουν κίνητρο να αποτιμήσουν το ενεργητικό προς τα πάνω ώστε να εμφανίζουν χαμηλότερο δείκτη μόχλευσης. Αυτό το επιχείρημα είναι συνεπές με την έρευνα του *Easton et al.* (1993). Σύμφωνα με την έρευνα αυτή, οι δανειακές συμβάσεις αποτελούν ένα βασικό κίνητρο ώστε να η ομάδα διοίκησης να προχωρήσει σε αναπροσαρμογή αξίας στοιχείων του ενεργητικού.

Ωστόσο το να αναπροσαρμόζει ανοδικά τα παγία στοιχεία η διοίκηση ελλοχευει μελλοντικά προβλήματα. Κατ' αρχάς, το να διαχειρίζεται τα περιουσιακά στοιχεία προς τα πάνω αυξάνει τις αποσβέσεις και ως εκ τούτου μειώνει τα καθαρά εσόδα στο εγγύς μέλλον. Δευτερόν η επιλογή να αναπροσαρμόσει η διοίκηση την αξία των περιουσιακών στοιχείων προς τα πάνω θα μειώσει τα κέρδη που θα έχει η επιχείρηση από πιθανή πώληση περιουσιακών στοιχείων στο μέλλον κάτι το οποίο θα έχει αρνητικό αντίκτυπο τόσο στα συνολικά κέρδη όσο και την απόδοση. Τρίτον, η επιλογή αυτή πρέπει να τονισθεί πως δεν μπορεί να γίνεται επ' αόριστον και είναι πολύ σημαντικό να γίνει την κατάλληλη στιγμή καθώς εάν η χρονική στιγμή της αναπροσαρμογής είναι λάθος τότε η επιχείρηση χάνει την ευκαιρία να προβεί σε τέτοιου είδους ενέργειες λίγο πριν την εξαγορά και να εμφανίσει μεγαλύτερη αξία από ότι πραγματικά της αναλογεί. Αξίζει επίσης να σημειωθεί ότι η απόφαση της διοίκησης για αναπροσαρμογή περιουσιακών στοιχείων είναι επίσης δαπανηρή, καθώς η επιλογή της διοίκησης να αναπροσαρμόσει περιουσιακά στοιχεία προς τα πάνω κοστίζει καθώς η επιχείρηση θα πρέπει να καταβάλλει τις αμοιβές των ανεξάρτητων εκτιμητών προκειμένου να πιστοποιήσουν την επανεκτίμηση.

Τώρα οι MBO - στόχοι προβαίνουν στη μείωση της παραγωγής τους προκειμένου να εμφανίσουν χαμηλότερα κέρδη τα οποία θα οδηγήσουν σε μείωση της τιμής της μετοχής, την ίδια ώρα που οι ανταγωνιστές τους στον κλάδο προβαίνουν στην ακριβώς

αντίθετη απόφαση προκειμένου να εμφανίσουν χαμηλότερο ανά μονάδα κόστος και κατά συνέπεια καλύτερα λειτουργικά αποτελέσματα.

Ο λόγος είναι ότι οι μάνατζερς οι οποίοι προβλέπουν ότι δεν θα κρατήσουν την θέση τους και δεν θα συμμετέχουν σε κάποια καλή θέση στην εποχή μετά την εξαγορά δεν υπάρχει περίπτωση να υπομείνουν τις μελλοντικές ζημίες που προκύπτουν από την αναπροσαρμογή των περιουσιακών στοιχείων προς τα (για παράδειγμα, οι υψηλότερες αποσβέσεις και χαμηλότερο κέρδος επί των πωλήσεων περιουσιακών στοιχείων). Ως εκ τούτου, είναι πιο πιθανό να ανατιμήσουν τα περιουσιακά στοιχεία προς τα πάνω το οποίο μειώνει την αναλογία χρέους προς ίδια κεφάλαια και με τη σειρά του αυξάνει η χωρητικότητα του χρέους στη δανεισμένος συναλλαγής.

Τέλος σύμφωνα με τους **Mao and Renneboog** (2015) πορίσματα που εντόπισαν στην έρευνα τους σχετικά με αναπροσαρμογές δεν υποστηρίζουν έντονα τα κίνητρα που αφορούν την εξωτερική χρηματοδότηση. Η διαπίστωση αυτή είναι σύμφωνη με αυτή του **Alexson et al.** (2013), ότι δεν υπάρχει καμία σχέση μεταξύ του δείκτη μόχλευσης και της χρηματοδότηση της εξαγοράς. Ένας λόγος μπορεί να είναι ότι όταν οι πιστωτικές αγορές είναι ακμάζουσες, οι αναπροσαρμογές δεν είναι αναγκαίες για την αύξηση του ποσού που μπορεί να δανεισθεί μια επιχείρηση. Πράγματι, παρατηρείται ότι κατά τη διάρκεια του δεύτερου κυμάτος εξαγορών ήταν πιο εύκολο για τις επιχειρήσεις να προσελκύσουν εξωτερικούς πόρους, λαμβάνοντας υπόψη ότι η ανάπτυξη της αγοράς ομολόγων υψηλής απόδοσης αυξήθηκε περισσότερο από 600% από το 1997 και έπειτα.

8.4 - Οι συγχωνεύσεις-εξαγορές που χρηματοδοτούνται μέσω έκδοσης νέων μετοχών από την εξαγοράζουσα εταιρεία και η σχέση αυτών με τη διαχείριση κερδών.

Σε πολλές εταιρικές συγχωνεύσεις, η απορροφούσα εταιρεία αγοράζει την εταιρεία-στόχο μέσω των μετοχών της. Όταν η συναλλαγή ολοκληρώνεται, οι μέτοχοι της εταιρείας-στόχου θα λάβουν ένα συγκεκριμένο αριθμό μετοχών της εξαγοράζουσας επιχείρησης για κάθε μία από τις μετοχές της εταιρείας-στόχου. Σε ένα από τα πρώτα βήματα που λαμβάνουν χώρα σε αυτές τις χρηματιστηριακές συναλλαγές, η εταιρεία-στόχος και η εταιρεία που προσπαθεί να την εξαγοράσει συμφωνούν σε μια τιμή κτήσεως αποδεκτή και από τις δύο. Έπειτα ο αριθμός των μετοχών της εξαγοράζουσας επιχείρησης που εκδίδονται και ανταλλάσσονται για κάθε μετοχή της επιχείρησης-στόχου καθορίζεται με βάση τη τιμή της μετοχής της εξαγοράζουσας επιχείρησης όταν επιτευχθεί η συμφωνία συγχώνευσης, με δεδομένη τη τιμή κτήσεως που έχει συμφωνηθεί ανάμεσα στις δύο επιχειρήσεις. Ως αποτέλεσμα, όσο υψηλότερη είναι η τιμή της μετοχής της εξαγοράζουσας επιχείρησης την ημερομηνία της συμφωνίας, τόσο λιγότερος ο αριθμός των μετοχών που θα πρέπει να εκδωθούν προκειμένου να αποκτηθεί η εταιρεία-στόχος.

Η τιμή της μετοχής της εξαγοράζουσας επιχείρησης καθώς και ο αριθμός των μετοχών που εκδίδονται στη συναλλαγή παρέχουν αρκετά κίνητρα στους μάνατζερς της ώστε να προσπαθήσουν να αυξήσουν την τιμή της μετοχής της πριν από τη συγχώνευση. Κατ' αρχάς, οι μέτοχοι οι οποίοι διακρατούν στα χέρια τους μετοχές της εξαγοράζουσας επιχείρησης πριν από τη συγχώνευση προτιμούν μια υψηλότερη τιμή προκειμένου να αποφευχθεί το earnings dilution. Δεύτερον, οι μετοχές που εκδίδονται προκειμένου να ολοκληρωθεί η εξαγορά, δημιουργεί ένα νέο ποσοστό ιδιοκτησίας για κάθε μέτοχο με αποτέλεσμα να μειώνει τα δικαιώματα ψήφου και ελέγχου στο διοικητικό συμβούλιο των παλιών μετόχων καθώς με τις ίδιες μετοχές στην κατοχή τους πλέον εκπροσωπούν ένα μικρότερο ιδιοκτησιακό ποσοστό στην επιχείρηση. Τέλος, όσο μεγαλύτερη είναι η αξία του μετοχικού κεφαλαίου της απορροφούσας επιχείρησης, τόσο χαμηλότερο θα είναι το κόστος απόκτησης της επιχείρησης-στόχου.

Υπάρχουν αρκετά ανεπίσημα στοιχεία τα οποία είναι συνεπή με τα επιχειρήματα που προέρχονται από ένα άρθρο της Wall Street Journal του **Hirsch** (1995). Σύμφωνα με το άρθρο αυτό, μια επιχείρηση η οποία ολοκληρώνει αρκετές εξαγορές μέσω χρηματιστηριακών συναλλαγών προσπαθεί να αυξήσει την τιμή της μετοχής της λίγο πριν την εξαγορά προσπαθώντας με αυτό το τρόπο να ολοκληρώσει την εξαγορά με όσο πιο ευνοϊκούς όρους γίνεται.

Η απορροφούσα εταιρεία έχει την επιλογή να αυξήσει τα λογιστικά της κέρδη είτε επιταχύνοντας την παραλαβή εσόδων, είτε αναβάλλοντας κάποια έξοδα ή τέλος μέσω

λογιστικής χειραγώγησης (διαχείριση κερδών). Η τελευταία επιλογή μπορεί να είναι ιδιαίτερα ελκυστική για μια εξαγοράζουσα επιχείρηση, διότι σε αντίθεση με τις ενδεχόμενες δράσεις της διοίκησης για την βραχυχρονία αύξηση της τιμής της μετοχής όπως οι απολύσεις, η διαχείριση κερδών συχνά μπορεί να επιτευχθεί ακόμα και με απουσία οικονομικών γεγονότων που προκαλούν αναστάτωση στην επιχείρηση. Ως εκ τούτου, είναι αρκετά πιθανό να είναι λιγότερο δαπανηρή η εφαρμογή της. Επιπλέον, η διαχείριση των κερδών είναι πιθανό να είναι πιο δύσκολα ανιχνεύσιμη από την αγορά τόσο ποιοτικά όσο και ποσοστικά, αυξάνοντας τα αναμενόμενα οφέλη που προκύπτουν από τέτοιου είδους ενέργειες από την πλευρά της εξαγοράζουσας επιχείρησης.

Ακόμη έντονο ενδιαφέρον έχουν δείξει οι ερευνητές για το ρόλο των λογιστικών κερδών στην αποτίμηση ιδίων κεφαλαίων (equity valuation). Πάραδειγμα έδω είναι η **DeAngelo** (1986), με τις δύο έρευνες της το 1986 και το 1990 που εστιάζεται στα MBOs. Πάνω σε αυτά η **DeAngelo** (1986) και οι **Perry and Williams** (1994) υποστηρίζουν πως επειδή η ομάδα διοίκησης αγοράζει την ίδια την εταιρεία σε αυτές του είδους τις συναλλαγές, η διοίκηση έχει κίνητρο για να μείψει τα κέρδη πριν από την εξαγορά, σε μια προσπάθεια να ελαχιστοποιήσει το κόστος της εξαγοράς.

Με βάση τα παραπάνω ενδιαφέρον παρουσιάζει το γεγονός πως, οι μελέτες των MBOs έδωσαν ανάμεικτα αποτελέσματα. Ενώ αρχικά η **DeAngelo** (1986) βρίσκει ελάχιστα ή κανένα στοιχείο που να αποδεικνύει πως υπάρχει διαχείριση κερδών πριν την εξαγορά, οι **Perry and Williams** (1994) βρίσκουν ισχυρές αποδείξεις ότι οι μάνατζερς χειραγωγούν τα λογιστικά δεδουλευμένα ώστε να μειώσουν τα δημοσιευμένα κέρδη.

Παρά το γεγονός ότι οι τέτοιου είδους συναλλαγές έχουν συχνά χαρακτηριστεί ως συναλλαγές με δυνατότητα για ευκαιριακή διαχείριση των κερδών, οι συγχωνεύσεις μεταξύ επιχειρήσεων που χρηματοδοτούνται μέσω του μετοχικού κεφαλαίου της εξαγοράζουσας (stock financed corporate mergers) έχουν λάβει λίγη προσοχή μέχρι σήμερα παρά το γεγονός πως παρατηρούνται παρόμοια κίνητρα για τους μάνατζερς της απορροφούσας επιχείρησης. Πάνω σε αυτό το θέμα ασχολήκαν οι **Erickson και Wang**. Η έρευνα τους παραθέτει αρκετά αποδεικτικά στοιχεία για την ύπαρξη της διαχείρισης κερδών γύρω από τις εταιρικές συγχωνεύσεις οι οποίες χρηματοδοτούνται μέσω χρηματιστηριακών συναλλαγών. Πρώτον, η έρευνα τους συμβάλλει στην κατανόηση του ρόλου των λογιστικών κερδών σε εταιρικές συγχωνεύσεις, επιτρέποντας στους αναγνώστες να αποκτήσουν μια καλύτερη κατανόηση αυτών των σημαντικών οικονομικών γεγονότων. Επιπλέον, τέτοιες αποδείξεις βελτιώνουν την κατανόησή των αναγνωστών για τη σχέση μεταξύ λογιστικών κερδών και αποτίμησης

της καθαρής θέσης. Σύμφωνα με τους **Dechow et al.** (1996) και **Jimbalvo** (1996) τα γεγονότα που αφορούν την εξωτερική χρηματοδότηση παρέχουν στην διοίκηση ισχυρά κίνητρα για διαχείριση κερδών.

Για τη διερεύνηση της διαχείρισης κερδών από την απόκτηση επιχειρήσεων κατά την περίοδο πριν τη συγχώνευση, αναλύουν οι **Erickson και Wang** (1999) ένα δείγμα 55 ολοκληρωμένων συγχωνεύσεων που διεξήχθησαν τα έτη 1985 με 1990. Τα αποτελέσματα της έρευνας τους είναι συνεπή με την εισοδηματική αύξηση των λογιστικών δεδουλευμένων από τις απορροφούμενες επιχειρήσεις πριν από την ανακοίνωση της συμφωνίας για τη συγχώνευση. Περαιτέρω αναλύσεις δείχνουν ότι ο βαθμός της διαχείρισης κερδών είναι μια αύξουσα συνάρτηση των οικονομικών ωφελειών που διακυβεύονται στη συγχώνευση και εξαρτάται από το μέγεθος της συμφωνίας.

Στις περισσότερες συγχωνεύσεις, η εξαγοράζουσα εταιρεία αγοράζει μετοχές ή τα περιουσιακά στοιχεία του στόχου με μετρητά (for cash). Ωστόσο, σε περίπου 20 με 30% των εταιρικών συγχωνεύσεων που έχουν ολοκληρωθεί τα τελευταία είκοσι πέντε χρόνια, η εξαγοράζουσα εταιρεία ανταλλάσει μέρος του μετοχικού της κεφαλαίου για μετοχές ή περιουσιακά στοιχεία της εταιρείας στόχου. Οι μετοχές οι οποίες χρησιμοποιεί ως αντάλλαγμα η εξαγοράζουσα εταιρεία είναι σχεδόν πάντα νεοεκδιδόμενες, και ως εκ τούτου, οι μέτοχοι της εξαγοράζουσας επιχείρησης πρέπει να επικυρώσουν την απόκτηση της επιχείρησης-στόχου. Επειδή οι χρηματιστηριακές συναλλαγές συνήθως δεν ολοκληρώνονται ως tender offers, οι μέτοχοι της εταιρείας στόχου πρέπει να εγκρίνουν τη συμφωνία.

Ως tender offer ορίζεται ως μια προσφορά που γίνεται για να αγοράσει ένα μέρος ή το σύνολο των μετοχών σε μια επιχείρηση. Η προσφερόμενη τιμή είναι συνήθως υψηλότερη από την τιμή που έχει ορίσει μέχρι εκείνη τη στιγμή η αγορά.

Ο αριθμός των μετοχών που εκδίδει η απορροφούμενη επιχείρηση συμφωνείται ανάμεσα στις δύο εμπλεκόμενες επιχειρήσεις και μεγάλη σημασία παίζει η τιμή της μετοχής της εξαγοράζουσας επιχείρησης. Για παράδειγμα, εάν η σχέση ανταλλαγής είναι δύο, τότε αυτός που εξαγοράζει συμφωνεί να ανταλλάξει δύο μετοχές της δικιάς του επιχείρησης με μία της επιχείρησης στόχου. Η αναλογία που συμφωνείται ανάμεσα στις δύο επιχειρήσεις κατά κοινό κανόνα είναι μια αναλογία στην οποία οι μέτοχοι της επιχείρησης-στόχου συνήθως λαμβάνουν μια ουσιαστική πριμοδότηση σε σχέση με την τιμή που έχει ορίσει η αγορά για την επιχείρηση-στόχο.

Για να καταλήξουν σε συμφωνία οι δύο εμπλεκόμενες επιχειρήσεις για το ποσοστό ανταλλαγής, η εξαγοράζουσα εταιρεία συνήθως πρώτα προσφέρει στην επιχειρήσι-στόχο ένα σταθερό ποσό σε δολάρια για κάθε μετοχή-στόχο. Για παράδειγμα, ο **Hertzberg et al.** (1986) αναφέρει την απόκτηση της Associated Dry Goods από τα May Department Stores το 1986. Τα May stores πρότειναν να ανταλλάξουν \$66 για κάθε μία από τις 35.100.000 κοινές ονομαστικές μετοχές της επιχείρησης-στόχου (Associated Dry Goods). Εν τέλει ο αριθμός των μετοχών της εξαγοράζουσας επιχείρησης, οι οποίες ανταλλάχθηκαν για κάθε μετοχή της επιχείρησης-στόχου υπολογίστηκε με βάση την τιμή της μετοχής της εξαγοράζουσας επιχείρησης την ημερομηνία όπου ανακοινώθηκε η συμφωνία.

Εναλλακτικά, μπορεί να οριστεί η σχέση ανταλλαγής μεταξύ των δύο επιχειρήσεων με βάση την συνολική αξία των μετοχών της εξαγοράζουσας επιχείρησης. Προκειμένου να προχωρήσει η διαπραγμάτευση τόσο η επιχείρηση που εξαγοράζει όσο και η επιχείρηση-στόχος συνήθως προσλαμβάνουν μια επενδυτική τράπεζα προκειμένου να διασφαλισθεί και από τις δύο μεριές ότι η σχέση ανταλλαγής μεταξύ τους θα είναι δίκαια και δεν θα ευνοηθεί μία από τις δύο πλευρές σε αυτή τη φάση της διαπραγμάτευσης. Οι επενδυτικές τραπεζικές επιχειρήσεις που προσλαμβάνονται από την εταιρεία στόχο αξιολογούν ποικίλλες πληροφορίες, συμπεριλαμβανομένων των κερδών προκειμένου να καταλήξουν σε μια δίκαια τιμή που θα ανακοινώσουν στην εξαγοράζουσα επιχείρηση.

Εδώ αξίζει να σημειωθεί πως υπάρχουν πολλές προηγούμενες έρευνες που έχουν τεκμηριώσει τη σχέση μεταξύ κερδών και τιμών των μετοχών όπως οι **Ball και Brown** (1968), ο **Foster** (1977) και ο **Beaver et al.** (1979). Επιπλέον σε έρευνες της **DeAngelo** (1986, 1990) υπάρχουν αποδείξεις σε έγγραφα συγχώνευσης που τονίζουν τη σημασία των λογιστικών κερδών κατά την εκτίμηση της τιμής της μετοχής της εξαγοράζουσας επιχείρησης, ιδιαίτερα τα πιο πρόσφατα κέρδη. Αυτά τα γεγονότα δείχνουν ότι τα κέρδη της εξαγοράζουσας επιχείρησης μπορεί να έχουν σημαντική επίδραση στη σχέση ανταλλαγής. Επειδή η σχέση ανταλλαγής είναι αντιστρόφως ανάλογη με τη τιμή της μετοχής της εξαγοράζουσας εταιρείας, η εξαγοράζουσα εταιρεία έχει ένα κίνητρο ώστε να αύξησει τα λογιστικά της κέρδη πριν από τη συγχώνευση, προκειμένου να αυξήσει τη τιμή της μετοχής της.

Το κίνητρο των μάντζερς για να διαχειριστούν τα λογιστικά κέρδη προς τα πάνω φαίνεται να είναι αρκετά ισχυρά βάση των παραπάνω επιχειρημάτων αλλά ενδιαφέρον προκαλεί το γεγονός πως η εξαγοράζουσα επιχείρηση έχει καλούς λόγους ώστε να μην επιλέξει να εμπλακεί σε ενέργειες που έχουν σχέση με τη χειραγώγηση κερδών.

Η θεωρία αντιπροσωπεύσης αναφέρει ότι για να συμβεί η διαχείριση κερδών θα πρέπει το κόστος του να μην επιλέξει η διοίκηση να εμπλακεί με τέτοιου είδους ενέργειες να υπερβαίνει το κόστος των ενεργειών της διαχείρισης των κερδών. Οι **Watts και Zimmerman** (1986) προβλέπουν ότι η διαχείριση των κερδών είναι πλέον βιώσιμη σε εκείνες τις περιπτώσεις στις οποίες το κόστος του να μην εμπλακεί η επιχείρηση σε διαχείριση κερδών είναι ιδιαίτερα υψηλό. Μια τέτοια κατάσταση είναι όταν οι χρήστες των λογιστικών πληροφοριών είναι ανενημέρωτοι.

Στη περίπτωση των συγχωνεύσεων που χρηματοδοτούνται μέσω χρηματησιακών συναλλαγών αυτό δεν ισχύει καθώς η ομάδα διοίκησης της επιχείρησης - στόχου και το διοικητικό συμβούλιο έχουν τόσο τους πόρους όσο και την τεχνογνωσία ώστε να προσλάβουν λογιστές, ελεγκτές και επενδυτικές τράπεζες προκειμένου να αξιολογήσουν τις οικονομικές καταστάσεις της επιχείρησης που θέλουν να εξαγοράσει την επιχείρηση-στόχο. Ακόμη εδώ πρέπει να τονισθεί πως τα διευθυντικά στελέχη και το διοικητικό συμβούλιο της εταιρείας-στόχου και τα διευθυντικά στελέχη σκέφτονται σοβαρά το ενδεχόμενο πως μπορεί να βρεθούν με νομικές εκρεμότητες εάν δεν προστατεύσουν τα συμφέροντα των μετόχων της επιχείρησης τους κατά τη διάρκεια αυτής της συναλλαγής. Ως εκ τούτου, έχουν ισχυρά κίνητρα να εξασφαλίσουν ότι οι οικονομικές καταστάσεις του αγοραστή, συμπεριλαμβανομένων και των κερδών που εμφανίζει, είναι απαλλαγμένες από ενέργειες που αφορούν λογιστική χειραγώγηση.

Επειδή η εταιρεία-στόχος και οι σύμβουλοι της είναι αρκετά καλοί γνώστες και χρήστες των λογιστικών πληροφοριών, και είναι αρκετά πιθανό να είναι εξοικειωμένοι με τη διαχείριση κέρδων, η επιχείρηση που εξαγοράζει μπορεί να αποφασίσει ότι η πιθανότητα, η διοίκηση της επιχείρησης-στόχου να ανιχνεύσει τις ενέργειες που αφορούν τη διαχείριση κινδύνου είναι υψηλή. Το κόστος της ανιχνεύσης των ενεργειών αυτών μπορεί να αποδειχθεί κομβικό για την επιχείρηση που επιθυμεί να εξαγοράσει διότι η εταιρεία-στόχος μπορεί να απαιτήσει υψηλότερη αναλογία ανταλλαγής ή μέχρι και να απειληθεί να ακυρώσει τη συναλλαγή, εφόσον έχει ανιχνεύσει ενέργειες που αφορούν τη διαχείριση κερδών και έτσι τα κέρδη τα οποία δημοσιεύει δεν αντικατοπτρίζουν εντελώς την πραγματική της απόδοση. Λαμβάνοντας υπόψη αυτά τα ισχυρά αντικίνητρα για τη διαχείριση κερδών, οι μάνατζερς της απορροφούσας επιχείρησης μπορεί να επιλέξουν να μην χειραγωγήσουν τα κέρδη προς τα πάνω πριν την συγχώνευση.

Η διαχείριση κερδών, σε αντίθεση με την απάτη, περιλαμβάνει την επιλογή των λογιστικών διαδικασιών και εκτιμήσεων που είναι σύμφωνες και αποδεκτές με τις γενικά αποδεκτές λογιστικές αρχές (GAAP). Τέλος κάθε εξαγοράζουσα εταιρεία μπορεί

να χρησιμοποιήσει τη διαχείριση κερδών μέσα στα όρια των παραδεκτών λογιστικών διαδικασιών καθώς η επιχείρηση-στόχος δεν μπορεί να αποτρέψει τέτοιου είδους χειρισμούς από την μεριά της εξαγοράζουσας επιχείρησης.

Ωστόσο, φαίνεται λογικό να πιστεύει τόσο η επιχείρηση που επιθυμεί να εξαγοράσει όσο και η επιχείρηση-στόχος ότι η άλλη επιχείρηση θα εμπλακεί σε ενέργειες διαχείρισης κερδών προκειμένου να αυξήσουν τα κέρδη τους πριν από τη συγχώνευση κάτι το οποίο θα αναπροσαρμόσει την αναλογία ανταλλαγής μεταξύ των δύο επιχειρήσεων. Εάν η εξαγοράζουσα επιχείρηση δεν διαχειριζόταν τα κέρδη της όπως αναμένει η εταιρεία-στόχος θα καταλήξει να πληρώσει υψηλότερο συνολικό τίμημα για τη συγχώνευση. Τέλος ακόμη και εάν και οι δύο επιχειρήσεις αναμένουν πως η άλλη μεριά της συναλλαγής θα εμπλακεί σε διαχείριση κερδών και πάλι έχουν την υποχρέωση να ερευνήσουν για ενέργειες που αφορούν εκτεταμένη χειραγώγηση.

Μια συγχώνευση μεταξύ δύο επιχειρήσεων που ολοκληρώνεται μέσω χρηματηστηριακών συναλλαγών συνήθως ακολουθεί τρία βήματα: Πρώτον, τη διαπραγμάτευση των όρων της συναλλαγής, δεύτερον την επίτευξη συμφωνίας ανάμεσα στα εμπλεκόμενα μέρη και τρίτον την ολοκλήρωση της ανταλλαγής των μετοχών της εξαγοράζουσας επιχείρησης για τις μετοχές ή τα περιουσιακά στοιχεία της επιχείρησης-στόχου.

Αυτό που αξίζει να τονισθεί είναι πως οι πληροφορίες που αφορούν τα κέρδη ενσωματώνονται σχεδόν άμεσα στις τιμές των μετοχών. Ακόμη οι επενδυτικές τράπεζες χρησιμοποιούν τα προσωρινά- ενδιάμεσα κέρδη των επιχειρήσεων προκειμένου να αξιολογήσουν της τιμή των τίτλων των επιχειρήσεων και εν τέλη τη συγχώνευση την ίδια. Με βάση αυτά, η εξαγοράζουσα επιχείρηση έχει κίνητρο να χειραγωγήσει τα κέρδη που εμφανίζει πριν τη συγχώνευση. Επομένως, για να μεγιστοποιηθούν τα οφέλη από τη διαχείριση κερδών, η απορροφούσα εταιρεία θα πρέπει να χειραγωγήσει τα δημοσιευμένα κέρδη προς τα πάνω κατά τις περιόδους που αναμένεται ότι θα προβεί σε δημοσίευση των οικονομικών της καταστάσεων πριν από την ημερομηνία ανακοίνωσης της συγχώνευσης, ιδιαίτερα το πιο πρόσφατο τρίμηνο πριν από την ημερομηνία ανακοίνωσης της συγχώνευσης.

Η απορροφούσα επιχείρηση έχει κίνητρα ώστε να διαχειριστεί τα κέρδη έως ότου η συμφωνία συγχώνευσης επιτευχθεί και ανακοινωθεί και ως εκ τούτου σε εκείνη τη χρονική περίοδο (τρίμηνα), τα δημοσιευμένα αποτελέσματα είναι αρκετά πιθανό να υπόκεινται σε διαχείριση κερδών. Επιπλέον αξίζει να τονισθεί ότι η συγχώνευση μπορεί να αλλάξει σημαντικά το μέγεθος και τη διάρθρωση κεφαλαίων της επιχείρησης που εξαγοράζει την επιχείρηση- στόχο.

Οι **Erickson και Wang** (1999) παραθέτουν τα ακόλουθα αποτελέσματα στην έρευνα τους. Πρώτον, τα δεδουλευμένα του πρώτου τρίμηνου είναι υψηλότερα από αυτά των άλλων τριμήνων. Δεύτερον, τα δεδουλευμένα που παρατηρούνται το δεύτερο τρίμηνο δεν είναι στατιστικά διαφορετικά από αυτά του τρίτου. Τρίτον, το τέταρτο τρίμηνο παρουσιάζει τις χαμηλότερες τιμές σε δεδουλευμένα.

Ακόμη παρουσιάζουν αποδείξεις που ενδυναμώνουν τη θεωρία ότι οι εξαγοράζουσες επιχειρήσεις μπορεί να έχουν απροσδόκητα υψηλά δεδουλευμένα έως και τρία τρίμηνα πριν να ανακοινωθεί στο τύπο η πρόθεση εξαγοράς. Στη συνέχεια εντοπίζουν ένα θετικά σημαντικό συντελεστή συσχέτισης με βάση τον οποίο παραθέτουν πως, κατά τα τρίμηνα πριν από την ανακοίνωση της συγχώνευσης για πρώτη φορά, αλλά και στα τρίμηνα μεταξύ της ανακοίνωσης της συμφωνίας και της επίτευξης της συγχώνευσης, η απορροφούσα εταιρεία παρουσιάζει απροσδόκητα σημαντικά θετικά δεδουλευμένα εκείνες τις περιόδους.

Συνολικά, τα αποτελέσματα από την έρευνα των **Erickson και Wang** (1999) καταλήγουν στο γεγονός πως οι εξαγοράζουσες επιχειρήσεις διαχειρίζονται τα κέρδη προς τα πάνω πριν από τις εταιρικές συγχωνεύσεις. Τα αποτελέσματα αυτά είναι συνεπή και με τα αποτελέσματα της έρευνας των **Friedlan** (1994) και **Teoh et al.** (1998a), οι οποίοι βρίσκουν αποδείξεις για λογιστική εισοδηματική αύξηση πριν από IPOs. Τα παραπάνω αποτελέσματα συνάδουν επίσης και με τα αποτελέσματα των **Perry και Williams** (1994) που βρίσκουν αποδείξεις για διαχείριση των κερδών προς τα κάτω πριν από MBOs.

Επιπρόσθετα οι **Erickson και Wang** (1999) αποδεικνύουν πως οι μεταποιητικές επιχειρήσεις εμφανίζουν μεγαλύτερες απρόσμενες αυξήσεις στα αποθέματα τους ένα τρίμηνο πριν από την συγχώνευση. Αυτό το αποτέλεσμα είναι κάπως περίεργο καθώς οι αλλαγές στα αποθέματα που διακρατάει μια επιχείρηση είναι κάτι σχετικά εύκολο να ανιχνευθεί από εξωτερικούς παρατηρητές. Τέλος παραθέτουν πως οι εισοδηματικές αυξήσεις των δεδουλευμένων (income increasing accruals) σχετίζονται με τις αλλαγές στους εισπρακτέους λογαριασμούς που καταβάλλονται για μη-μεταποιητικές επιχειρήσεις. Το αποτέλεσμα αυτό υποδηλώνει ότι οι επιχειρήσεις παροχής υπηρεσιών αναβάλλουν τις δαπάνες προκειμένου να διαχειρισθούν τα δεδουλευμένα που σχετίζονται με το κεφαλαίο κίνησης.

Εδώ αξίζει να σημειωθεί πως οι **Erickson και Wang** (1999) εξετάζουν και τις εξαγοράζουσες επιχειρήσεις οι οποίες χρηματοδοτούν τις εξαγορές τους μέσω μετρητών. Στα αποτελέσματα που καταλήγουν είναι ότι οι επιχειρήσεις αυτές δεν αναφέρουν σημαντικά επίπεδα απροσδόκητων υψηλών εισοδηματικών

δεδουλευμένων κατά τη διάρκεια πριν τη συγχώνευσης. Συνολικά τα αποτελέσματα τους υποστηρίζουν ότι οι εξαγοράζουσες επιχειρήσεις που χρηματοδοτούν τις εξαγορές με μετρητά βιώνουν παρόμοιες αλλαγές στον τρόπο λειτουργίας τους τα προηγούμενα τρίμηνα πριν τη συγχώνευση και τέλος δεν παρουσιάζουν τόσο υψηλά επίπεδα απροσδόκητων εισοδηματικών δεδουλευμένων το ακριβώς προηγούμενο τρίμηνο πριν από τη συγχώνευση όπως και οι επιχειρήσεις που εξαγοράζουν μέσω έκδοσης νέων μετοχών.

Στη συνέχεια οι συγγραφείς χρησιμοποιούν δύο proxies για τα οικονομικά οφέλη που προκύπτουν από τη διαχείριση κερδών, το σχετικό μέγεθος της συναλλαγής και τοποσοστό διακράτησης μετοχών από την ομάδα διοίκησης (management ownership) της εξαγοράζουσας εταιρείας. Σε γενικές γραμμές, αν το μέγεθος της επιχείρησης-στόχου είναι σχετικά μικρό σε σύγκριση με το μέγεθος της απορροφούσας εταιρείας, τα οικονομικά οφέλη από την αύξηση των τιμών των μετοχών που έχουν προκύψει λόγω διαχείρισης κερδών θα είναι επίσης σχετικά μικρά. Έτσι τα κίνητρα να αυξήσει η εξαγοράζουσα επιχείρηση τα δημοσιευμένα κέρδη μειώνονται.

Αντιθέτως, εάν το μέγεθος του στόχου είναι μεγάλο σε σχέση με το μέγεθος της εξαγοράζουσας επιχείρησης, τα οικονομικά οφέλη που διακυβεύονται είναι μεγαλύτερου μεγέθους, κάτι το οποίο έχει ως αποτέλεσμα τα κίνητρα για να αυξήσει η εξαγοράζουσα τα κέρδη της πριν την εξαγορά εκτοξεύονται .

Οι πρώτοι δικαιούχοι της εξαγοράζουσας επιχείρησης που θα καρπωθούν τα οφέλη της διαχείρισης κερδών είναι οι μέτοχοι της απορροφούσας επιχείρησης. Ακόμη εδω αξίζει να τονισθεί πως αρκετά διευθυντικά στελέχη μπορεί να διακρατούν μεγαλύτερα ποσοστά από μια μεγάλη μερίδα μικρομετόχων. Τα οικονομικά κίνητρα που αντιμετωπίζουν οι μάντζερς-μετόχοι από τη διαχείριση κερδών είναι ιδιαίτερα σημαντικά, διότι με την έκδοση μετοχών που συνδέονται με την συγχώνευση απωλούν ένα κομμάτι του ελέγχου που είχαν πριν μιας και οι μετοχές τους μετά τη συγχώνευση αντικατοπτρίζουν ένα μικρότερο ιδιοκτησιακό μερίδιο.

Επιπλέον, οι μάντζερς έχουν διακριτική ευχέρεια πάνω στη λογιστική πολιτική που θα ακολουθήσει η επιχείρηση και είναι λογικό να αναμένουν ότι η διακριτική ευχέρεια θα σχετίζεται θετικά με το επίπεδο της ιδιοκτησίας. Εδώ αξίζει να τονισθεί πως οι συγγραφείς του άρθρου ορίζουν το management ownership ως το ποσοστό των μετοχών της απορροφούσας εταιρείας που εκκρεμούν που συνδέεται άμεσα και ανήκει στη διοίκηση ή σε μέλη του διοικητικού συμβουλίου μέχρι το έτος πριν από τη συγχώνευση.

Σε γενικές γραμμές, τα αποτελέσματα παρέχουν υποστήριξη για το συμπέρασμα ότι η διαχείριση των κερδών πριν από την συγχώνευση σχετίζεται άμεσα με τα οικονομικά οφέλη που προκύπτουν από μια τέτοια συμπεριφορά.

Παρόμοια με τις εξαγοράζουσες επιχειρήσεις, οι επιχειρήσεις- στόχοι μπορεί επίσης να έχουν κίνητρά να αυξήσουν τα κέρδη πριν από τη συγχώνευση, σε μια προσπάθεια να αυξηθεί η τιμή της συναλλαγής. Εδώ όμως τεράστιο ενδιαφέρον προκαλεί η χρονική στιγμή της εξαγοράς και τα συμπεράσματα γύρω από αυτή. Αρχικά μπορεί αυτός που έχει σκοπό να εξαγοράσει να μπορεί να προσδιορίσει και το χρόνο της απόκτησης του στόχου, στον αντίποδα όμως η εταιρεία-στόχος συνήθως αγνοεί την ύπαρξη αυτού του σεναρίου μέχρις ότου η εξαγοράζουσα εταιρεία ξεκινήσει τις διαπραγματεύσεις. Σύμφωνα με τις εκτιμήσεις των **Erickson και Wang**, η συγχώνευση συνήθως ανακοινώνεται ότι ξεκινάει διαπραγματεύσεις και ολοκληρώνονται σε μικρότερο χρονικό διάστημα από ένα τρίμηνο με αποτέλεσμα στις περισσότερες συγχωνεύσεις η επιχείρηση-στόχος να μην έχει αρκετό χρόνο για να χειραγωγήσει τα κέρδη της πριν από τη συγχώνευση.

Τέλος η ανάλυσή των συγγραφέων δείχνει ότι η λογιστική χειραγωγή των δεδουλευμένων της εξαγοράζουσας επιχείρησης πριν από τη συγχώνευση σχετίζεται θετικά με το σχετικό μέγεθος της συμφωνίας .

8.5 - Οι αρχικές δημόσιες εγγραφές και η διαχείριση κερδών.

Η διαδικασία της αρχικής δημόσιας εγγραφής (IPO) είναι ιδιαίτερα επιδεικτική στη διαχείριση κερδών προσφέροντας στους επιχειρηματίες, τόσο τα κίνητρα όσο και τις ευκαιρίες για τη διαχείριση κερδών. Υπάρχει μεγάλη ασυμμετρία πληροφόρησης μεταξύ των επενδυτών και των εκδοτών κατά τη χρονο της προσφοράς. Ο **Rao** (1993) αναφέρει ότι δεν υπάρχει σχεδόν καμία κάλυψη από τα μέσα μαζικής ενημέρωσης για τις επιχειρήσεις κατά τα έτη πριν από τη δημόσια εγγραφή. Αυτή η σπανιότητα των πληροφοριών σχετικά με τον εκδότη αναγκάζει τους επενδυτές να στηρίζονται σε μεγάλο βαθμό στο ενημερωτικό δελτίο (prospectus), το οποίο μπορεί να περιέχει οικονομικές καταστάσεις έως και τρία έτη πίσω.

Εάν οι επενδυτές δεν είναι σε θέση να κατανοήσουν πλήρως την έκταση στην οποία οι επιχειρήσεις που εμπλέκονται με IPOs επιδίδονται σε διαχείριση κερδών, χρησιμοποιώντας κέρδη τόσο από το παρελθόν ή το μέλλον, το αποτέλεσμα που θα

προκύπτει είναι ότι τα υψηλά κέρδη που δημοσιεύει η επιχείρηση θα μεταφραστούν άμεσα σε μια υψηλότερη τιμή προσφοράς. Όμως η εταιρεία αντιμετωπίζει επίσης ένα κίνητρο για να εκτοξεύσει τα κέρδη της αμέσως μετά τη δημόσια εγγραφή, προκειμένου να καταφέρει να διατηρήσει μια υψηλή τιμή καθώς οι επιχειρηματίες μπορεί να επιθυμούν να πωλήσουν ορισμένα από τα προσωπικά τους αξιόγραφα στη δευτερογενή αγορά αμέσως μετά το τέλος της περιόδου όπου τα αξιόγραφα δεν μπορούν να διαπραγματευθούν (lock-up period).

Μετά έναρξη της διαπραγμάτευσης, οι αναλυτές προσπαθούν να καλύψουν τις προβλέψεις τους σχετικά με την τιμή της μετοχής. Προκειμένου να καταφέρουν οι αναλυτές να κρατήσουν την τιμή της μετοχής στα ίδια επίπεδα και να μην υπάρξει πτώση, οι αναλυτές από την ανάδοχη επενδυτική τραπεζική που εγγυάται την επιτυχία της IPO βρίσκονται υπό πίεση ώστε να κάνουν τις πιο ευνοϊκές προβλέψεις για τα κέρδη της επιχείρησης.

Με τη σειρά της, η επιχείρηση που κάνει την IPO έχει πίεση προκειμένου να κατορθώσει να φτάσει τις προβλέψεις των αναλυτών στη δευτερογενή αγορά για τη διασφάλιση τη φήμης και τη αξιοπιστίας της προσφοράς, να διατηρήσει την καλή θέληση των επενδυτών καθώς και για να αποφύγει αγωγές από δυσαρεστημένους μετόχους μετά από ένα έλλειμμα που θα εμφανιστεί λόγω των αρκετά χαμηλών κερδών που θα εμφανιστούν μετά την IPO.

Παρόλ' αυτά τα κέρδη τα διαχειρίζονται οι μάνατζερς μόνο όταν προκύπτουν ευκαιρίες που τους το επιτρέπουν. Ένα βασικό όριο στην διακριτική ευχέρεια των επιχειρήσεων είναι η απαίτηση των GAAP ότι οι εκθέσεις που αφορούν την οικονομική τους κατάσταση και παρουσιάζονται στο ενημερωτικό δελτίο (prospectus) θα πρέπει να ελέγχονται από μια εξωτερική λογιστική-ελεγκτική εταιρεία η οποία θα έχει ως ρόλο να ελέγξει τη συμμόρφωση των οικονομικών καταστάσεων με τις γενικά αποδεκτές λογιστικές αρχές (GAAP). Το λογιστικό σύστημα που βασίζεται στα δεδουλευμένα και ουσιαστικά επιβάλλεται από το GAAP επιτρέπει στις επιχειρήσεις να προβούν σε προσαρμογές για τα κέρδη που εμφανίζουν οι επιχειρήσεις κατά την υποβολή εκθέσεων.

Οι μάνατζερς έχουν διακριτική ευχέρεια όσον αφορά την αναγνώριση τόσο για το χρονοδιάγραμμα όσο και για τα ποσά των εσόδων και εξόδων. Τα δεδουλευμένα εν ολίγοις υποτίθεται ότι αντιπροσωπεύουν τις υποκείμενες επιχειρηματικές συνθήκες της επιχείρησης με μεγαλύτερη ακρίβεια.

Αυτό που αξίζει να σημειωθεί είναι όταν οι επιχειρηματίες έχουν την ευχέρεια να διαχειρισθούν τα δεδουλευμένα είναι δύσκολο για τους επενδυτές να αξιολογήσουν εάν τα κέρδη που έχουν δημοσιευθεί σε μια δεδομένη χρονική περίοδο ανταποκρίνονται στη πραγματικότητα ή είναι παραπλανητικά.

Επιπρόσθετα, οι Accounting Principles Board Opinions 20 επιτρέπουν στις IPO επιχειρήσεις να μεταβάλλουν τις λογιστικές επιλογές τους αναδρομικά για όλες τις οικονομικές καταστάσεις που παρουσιάζονται στο ενημερωτικό φυλλάδιο. Αυτό δίνει στους εκδότες εξαιρετικές ευκαιρίες ώστε να δείξουν τα έτη πριν την έκδοση μια αύξηση στα δημοσιευμένα κέρδη. Σχετικά με τα παραπάνω έντονο φόβο αντιμετωπίζουν από την πλευρά τους οι επενδυτικές τράπεζες, οι ελεγκτές και οι επιχειρηματίες καθώς φοβούνται μήπως γίνουν στόχοι των αγωγών. Ως αποτέλεσμα το γεγονός αυτό περιορίζει τις ενέργειες των επιχειρήσεων που αφορούν τη διαχείριση κερδών. Επιπλέον αξίζει να τονισθεί πως ο ελεγκτής είναι υπεύθυνος μόνο για να διασφαλίσει ότι οι οικονομικές καταστάσεις είναι σύμφωνες με τις γενικές αποδεκτές λογιστικές αρχές, και όχι ότι οι οικονομικές καταστάσεις απεικονίζουν με ακρίβεια την κατάσταση της επιχείρησης.

Τέλος, ένα πρόσθετο εμπόδιο για τη διαχείριση κερδών προέρχεται από τις ανησυχίες των επιχειρηματιών σχετικά με το γεγονός πως οι IPO επιχειρήσεις που είναι πιο συντηρητικές στις οικονομικές τους καταστάσεις εμφανίζονται οριακά πιο πιθανόν να επιστρέψουν στις χρηματιστηριακές αγορές για μια SEO. Έτσι, μια βελτιωμένη ικανότητα άντλησης κεφαλαίων στο μέλλον θα μπορούσε να είναι είτε ένα άμεσο είτε ένα έμμεσο όφελος για τις επιχειρήσεις που διαχειρίζονται τα κέρδη που εμφανίζουν στις IPO.

Έπειτα οι **Teoh, Welch and Wong** (1998) χωρίζουν τα συνολικά δεδουλευμένα σε τρέχοντα και μακροπρόθεσμα. Τα τρέχοντα αποτελούνται από βραχυπρόθεσμα περιουσιακά στοιχεία και υποχρεώσεις. Ο ρόλος τους είναι να υποστηρίξουν τις καθημερινές λειτουργίες της επιχείρησης. Ακόμη οι μάνατζερς μπορούν να επέμβουν και να αυξήσουν τα τρέχοντα δεδουλευμένα, για παράδειγμα μέσω της αναγνώρισης εξόδων, μέσω της χαμηλής πρόβλεψης για επισφαλείς χρεώστες ή μέσω αναβολής της αναγνώρισης εξόδων όταν γίνεται μεταβίβαση μετρητών στους προμηθευτές. Οι προσαρμογές που αφορούν τα μακροπρόθεσμα δεδουλευμένα, μπορεί να αυξηθούν με την επιβράδυνση των αποσβέσεων, μειώνοντας τους αναβαλλόμενους φόρους ή μέσω αναγνώρισης ασυνήθιστα κέρδη.

Δεν αποτελεί έκπληξη το γεγονός πως οι επιχειρήσεις δεν είναι πρόθυμες να δημοσιοποιήσουν τις προσαρμογές που έχουν κάνει σε δεδουλευμένα, που

αντικατοπτρίζουν τις επιθυμίες τους για μια βραχυπρόθεσμη αύξηση της τιμής της μετοχής παρά το γεγονός πως η οικονομική πραγματικότητα είναι ότι υπάρχει αναντιστοιχία μεταξύ των πραγματικών λογιστικών γεγονότων και της χρονικής στιγμής παρουσίασης των εισροών και εκροών. Έτσι, είναι δύσκολο για τους επενδυτές να συμπεράνουν τι μέρος των δεδουλευμένων είναι διακριτικό και αποσκοπεί σε χειραγώγηση από τη μεριά της διοίκησης.

Για να συνοψίσουμε, τα δεδουλευμένα αναλύονται σε τέσσερις συνιστώσες: διακριτικά και μη διακριτικά τρέχοντα δεδουλευμένα, και διακριτικά και μη διακριτικά μακροπρόθεσμα δεδουλευμένα. Ακόμη οι αντικανονικές αρνητικές μετά-IPO αποδόσεις δεν θα είχαν παρατηρηθεί εάν οι χρηματιστηριακές αγορές ήταν πλήρως αποτελεσματικές και υπήρχε το σωστό μοντέλο το οποίο να υπολογίζει τις αναμενόμενες αποδόσεις .

Στη συνέχεια τα στοιχεία που προκύπτουν από την έρευνα των **Teoh, Welch and Wong** (1998) είναι συνεπή με τη λογική ότι οι χρηματιστηριακές αγορές για τις IPO επιχειρήσεις χρησιμοποιούν κάποιες αλλά όχι όλες τις διαθέσιμες πληροφορίες για τα κέρδη από τις οικονομικές καταστάσεις. Επιπλέον υποστηρίζουν πως οι μάνατζερς προσαρμόζουν τα δεδουλευμένα ώστε να εκμεταλλευτούν την ευπιστία της αγοράς, αλλά δεν αποδεικνύουν ότι οι μάνατζερς σκόπιμα το πράττουν.

Το τελικό δείγμα των **Teoh, Welch and Wong** (1998) αποτελείται από 1649 IPO επιχειρήσεις. Επιπρόσθετα έντονο ενδιαφέρον παρουσιάζουν τα ευρήματα που προκύπτουν από τη συγκεκριμένη έρευνα. Οι ταμειακές ροές από λειτουργικές δραστηριότητες είναι σε χαμηλά επίπεδα την χρονιά της έκδοσης και αυξάνονται μονοτονικά μέχρι το έκτο έτος. Ακόμη το αποτέλεσμα αυτό είναι συνεπές με το γεγονός οι μάνατζερς διαχειρίζονται τα δεδουλευμένα με σκοπό να παρουσιάσουν αυξημένα κέρδη τη χρονιά της έκδοσης. Έπειτα υπάρχουν αποδείξεις που συνάδουν με το μοντέλο signaling κάτι το οποίο έχει υποστηρίξει και ο **Welch** (1989). Η θεωρία αυτή εξηγεί γιατί υπάρχει πτώση των τιμών των επιχειρήσεων μετά τις IPO.

Αυτή η έρευνα εξετάζει τη σχέση που υπάρχει μεταξύ της μακροπρόθεσμης απόδοσης για τις επιχειρήσεις που εμπλέκονται με IPO και τη διαχείριση κερδών. Οι αποδείξεις που εντοπίζουν οι **Teoh, Welch and Wong (1998)** είναι ότι τα διακριτικά τρέχοντα δεδουλευμένα τα οποία υπόκεινται σε έλεγχο από την ανώτατη διοίκηση είναι αρκετά υψηλά το χρονικό διάστημα γύρω από την IPO, σε σχέση με επιχειρήσεις που δεν εμπλέκονται σε εκδόσεις. Αυτή η έρευνα παραθέτει ότι επιχειρήσεις που έχουν πολύ υψηλά διακριτικά δεδουλευμένα κατά τη διάρκεια της IPO, έχουν πολύ χαμηλή απόδοση (όσον αφορά τη τιμή της μετοχής) για τα επόμενα τρία έτη μετά την

έκδοση. Εάν τώρα προχωρήσουν οι συγγραφείς σε διάκριση μεταξύ των περιπτώσεων (επιθετική, συντηρητική και δύο κατηγορίες οι οποίες αναφέρονται στο μέσο όρο των περιπτώσεων) και η επιχείρηση είναι στο τεταρτημόριο που εμπλέκονται οι επιθετικές τότε οι μάντζερς με τις ενέργειες στις οποίες προέβησαν οδήγησαν την επιχείρηση σε κατάσταση που σύμφωνα με τους συγγραφείς θα βιώσει κατά μέσο 15 με 30 % χαμηλότερη απόδοση για τα επόμενα τρία έτη από ότι θα εάν ήταν στο τεταρτημόριο που βρίσκονται οι πιο συντηρητικές IPOs.

Αυτό που προκαλεί έντονο ενδιαφέρον είναι ότι οι επιχειρήσεις οι οποίες θεωρούνται ότι ανήκουν στο τεταρτημόριο με τις πιο συντηρητικές έχουν 20% περισσότερη πιθανότητα να ξαναγυρίσουν στις χρηματιστηριακές αγορές προκειμένου να αντλήσουν κεφάλαια μέσω μιας SEO για τα επόμενα πέντε έτη μετά την έκδοση της IPO.

Με βάση όλα τα παραπάνω, το αποτέλεσμα που μπορεί κανείς εύκολα να διακρίνει είναι ότι οι επενδυτές δύσκολα μπορούν να διακρίνουν τις επιλογές που κάνουν οι μάντζερς αναφορικά με τα κέρδη. Ο λόγος έγκειται στο γεγονός πως οι επενδυτές βασίζονται κυρίως στις πληροφορίες που αναφέρονται στα δημοσιευμένα κέρδη και εάν μετά την IPO, η τιμή της μετοχής πέσει τότε δείχνουν να απογοητεύονται και μαζί με αυτούς και απογοητεύεται και η αγορά η ίδια.

8.6 - Τα μέσα ενημέρωσης και η σχέση τους με τη διαχείριση κερδών πριν από αυτές τις χρηματιστηριακές δραστηριότητες.

Τα μέσα ενημέρωσης διαδραματίζουν ένα πολύ σημαντικό ρόλο στην παραγωγή και τη διάδοση των πληροφοριών κατά τη διάρκεια εκδόσεων (πχ SEOs) και ειδικότερα στις αρχικές δημόσιες προσφορές (εφεξής IPOs). Σύμφωνα με τους **Barber and Odean** (2008) και **Tetlock** (2007), τα μέσα ενημέρωσης μπορεί να επηρεάσουν την ψυχολογία των επενδυτών και να ασκήσουν μια αγοραστική πίεση στις επιχειρήσεις που τραβούν την προσοχή των καναλιών και βρίσκονται στο επίκεντρο εκείνο το χρονικό διάστημα.

Επιπλέον πολύ σημαντική λειτουργία των μέσων ενημέρωσης είναι ότι μπορούν επίσης να χρησιμεύσουν ως ένα εξωτερικό μηχανισμό παρακολούθησης σύμφωνα με την έρευνα των **Dyck and Zingales** (2002) και **Dyck et al.** (2008). Ο λόγος είναι ότι

έχουν την δυνατότητα να μειώσουν την ασυμμετρία πληροφόρησης και να διευκολύνουν το σχηματισμό γνώμης από επενδυτές που μπορεί να μην έχουν την απαιτούμενη γνώση για τις επιχειρήσεις που πρόκειται να εισαχθούν στο χρηματιστήριο σύμφωνα και με την έρευνα των **Pollock and Rindova**, (2003) και **Rodgers et al.** (2013).

Ως εκ τούτου, αυτό που έχει πολύ μεγάλη σημασία ώστε να μειωθεί η ασυμμετρία πληροφόρησης μεταξύ των επιχειρήσεων που προβαίνουν σε εκδόσεις τίτλων και των επενδυτών είναι η φύση των ειδήσεων που προβάλλουν τα μέσα ενημέρωσης. Η φύση των ειδήσεων χωρίζεται σε δύο κατηγορίες: τις ενημερωτικές και τις μη ενημερωτικές (informative & uninformative). Έντονο ενδιαφέρον παρουσιάζουν σύμφωνα με τους **Schrand and Verrecchia** (2005) οι ενημερωτικές πληροφορίες. Τις ορίζουν λοιπόν ως δημόσιες ειδήσεις που παρέχουν πληροφορίες σχετικά με τις λειτουργικές, επενδυτικές και χρηματοδοτικές δραστηριότητες της επιχείρησης και είναι ως εκ τούτου πολύ σημαντικές πληροφορίες για τους επενδυτές πριν από την έκδοση.

Στο ίδιο μήκος κύματος, πρόσφατη έρευνα των **Ahern and Sosyura** (2014) παραθέτει πως οι μάνατζερς έχουν κίνητρα για να διαχειριστούν τα μέσα ενημέρωσης κατά τη διάρκεια σημαντικών εταιρικών γεγονότων. Επιπρόσθετα σύμφωνα με αρκετές έρευνες όπως των **Ducharme et al.** (2001), **Kim and Park** (2005), **Rangan** (1998) και **Teoh et al.** (1998a, b), οι μάνατζερς διακατέχονται από κίνητρα ώστε να διαχειριστούν τα κέρδη για την προσέλκυση επενδυτών προκειμένου να καταστήσουν επιτυχημένες τις εκδόσεις τους πχ IPOs, SEOs.

Σε μια προσπάθεια να μειωθεί η ασύμμετρη πληροφόρηση για τις επιχειρήσεις που είναι έτοιμες να εισαχθούν στο χρηματιστήριο και τους δυνητικούς επενδυτές, οι μάνατζερς υποχρεούνται να παρέχουν λεπτομερείς πληροφορίες σχετικά με την οικονομική κατάσταση της επιχείρησής τους στο ενημερωτικό φυλλάδιο (prospectus) σύμφωνα με τους **Beatty and Welch** (1996), **Guo et al.** (2004), **Weiss, Hanley and Hobeng** (2010). Οι επιχειρήσεις έχουν άλλη μια επιλογή προκειμένου να μειώσουν την ασυμμετρία πληροφόρησης και αυτή είναι να αποφασίσουν να ανταποκριθούν στα αιτήματα των μέσων ενημέρωσης και να δώσουν πληροφορίες οι οποίες θα δημοσιοποιηθούν στο κοινό μέσω αυτών.

Σε σχέση με τα παραπάνω η άποψη των **Chahine, Mansi και Mazboudi** (2015) είναι πως οι μάνατζερς θα ανταποκριθούν στρατηγικά στα αιτήματα των μέσων ενημέρωσης για παροχή πληροφοριών πριν από τη διάθεση των μετοχών τους, προκειμένου να σηματοδοτήσουν το είδος της επιχείρησής τους και να διαφοροποιηθούν από τους υπόλοιπους. Σύμφωνα με την υπόθεση της σηματοδότησης (signaling hypothesis), μια

«καλή» εταιρεία (που δεν διαχειρίζεται τα κέρδη της) μπορεί να διακρίνει μια «κακή» επιχείρηση η οποία διαχειρίζεται τα κέρδη της, στέλνοντας ένα αξιόπιστο σήμα στην αγορά για την ποιότητά της προς τους επενδυτές όπως έχουν υποστηρίξει άλλωστε και οι **Leland and Pyle** (1977), **Miller and Rock** (1985), **Ross** (1977) και **Spence** (1973). Το σήμα θα είναι αξιόπιστο εάν οι επιχειρήσεις οι οποίες διαχειρίζονται τα κέρδη τους επιλέξουν να μην μιμηθούν τις «καλές» επιχειρήσεις και έτσι δεν αποστείλουν το ίδιο σήμα. Στο ίδιο μήκος κύματος ο **Spence** (1973) αποδεικνύει ότι αν το κόστος του σήματος είναι υψηλότερο για τις επιχειρήσεις που διαχειρίζονται τα κέρδη τους από ότι για τις επιχειρήσεις που δεν εμπλέκονται σε τέτοιου είδους ενέργειες τότε οι επιχειρήσεις που επιδίδονται σε ενέργειες διαχείρισης κερδών μπορεί να μην θεωρήσουν ότι αξίζει τον κόπο να μιμηθούν τις «καλές» επιχειρήσεις καθιστώντας έτσι το σήμα αυτό αξιόπιστο.

Άρα οι επιχειρήσεις οι οποίες διαχειρίζονται τα κέρδη τους είναι λιγότερο πιθανό να δώσουν ενημερωτικές ειδήσεις στα μέσα ενημέρωσης καθώς φοβούνται μήπως αποκαλυφθούν οι ενέργειες που αφορούν το φαινόμενο της διαχείρισης κερδών. Εδώ αξίζει να σημειωθεί πως οι επιχειρήσεις που διαχειρίζονται τα κέρδη τους μπορούν να επωφεληθούν άμεσα από αυτό το κενό πληροφόρησης μεταξύ αυτών και των επενδυτών πριν από τη διάθεση των μετοχών τους. Ακόμη επωφελούνται και μέσα από την έλλειψη ανταπόκρισης στα αιτήματα των δημοσιογράφων για παροχή συγκεκριμένων πληροφοριών σχετικών με την απόδοση της επιχείρησής τους καθώς διατηρούν ένα περιβάλλον το οποίο δεν παρέχει ουσιαστικές πληροφορίες προς τους επενδυτές και αποσκοπούν να διαθέσουν τις μετοχές της επιχείρησής τους σε υψηλότερα επίπεδα από ότι πραγματικά της τιμολογεί η ίδια η αγορά. Το πρόβλημα με αυτού του είδους τις πληροφορίες είναι ότι μπορούν να επηρεάσουν το επενδυτικό κλίμα και να δημιουργήσουν μια προκατάληψη στις προσδοκίες των επενδυτών για τις ακόλουθες αποδόσεις των χρεογράφων σύμφωνα με τους **Bhattacharya et al.** (2009), **Cook et al.** (2006) και **Mullainathan et al.** (2008).

Το δείγμα με το οποίο εργάζονται στην έρευνά τους οι **Chahine, Mansi και Mazboudi** (2015) αποτελείται από 226 αμερικάνικες εκδόσεις από το 1990 έως το 2009 για τις οποίες διαθέτουν σημαντικές πληροφορίες μέχρι και 90 ημέρες πριν από την ημερομηνία της προσφοράς. Οι **Chahine, Mansi και Mazboudi** (2015) εντοπίζουν μια αρνητική σχέση μεταξύ των μέσων ενημέρωσης και της διαχείρισης κερδών, κάτι το οποίο το εντόπισαν με μετρήσεις διακριτικών δεδουλευμένων κατά τη διάρκεια του έτους πριν από την ημερομηνία της έκδοσης. Επίσης εντόπισαν ότι ενέργειες που αφορούν την αναθεώρηση και την υποτιμολόγηση των τιμών σε μία έκδοση συσχετίζονται θετικά με τη διαχείριση κερδών και τα μέσα ενημέρωσης. Επιπλέον, η

μακροχρόνια απόδοση της μετοχής (δηλαδή πάνω ένα και δύο έτη μετά το γεγονός) σχετίζεται αρνητικά με τη διαχείριση κερδών και τα μέσα ενημέρωσης.

Στο ίδιο μήκος κύματος οι συγγραφείς διαπιστώνουν ότι η επίδραση της διαχείρισης των κερδών σε σχέση με τις επιδόσεις της έκδοσης ενισχύεται (μειώνεται) με ανενημερωτικές (ενημερωτικές) ειδήσεις γεγονός που υποδηλώνει ότι οι μάνατζερς μπορούν να επωφεληθούν καιροσκοπικά τόσο από πρακτικές διαχείρισης κερδών όσο και από τα μέσα ενημέρωσης που δημοσιεύσουν ανενημερωτικές ειδήσεις προκειμένου να μεγιστοποιήσουν τα έσοδα από τις εκδόσεις τους.

Ακολούθως διαιρούν τις ενημερωτικές ειδήσεις σε ποσοτικές ειδήσεις (π.χ., ειδήσεις που αφορούν τα κέρδη) και ποιοτικές ειδήσεις και εντοπίζουν ότι η αρνητική σχέση με τη διαχείριση κερδών είναι μεγαλύτερη στην περίπτωση των ποσοτικών ειδήσεων. Η απόδειξη αυτή είναι συνεπής με τη signaling hypothesis, γεγονός που υποδηλώνει ότι οι επιχειρήσεις που δεν διαχειρίζονται τα κέρδη τους θα σηματοδοτήσουν την ποιότητά τους στα μέσα μαζικής ενημέρωσης για να διαφοροποιηθούν από τις υπόλοιπες επιχειρήσεις που εμπλέκονται με τη διαχείριση κερδών πριν από τα γεγονότα (SEO, IPO).

Η συγκεκριμένη έρευνα συμβάλλει στην υπάρχουσα βιβλιογραφία με τους ακόλουθους τρόπους: κατ' αρχάς, είναι η πρώτη που καταδεικνύει ότι η φύση των ειδήσεων που προβάλλονται από τα μέσα ενημέρωσης κατά τη χρονιά της έκδοσης μπορεί να χρησιμοποιηθεί ως μια στρατηγική σηματοδότησης (signaling) από τις επιχειρήσεις που εμπλέκονται σε εκδόσεις. Τα ευρήματά τους αποδεικνύουν πως η φύση των ειδήσεων των μέσων ενημέρωσης κατά το έτος της έκδοσης αντανακλά το βαθμό στον οποίο οι επιχειρήσεις έχουν διαχειρισθεί τα κέρδη τους κατά τη διάρκεια του έτους που προηγείται της έκδοσης.

Έπειτα οι ενημερωτικές ειδήσεις αποτελούν ένα σήμα που επικυρώνει ότι η επιχείρηση παρουσιάζει ακριβείς πληροφορίες, ενώ οι ανενημερωτικές (uninformative) ειδήσεις θα μπορούσαν να υποδηλώνουν ότι η επιχείρηση ίσως κρύβει πιθανές πρακτικές διαχείρισης κερδών. Ως εκ τούτου, τα αποτελέσματά αυτά υπογραμμίζουν τη σημασία της φύσης των ειδήσεων που εμφανίζονται από τα μέσα μαζικής ενημέρωσης κατά τη στιγμή της προσφοράς των ιδίων κεφαλαίων ως ένα μέσο για τους επενδυτές ώστε να προβλέψουν την ύπαρξη τυχόν οπορτουניσμού από την πλευρά των μάνατζερς. Με βάση τα παραπάνω η συγκεκριμένη έρευνα συμφωνεί με προηγούμενες μελέτες όπως του **Qi et al.** (2014) και του **Yu** (2008) που παραθέτουν πως τα μέσα μπορούν να χρησιμεύσουν ως εξωτερικός προειδοποιητής και, κατά συνέπεια, να μειώσουν την έκταση στην οποία οι επιχειρήσεις διαχειρίζονται τα κέρδη τους.

Δεύτερη συμβολή στη βιβλιογραφία αποτελεί ο ρόλος των μέσων ενημέρωσης στην τιμολόγηση των μετοχικών τίτλων κάτι που έχει αναφερθεί και σε προηγούμενες έρευνες όπως των **Ahern and Sosyura** (2014), **Fang and Peress** (2009), **Liu et al.** (2009) και **Tetlock** (2007). Τα αποτελέσματά της έρευνας των **Chahine ,Mansi and Mazboudi** (2015) επιβεβαιώνουν τα αποτελέσματα των μέσων μαζικής ενημέρωσης σχετικά με την τιμολόγηση των εκδόσεων.

Ένα σημείο που αξίζει να τονισθεί είναι πως σύμφωνα και με προηγούμενες έρευνες, οι επιχειρήσεις που εμπλέκονται με εκδόσεις έχουν την ικανότητα να φουσκώνουν την τιμή της μετοχής τους προσωρινά μέσω της διαχείρισης κερδών πριν από την έκδοση. Εάν οι αγοραστές καθοδηγούνται από τα κέρδη, χωρίς όμως να μπορούν να αντιληφθούν ότι τα κέρδη είναι φουσκωμένα από τη διοίκηση, τότε οι επενδυτές θα πληρώσουν υπεραξία, η οποία θα εξαφανιστεί σε λίγο καιρό καθώς δεν ανταποκρίνεται στην πραγματική κατάσταση της επιχείρησης και η αγορά θα αναπροσαρμόσει την τιμή της μετοχής με βάση την πραγματική απόδοση της επιχείρησης.

Στο ίδιο μήκος κύματος ο **Teoh et al.** (1998a) παραθέτει ότι οι επιχειρήσεις χρησιμοποιούν αυξητικά διακριτικά δεδουλευμένα με σκοπό να αυξήσουν τα κέρδη της επιχείρησης πριν από το γεγονός (SEO). Σε μια σχετική μελέτη, οι **Kim and Park** (2005) εντοπίζουν επίσης ότι οι επιχειρήσεις που εμπλέκονται σε SEOs και επιδίδονται σε διαχείριση κερδών εκδίδουν νέες μετοχές σε διογκωμένες τιμές. Επιπλέον ενδιαφέρον παρουσιάζει η έρευνα της **Ducharme et al.** (2004), όπου αποδεικνύει ότι η συχνότητα εμφάνισης των αγωγών που αφορούν τις προσφορές μετοχών και των ποσών διακανονισμού συσχετίζεται θετικά με τη διαχείριση κερδών γύρω από το γεγονός της έκδοσης και συσχετίζεται αρνητικά με τις αποδόσεις των μετοχών μετά την έκδοση.

Εν κατακλείδι τα αποτελέσματά εμφανίζουν την άποψη ότι ορισμένες επιχειρήσεις χειραγωγούν ευκαιριακά τα κέρδη τους προς τα πάνω πριν από τις εκδόσεις και έτσι καθιστούν τον εαυτό τους ευάλωτο σε δικαστικές διαμάχες. Εν ολίγοις, τα συμπεράσματα των μελετών αυτών είναι συνεπή με τη θεωρία αντιπροσώπευσης και φανερώνουν αντικρουόμενα συμφέροντα μεταξύ των μάνατζερς και των επενδυτών καθώς φανερώνουν ότι οι μάνατζερς ασχολούνται ευκαιριακά με ενέργειες διαχείρισης κερδών πριν από την προσφορά μετοχών προκειμένου να αυξήσουν τα έσοδα που θα αντλήσει η επιχείρηση μέσω των εκδόσεων και είναι άμεσα συνδεδεμένα με την τιμή της μετοχής της επιχείρησης.

Έπειτα οι **Healy και Palepu** (1995) παραθέτουν ότι οι αντιλήψεις των επενδυτών μιας επιχείρησης είναι σημαντικές για τους μάνατζερς της επιχείρησης που σκοπεύουν να

εκδώσουν τίτλους προκειμένου να αντλήσουν κεφάλαια ή προβούν σε κάποια εξαγορά-συγχώνευση μέσω χρηματιστηριακών αγορών. Ακόμη οι **Myers και Majluf** (1984) επισημαίνουν ότι αν το πρόβλημα της ασύμμετρης πληροφόρησης δεν μπορεί να επιλυθεί, τότε οι επιχειρήσεις θα επιδίδονται σε δημόσιες προσφορές μετοχών ή ομολογιών οι οποίες θα καταλήγουν να είναι δαπανηρές για τους υφιστάμενους μετόχους. Ως εκ τούτου, οι μάνατζερς οι οποίοι αναμένουν να κάνουν συναλλαγές με όρους κεφαλαιαγοράς έχουν κίνητρα ώστε να παρέχουν ενημερωτικές ειδήσεις για την άμβλυση του προβλήματος της ασύμμετρης πληροφόρησης, μειώνοντας έτσι το κόστος της επιχείρησης για εξωτερική χρηματοδότηση και αυξάνοντας έτσι τα έσοδα που θα αποκομίσει η επιχείρηση μέσα από αυτή τη διαδικασία.

Επιπλέον όσον αφορά αυτού του είδους τη συμβολή της μελέτης στην βιβλιογραφία, αρκετές εμπειρικές μελέτες εξετάζουν το ρόλο των μέσων ενημέρωσης στην τιμολόγηση των μετοχικών τίτλων. Για παράδειγμα οι **Pollock και Rindova** (2003) εξετάζουν τη κάλυψη των μέσων ενημέρωσης για 225 δημόσιες εγγραφές που πραγματοποιήθηκαν από το 1992. Θεωρούν λοιπόν ότι τα μέσα ενημέρωσης παρέχουν πληροφορίες, οι οποίες επηρεάζουν τη συμπεριφορά των επενδυτών και προσθέτουν το χαρακτήρα της εταιρικής νομιμότητας. Ως εκ τούτου, ελαχιστοποιεί τις πιθανότητες να μειωθεί η τιμή της μετοχής της επιχείρησης από ενέργειες που αφορούν τη διαχείριση κερδών. Σε μια παραπλήσια μελέτη, η **Liu et al.** (2009) μετράει τον αριθμό των άρθρων που έχουν δημοσιευθεί σε μέσα μαζικής ενημέρωσης πριν από τις ημερομηνίες των γεγονότων (εκδόσεων) και αποδεικνύει ότι όταν η αναθεώρηση των τιμών είναι θετική, τα περισσότερα άρθρα των μέσων συνδέονται με τη μείωση της τιμής της μετοχής.

Στο ίδιο μήκος κύματος, ο **Tetlock** (2007) εξετάζει το γλωσσικό περιεχόμενο των ειδήσεων των μέσων ενημέρωσης σχετικά με την απόδοση της χρηματιστηριακής αγοράς και βρίσκει μια αρνητική συσχέτιση μεταξύ της απαισιοδοξίας των μέσων ενημέρωσης και των τιμών των μετοχών. Ισχυρίζεται ότι το περιεχόμενο των μέσων ενημέρωσης αντανακλά την ψυχολογία των επενδυτών και συμβάλλει στην αποτελεσματικότητα της αγοράς. Επιπλέον οι **Barber και Odean** (2008) αποδεικνύουν ότι οι ιδιώτες επενδυτές τείνουν να αγοράζουν τίτλους- αξιόγραφα που βρίσκονται στην επικαιρότητα και αποδεικνύουν πως προσωρινά υπάρχει μια θετική πίεση των τιμών, η οποία και στη συνέχεια αντιστρέφεται. Τέλος, οι **Fang και Peress** (2009) βρίσκουν ότι οι τίτλοι – αξιόγραφα που καλύπτονται από μέσα ενημέρωσης έχουν χαμηλές μελλοντικές αποδόσεις. Με αυτό τον τρόπο επιβεβαιώνουν την επίδραση των μέσων μαζικής ενημέρωσης σχετικά με την τιμολόγηση των μετοχών και καταλήγουν στο

συμπέρασμα ότι, ακόμη και αν τα μέσα ενημέρωσης δεν προσφέρουν πραγματική ενημέρωση, βοηθούν στη μείωση της ασυμμετρίας της πληροφόρησης.

Δεν αποτελεί έκπληξη, το γεγονός πως οι επιχειρήσεις δεν είναι πρόθυμες να ενημερώσουν τους πιθανούς επενδυτές για ενέργειες που αφορούν τη διαχείριση κερδών και αντανακλά την επιθυμία των μάνατζερς για μια υψηλότερη βραχυπρόθεσμα τιμή της μετοχής. Σε αυτό το πλαίσιο, η **Schipper** (1989) υποστηρίζει ότι η απουσία πλήρους επικοινωνίας, μαζί με ασύμμετρη πληροφόρηση, καθιστά δυνατή για τους μάνατζερς τη διαχείριση κερδών. Επιπλέον σύμφωνα με τους **Dyck and Zingales** (2002), τα μέσα ενημέρωσης μπορούν επίσης να επηρεάσουν την δημόσια εικόνα και τη φήμη των μάνατζερς και ουσιαστικά να επηρεάσουν εν μέρει τη συμπεριφορά τους. Ένα στοιχείο που πρέπει να τονισθεί είναι πως τα μέσα ενημέρωσης αναπαράγουν ειδήσεις που προέρχονται από διάφορες πηγές, συμπεριλαμβανομένων των αναλυτών, ελεγκτών μέχρι και της ίδιας της επιχείρησης που θα προβεί στην έκδοση τίτλων. Υπάρχουν βέβαια περιπτώσεις όπου τα μέσα ενημέρωσης βάζουν δικούς τους δημοσιογράφους προκειμένου να κάνουν τις δικές τους έρευνες για τις επιχειρήσεις στο χρηματιστήριο. Επομένως, προκειμένου μια επιχείρηση να δείξει πως δεν έχει εμπλακεί σε ενέργειες για διαχείριση κερδών και ουσιαστικά να σηματοδοτήσει την ποιότητά της σε δυνητικούς επενδυτές θα είναι πιο πρόθυμη να απαντήσει σε δημοσιογράφους των μέσων ενημέρωσης. Αυτό οδηγεί στην διοχέτευση περισσότερων πληροφοριών στην αγορά για την επιχείρηση που ετοιμάζεται να προβεί σε έκδοση.

8.7 - Οι μη αναμενόμενες αλλαγές ανώτατης διοίκησης

8.7.1 - Εισαγωγή

Τεράστιο ενδιαφέρον προκαλούν στους ερευνητές οι αλλαγές της ανώτατης διοίκησης (CEOs changes). Υπάρχουν αποδείξεις που παραθέτουν με ακρίβεια τη διαδικασία αλλαγής της ανώτατης διοίκησης . Επιπλέον είναι ξεκάθαρα τα κίνητρα τα οποία οδηγούν τους μάνατζερς στη διαχείριση κερδών πριν, κατά τη διάρκεια και μετά από μια αλλαγή στην ανώτατη διοίκηση. Στη συνέχεια, η **DeAngelo** (1988) παρουσιάζει αποδείξεις πως το φαινόμενο της διαχείρισης κερδών είναι έντονο σε διαγωνισμούς διαμεσολάβησης ή σε περιπτώσεις που τα ανώτατα στελέχη απειλούνται να χάσουν τον έλεγχο της επιχείρησής τους. Ακόμη η **DeAngelo** (1988) εντοπίζει, ότι οι

επικείμενοι μάνατζερς χρησιμοποιούν διακριτές λογιστικές επιλογές κατά τη διάρκεια του αγώνα μεσολάβησης για το ποιος θα είναι ο νέος CEO της επιχείρησης.

Μια χαρακτηριστική περίπτωση διαχείρισης κερδών εμφανίζεται από πολλούς επιτυχημένους διαδόχους στην εξουσία. Η επιλογή τους είναι να διαχειρισθούν τα κέρδη προς τα κάτω για τη χρονιά που ανέλαβαν τη διοίκηση και το επόμενο έτος να εμφανίσουν μέρος από τα περυσινά κέρδη. Με αυτό τον τρόπο, η νέα διοίκηση κατηγορεί την προηγούμενη, ότι δεν κατάφερε να σταθεί αντάξια των υποχρεώσεων που αντιμετώπιζε η επιχείρηση. Επιπλέον η νέα διοίκηση τονίζει πως τα αποτελέσματα τα οποία έχει χειραγωγήσει και εμφανίζονται καλύτερα από τα αποτελέσματα της προηγούμενης χρονιάς, οφείλονται στην ικανότητά της και ότι τα σημάδια βελτίωσης στην απόδοση της επιχείρησης είναι εμφανή.

Έπειτα, έρευνες από τους **Elliot and Shaw** (1988) καθώς και από τους **Strong and Meyer** (1987) και **Moore** (1973) παραθέτουν ισχυρή συσχέτιση μεταξύ μεγάλων διακριτικών διαγραφών σε περιουσιακά στοιχεία και αλλαγών στην ανώτατη διοίκηση. Όπως και στην πρώτη περίπτωση η αρχική βουτιά (Big bath) στα κέρδη επιτρέπει στη νέα ομάδα διοίκησης να αποδώσει τη χαμηλή απόδοση στους προηγούμενους μάνατζερς και ύστερα να εμφανίσει βελτιωμένη απόδοση.

Αυτό που παρατηρείται από τις δύο παραπάνω περιπτώσεις είναι ότι σε ορισμένες περιστάσεις που περιβάλλουν συγκεκριμένους τύπους αλλαγών ανώτατης διοίκησης, υπάρχουν έντονα κίνητρα τόσο για τους επερχόμενους όσο και για τους απερχόμενους μάνατζερς να λειτουργήσουν καιροσκοπικά.

8.7.2 - Διαχωρισμός αλλαγών ανώτατης διοίκησης.

Οι αλλαγές ανώτατης διοίκησης (CEO changes) χωρίζονται σε δύο κατηγορίες:

1. Συνηθισμένες- Σχεδιασμένες (routine)
2. Απρόσμενες – Ασυνήθιστες (nonroutine)

Όσον αφορά τη πρώτη κατηγορία, σύμφωνα με τον **Vancil** (1987) οι δομές της εταιρείας πραγματοποιούν μια ομαλή, προγραμματισμένη και καλά σχεδιασμένη αλλαγή ανώτατης διοίκησης εξού και η ονομασία τους. Έπειτα, ο **Vancil** (1987) ερευνά τη διαδικασία για τη διαδοχή στην εκτελεστική εξουσία σε μεγάλες επιχειρήσεις, οι οποίες διαπραγματεύονται στο χρηματιστήριο. Ο **Vancil** (1987) αποδεικνύει ότι στις

σχεδιασμένες αλλαγές CEO, η φήμη του προηγούμενου CEO εξαρτάται άμεσα από την πορεία του διαδόχου του. Σύμφωνα με τον συγγραφέα σε αυτές τις περιπτώσεις ο διάδοχος είναι γνωστός αρκετά έτη νωρίτερα. Παράλληλα η δύναμη και η εξουσία περνούν σταδιακά στα χέρια του διαδόχου και εν τέλει καταλήγει να γίνεται ο νέος CEO.

Ένα άλλο μοντέλο σχεδιασμένων αλλαγών, αποτελεί η κούρσα της διαδοχής. Στη συγκεκριμένη περίπτωση υπάρχουν αρκετοί πιθανοί διάδοχοι και γίνεται ένας δίκαιος διαγωνισμός, που θα καθορίσει στο τέλος ποιος είναι ο πλέον ικανός για να αναλάβει την ηγεσία της επιχείρησης.

Η επιλογή για το εάν θα χρησιμοποιηθεί το πρώτο ή το δεύτερο μοντέλο αφορά την κουλτούρα της επιχείρησης καθώς και το περιβάλλον που επικρατεί γύρω από τις αλλαγές σύμφωνα πάντα με τον **Vancil** (1987).

Τέλος, ο **Vancil** (1987) επικεντρώνεται σε αλλαγές όπου ο διάδοχος και ο προηγούμενος CEO έχουν τον ίδιο στόχο, ο οποίος δεν είναι άλλος από το να επιτύχει ο διάδοχος. Ο λόγος που έχουν τον ίδιο στόχο, έγκειται στο γεγονός πως εάν ο νέος CEO αποτύχει, αυτό αντανακλά αρνητικά στην κρίση και στις διοικητικές ικανότητες του προηγούμενου CEO, ο οποίος και πιθανότατα τον έχει επιλέξει. Επομένως στην κατηγορία αυτή παρατηρείται ελάχιστη σύγκρουση συμφερόντων μεταξύ του προηγούμενου και του επόμενου CEO, καθώς η διαδικασία είναι δομημένη με τέτοιο τρόπο ώστε να ελαχιστοποιούνται οι ευκαιρίες και τα κίνητρα που οδηγούν στη διαχείριση των κερδών. Τέλος αυτό επιβεβαιώνεται καθώς ο προηγούμενος CEO παραμένει ως επί το πλείστον στο διοικητικό συμβούλιο, οπότε μπορεί να παρακολουθεί και να ελέγχει στενά τις διοικητικές αποφάσεις του διαδόχου του καθώς και την πορεία της επιχείρησης μετά από την αποχώρησή του.

Στη δεύτερη κατηγορία αλλαγών ανώτατης διοίκησης, η επιχείρηση δεν είναι σε θέση να σχεδιάσει μια ομαλή και προγραμματισμένη διαδοχή της εξουσίας, λόγω του γεγονότος ότι οι αλλαγές πραγματοποιούνται σε ελάχιστο χρονικό διάστημα. Ο χρόνος αυτός δεν δίνει την ευκαιρία στην επιχείρηση να βρει το διάδοχο, ο οποίος θα έχει και την υποστήριξη του προηγούμενου CEO όπως συμβαίνει τις περισσότερες φορές στις σχεδιασμένες αλλαγές ανώτατης διοίκησης. Στις απρόσμενες αλλαγές περιέχονται κυρίως παραιτήσεις εθελοντικές και μη. Επιπλέον στις απρόσμενες αλλαγές το περιβάλλον που επικρατεί γύρω από αυτές οξύνει τα κίνητρα και τις ευκαιρίες για διαχείριση κερδών από τα στελέχη.

Έρευνα πάνω στο κομμάτι αυτό έχει κάνει η **Parciou** (1993). Το δείγμα της αποτελείται από 73 επιχειρήσεις, οι οποίες έχουν υποστεί απρόσμενες αλλαγές. Τα αποτελέσματά της παρέχουν αδύναμες αποδείξεις, που είναι συνεπείς με την υπόθεση ότι οι επερχόμενοι μάνατζερς, διαχειρίζονται τα δεδουλευμένα και χειραγωγούν τα κέρδη με τέτοιο τρόπο ώστε την χρονιά που αναλαμβάνουν να μειώνουν τα κέρδη και την επόμενη να τα αυξάνουν.

Μεγάλο ενδιαφέρον προκαλεί το γεγονός πως κάθε αλλαγή ανώτατης διοίκησης είναι μοναδική. Μια αλλαγή στην ανώτατη διοίκηση μπορεί να προέλθει από πολλές καταστάσεις. Κυριότερα παραδείγματα αποτελούν οι εθελοντικές και μη παραιτήσεις, οι συνταξιοδοτήσεις, οι διαγωνισμοί διαμεσολάβησης και η διακοπή της συνεργασίας λόγω κατάχρησης- υπεξαίρεσης.

Στις περιπτώσεις που οι δύο πλευρές CEO εμφανίζουν αντικρουόμενα συμφέροντα τότε παρουσιάζονται έντονα κίνητρα και ευκαιρίες για διαχείριση κερδών. Στις ασυνήθιστες αλλαγές, ο πρώην CEO τις περισσότερες φορές εγκαταλείπει εντελώς την επιχείρηση και δεν λειτουργεί ως ένας πόρος που θα μπορούσε να οδηγήσει στην ομαλή συνέχιση της λειτουργίας της. Ένα τέτοιο παράδειγμα αποτελεί, ο εξαναγκασμός του πρώην CEO να παραιτηθεί.

Ενδιαφέρον προκαλεί και το εύρημα του **Vancil** (1987 p.5), πως η καθαίρεση ενός υφισταμένου Διευθύνοντος Συμβούλου, είναι ένα σχεδόν ακατόρθωτο έργο για το διοικητικό συμβούλιο ως ομάδα και στο αποτέλεσμα που καταλήγει είναι ότι τα περισσότερα συμβούλια εμφανίζουν μια υψηλή ανοχή στη μετριότητα.

Έπειτα, έρευνες όπως του **Coughlan and Schmidt** (1985), **Warner et al.** (1988) και **Weisbach** (1988) καταλήγουν στο ότι η πιθανότητα για μια ανώτατη διοικητική αλλαγή σε μια επιχείρηση η οποία παρουσιάζει ιδιαίτερα χαμηλή απόδοση κυμαίνεται από 6% έως 13%. Επομένως, η πιθανότητα απόλυσης, είναι μια απειλή που οι μάνατζερς δεν εκλαμβάνουν στα σοβαρά. Μέχρι λοιπόν τα πράγματα να φτάσουν σε τόσο οριακό επίπεδο, ο CEO θα το αντιληφθεί και θα προσπαθήσει να αντιστρέψει το κλίμα. Ένα όπλο που έχει στη διάθεσή του για να εμφανίσει καλύτερα αποτελέσματα αποτελεί η διαχείριση κερδών.

Αξίζει να σημειωθεί πως οι **Coughlan and Schmidt** (1985) και ο **Warner et al.** (1988) αποδεικνύουν, πως η αγορά που αποτελεί ένα πολύ σημαντικό παράγοντα προεξοφλεί την αλλαγή στην εκτελεστική εξουσία. Ακόμη πολλές έρευνες συσχετίζουν άμεσα την απόδοση της επιχείρησης με την πιθανότητα για αλλαγή στη θέση του CEO. Επιπρόσθετα οι **Murphy and Zimmerman** (1993), υποστηρίζουν πως η αλλαγή του

CEO είναι συνδεδεμένη με χαμηλή απόδοση της επιχείρησης. Παρομοίως και ο **Weischbach** (1988) συμπεραίνει πως εκτός από την απόδοση της επιχείρησης στο χρηματιστήριο, λογιστικά στοιχεία όπως το εισόδημα είναι και αυτά άμεσα συνδεδεμένα με αλλαγές στη θέση του CEO.

8.7.3 - Λόγοι που οι μάνατζερς πριν την απόλυση καταλήγουν στη διαχείριση κερδών.

Έντονα παρατηρείται το φαινόμενο, οι CEO στο τελευταίο έτος της θητείας τους να εμπλέκονται στη διαχείριση κερδών. Αρχικά, οι CEO προσπαθούν να επηρεάσουν την πιθανότητα να κρατήσουν τη θέση τους ή να ελέγξουν τη χρονική στιγμή της αναγκαστικής τους παραίτησης- απόλυσης. Εφόσον οι μάνατζερς πιστεύουν πως μια αύξηση στα δημοσιευμένα κέρδη θα αντιμετωπισθεί από το διοικητικό συμβούλιο με ευνοϊκή στάση απέναντί τους, αμέσως αποκτούν κίνητρα ώστε να προβούν σε καιροσκοπικές λογιστικές μεθόδους. Αυτή η στρατηγική όμως δεν θα ήταν εφικτή εάν το διοικητικό συμβούλιο ήταν σε θέση να αναγνωρίσει τη διαχείριση κερδών.

Δεύτερο λόγο αποτελεί το γεγονός πως οι μάνατζερς διαθέτουν λογιστικές επιλογές οι οποίες είναι ικανές να αυξήσουν λογιστικά τα κέρδη σε μια περίοδο χαμηλής απόδοσης για την επιχείρηση. Επιπλέον οι μάνατζερς χρησιμοποιούν τις λογιστικές καταστάσεις ως ένα μέσο για να επικοινωνήσουν τις πληροφορίες που επιθυμούν στην αγορά (signaling).

Τέλος και οι δύο παραπάνω λόγοι είναι συνεπείς με την υπόθεση πως οι μάνατζερς σε περιόδους χαμηλής απόδοσης θα επιλέξουν τη διαχείριση κερδών ώστε να αυξήσουν τα δημοσιευμένα κέρδη και να αντιστρέψουν το βαρύ για αυτούς κλίμα.

Ο τρίτος λόγος εντοπίζεται στις περιπτώσεις εθελοντικής παραίτησης. Παραδείγματος χάριν, στελέχη που παραιτούνται για καλύτερες θέσεις. Στη συγκεκριμένη περίπτωση, οι μάνατζερς έχουν πολύ ισχυρά κίνητρα να προβούν σε διαχείριση κερδών ώστε να αυξήσουν τα κέρδη. Αρχικά έτσι, αυξάνουν την υστεροφημία τους στην επιχείρηση που θα βρίσκονται για λίγο καιρό ακόμα, καθώς και τη φήμη τους, στέλνοντας παράλληλα ένα μήνυμα στην επόμενη επιχείρηση για το τι είναι πραγματικά ικανοί να κάνουν. Ακόμη προβαίνουν σε διαχείριση κερδών επειδή αποσκοπούν στην αύξηση των απολαβών τους μέσω συγκεκριμένων μπόνους. Για παράδειγμα, πολλά στελέχη

πληρώνονται με βάση τα λογιστικά κέρδη, οπότε όσο περισσότερα κέρδη εμφανίσουν τόσο μεγαλύτερες θα είναι και οι απολαβές του.

Στο ίδιο μήκος κύματος έρευνες αποδεικνύουν πως οι CEO φουσκώνουν τα κέρδη στην τελευταία τους χρονιά με σκοπό να εκτοξεύσουν τα προσωπικά τους κέρδη τον τελευταίο χρόνο μέσω πωλήσεων μετοχών της επιχείρησης που διακρατούν στα χέρια τους. Οι **Dechow and Sloan** (1991) βρίσκουν αποτελέσματα που είναι συνεπή με την αντίληψη ότι τα στελέχη που αποχωρούν χειραγωγούν τα αποτελέσματα με σκοπό να βελτιώσουν βραχυπρόθεσμα τα κέρδη της επιχείρησης. Η παραπάνω επιλογή γίνεται εφικτή μέσω μείωσης των διακριτικών επενδυτικών δαπανών.

Επιπρόσθετα, στελέχη προβαίνουν στη διαχείριση κερδών επειδή επιθυμούν να αφήσουν τέτοια επίπεδα ώστε ο διάδοχός τους, τουλάχιστον για κάποιο περιορισμένο χρονικό διάστημα να μην έχει τη δυνατότητα να εμφανίσει καλύτερα χρηματοοικονομικά αποτελέσματα από εκείνους.

Ως συμπέρασμα εάν το διοικητικό συμβούλιο δεν είναι σε θέση να αναγνωρίσει τις μεθόδους της διαχείρισης κερδών, τότε η εθελοντική παραίτηση παρέχει πολλά κίνητρα και ευκαιρίες για τα στελέχη ώστε να εμπλακούν σε καιροσκοπικές συμπεριφορές.

Εν τέλει υπάρχουν περιπτώσεις σύμφωνα με τους **Murphy and Zimmerman** (1993) όπου οι προηγούμενοι CEO προβαίνουν σε ενέργειες που μειώνουν τα κέρδη το τελευταίο έτος. Σύμφωνα με τα ευρήματά τους, ένας πιθανός λόγος είναι ότι οι μάνατζερς δεν προσδοκούν ότι θα επέλθει αλλαγή στην ηγεσία της επιχείρησης. Ένας άλλος λόγος είναι ότι προβαίνουν σε αυτές τις επιλογές επειδή τους παρακολουθούν πολύ οι ελεγκτές λόγω της χαμηλής απόδοσης της επιχείρησης.

8.7.4 - Λόγοι που ο επερχόμενος Διευθύνων Σύμβουλος εμπλέκεται σε διαχείριση κερδών.

Όπως αναφέρει ο **Vancil** (1987, p.67), ο ρόλος του νέου CEO περιλαμβάνει τρία βασικά καθήκοντα ώστε να συνεχίσει τη θητεία του και να θεωρηθεί επιτυχημένος.

1. Να διαχειρισθεί και να καταφέρει να φτάσει τις προσδοκίες που έχουν για αυτόν το διοικητικό συμβούλιο καθώς και οι κατώτεροι του.

2. Ο CEO να κερδίσει την εμπιστοσύνη όλων των ενδιαφερόμενων ομάδων για την επιχείρηση και η παρουσία του στο τιμόνι της επιχείρησης καθ' όλη τη διάρκεια της θητείας του να δίνει την απαραίτητη ώθηση στην επιχείρηση.

3. Να εμπνέει εμπιστοσύνη σε όλες τις ενδιαφερόμενες ομάδες μέσω της επίτευξης των στόχων στα πρώτα δύο έτη της θητείας του.

Αρχικά για να κατορθώσουν τα νέα στελέχη να φτάσουν τους στόχους που απαιτούνται αλλά και να κερδίσουν την εμπιστοσύνη, πολλές φορές προβαίνουν στη συνηθισμένη τακτική που αποτελεί να κατηγορήσουν τα παλιά στελέχη για κακοδιαχείριση, ώστε να πάρουν τα εύσημα για την ανοδική πορεία που θα ακολουθήσει η επιχείρηση. Αυτό μπορεί να επιτευχθεί μέσω μεγάλων αρχικών διαγραφών, με σκοπό να εστιάσουν την προσοχή των υπολοίπων στις λανθασμένες για αυτούς αποφάσεις της προηγούμενης διοίκησης. Έπειτα ο συνδυασμός της επιλογής αυτής με επιλογές που αυξάνουν τα κέρδη το επόμενο έτος μέσω της διαχείρισης κερδών παρουσιάζουν βελτιωμένα αποτελέσματα που τα αποδίδουν στην νέα διοίκηση. Ως αποτέλεσμα αυτή η συμπεριφορά θέτει αρχικά χαμηλά επίπεδα σχετικά με τα οποία συγκρίνεται η απόδοση της επιχείρησης. Τέλος αυξάνει την πιθανότητα τα νέα στελέχη να προβούν σε επιλογές για αύξηση κερδών στο εγγύς μέλλον.

Μια εναλλακτική εξήγηση είναι ότι ο νέος CEO μπορεί να αναγνώρισε πράγματα που ο προηγούμενος να αγνοούσε και να έκανε τις διαγραφές στις οποίες θα έπρεπε να είχε προβεί ο προηγούμενος. Ακόμη προηγούμενες έρευνες όπως αυτή του **Elliot and Shaw** (1988) και **Strong and Meyer** (1987) εντοπίζουν ότι στο δείγμα τους το 39% των επιχειρήσεων είχαν αλλάξει CEO και / ή χρηματοοικονομικό διευθυντή κατά την διάρκεια της διαγραφής.

Ενδιαφέρον προκαλούν τα αποτελέσματα της **Parciou** (1993) από την έρευνα της για τις αλλαγές στην ανώτατη διοίκηση. Στο ίδιο μήκος κύματος, η **Parciou** (1993) αποκαλύπτει ότι οι επερχόμενοι μάνατζερς διαχειρίζονται τα κέρδη προς τα κάτω τη χρονιά που αναλαμβάνουν τα ηνία και ύστερα τα αντιστρέφουν την επόμενη χρονιά. Ως τελικό συμπέρασμα, οι διαγραφές είναι συνδεδεμένες με τις αλλαγές ανώτατης διοίκησης καθώς και με τη χαμηλή απόδοση της επιχείρησης.

8.7.5 - Οι ενέργειες και τα κίνητρα των CEOs τα υπόλοιπα έτη της θητείας τους.

Οι περισσότερες έρευνες εστιάζουν στις ενέργειες των CEOs το πρώτο και το τελευταίο έτος της θητείας τους. Δεν εντοπίζονται όμως αρκετές έρευνες που να εξετάζουν τα κίνητρα των CEOs ώστε να διαχειρισθούν τα κέρδη τα υπόλοιπα έτη της θητείας τους. Η έρευνα των **Ali and Zhang** (2015) όμως παραθέτει, πως τα κίνητρα των CEOs να εμφανίσουν υψηλότερα κέρδη είναι μεγαλύτερα τα πρώτα χρόνια της θητείας τους παρά στα τελευταία. Ο λόγος που συμβαίνει αυτό το φαινόμενο είναι ότι οι CEOs αντιμετωπίζουν έντονες ανησυχίες σχετικά με την πορεία της καριέρας τους.

Οι **Ali and Zhang** (2015) στην έρευνά τους παραθέτουν αποδείξεις που ενδυναμώνουν τη θεωρία ότι οι CEOs στα πρώτα χρόνια της θητείας τους έχουν μεγαλύτερο κίνητρο να αυξήσουν τα κέρδη μέσω της διαχείρισης κερδών. Αυτό συμπληρώνει και τη θεωρία του **Graham et al.**(2005), ότι τρεις στους τέσσερις CEO θεωρούν τις ανησυχίες για την καριέρα τους ως ένα πολύ σημαντικό κίνητρο για να εμπλακούν στη διαχείριση κερδών.

Η αγορά επομένως είναι πιθανόν να μην είναι τόσο σίγουρη για το τι πραγματικά είναι ικανοί οι CEOs τα πρώτα χρόνια της θητείας τους και ως αποτέλεσμα τα κέρδη που εμφανίζουν εκείνα τα έτη να έχουν μεγαλύτερη επίδραση στο πώς εκτιμάει η αγορά τις δυνατότητες τους. Αυτό είναι ένα συμπέρασμα που συνάδει με τις έρευνες των **Fama** (1980), **Gibbons and Murphy** (1992), **Hermalin and Weisbach** (1998) και **Holmstrom** (1999).

Ακόμη η αντίληψη της αγοράς για την ικανότητα ενός CEO είναι ένα πολύτιμο περιουσιακό στοιχείο για τον ίδιο, επειδή συσχετίζεται θετικά με αρκετά μακροπρόθεσμα οφέλη για αυτόν, όπως υψηλότερη μελλοντική αποζημίωση και διαχειριστική αυτονομία στην επιχείρηση σύμφωνα με τους **Fama** (1980) και **Hermalin and Weisbach** (1998). Επιπλέον ο **Holmstrom** (1982) υποστηρίζει ότι λόγω των ανησυχιών για την καριέρα τους, οι CEOs έχουν κίνητρα για να εργαστούν σκληρότερα κατά τα πρώτα έτη της καριέρας τους, ενώ η αγορά εξακολουθεί να αξιολογεί την ικανότητά τους .

Στο ίδιο μήκος κύματος οι **Gibbons and Murphy** (1992) υποστηρίζουν πως η αγορά είναι συνήθως αβέβαιη για τις ικανότητες ενός νέου CEO. Επιπλέον παραθέτουν πως εάν και ο νέος CEO προέρχεται από την ίδια την επιχείρηση, δηλαδή έχει ανέλθει

αρκετές θέσεις πάλι θα τον αντιμετωπίσουν με δυσπιστία καθώς άλλα προσόντα απαιτούνται για τη θέση του CEO και άλλα για μια χαμηλότερη θέση.

Έπειτα σύμφωνα με τους **Fama** (1980) και **Holmstrom** (1982,1999) για να αξιολογήσει η αγορά τις ικανότητες του νέου CEO, βασίζεται στην τρέχουσα απόδοση τα πρώτα έτη της θητείας του, εξού και τα τόσο ισχυρά κίνητρα για τη διαχείριση κερδών τα έτη αυτά. Ο νέος CEO προσπαθεί απεγνωσμένα να αποφύγει να χαρακτηριστεί ως μη έχων τις απαραίτητες ικανότητες για τη θέση αυτή, καθώς ο χαρακτηρισμός αυτός μπορεί να επηρεάσει αρνητικά τις μελλοντικές απολαβές του, την αυτονομία που θα έχει στη διοίκηση της επιχείρησης, ενώ στο χειρίστο σενάριο να οδηγήσει μέχρι και στην απόλυσή του. Επομένως έχει πολύ ισχυρά κίνητρα να αναφέρει καλή απόδοση στα πρώτα χρόνια της θητείας του κάτι το οποίο επιβεβαιώνει και ο **Holmstrom** (1982) υποστηρίζοντας, ότι τα κίνητρα αυτά που θα κάνουν τα ανώτατα στελέχη να εργαστούν σκληρότερα βρίσκονται την περίοδο αυτή.

Στο ίδιο μήκος κύματος οι **Oyer** (2008), **Axelsson και Bond** (2009) υποστηρίζουν ότι κατά την έναρξη της θητείας του ο Διευθύνων Σύμβουλος, εάν δεν καταφέρει να φέρει τα αναμενόμενα αποτελέσματα, θα χαρακτηριστεί ως ανεπαρκής και όλη η καριέρα του τείνει να υποφέρει ως αποτέλεσμα από αυτό το χαρακτηρισμό. Το επιχείρημα αυτό υποδηλώνει ότι ακόμα και ένας CEO με πολύ υψηλές ικανότητες θα διογκώσει τα κέρδη για να αποφύγει τυχόν άστοχους χαρακτηρισμούς στα πρώτα χρόνια της θητείας του, ακόμη και αν τυχόν κακή έκβαση στα λειτουργικά αποτελέσματα δεν οφείλεται σε δικές του λανθασμένες διοικητικές αποφάσεις.

Σημαντικές αποδείξεις που ενδυναμώνουν αυτή τη θεωρία παραθέτουν στην έρευνα τους οι **Ali and Zhang** (2015). Για το δείγμα τους που αναφέρεται στην περίοδο 1999-2010, τα διακριτικά δεδουλευμένα είναι πολύ υψηλότερα και τα αφύσικα διακριτικά έξοδα είναι σημαντικά λιγότερα τα πρώτα χρόνια (πρώτη τριετία) από ότι τα τελευταία χρόνια της θητείας τους. Ακόμη, η ετήσια απόδοση του ενεργητικού, τα πρώτα έτη εάν συγκριθεί με τα τελευταία έτη είναι υπερεκτιμημένη κατά 25%.Επιπλέον η διαφορά μεταξύ των κερδών από τα αρχικά χρόνια στα τελικά είναι εμφανώς μικρότερη σε επιχειρήσεις που τις ακολουθούν περισσότεροι αναλυτές και το διοικητικό συμβούλιο και οι λογιστικές επιτροπές είναι πιο ανεξάρτητα όργανα. Όλες οι αποδείξεις καταλήγουν πως η προσπάθεια ενός CEO να φουσκώσει τα κέρδη είναι μεγαλύτερη τα πρώτα έτη της θητείας του και πως η παρακολούθηση των πράξεων του από διάφορους μηχανισμούς μετριάζει το φαινόμενο αυτό.

Μια εναλλακτική εξήγηση για την οποία παρατηρείται μεγάλη εμφάνιση του φαινομένου, έγκειται στο γεγονός πως πολλοί CEO χαμηλών δυνατοτήτων,

φουσκώνουν τα κέρδη τα αρχικά χρόνια και απολούνται τα αμέσως επόμενα επειδή η αγορά ανακαλύπτει τον τρόπο με τον οποίο τα διαχειρίζονται σύμφωνα με τους **Desai et al.** (2006) και **Hazarika et al.** (2012). Στο ίδιο μήκος κύματος, ο **Desai et al.** (2006), υποστηρίζει πως η αγορά μπορεί να ανιχνεύσει όταν ένας CEO έχει φουσκώσει τα κέρδη, και αυτό αυτόματα θα οδηγούσε σε απόλυση του CEO. Ωστόσο, το φαινόμενο αυτό συγκεντρώνει λιγότερες πιθανότητες να ανιχνευθεί σε επιχειρήσεις με σταθερά καλή απόδοση, κάτι το οποίο είναι πιο πιθανό να συμβεί σε επιχειρήσεις οι οποίες διαθέτουν CEOs με πολύ υψηλές ικανότητες. Σαν αποτελέσματα αυτοί οι CEOs είναι πιθανότερο να ανανεώσουν τη θητεία τους και να παραμένουν στη θέση τους μετά τον αρχικό διορισμό τους σύμφωνα και με τον **Milbourn** (2003). Στη συνέχεια, ο **Milbourn** (2003) παραθέτει, πως οι CEOs που παραμένουν στη θέση τους τουλάχιστον από έξι έως εννέα χρόνια είναι και πολύ πιο πιθανό να διαθέτουν πολλά περισσότερα προσόντα από αυτούς που δεν τα καταφέρνουν.

Επόμενη σημαντική απόδειξη θεωρείται ότι σύμφωνα με τον **Cheng** (2004), όσο ο CEO πλησιάζει προς τη συνταξιοδότησή του, τόσο το κίνητρο του να επενδύσει σε έρευνα και ανάπτυξη μειώνεται επειδή το αποτέλεσμα αυτής της ενέργειας θα εμφανιστεί σε χρηματοοικονομικά αποτελέσματα αφότου θα έχει ήδη συνταξιοδοτηθεί με αποτέλεσμα να μην λάβει τα εύσημα.

Στη συνέχεια έντονο ενδιαφέρον για τους αναλυτές παρουσιάζουν τα αποτελέσματα των **Ali and Zhang** (2015) τα οποία είναι στο ίδιο μήκος κύματος με άλλες έρευνες όπως των **Strong and Meyer** (1987), **Elliott and Shaw** (1988) και **Parciou** (1993). Αρχικά παραθέτουν ότι οι επιχειρήσεις χρησιμοποιούν τις διαγραφές περιουσιακών στοιχείων (writeoffs) ως ένα εργαλείο για διαχείριση κερδών τον πρώτο χρόνο της αλλαγής του CEO. Ακόμη τα πρώτα χρόνια της θητείας του CEO, οι διαγραφές κυμαίνονται σε αντίθετη κατεύθυνση από τα δημοσιευμένα κέρδη. Επιπλέον αποδεικνύουν ότι οι διαγραφές περιουσιακών στοιχείων (write offs) είναι πολύ λιγότερες το δεύτερο και τρίτο έτος όπως και στο τελευταίο έτος της θητείας του CEO. Επιπρόσθετα, οι CEOs στο τέλος της θητείας τους μειώνουν τα διακριτικά έξοδα όπως διαφήμισης, έρευνας και ανάπτυξης και έξοδα SG&A. Αυτό το εύρημα είναι συνεπές και με την έρευνα του **Pan et al.** (2013).

Άλλο ένα πολύ σημαντικό ζήτημα το οποίο εξετάζει η έρευνα των **Ali and Zhang** (2015) είναι εάν η φήμη των CEO επηρεάζει ή όχι τις αποφάσεις τους σχετικά με τη διαχείριση κερδών. Σύμφωνα και με το **Francis et al.** (2008), οι Διευθύνοντες Σύμβουλοι με πολύ καλή φήμη είναι λιγότερο πιθανό να εμπλακούν σε διαχείριση κερδών, επειδή θα επιφέρουν μεγαλύτερη απώλεια ανθρώπινου δυναμικού. Ακόμη ο

Milbourn (2003) υποστηρίζει, τη διάρκεια της θητείας του CEO, ως ένα μέτρο για τη φήμη του CEO, καθώς σύμφωνα με τις απόψεις του ένας Διευθύνων Σύμβουλος που έχει κρατήσει τη θέση του πολλά χρόνια αναπόφευκτα θα έχει πάρει και αρκετές δύσκολες αποφάσεις και θα έχει δοκιμαστεί σε αρκετά δύσκολες συνθήκες.

Έχοντας αποκτήσει μια καλή φήμη, οι CEOs με μακρά θητεία θα είναι πρόθυμοι να διατηρήσουν τη φήμη τους και ως εκ τούτου είναι λιγότερο πιθανό να εμπλακούν σε καιροσκοπική συμπεριφορά. Γι' αυτούς τους CEOs τα οφέλη από την υπερεκτίμηση των κερδών είναι πιθανό να είναι μικρότερα από το κόστος των ενεργειών αυτών. Ακόμη εάν η αγορά ανιχνεύσει την υπερεκτίμηση των κερδών, αυτό θα προκαλέσει αυτομάτως μια μεγάλη μείωση στην φήμη αυτών των CEOs.

Στη συνέχεια οι παραπάνω αποδείξεις συμπληρώνουν και την έρευνα του **Pan et al.** (2013), ότι οι επιχειρήσεις αποεπενδύουν τα πρώτα έτη της θητείας των νέων CEOs και επενδύουν σε αρκετά περισσότερα πρότζεκτ τα επόμενα χρόνια. Σύμφωνα με τον **Pan et al.** (2013), στα πρώτα έτη της θητείας τους οι CEOs αποεπενδύουν από στοιχεία του ενεργητικού που έχουν χαμηλή αποδοτικότητα και υποστηρίζουν πως οι προηγούμενοι CEOs θα έπρεπε να είχαν πωλήσει. Έπειτα από κάποια χρόνια, όπου ο CEO, έχει αποκτήσει πλήρως τον έλεγχο και αποφασίζει ο ίδιος σε ποια πρότζεκτ και με τι ποσά θα επενδύσει, ξεκινάει τις επενδύσεις δυναμικά.

8.8 - Οι πολιτικές διασυνδέσεις και οι επιδράσεις που έχουν στις επιχειρήσεις σχετικά με τη διαχείριση κερδών.

Μια ομάδα ερευνητών (**Braam, Nandy, Weitzel, Lodh**) εξετάζει εάν η ανταλλαγή μεταξύ RM και AB διαφέρει μεταξύ επιχειρήσεων με και χωρίς πολιτικές διασυνδέσεις σε ένα διεθνές περιβάλλον. Σύμφωνα με την ομάδα αυτή τα δύο μοντέλα χρησιμοποιούνται ως υποκατάστατα στη συγκεκριμένη περίπτωση.

Αρχικά πρέπει να ορισθεί τι είναι οι πολιτικές διασυνδέσεις. Σύμφωνα με τον **Faccio** (2006), οι επιχειρήσεις έχουν πολιτικές διασυνδέσεις εάν το πλειοψηφικό πακέτο των μετοχών τους ή τα ανώτατα στελέχη τους ανήκουν στο κοινοβούλιο, στην κυβέρνηση ή έχουν στενές διασυνδέσεις με πολιτικό πρόσωπο ή κόμμα.

Στη συνέχεια όπως έχει δείξει η βιβλιογραφία των **Faccio**, (2010) και **Pastor & Veronesi** (2013), οι επιχειρήσεις έχουν πολλά να κερδίσουν από τις πολιτικές

διασυνδέσεις τους. Παρ' όλα τα θετικά που συνεπάγονται με τις πολιτικές διασυνδέσεις, οι επιχειρήσεις αυτές υπόκεινται σε πιο εκτεταμένο δημόσιο έλεγχο σε σχέση με τις επιχειρήσεις που δεν διαθέτουν πολιτικές διασυνδέσεις. Επιπλέον, το κόστος που μπορεί να προκύψει εάν τα μέσα ή αλλά πολιτικά κόμματα εντοπίσουν ότι μια επιχείρηση έχει πολιτικές διασυνδέσεις, είναι πολύ πιθανό να εξαλείψει τα όποια οφέλη προέρχονται από τις πολιτικές διασυνδέσεις όπως υποστηρίζει ο **Faccio** (2006). Στη συνέχεια οι **Faccio** (2006), **Kothari, Mizik and Roychowdhury** (2012) επισημαίνουν πως μετά από όλα τα παραπάνω η ανίχνευση των σχέσεων μεταξύ των δύο πλευρών μπορεί να βλάψει την ακεραιότητα και τη φήμη τόσο της εμπλεκόμενης επιχείρησης, όσο και τη φήμη του πολιτικού προσώπου/κόμματος που εμπλέκεται με την επιχείρηση καθώς και να αυξήσει πολιτικό κόστος και την πιθανότητα για εξωτερική παρέμβαση προς την επιχείρηση. Επιπρόσθετα οι επιχειρήσεις οι οποίες έχουν πολιτικές διασυνδέσεις μπορεί να χάσουν τα οφέλη που απορρέουν από τη σχέση αυτή εάν εκείνη αποκαλυφθεί. Παρομοίως οι **Burton, Wilks & Zimelman** (2011) και **Hay και Shleifer** (1998), υποστηρίζουν ότι η ανίχνευση των ενεργειών μπορεί να βλάψει τη φήμη της επιχείρησης και τα διευθυντικά της στελέχη, καθώς και την εικόνα του συνδεδεμένου πολιτικού κόμματος ή προσώπου. Επιπλέον, η ανίχνευση των ενεργειών μπορεί να οδηγήσει σε κόστος ευκαιρίας, όταν οι επιχειρήσεις χάνουν την προνομιακή πρόσβασή τους σε οφέλη από τις πολιτικές τους διασυνδέσεις. Ως συμπέρασμα στις επιχειρήσεις με πολιτικές διασυνδέσεις το AB μπορεί να είναι πιο δαπανηρό από ότι το RM.

Όταν λοιπόν οι επιχειρήσεις παρακολουθούνται στενά τις περισσότερες φορές καταλήγουν στο RM. Ο λόγος είναι ότι το RM βοηθάει τις επιχειρήσεις να αποφύγουν τον έλεγχο, να διατηρήσουν τις πολιτικές διασυνδέσεις και τη φήμη της επιχείρησης βραχυπρόθεσμα, έχοντας ως αποτέλεσμα την πιθανότητα οι επιλογές αυτές να επηρεάσουν τη μελλοντική πορεία της επιχείρησης σύμφωνα με τους **Cohen & Zarowin** (2010), **Cohen et al.** (2008), **Ewert & Wagenhofer** (2005) και **Graham et al.** (2005).

Επιπλέον, οι **Kothari et al.** (2012) και **Li, Griffin, Yue, & Zhao** (2013) υποστηρίζουν πως για τις επιχειρήσεις με πολιτικές διασυνδέσεις, η υποκατάσταση του RM για το AB αποδυναμώνει την ικανότητα παρακολούθησης της κοινωνίας, διατηρεί τη φήμη του πολιτικού κόμματος/ προσώπου που συνδέεται με την επιχείρηση, και μειώνει το πολιτικό κόστος τους καθώς και την πιθανότητα για εξωτερική παρέμβαση.

Οι **Braam, Nandy, Weitzel και Lodh** (2015) χρησιμοποίησε ένα δείγμα 5493 εισηγμένων επιχειρήσεων σε 30 χώρες. Το αποτέλεσμα που προκύπτει από την έρευνα

είναι ότι σε σύγκριση με τις επιχειρήσεις οι οποίες δεν διαθέτουν πολιτικές διασυνδέσεις, οι επιχειρήσεις που διαθέτουν πολιτικές διασυνδέσεις είναι πιο πιθανό να υποκαταστήσουν το RM με το AB εάν το επιθυμήσουν. Τελευταία απόδειξη που παραθέτει η ομάδα των ερευνητών είναι ότι οι επιχειρήσεις με πολιτικές διασυνδέσεις χρησιμοποιούν πολύ λιγότερο ένα συνδυασμό όπου το RM έχει μικρό ρόλο και το AB έχει τον κύριο ρόλο.

Ιδιαίτερα, οι πολιτικά συνδεδεμένες επιχειρήσεις που είναι εγκατεστημένες σε χώρες με σχετικά υψηλά επίπεδα δημόσιας παρακολούθησης, χρησιμοποιούν πολύ περισσότερο το RM αντί του AB. Σε πρόσθετες αναλύσεις αποκαλύφθηκε πως οι επιχειρήσεις με πολιτικές διασυνδέσεις εμπλέκονται περισσότερο σε RM σε σχέση με τις επιχειρήσεις που δεν έχουν τέτοιου είδους διασυνδέσεις.

Το συγκεκριμένο άρθρο προσφέρει τρεις συνεισφορές στη βιβλιογραφία. Πρώτη συνεισφορά αποτελεί το γεγονός ότι αποδεικνύει πως τόσο το RM όσο και το AB λειτουργούν ως υποκατάστατα. Αυτή την άποψη την έχουν υποστηρίξει και οι **Cohen & Zarowin** (2010), **Ewert and Wagenhofer** (2005) και **Zang** (2012). Έτσι λοιπόν, οι επιχειρήσεις αλλάζουν από το ένα μοντέλο στο άλλο αναλόγως με το ποιο πιστεύουν ότι έχει να τους προσφέρει περισσότερα. Ένα τέτοιο παράδειγμα αποτελεί η στροφή των επιχειρήσεων από AB σε RM μετά το SOX (Sarbanes Oxley Act). Για να αλλάξει μια επιχείρηση όμως από RM σε AB μεγάλο ρόλο παίζουν οι πολιτικές διασυνδέσεις που διαθέτει.

Αντιθέσεις όμως με αυτά που είχε εντοπίσει η ομάδα των ερευνητών για το γεγονός πως τα δύο μοντέλα διαχείρισης κερδών χρησιμοποιούνται ως υποκατάστατα εκφράζουν οι **Darrough and Rangan** (2005) και **Mizik and Jacobson** (2008). Πιο συγκεκριμένα υποστηρίζουν ότι το καλύτερο δυνατό αποτέλεσμα που μπορεί να προκύψει από τη διαχείριση κερδών απαιτεί μια συντονισμένη χρήση και των δύο επιλογών. Άρα σε αυτές τις έρευνες οι δύο επιλογές λειτουργούν συμπληρωματικά. Για να συμβεί αυτό όμως πρέπει το οριακό όφελος από τη χρήση και των δύο επιλογών να ξεπερνάει το οριακό κόστος αυτών των μοντέλων. Η βιβλιογραφία εν κατακλείδι παραθέτει ότι τα δύο μοντέλα χρησιμοποιούνται είτε ως συμπληρωματικά είτε ως υποκατάστατα.

Δεύτερη συνεισφορά αποτελεί το φαινόμενο οι πολιτικά συνδεδεμένες επιχειρήσεις να είναι περισσότερο διατεθειμένες να χρησιμοποιήσουν τη διαχείριση κερδών με σκοπό να κρύψουν ή να συσκοτίσουν τα κέρδη που συνήθως προέρχονται από τις πολιτικές διασυνδέσεις τους και ιδιαίτερα τα κέρδη τα οποία χαρακτηρίζονται αμφίβολης νομιμότητας. Οι αποδείξεις αυτές συνάδουν με τις αποδείξεις των **Chaney et al.** (2011),

Faccio (2006), **Faccio, Masulis & McConnell** (2006) και **Watts & Zimmerman** (1990).

Τρίτη και τελευταία συνεισφορά αποτελεί το ότι πολιτικά συνδεδεμένες επιχειρήσεις που είναι εγκατεστημένες σε χώρες με σχετικά υψηλά (χαμηλά) επίπεδα δημόσιας παρακολούθησης ενδέχεται περισσότερο (λιγότερο) να αντικαταστήσουν το RM για το AB προκειμένου να κρύψουν τα κέρδη που προέρχονται από τις πολιτικές τους διασυνδέσεις .

Στη συνέχεια το RM θεωρείται πιο δαπανηρό από το AB για δύο λόγους σύμφωνα με τους **Graham et al.** (2005), **Gunny** (2010) και **Kim and Sohn** (2013). Πρώτον το RM επηρεάζει άμεσα τις ταμειακές ροές και δεύτερον, είναι πιθανόν να επηρεάσει την μελλοντική απόδοση της επιχείρησης .

Τέλος, όμως εκτός από τα κίνητρα και τις ευκαιρίες για τις επιχειρήσεις με πολιτικές διασυνδέσεις να διαχειρισθούν τα κέρδη τους, η κουλτούρα και οι θεσμικοί παράγοντες μιας χώρας έχουν αποδειχθεί ότι επηρεάζουν την επιλογή ανάμεσα σε RM και AB σύμφωνα με τους **Houqe, Ziji, Dunstan, & Karim** (2012), **Isidro & Raonic** (2012), **Leuz & Oberholzer-Gee** (2006) και **Zang** (2012).

Κεφάλαιο 9^ο: Ερευνητική μεθοδολογία

9.1 - Εισαγωγή

Το κομμάτι των ερευνητικών υποθέσεων περιλαμβάνει τις υποθέσεις που θα εξετασθούν στο εξεταζόμενο δείγμα. Ουσιαστικά παρουσιάζει τι ακριβώς θέλει να εξετάσει ο ερευνητής στο δείγμα του.

9.2 - Παρουσίαση Υποθέσεων

Ο **LaPorta et. al.** (2000) σε έρευνα του αποδεικνύει ότι η ανώτατη διοίκηση μοιράζει μερίσματα λόγω του γεγονότος ότι μειοψηφία μετόχων ζητάει επίμονα την καταβολή μερισμάτων και πιέζει τους insiders να δώσουν το ρευστό που υπάρχει στην επιχείρηση σε μορφή μερισμάτων. Το συγκεκριμένο εύρημα είναι συνεπές με τη θεωρία αντιπροσώπευσης (agency theory) που υποστηρίζει ότι εάν τα κέρδη δεν μοιραστούν στους μετόχους τότε οι insiders θα καρπωθούν οφέλη από την διακράτηση κερδών εντός της επιχείρησης. Άρα όπως είναι λογικό οι μέτοχοι (οι οποίοι όμως δεν έχουν σχέση με την επιχείρηση) έχουν μια σαφή προτίμηση τα κέρδη να μετατρέπονται σε μερίσματα παρά να παραμένουν εντός της επιχείρησης.

Ακόμη ο **Jensen** (1986) θεωρεί ότι τα μερίσματα μειώνουν τις ελεύθερες ταμειακές ροές (free cash flows) τις οποίες οι μάνατζερς μπορεί να εκμεταλλευθούν για προσωπική τους χρήση ή να αποφασίσουν να τις επενδύσουν σε μη κερδοφόρες επενδύσεις. Όλες οι παραπάνω οι αποδείξεις υπόκεινται στη λογική ότι οι επιχειρήσεις μοιράζουν μερίσματα όταν έχουν περίσσειμα από μετρητά και τα μοιράζουν στους μετόχους με σκοπό να φρενάρουν λίγο τις επενδυτικές αποφάσεις των μάνατζερς.

Επιπλέον ο **Rozeff** (1982) επισημαίνει ότι τα μερίσματα λειτουργούν ως ένας ελεγκτικός μηχανισμός, ο οποίος βοηθάει να μειωθεί η διακριτική ευχέρεια των μάνατζερς. Ο λόγος για τον οποίο μειώνεται η ευχέρεια των μάνατζερς έγκειται στο γεγονός πως με την απόφαση να μοιράσουν τα κέρδη σε μετόχους οι μάνατζερς, θα συνάψουν δανειακές συμβάσεις ύστερα προκειμένου να καλύψουν τις επενδυτικές ανάγκες της επιχείρησης. Οι τραπεζικοί οργανισμοί ή η ίδια η αγορά (έκδοση μετοχών ή ομολόγων) είναι όμως πολύ πιο αυστηρή σε παρακολούθηση από ότι εάν οι

μάνατζερς χρησιμοποιούσαν τα κέρδη τα οποία είχαν διακρατήσει με αποτέλεσμα να υπάρχει πολύ έντονη παρακολούθηση των ενεργειών τους.

Στο ίδιο μήκος κύματος οι **Easterbrook** (1984) και **Rozeff** (1982) υποστηρίζουν ότι τα υψηλότερα μερίσματα μειώνουν το κόστος αντιπροσώπευσης καθώς αναγκάζουν τους μάνατζερς να αναζητήσουν εξωτερική χρηματοδότηση με αποτέλεσμα να υπάρχει πιο στενός έλεγχος από την αγορά. Επιπλέον αυτό που αξίζει να τονισθεί είναι ότι εάν καταφέρει η ανώτατη διοίκηση να μειώσει το κόστος αντιπροσώπευσης τότε ως αποτέλεσμα αυξάνεται η αξία της επιχείρησης.

Ύστερα από όλα αυτά προκύπτει η πρώτη υπόθεση.

H1: Η καταβολή του μερίσματος έχει αρνητική σημαντική σχέση με τη διαχείριση των κερδών.

Στη συνέχεια μια αύξηση της μόχλευσης (Leverage) αυξάνει την εποπτεία από τους εξωτερικούς πάροχους χρέους. Ο **Selahudin et.al.** (2014) υποστηρίζει ότι μια αύξηση στο ποσοστό μόχλευσης θα μειώσει το κόστος αντιπροσώπευσης που ενυπάρχει στις δομές της επιχείρησης. Επιπλέον οι **Agrawal και Knoeber** υποστηρίζουν ότι η χρηματοδότηση μέσω χρέους χρησιμοποιείται συχνά ως μια εναλλακτική λύση προκειμένου να μειωθεί το κόστος αντιπροσώπευσης. Στο ίδιο μήκος κύματος οι **Fleming, Heaney and McCosker** σε έρευνα τους επισημαίνουν ένα αριθμό από πλεονεκτήματα που συνδέονται με την χρήση της χρηματοδότησης μέσω χρέους (debt financing) προκειμένου να ρυθμιστεί το κόστος αντιπροσώπευσης. Επιπρόσθετα οι **Grossman and Hart** (1982) και **Williams** (1987) υποστηρίζουν ότι μια μεγαλύτερη χρηματοοικονομική μόχλευση δύναται να μειώσει το κόστος αντιπροσώπευσης μέσω της απειλής της εκκαθάρισης (liquidation), η οποία μπορεί να καταλήξει σε προσωπικές απώλειες για τους μάνατζερς όπως μειώσεις μισθών και φήμης. Ακόμη σύμφωνα με τον **Jensen** (1986) δύναται να δημιουργήσει πίεση στους μάνατζερς ώστε να παράξουν επιπλέον ταμειακές ροές προκειμένου να πληρώσουν τόκους.

Έπειτα, ο **Myers** (1977) εξηγεί ότι ένα υψηλό ποσοστό μόχλευσης μπορεί να μετριάσει τις συγκρούσεις μεταξύ των μετόχων και μάνατζερς που αφορούν τις επενδυτικές αποφάσεις. Ο λόγος είναι ότι μιας και το χρέος πρέπει να αποπληρωθεί σε φυσική μορφή, το ποσό από τις ελεύθερες ταμειακές ροές που μπορεί να εκμεταλλευθεί ο μάνατζερ μειώνεται λόγω του ποσού αποπληρωμής του δανείου. Άρα το χρέος μπορεί να λειτουργήσει ως ένας μηχανισμός που μπορεί να συμμορφώσει τους μάνατζερς και να τους αποτρέψει από το να μεγιστοποιήσουν τα προσωπικά τους οφέλη. Αυτό φαντάζει λογικό, καθώς οι επιχειρήσεις που εμφανίζουν ένα υψηλό ποσοστό

μόχλευσης μπορεί να αντιμετωπίσουν τον κίνδυνο της χρεοκοπίας εάν δεν εκπληρώσουν έγκαιρα τις υποχρεώσεις τους προς τους πιστωτές.

Σύμφωνα με τα παραπάνω προκύπτει η δεύτερη υπόθεση του εμπειρικού κομματιού.

H2: Η μόχλευση έχει σημαντική θετική σχέση με τη διαχείριση των κερδών.

Η επόμενη υπόθεση αφορά τις ελεγκτικές υπηρεσίες (auditing services). Αρχικά οι **Chia, Lapsley and Lee** (2007) υποστηρίζουν ότι οι ελεγκτικές υπηρεσίες είναι απαραίτητες για τη διευκόλυνση των σχέσεων μεταξύ των εσωτερικών και εξωτερικών μερών μιας επιχείρησης, όπως οι μέτοχοι, οι πιστωτές, οι δημόσιες αρχές, οι εργαζόμενοι και οι πελάτες. Αυτό που αξίζει να τονισθεί είναι ότι η λειτουργία της ελεγκτικής υπηρεσίας θεωρείται ότι είναι να διαβεβαιώσει την ποιότητα των εταιρικών δημοσιεύσεων και κερδών.

Σχετικά με τα παραπάνω οι **Watts και Zimmerman** (1986) τονίζουν ότι η λογιστική παρακολούθηση (auditing monitoring) είναι χρήσιμη για τους επενδυτές μόνο εάν οι ελεγκτές είναι ανεξάρτητοι. Με τον όρο ανεξάρτητοι εννοείται ότι δεν έχουν καμία είδους σχέση με την επιχείρηση όπως να είναι εργαζόμενοι της, να έχουν συγγενικούς δεσμούς με πρόσωπα της διοίκησης ή να έχουν επενδύσει στην επιχείρηση. Ακόμη η **DeAngelo** (1981) ορίζει την ελεγκτική ποιότητα (audit quality) ως την από κοινού πιθανότητα ο ελεγκτής και να εντοπίσει την εσφαλμένη δήλωση (misstatement) αλλά ταυτόχρονα και να την αποκαλύψει. Επιπλέον η **Klein** (1998) σε έρευνα της απέδειξε ότι για μεγάλες αμερικάνικες εισηγμένες στο χρηματιστήριο εταιρείες, οι ανεξάρτητες ελεγκτικές επιτροπές είναι σε καλύτερη θέση ώστε να παρακολουθήσουν τις ενέργειες της ομάδας διοίκησης καθώς και τη διαχείριση κερδών.

Ο λόγος που οι επενδυτές ασχολούνται τόσο με την ανεξαρτησία της ελεγκτικής επιτροπής είναι επειδή στη μετά-SOX εποχή, εμπειρικές μελέτες όπως του **Goh** (2009) έχουν αποκαλύψει ότι μια αποτελεσματική ελεγκτική επιτροπή συνδέεται θετικά με την υψηλή ποιότητα των χρηματοοικονομικών εκθέσεων της επιχείρησης. Ακόμη οι **Chang and Sun** (2009) αποκαλύπτουν ότι οι αγορές αντιδρούν θετικά στην αποκάλυψη μιας πλήρως ανεξάρτητης ελεγκτικής επιτροπής. Επιπρόσθετα ο **Fodio et al.** (2013) έδειξε ότι η ανεξαρτησία της ελεγκτικής επιτροπής συνδέεται θετικά με τα διακριτικά δεδουλευμένα.

Επιπλέον αξίζει να τονισθεί ότι αρκετές μελέτες παρουσιάζουν στοιχεία που αποδεικνύουν ότι η αποτελεσματική διακυβέρνηση και η σταθερή αύξηση των επιδόσεων της επιχείρησης σχετίζονται με την ανεξαρτησία του διοικητικού

συμβουλίου. Τέτοιες έρευνες είναι των **Brickley et al.** (1994), **Byrd and Hickman** (1992) και **Weisbach** (1988).

Τέλος τεράστιο ερευνητικό ενδιαφέρον έχει προκαλέσει στους μελετητές η επιλογή ελεγκτικής εταιρείας και η σχέση που εμφανίζει με τη διαχείριση κερδών. Σύμφωνα με τις έρευνες των **DeAngelo** (1981) και **Francis, Maydew and Sparks** (1999) η επιλογή κορυφαίων ελεγκτικών εταιρειών παρέχει πολύ καλύτερη ποιότητα ελέγχου σε σχέση με τις υπόλοιπες επιχειρήσεις του κλάδου.

Από τα παραπάνω προκύπτει η ακόλουθη υπόθεση.

H3: Η ανεξαρτησία των ελεγκτών έχει σημαντική και αρνητική επίδραση με το φαινόμενο της διαχείρισης κερδών.

Στη συνέχεια ο **Jensen** (1986) υποστήριξε ότι όταν οι ελεύθερες ταμειακές ροές μιας επιχείρησης δεν χρησιμοποιούνται ώστε να γίνουν επενδύσεις και να αυξηθεί η αξία της επιχείρησης ή προκειμένου να ισορροπήσουν τα συμφέροντα των μετόχων τότε δημιουργείται το κόστος αντιπροσώπησης. Ο λόγος έγκειται στο γεγονός πως τότε ο εκάστοτε μάνατζερ έχει την δυνατότητα να επενδύσει τα μετρητά τα οποία έχει η επιχείρηση σε επενδύσεις οι οποίες εν τέλει μπορεί να μην αποδειχθούν κερδοφόρες. Άρα ως συμπέρασμα η επιχείρηση μπορεί να εισέλθει σε τροχιά χαμηλής ανάπτυξης ,που μπορεί να αποδειχθεί οδυνηρό για την επιχείρηση. Εν τη απουσία μιας αποτελεσματικής παρακολούθησης, οι μάνατζερς είναι σε θέση να αποκρύψουν στοιχεία από τους μετόχους ή να χειραγωγήσουν λογιστικούς αριθμούς. Επιπλέον σχετικά με τα παραπάνω ο **Chung et. al.** (2005) υποστηρίζει ότι εφόσον οι μάνατζερς δεν δίνουν στους επενδυτές το σύνολο των πληροφοριών που είναι σχετικές με τις ταμειακές ροές που συνδέονται με τις επενδύσεις της επιχείρησης, οι επενδυτές δεν είναι σε θέση να γνωρίζουν τα πιθανά πλεονεκτήματα- μειονεκτήματα των επενδύσεων στις οποίες προβαίνουν οι μάνατζερς. Αυτό συμβαίνει λόγω του γεγονότος ότι οι επενδυτές δεν έχουν πρόσβαση σε εσωτερικές πληροφορίες της επιχείρησης. Ακόμη η λάθος επιλογή επενδύσεων από τα ανώτατα στελέχη είναι αρκετές φορές υπαίτια για την απομάκρυνση τους από τις θέσεις τους. Ως εκ τούτου προκειμένου να αποφύγουν αυτό το δυσάρεστο για αυτούς γεγονός, τα στελέχη προβαίνουν σε χειραγώγηση λογιστικών αριθμών προκειμένου να εμφανιστεί μια πιο υγιής εικόνα της επιχείρησης αναφορικά με τα κέρδη. Ως αποτέλεσμα προκύπτει ότι οι μάνατζερς διακατέχονται από κίνητρα προκειμένου να εμφανίσουν μια καλύτερη εικόνα.

Με βάση όλα τα παραπάνω προκύπτει η τελευταία υπόθεση.

H4: Οι ελεύθερες ταμειακές ροές έχουν μια σημαντική θετική σχέση με τη διαχείριση κερδών.

9.3 - Επίλογος

Στη συγκεκριμένη εργασία οι εξεταζόμενες υποθέσεις αφορούν τη σχέση της μόχλευσης, των ελεύθερων ταμειακών ροών, των μερισμάτων και της ανεξαρτησίας των ελεγκτών με τη διαχείριση κερδών.

Κεφάλαιο 10^ο: Το Δείγμα και τα Χαρακτηριστικά του καθώς και η κατασκευή του εξεταζόμενου μοντέλου.

10.1 - Εισαγωγή

Προκειμένου να εξετάσουμε τις παραπάνω υποθέσεις χρειάζεται ένα δείγμα. Το δείγμα αυτό επιλέχθηκε με βάση μια συγκεκριμένη έρευνα. Επιπλέον το κεφάλαιο αυτό περιλαμβάνει τα χαρακτηριστικά του δείγματος καθώς και την κατασκευή του μοντέλου σύμφωνα με το οποίο θα εξετασθούν οι ερευνητικές υποθέσεις.

10.2 - Το εξεταζόμενο δείγμα και βασικά χαρακτηριστικά του

Αρχικά αξίζει να τονισθεί ότι οι επιχειρήσεις που αποτελούν το δείγμα είναι Αμερικάνικες. Έπειτα για τη συλλογή του δείγματος αρχικά επιλέχθηκαν εννέα κλάδοι. Η επιλογή των κλάδων έγινε με βάση το άρθρο *Fraud Motives and Opportunities Factors on Earnings Manipulations των Noor, Sanusia, Heang, Iskandar & Isa (2015)*. Στο συγκεκριμένο άρθρο οι συγγραφείς ασχολούνται με τους ακόλουθους κλάδους: κλάδος της βιομηχανίας, καταναλωτικά προϊόντα, εμπόριο και υπηρεσίες, φυτείες, ακινήτων και τον κατασκευαστικό κλάδο. Όπως παραθέτουν οι συγγραφείς επιλέγουν τους συγκεκριμένους κλάδους λόγω του γεγονότος ότι παρουσιάζουν αρκετά κοινά χαρακτηριστικά. Όσον αφορά την συγκεκριμένη εργασία, το δείγμα αποτελείται συνολικά από 96 επιχειρήσεις. Επιπλέον το δείγμα αυτό προέκυψε από την βάση δεδομένων *datastream*.

Στη συνέχεια ακολουθεί η παρουσίαση των κλάδων οι οποίοι εμφανίζονται στο δείγμα. Οι κλάδοι είναι οι ακόλουθοι:

- Κλάδος Ηλεκτρισμού (electricity)
- Κλάδος Κατασκευαστικός και Υλικών (Construction and materials)
- Κλάδος Καπνοπαραγωγών (Tobacco)
- Κλάδος παραγωγών Φαγητού (Food Producers)
- Κλάδος βιομηχανική μηχανική (Industrial Engineering)

- Κλάδος Υπηρεσιών (Support and Services)
- Κλάδος Οικιακών προϊόντων και κατασκευής σπιτιών (Household Goods and Home Construction)
- Κλάδος Ηλεκτρικών Συσκευών και εξοπλισμού
- Κλάδος Χημικών (Chemicals)

Αξίζει να σημειωθεί ότι οι παραπάνω κλάδοι βρίσκονται με τη συγκεκριμένη ονομασία στη βάση δεδομένων. Επιπλέον μιας και η μεθοδολογία της συγκεκριμένης εργασίας βασίζεται στο παραπάνω άρθρο εκτός ανάλυσης είναι ο κλάδος των τραπεζών, χρηματοπιστωτικών οργανισμών και ασφάλισης λόγω των χαρακτηριστικών τους.

Τέλος όπως ήδη έχει προαναφερθεί όλες οι επιχειρήσεις του δείγματος είναι από τις Ηνωμένες Πολιτείες και δραστηριοποιούνται στο χρηματιστηριακό δείκτη NYSE. Επιπρόσθετα τα δεδομένα του δείγματος αφορούν τις χρονολογίες 1/1/1994 - 31/12/2015 ενώ η μετέπειτα ανάλυση θα αφορά τα έτη 1995-2014.

10.3 - Υπολογισμός Διακριτικών Δεδοουλευμένων

Προκειμένου να εξετασθούν οι υποθέσεις, απαραίτητο κρίνεται να βρεθούν τα διακριτικά δεδουλευμένα για κάθε επιχείρηση του δείγματος για κάθε έτος ανάλυσης (1995-2014). Τα διακριτικά δεδουλευμένα των επιχειρήσεων θα προκύψουν μέσω του τροποποιημένου μοντέλου της Jones (1995). Για το συγκεκριμένο μοντέλο γνωρίζουμε από προηγούμενο κεφάλαιο ότι ισχύει ο τύπος :

$$TAt/At-1 = a1 * (1/At-1) + a2 * (\Delta REVt - \Delta REct) / At-1 + a3 * (PPEt) + u(t)$$

Επεξήγηση μεταβλητών:

- ❖ Tat = Συνολικά δεδουλευμένα για περίοδο t
- ❖ $At-1$ = Σύνολο ενεργητικού για περίοδο t
- ❖ $\Delta REVt = REVt - REVt-1$, όπου REV = Έσοδα
- ❖ $\Delta REct = REct - REct-1$, όπου REC = Εισπρακτέοι λογαριασμοί
- ❖ $PPEt$ = Ακαθάριστο ποσό ακινήτων, εγκαταστάσεων και εξοπλισμού (gross property, plant and equipment)

Με βάση λοιπόν αυτό το τύπο για τις επιχειρήσεις βρέθηκαν οι παρακάτω μεταβλητές από τη βάση δεδομένων: Net income, Net cash flow from operations, Net sales /

Revenues, Net receivables, Gross property, plant and equipment και Total assets. Αξίζει να σημειωθεί ότι για να υπολογισθούν τα συνολικά δεδουλευμένα που βρίσκονται στο αριστερό κομμάτι του τύπου, χρησιμοποιήθηκε ο ορισμός της **Dechow et al.** (1995, σελ 203) όπου ορίζει τα συνολικά δεδουλευμένα ως τη διαφορά του καθαρού εισοδήματος μείον των ταμειακών ροών από λειτουργικές δραστηριότητες εξ' ου και η χρησιμοποίηση των συγκεκριμένων μεταβλητών.

10.4 - Κατασκευή εξεταζόμενου μοντέλου και επεξήγηση των μεταβλητών του.

Ο λόγος που είναι απαραίτητα τα διακριτικά δεδουλευμένα για τη συγκεκριμένη έρευνα έγκειται στο γεγονός ότι εφόσον τα εντοπίσουμε, θα χρησιμοποιηθούν στη δεύτερη φάση της έρευνας που περιλαμβάνει ένα μοντέλο το οποίο έχουν φτιάξει οι συγγραφείς στη προαναφερθείσα έρευνα προκειμένου να εξετάσουμε τις υποθέσεις. Το μοντέλο αυτό λοιπόν είναι :

$$DA_t = \lambda_1 + \lambda_2 * (LEVit) + \lambda_3 * (LogNAFEE) + \lambda_4 * (LogAFEE) + \lambda_5 * (LogFCF) + \lambda_6 * (DYLDit) + \lambda_7 * (ROEit) + \lambda_8 * (LogTAit) + \varepsilon (it)$$

Επεξήγηση μεταβλητών:

- ❖ Leverage= Μόχλευση
- ❖ NAFEE= Οι αμοιβές των ελεγκτικών εταιρειών για μη ελεγκτικές υπηρεσίες (Non – Audit Fees)
- ❖ AFEE= Αμοιβές ελεγκτών
- ❖ Free Cash Flow = Ελεύθερες ταμειακές ροές ανά μετοχή
- ❖ DYLD = Μερισματική απόδοση
- ❖ ROE= Απόδοση ιδίων κεφαλαίων
- ❖ TA= Σύνολο ενεργητικού

Οπότε για όλες τις επιχειρήσεις του δείγματος προκειμένου να διεξαχθεί η έρευνα εντόπισα τις απαραίτητες μεταβλητές για το παραπάνω μοντέλο. Ακόμη σύμφωνα με τους συγγραφείς η μόχλευση (Leverage) δίνεται από τον τύπο καθαρό χρέος προς σύνολο ενεργητικού. Τελικά οι μεταβλητές που κρίθηκαν απαραίτητες για την διεξαγωγή του δεύτερου μοντέλου ήταν το καθαρό χρέος , το σύνολο του ενεργητικού, η αμοιβή των ελεγκτών και οι αμοιβές των ελεγκτικών επιχειρήσεων για μη ελεγκτικές υπηρεσίες, η μερισματική απόδοση, η απόδοση των ιδίων κεφαλαίων και τέλος οι ελεύθερες ταμειακές ροές ανά μετοχή.

10.5 - Παρουσίαση τελικού δείγματος

Το τελικό δείγμα των επιχειρήσεων αποτελείται από 31 συνολικά επιχειρήσεις από επτά κλάδους από τους εννέα που είχαν αρχικά επιλεγεί. Οι δύο κλάδοι που δεν είχαν κάποια επιχείρηση στο τελικό δείγμα είναι ο κλάδος των εταιρειών που ασχολούνται με ηλεκτρισμό και τα καπνά. Οι επιχειρήσεις του τελικού δείγματος ακολουθούν στον παρακάτω πίνακα.

Πίνακας Νούμερο 1, Πίνακας Παρουσίασης Επιχειρήσεων τελικού δείγματος.

Κλάδος	Επιχειρήσεις
Κατασκευαστικός και Υλικών	1) Martin Marrietta Co
Παραγωγοί Φαγητού	2) Kellogg Company
Παραγωγοί Φαγητού	3) Hersey Co
Παραγωγοί Φαγητού	4) Mc Cormick & Co Inc
Βιομηχανική Μηχανική	5) Dover Corp
Βιομηχανική Μηχανική	6) Illinois Tool work
Υπηρεσίες	7) Xerox
Υπηρεσίες	8) RR Donelleys & Sons
Οικιακών προϊόντων και κατασκευής σπιτιών	9) Edgewell Personal
Οικιακών προϊόντων και κατασκευής σπιτιών	10) Toll Brothers Inc
Οικιακών προϊόντων και κατασκευής σπιτιών	11) Snap – On Inc
Οικιακών προϊόντων και κατασκευής σπιτιών	12) Legett & Platt Inc
Οικιακών προϊόντων και κατασκευής σπιτιών	13) Lennar Corp
Οικιακών προϊόντων και κατασκευής σπιτιών	14) Procter & Gamble
Οικιακών προϊόντων και κατασκευής σπιτιών	15) Stanley Black & Decker
Ηλεκτρικών Συσκευών και	16) Arrow Electrics

εξοπλισμού	
Ηλεκτρικών Συσκευών και εξοπλισμού	17) Avnet Inc
Ηλεκτρικών Συσκευών και εξοπλισμού	18) Emerson Electric Co
Ηλεκτρικών Συσκευών και εξοπλισμού	19) Roper Technologies
Χημικών	20) Albemarle Corp
Χημικών	21) PPG Industries
Χημικών	22) Intl flavors & Fragan
Χημικών	23) FMC Corporation
Χημικών	24) Avery Dennison
Χημικών	25) Ecolab

Οι τρεις λόγοι οι οποίοι οδήγησαν στην μείωση των επιχειρήσεων από 96 σε 31 παρουσιάζονται παρακάτω :

- ❖ Έλλειψη στοιχείων για επιχείρηση από τη βάση δεδομένων, δηλαδή μπορεί για μια επιχείρηση η βάση να είχε έλλειψη ακόμα και σε ένα στοιχείο οπότε η συγκεκριμένη επιχείρηση δεν μπορούσε να λάβει μέρος ούτε στο αρχικό μοντέλο (τροποποιημένο μοντέλο της Jones) αλλά ούτε και στο δεύτερο μοντέλο.
- ❖ Η παρουσία μηδενικών στοιχείων στις κατηγορίες audit και non audit fees. Το πιο σύνηθες φαινόμενο ήταν η εμφάνιση μηδενικών στοιχείων στη κατηγορία των non audit fees. Λόγω του γεγονότος όμως ότι στο δεύτερο μοντέλο η συγκεκριμένη μεταβλητή εξετάζεται με τη βοήθεια του λογαριθμού οπότε καθιστά αυτές τις τιμές απαγορευτικές αφού εξ' ορισμού ο λογάριθμος του x ορίζεται για $x > 0$.
- ❖ Στο ίδιο μήκος κύματος, ο τελευταίος λόγος για τον οποίο απορρίφθηκαν επιχειρήσεις ήταν η εμφάνιση μηδενικών και αρνητικών κυρίως στοιχείων στη μεταβλητή ελεύθερες ταμειακές ροές ανά μετοχή. Πάλι εδώ η επεξήγηση είναι ίδια αφού ο λογάριθμος εξ' ορισμού απαιτεί θετικό αριθμό.

Αφού ξεκαθαρίσαμε τις επιχειρήσεις οι οποίες αποτελούν το τελικό εξεταζόμενο δείγμα, ήρθε η ώρα να αρχίσει η διερεύνηση των υποθέσεων. Το αρχικό κομμάτι περιλαμβάνει όπως έχει προαναφερθεί την εύρεση των διακριτικών δεδουλευμένων για τις επιχειρήσεις. Οπότε προκειμένου να βρεθούν τα διακριτικά δεδουλευμένα απαραίτητη

κίνηση είναι να βρεθούν οι μεταβλητές που απαιτούνται για κάθε επιχείρηση. Αρχικά οι επιχειρήσεις χωρίζονται ανά κλάδο. Ο λόγος που γίνεται η συγκεκριμένη κίνηση είναι γιατί θα επακολουθήσει για κάθε κλάδο μια παλινδρόμηση η οποία θα περιλαμβάνει όλες τις επιχειρήσεις του κλάδου προκειμένου να προκύψουν τα διακριτικά δεδομένα για κάθε επιχείρηση του κλάδου για κάθε έτος ανάλυσης. Άρα θα επακολουθήσουν 7 παλινδρομήσεις για τους κλάδους που έχουν αναφερθεί στον παραπάνω πίνακα.

Αρχικά θα γίνει η επεξήγηση για την παλινδρόμηση του πρώτου κλάδου (κατασκευαστικός και υλικών).Επίπλεον τα βήματα είναι τα ίδια και για τους υπόλοιπους κλάδους. Στο συγκεκριμένο κλάδο υπάρχει η επιχείρηση Martin Marrietta Mat. Όπως είχαμε προαναφέρει για τη συγκεκριμένη επιχείρηση δημιουργούμε τις μεταβλητές του τροποποιημένου μοντέλου της Jones. Τα διακριτικά δεδομένα για την συγκεκριμένη επιχείρηση είναι τα κατάλοιπα που προκύπτουν από την παλινδρόμηση.

Με βάση τα ακόλουθα στοιχεία γίνεται η παλινδρόμηση για την Martin Marrietta Mat. Για να γίνει η παλινδρόμηση ακολουθώ τα απαραίτητα βήματα:

1. Αρχικά στη γραμμή εργαλείων στην επιλογή DATA επιλέγουμε το Data Analysis.
2. Έπειτα διαλέγουμε το Regression (παλινδρόμηση)
3. Στον άξονα Y μπαίνει η πρώτη στήλη (TA/At-1) που είναι η εξαρτημένη μεταβλητή.
4. Στον άξονα X μπαίνουν οι υπόλοιπες τρεις μεταβλητές του τροποποιημένου μοντέλου της Jones.
5. Διαλέγουμε επίπεδο εμπιστοσύνης 95%, την επιλογή Residuals από το τελευταίο κομμάτι του παραθύρου καθώς και το εάν θα μας εμφανίσει την παλινδρόμηση σε νέο φύλλο εργασίας ή εάν θα μας εμφανίσει το excel τα αποτελέσματα στο ίδιο φύλλο.
6. Τελευταίο βήμα αποτελεί το OK , το οποίο δίνει την έγκριση στο πρόγραμμα να τρέξει την παλινδρόμηση με τις μεταβλητές που προσδιορίσαμε εμείς.

Με βάση τα παραπάνω βήματα γίνονται οι παλινδρομήσεις και των άλλων κλάδων. Μόλις τα κατάλοιπα για όλες τις επιχειρήσεις του τελικού δείγματος για κάθε έτος ανάλυσης είναι έτοιμα, τότε απλά τρέχουμε το δεύτερο μοντέλο προκειμένου να εξετάσουμε τις ερευνητικές υποθέσεις.

10.6 - Επίλογος

Στο συγκεκριμένο κεφάλαιο γίνεται σαφές με ποια κριτήρια γίνεται η επιλογή του δείγματος καθώς και ποια είναι τα χαρακτηριστικά του. Στη συνέχεια το επόμενο βήμα είναι η εύρεση των διακριτικών δεδουλευμένων για κάθε επιχείρηση για κάθε έτος ανάλυσης. Στη συνέχεια εφόσον έχουμε τα διακριτικά δεδουλευμένα το επόμενο βήμα είναι η δημιουργία του τελικού μοντέλου σύμφωνα με το οποίο θα εξετάσω τις ερευνητικές υποθέσεις.

Κεφάλαιο 11^ο: Εμπειρικά αποτελέσματα

11.1 - Εισαγωγή

Το κεφάλαιο των εμπειρικών αποτελεσμάτων περιλαμβάνει τα descriptive statistics καθώς και τα αποτελέσματα της παλινδρόμησης του δεύτερου μοντέλου σύμφωνα με τα οποία θα γίνει η εξέταση των ερευνητικών υποθέσεων. Τέλος το κεφάλαιο αυτό περιλαμβάνει τα μειονεκτήματα της έρευνας και προτάσεις για περαιτέρω έρευνα.

11.2 -Παρουσίαση εμπειρικών αποτελεσμάτων

Εφόσον έχουν προκύψει τα κατάλοιπα για κάθε επιχείρηση για κάθε έτος, το επόμενο βήμα είναι να κατασκευαστεί το δεύτερο μοντέλο. Προκειμένου να γίνει αυτό δημιουργούμε ένα νέο φύλλο excel στο οποίο στην στήλη A θα υπάρχουν οι επιχειρήσεις με τον αριθμό του έτους (πχ Kellogg 2005, Albemarle 2008). Στη διπλανή στήλη υπάρχουν τα κατάλοιπα των επιχειρήσεων. Ενώ στις επτά ακόλουθες στήλες βρίσκονται οι μεταβλητές του μοντέλου. Οπότε έχοντας εξασφαλίσει τα απαραίτητα στοιχεία απλά τα τοποθετούμε κάθετα για να γίνει η τελική παλινδρόμηση που θα μας δώσει και τα τελικά συμπεράσματα της έρευνας. Τα βήματα της παλινδρόμησης είναι τα ίδια με πριν, μόνο που τώρα ως άξονας Y θα μπουν τα κατάλοιπα και ως άξονας X θα μπουν οι επτά μεταβλητές με τις τιμές τους. Οπότε τρέχουμε την παλινδρόμηση και μας βγάζει τα ακόλουθα αποτελέσματα.

Πίνακας 2, Πίνακας παρουσίασης descriptive statistics για τις μεταβλητές του δεύτερου μοντέλου.

	Mean	Standard Error	Median	Standard Deviation	Minimum	Maximum
Διακριτικά Δεδοουλευμένα	0.000	0,002	0,002	0,045	-0,200	0,134
Μόχλευση	0,228	0,006	0,211	0,106	0,004	0,544
LogNAFEE	5,863	0,038	5,999	0,616	3,996	7,146
LogAFEE	6,735	0,022	6,698	0,362	5,921	7,531
LogFCF	0,310	0,016	0,296	0,263	-0,331	0,961
DYLD	1,952	0,095	1,97	1,506	0	11,57
ROE	18,090	1,268	16,57	20,050	-118,92	83,95
LogTA	6,871	0,024	6,820	0,388	6,290	8,159

Τα διακριτικά δεδοουλευμένα έχουν προκύψει ως τα κατάλοιπα της παλινδρόμησης για το τροποποιημένο μοντέλο Jones για κάθε κλάδο. Η μόχλευση έχει βρεθεί ως το πηλίκο του καθαρού δανεισμού προς το σύνολο του ενεργητικού. Έπειτα οι αμοιβές των ελεγκτών και οι αμοιβές των ελεγκτικών επιχειρήσεων για μη ελεγκτικές υπηρεσίες καθώς και των ελεύθερων ταμειακών ροών ανά μετοχή οι μεταβλητές αυτές υπολογίζονται με τη βοήθεια του λογαριθμού. Έπειτα είναι οι τιμές της μερισματικής απόδοσης και της απόδοσης ιδίων κεφαλαίων. Τέλος και το σύνολο του ενεργητικού εμφανίζεται με τη βοήθεια του λογαρίθμου.

Όπως φαίνεται από τον παραπάνω πίνακα, ο συγκεκριμένος πίνακας παρουσιάζει το μέσο όρο, την διάμεσο, το τυπικό σφάλμα, την τυπική απόκλιση, το ελάχιστο και το μέγιστο για κάθε μεταβλητή την οποία περιλαμβάνει το τελικό μοντέλο. Η πρώτη μεταβλητή που εξετάζεται είναι τα διακριτικά δεδοουλευμένα. Τα διακριτικά δεδοουλευμένα λοιπόν παρουσιάζουν μέση τιμή η οποία είναι ελάχιστα κάτω από το μηδέν, οπότε ως τιμή βάζουμε το μηδέν (είναι 7,7E-18), τυπικό σφάλμα 0,0028, διάμεσο 0,0023, τυπική απόκλιση 0,04, ελάχιστη τιμή -0,20 και μέγιστη τιμή 0,13. Δεύτερη μεταβλητή είναι η μόχλευση, η οποία παρουσιάζει μέση τιμή 0,22, τυπικό σφάλμα 0,006, διάμεσο 0,21, τυπική απόκλιση 0,10, ελάχιστη τιμή 0,004 και μέγιστη τιμή 0,54. Τρίτη μεταβλητή η οποία εξετάζεται είναι οι αμοιβές των ελεγκτικών επιχειρήσεων για μη ελεγκτικές υπηρεσίες. Αρχικά παρουσιάζουν μέση τιμή 5,86 τυπικό σφάλμα 0,038, διάμεσο 5,9, τυπική απόκλιση 0,61, ελάχιστη τιμή 3,99 και μέγιστη τιμή 7,14.

Τέταρτη μεταβλητή είναι οι αμοιβές των ελεγκτών. Μέσο όρο εμφανίζουν 6,73, τυπικό σφάλμα 0,02, διάμεσο 6,69, τυπική απόκλιση 0,36, ελάχιστη τιμή 5,92 και μέγιστη τιμή 7,53. Πέμπτη μεταβλητή είναι οι ελεύθερες ταμειακές ροές ανά μετοχή που παρουσιάζουν μέση τιμή 0,310, τυπικό σφάλμα 0,0166, διάμεσο 0,29, τυπική απόκλιση 0,29, ελάχιστο μείον 0,33 και μέγιστο 0,96. Πέμπτη μεταβλητή είναι η μερισματική απόδοση που παρουσιάζει μέση τιμή 1,95, τυπικό σφάλμα 0,095, διάμεσο 1,97, τυπική απόκλιση 1,50, ελάχιστη τιμή μηδέν και μέγιστη 11,57.

Έκτη μεταβλητή είναι η απόδοση ιδίων κεφαλαίων. Ως Μέση τιμή παρουσιάζει 18,09, τυπικό σφάλμα 1,26, διάμεσο 16,57, τυπική απόκλιση 20,05 ελάχιστη τιμή το μείον 118,92 και μέγιστη το 83,95. Τελευταία μεταβλητή είναι η το σύνολο του ενεργητικού που έχει μέση τιμή 6,871582, τυπικό σφάλμα 0,02, διάμεσο 6,82, τυπική απόκλιση 0,38, ελάχιστη τιμή 6,3 και μέγιστη τιμή 8,16.

Πίνακας 3, Πίνακας Παρουσίασης αποτελεσμάτων της παλινδρόμησης

	Coefficients	Standard Error	t Stat	P-value
Leverage	0,02166	0,026459	0,818637	0,413799
LogNAFEE	-0,0095	0,0050	-1,8897	0,0599
LogAFEE	-0,0044	0,0131	-0,3382	0,7355
LogFCF	0,0299	0,0106	2,7993	0,0055
DYLD	-0,0021	0,0019	-1,1124	0,2670
ROE	0,0009	0,0001	7,1705	0,0000
LogTA	0,0145	0,0107	1,3459	0,17957
R square	0,237			
Adjusted R Square	0,215			
Standard Error	0,040			
Παρατηρήσεις	250			

Αρχικά στο κομμάτι των συμπερασμάτων πρώτα ξεκινάμε με το πίνακα regression statistics. Αυτό που μας ενδιαφέρει στο συγκεκριμένο πίνακα είναι το R Square. Η τιμή που μπορεί να πάρει είναι από 0 μέχρι 1. Όσο πιο κοντά στο 1 είναι τόσο καλύτερα. Η τιμή που υπάρχει στον πίνακα είναι 0,237659% . Δηλαδή εάν λάβουμε υπόψιν μας και τις επτά μεταβλητές που εξετάσθηκαν στην παλινδρόμηση, τότε αυτές οι μεταβλητές εξηγούν το 23,7659 % της διακύμανσης των διακριτικών δεδουλευμένων. Το ποσοστό αυτό είναι χαμηλό. Αυτό μπορεί να εξηγηθεί καθώς όπως έχει αναλυθεί σε προηγούμενα κεφάλαια, ο λόγος που η διαχείριση κερδών αναπτύχθηκε τόσο πολύ έγκειται στο γεγονός ότι την επηρεάζουν πάρα πολλοί παράγοντες. Ακόμη μερικά από τα πιο σημαντικά κίνητρα για τη διαχείριση κερδών όπως ο τρόπος αμοιβής της ανώτατης διοίκησης (μετοχές και παράγωγα) καθώς και το γεγονός πως ότι πολλές φορές ο CEO είναι και Chairman δεν περιλαμβάνονται στην έρευνα. Όσο για το Adjusted R είναι πάντα μικρότερο από το R square (21,568%). Τέλος οι παρατηρήσεις

είναι 250 που το γνωρίζαμε ήδη καθώς το τελικό δείγμα αποτελείται από 25 επιχειρήσεις επί δέκα έτη για κάθε επιχείρηση εξ' ου και οι 250 παρατηρήσεις.

Επόμενο θέμα που εξετάζουμε είναι τα coefficients. Μέσω των coefficients φαίνεται η σχέση που έχουν οι μεταβλητές με τα διακριτικά δεδουλευμένα. Σχετικά με τα παραπάνω οι μεταβλητές χωρίζονται σε δύο κατηγορίες. Η πρώτη, στην οποία οι μεταβλητές παρουσιάζουν μια θετική σχέση με τα διακριτικά δεδουλευμένα και τη δεύτερη στην οποία παρουσιάζουν μια αρνητική σχέση με τα διακριτικά δεδουλευμένα. Στην πρώτη κατηγορία ανήκουν οι μεταβλητές : μόχλευση, ελεύθερες ταμειακές ροές, απόδοση ιδίων κεφαλαίων και το σύνολο του ενεργητικού. Στη δεύτερη κατηγορία ανήκουν τρεις μεταβλητές. Οι αμοιβές των ελεγκτών και οι αμοιβές των ελεγκτικών επιχειρήσεων για μη ελεγκτικές υπηρεσίες (audit και non-audit fees) καθώς και η μερισματική απόδοση. Με τον όρο θετική σχέση εννοείται ότι όσο αυξάνεται μία μεταβλητή, επηρεάζει προς την ίδια κατεύθυνση τα διακριτικά δεδουλευμένα. Στον αντίποδα στην αρνητική σχέση όσο αυξάνεται μία μεταβλητή, τόσο μειώνονται τα διακριτικά δεδουλευμένα.

Τα αποτελέσματα αυτά δεν εκπλήσσουν καθώς επικυρώνουν έρευνες που αναφέρονται στο βιβλιογραφικό κομμάτι. Αρχικά η μόχλευση έχει θετική σχέση με τα διακριτικά δεδουλευμένα. Όπως έχει προαναφερθεί στο βιβλιογραφικό κομμάτι σε έρευνα τους οι **Begley and Feltham** (1999) αποδεικνύουν ότι οι δανειακές συμβάσεις περιλαμβάνουν αρκετές ρήτρες και περιορισμούς σχετικά με διανομή μερισμάτων ή επιπλέον δανεισμού. Ακόμη ο **Jensen** (1986) υποστηρίζει ότι όσο αυξάνεται ο δανεισμός τόσο μεγαλύτερη πίεση υπάρχει προς τα ανώτατα στελέχη προκειμένου να καταφέρουν να ανταποκριθούν τόσο στους χρηματοοικονομικούς στόχους που πρέπει να φτάσει η επιχείρηση όσο και στους περιορισμούς που περιλαμβάνουν οι συμβάσεις χρέους.

Έπειτα όσον αφορά τις αμοιβές των ελεγκτών και τις αμοιβές των ελεγκτικών επιχειρήσεων για τις μη ελεγκτικές επιχειρήσεις, οι λόγοι για τους οποίους υπάρχει αρνητική σχέση με τα διακριτικά δεδουλευμένα είναι αρκετοί. Αρχικά πολλές από αυτές τις επιχειρήσεις είναι κυρίαρχες στον χώρο τους και είναι τέτοιο το μέγεθος τους που απευθύνονται στις κορυφαίες ελεγκτικές. Σχετικά με τα παραπάνω οι **Dechow** (1981) και οι **Francis, Maydew και Sparks** (1999) αποδεικνύουν ότι η παρουσία των Big 4, Big 6, Big 8 ελεγκτικών συνδέεται με χαμηλό ποσοστό εμφάνισης της διαχείρισης κερδών. Ακόμη εάν οι συγκεκριμένες επιχειρήσεις επιθυμούν να εμπλακούν με τη φαινόμενο θα προτιμήσουν την χειραγώγηση πραγματικών δραστηριοτήτων προκειμένου να μην είναι τόσο εύκολα αντιληπτό το φαινόμενο από τους ελεγκτές. Ας

μην ξεχνάμε ότι η περίοδος που εξετάζει το δείγμα είναι ήδη με το πέρασμα της Sarbanes – Oxley Act όπου οι περισσότερες επιχειρήσεις αρχίζουν να υποκαθιστούν τη διαχείριση των δεδουλευμένων με την διαχείριση των πραγματικών δραστηριοτήτων. Επιπλέον οι μεγάλες ελεγκτικές έχουν το προσωπικό, κίνητρο και την τεχνογνωσία ώστε να ξεσκεπάσουν την εμπλοκή της επιχείρησης με τη διαχείριση των δεδουλευμένων.

Έπειτα η μεταβλητή που αφορά τις ελεύθερες ταμειακές ροές ανά μετοχή παρουσιάζει μια θετική σχέση με τα διακριτικά δεδουλευμένα. Σχετικά με τα παραπάνω ο **La Porta et. al.** (2000) ε έρευνα του παραθέτει ότι εάν παραμείνει πλεονάζον ρευστό μέσα στην επιχείρηση τότε αυτό συνήθως καταλήγει στο γεγονός ότι οι <<εντός>> της επιχείρησης καρπώνονται αρκετά ιδιωτικά οφέλη. Οπότε όπως είναι λογικό όσο αυξάνεται το πλεονάζον διαθέσιμο ρευστό στην επιχείρηση τόσο και τα στελέχη έρχονται αντιμέτωποι με το κίνητρο να χειραγωγήσουν τα δεδουλευμένα προκειμένου να καρπωθούν οφέλη. Επιπλέον ο **Jensen** (1986) εξηγεί ότι εάν υπάρχει πλεονάζον διαθέσιμο ρευστό μέσα στην επιχείρηση τότε είναι πολύ πιθανό οι μάνατζερς να προβούν σε λάθος επενδυτικές αποφάσεις και τελικά αυτό το ρευστό να αποδώσει τα αναμενόμενα κέρδη.

Στη συνέχεια η μερισματική απόδοση παρουσιάζει αρνητική σχέση με τα διακριτικά δεδουλευμένα. Αυτό είναι αναμενόμενο για αρκετούς λόγους. Πρώτον, τα ανώτατα στελέχη επιθυμούν τα κέρδη της επιχείρησης να επανεπενδύονται σε νέες ή ήδη υπάρχουσες επενδύσεις ενώ οι μέτοχοι προτιμούν να τα λαμβάνουν ως μέρισμα. Ακόμη ο **La Porta et. al.** (2000) σε έρευνα του εντοπίζει ότι η διανομή μερισμάτων οφείλεται στη μειοψηφία των μετόχων. Έπειτα εάν όμως τα ανώτατα στελέχη προβούν στην κίνηση αυτή τότε θα πρέπει να αναζητήσουν εξωτερική χρηματοδότηση προκειμένου να καλύψουν τις επενδυτικές ανάγκες της επιχείρησης τους καθώς στην περίπτωση όπου λαμβάνουν εξωτερικό δανεισμό οι όροι και η παρακολούθηση είναι τις περισσότερες φορές αρκετά σκληροί όπως υποστηρίζουν οι **Rozeff** (1982) και **Easterbrook** (1984). Οπότε όπως διαφαίνεται από τα παραπάνω τα ανώτατα στελέχη σε περίπτωση που πρέπει να αυξήσουν το μέρισμα θα προτιμήσουν να διανείμουν όσο το δυνατόν χαμηλότερα κέρδη στους μετόχους γι' αυτό και δεν εμπλέκονται σε προσπάθεια να αυξήσουν τα διακριτικά δεδουλευμένα και να παρουσιάσουν υψηλότερα κέρδη. Ακόμη αξίζει να τονισθεί ότι τα στελέχη σε αρκετά σπάνιες περιπτώσεις εμπλέκονται στη χειραγωγή των διακριτικών δεδουλευμένων προς τα κάτω και ο λόγος έγκειται στο γεγονός πως η συγκεκριμένη επιλογή έχει αρκετές φορές οδυνηρές συνέπειες για την επιχείρηση που θα ήθελαν να αποφύγουν τα ανώτατα στελέχη της αγοράς. Χαρακτηριστικά παραδείγματα αποτελούν η μείωση της τιμής της

μετοχής στο χρηματιστήριο καθώς και ο πιο έντονος έλεγχος της αγοράς προς την επιχείρηση.

Προτελευταία μεταβλητή αποτελεί η απόδοση ιδίων κεφαλαίων. Ο λόγος που η συγκεκριμένη μεταβλητή παρουσιάζει θετική σχέση με τα διακριτικά δεδουλευμένα είναι ευδιάκριτος. Ίσως το πιο σημαντικό κίνητρο των ανώτατων στελεχών να προβούν στην διαχείριση κερδών οφείλεται στο κομμάτι των προσωπικών τους απολαβών. Όπως αναφέρεται λοιπόν εκτενέστερα σε προηγούμενο κεφάλαιο, τα τελευταία έτη τα ανώτατα στελέχη λαμβάνουν ένα κομμάτι του μισθού τους σε τίτλους της επιχείρησης. Οπότε όσο καλύτερα αποδίδει η επιχείρηση τόσο περισσότερα ιδιωτικά οφέλη δύναται να εκμεταλλευθούν και τα ίδια τα στελέχη καθώς διακρατούν μεγάλο όγκο τίτλων στα χέρια τους.

Τελευταία θετική σχέση παρατηρείται μεταξύ του συνόλου του ενεργητικού και των διακριτικών δεδουλευμένων, υπάρχει σαφής αιτιολόγηση. Όπως αναφέρεται σε προηγούμενο κεφάλαιο μια βασική τακτική που έχουν οι μάνατζερς στη διάθεση τους για τη διαχείριση των δεδουλευμένων αποτελεί η καθυστέρηση της διαγραφής περιουσιακών στοιχείων του ενεργητικού. Με αυτόν τον τρόπο, οι μάνατζερς μπορούν να εμφανίσουν την επιχείρηση τους σε υψηλότερο επίπεδο από το πραγματικό. Οπότε όσο αυξάνεται το σύνολο του ενεργητικού της επιχείρησης τόσο οι μάνατζερς αποκτούν άλλο ένα εργαλείο στη διάθεση τους εξ'ου και η θετική σχέση μεταξύ των δύο αυτών παραγόντων.

Τέλος το κομμάτι που πρέπει να τονισθεί είναι ποιες από τις μεταβλητές που εξετάστηκαν στο δεύτερο μοντέλο είναι στατιστικά σημαντικές. Προκειμένου να απαντήσει κάποιος εάν η συγκεκριμένη μεταβλητή είναι στατιστικά σημαντική πρέπει να ανατρέξει στο κομμάτι που εμφανίζονται τα p - values κάθε μεταβλητής και να κοιτάξει και το διάστημα εμπιστοσύνης. Συγκεκριμένα στο δεύτερο μοντέλο το διάστημα εμπιστοσύνης είναι 95%. Οπότε για να είναι μια μεταβλητή στατιστικά σημαντική θα πρέπει η τιμή που εμφανίζει για το p - value να είναι μικρότερη από 0,05. Εάν είναι, τότε η μεταβλητή αυτή είναι στατιστικά σημαντική. Όσον αφορά τις τιμές που παρουσιάζει ο πίνακας 2, η απόδοση των ιδίων κεφαλαίων είναι στατιστικά σημαντική με τιμή $9,03E-12$ και ο λόγος που είναι έγκειται στο γεγονός πως επηρεάζει άμεσα την αμοιβή των μάνατζερς. Επιπλέον η μεταβλητή για τις ελεύθερες ταμειακές ροές ανά μετοχή είναι στατιστικά σημαντική με τιμή 0,005. Τέλος και οι οι αμοιβές των ελεγκτικών υπηρεσιών για μη ελεγκτικές υπηρεσίες είναι κοντά στο όριο με τιμή 0,059, κάτι που τις καθιστά σημαντικές για διάστημα εμπιστοσύνης 90%.

11.3 - Επίλογος

Η συγκεκριμένη έρευνα ερευνά τέσσερις υποθέσεις γύρω από το φαινόμενο της διαχείρισης κερδών. Προκειμένου να εξετάσει τις υποθέσεις αυτές, εντοπίζει τα διακριτικά δεδουλευμένα για κάθε επιχείρηση για κάθε έτος ανάλυσης. Προκειμένου να εξετασθούν οι ερευνητικές υποθέσεις πρέπει να δημιουργηθεί το τελικό μοντέλο προκειμένου να τρέξει η παλινδρόμηση και να μου δώσει τα αποτελέσματα που ψάχνουμε. Αφού έγιναν όλα τα απαραίτητα βήματα, τα αποτελέσματα έδειξαν ότι οι ελεύθερες ταμειακές ροές ανά μετοχή και η απόδοση ιδίων κεφαλαίων είναι οι στατιστικά σημαντικές μεταβλητές του μοντέλου. Τέλος αξίζει να σημειωθεί ότι και οι αμοιβές των ελεγκτικών επιχειρήσεων για μη ελεγκτικές υπηρεσίες (non- audit fees) είναι κοντά στο όριο.

Κεφάλαιο 12°: Συμπεράσματα

Η συγκεκριμένη έρευνα έχει ως σκοπό να διερευνήσει τη διαχείριση κερδών σε αμερικανικές επιχειρήσεις εισηγμένες στο χρηματιστηριακό δείκτη NYSE. Αρχικά πρέπει να τονισθεί ότι η διαχείριση κερδών γίνεται είτε μέσω της διαχείρισης των δεδουλευμένων είτε μέσω της χειραγώγησης των πραγματικών δραστηριοτήτων. Ωστόσο η συγκεκριμένη έρευνα μελετάει τη διαχείριση κερδών μόνο ως προς το κομμάτι της διαχείρισης των δεδουλευμένων. Προκειμένου λοιπόν να ερευνήσω τις ερευνητικές υποθέσεις το πρώτο βήμα για το ερευνητικό κομμάτι είναι να εντοπίσω τα διακριτικά δεδουλευμένα (τα οποία λειτουργούν ως ένδειξη του φαινομένου). Τα διακριτικά δεδουλευμένα τα εντοπίζω με το τροποποιημένο μοντέλο της Jones. Εδώ αξίζει να σημειωθεί ότι το συγκεκριμένο μοντέλο είναι το πιο αξιόπιστο μοντέλο εύρεσης δεδουλευμένων συμφωνα με έρευνες οι οποίες αναλύονται στο βιβλιογραφικό κομμάτι.

Εφόσον έχω εντοπίσει τα δεδουλευμένα, το επόμενο βήμα αφορά την εξέταση των ερευνητικών υποθέσεων. Στο συγκεκριμένο κομμάτι εξετάζω τη σχέση που έχουν μεταβλητές με το φαινόμενο (διακριτικά δεδουλευμένα). Οι μεταβλητές που εξετάζουμε αναφέρονται και στο βιβλιογραφικό κομμάτι. Προκειμένου να εξετάσουμε τις μεταβλητές απαραίτητο βήμα είναι η κατασκευή του δεύτερου μοντέλου. Το δεύτερο μοντέλο περιλαμβάνει ως ανεξαρτημένες μεταβλητές τη μόχλευση, τις αμοιβές των ελεγκτών, τις αμοιβές των ελεγκτικών επιχειρήσεων που είναι για μη ελεγκτικές υπηρεσίες (audit & non- audit fees), τις ελεύθερες ταμειακές ροές, τη μερισματική απόδοση, την απόδοση ιδίων κεφαλαίων και το σύνολο του ενεργητικού και ως εξαρτημένη μεταβλητή τα διακριτικά δεδουλευμένα. Εδώ αξίζει να τονισθεί ότι τέσσερις από τις επτά μεταβλητές τις εξετάζω με τη βοήθεια του λογαρίθμου. Οι μεταβλητές αυτές αφορούν τις αμοιβές των ελεγκτών και τις αμοιβές των ελεγκτικών επιχειρήσεων για τις μη ελεγκτικές υπηρεσίες, τις ελεύθερες ταμειακές ροές καθώς και το σύνολο του ενεργητικού.

Στη συνέχεια αφού όλες οι μεταβλητές είναι έτοιμες για τις τελικές επιχειρήσεις του δείγματος, το τελευταίο στάδιο της έρευνας αφορά τα συμπεράσματα του μοντέλου. Αφού τρέξουμε το μοντέλο εστιάζουμε σε τρία σημεία όσον αφορά τα συμπεράσματα. Το πρώτο αφορά το R square, το οποίο μας δείχνει πόσο καλά οι μεταβλητές του μοντέλου όλες μαζί εξηγούν την διακύμανση των διακριτικών δεδουλευμένων. Το αποτέλεσμα το οποίο βγαίνει όπως αναμένουμε δεν είναι τόσο μεγάλο (κοντά στο 1)

καθώς όπως αποδεικνύεται στο βιβλιογραφικό κομμάτι ένας από τους κύριους λόγους που άνοιξε το συγκεκριμένο φαινόμενο (διαχείριση κερδών) έγκειται στο γεγονός ότι υπάρχουν πάρα πολλές αιτίες και κίνητρα που ωθούν τα στελέχη να εμπλακούν με αυτό.

Έπειτα τα τελευταία δύο στοιχεία που εξετάζουμε αφορούν τη σχέση των μεταβλητών με τα διακριτικά δεδουλευμένα καθώς και το εάν οι μεταβλητές είναι στατιστικά σημαντικές ή όχι. Όσον αφορά την σχέση των μεταβλητών με το φαινόμενο παρουσιάζονται δύο ομάδες μεταβλητών. Η πρώτη έχει θετική σχέση με τα διακριτικά δεδουλευμένα ενώ η δεύτερη αρνητική. Στην πρώτη κατηγορία εντάσσονται οι μεταβλητές: μόχλευση, ελεύθερες ταμειακές ροές ανά μετοχή, απόδοση ιδίων κεφαλαίων καθώς και το σύνολο του ενεργητικού. Στη δεύτερη κατηγορία εντάσσονται οι αμοιβές των ελεγκτών και οι αμοιβές των ελεγκτικών επιχειρήσεων για μη ελεγκτικές υπηρεσίες καθώς και η μερισματική απόδοση. Αυτό που πρέπει να τονισθεί είναι ότι οι σχέσεις που παρατηρούμε είναι οι σχέσεις που έχουμε προβλέψει για τις μεταβλητές στο κομμάτι των ερευνητικών υποθέσεων με βάση προηγούμενες βιβλιογραφικές μελέτες.

Το τελευταίο σκέλος για το ερευνητικό κομμάτι αφορά εάν οι μεταβλητές αυτές είναι στατιστικά σημαντικές ή όχι για το εξεταζόμενο δείγμα. Τα αποτελέσματα τα οποία προκύπτουν επισημαίνουν ως σημαντικές μεταβλητές την απόδοση ιδίων κεφαλαίων καθώς και την μεταβλητή για τις ελεύθερες ταμειακές ροές ανά μετοχή. Αυτές οι δύο μεταβλητές είναι στατιστικά σημαντικές για διάστημα εμπιστοσύνης 95%. Τέλος η μεταβλητή non-audit fees (αμοιβές ελεγκτικών επιχειρήσεων που είναι για μη ελεγκτικές υπηρεσίες) είναι ελάχιστα πάνω από το όριο για το διάστημα εμπιστοσύνης 95%, αλλά για επίπεδο εμπιστοσύνης 90% μπορεί και η συγκεκριμένη να θεωρηθεί στατιστικά σημαντική.

Τέλος αξίζει να αναφέρω ότι η συγκεκριμένη έρευνα εμφανίζει ορισμένα μειονεκτήματα. Αρχικά η συγκεκριμένη έρευνα λαμβάνει υπόψιν της μόνο την διαχείριση των δεδουλευμένων, κάτι που σημαίνει πως δεν λαμβάνει υπόψιν της τη χειραγώγηση των πραγματικών δραστηριοτήτων. Επιπλέον το φαινόμενο της διαχείρισης κερδών γιγαντώθηκε τα τελευταία έτη λόγω του γεγονότος ότι το επηρεάζουν πάρα πολλοί παράγοντες, αυτό εν μέρει δικαιολογεί και το R square του τελικού εξεταζόμενου δείγματος. Αλλή μία παρατήρηση είναι ότι η συγκεκριμένη έρευνα ασχολείται μόνο με εννέα κλάδους, οπότε υπάρχει δυνατότητα για ένα μελετητή να ανατρέξει σε αρκετούς κλάδους και να αντλήσει δεδομένα προκειμένου να διεξάγει παρόμοια έρευνα. Τέλος το

τελευταίο μειονέκτημα έγκειται στον αριθμο του αρχικού δείγματος. Ένας μεγαλύτερος αριθμός θα έδινε μια καλύτερη πιθανότητα για πιο ασφαλή συμπεράσματα

Βιβλιογραφία – Αρθρογραφία

Ξένη Βιβλιογραφία

- 1) Ronen Joshua and Yaari Varda, (2008), Earnings Management, Emerging Insights in Theory, Practice and Research, 2008 Springer Science+Business Media, LLC

Αρθρογραφία

- 1) Ali Ashiq, Zhang Weining, (2015), CEO tenure and earnings management, *Journal of Accounting and Economics* 59 (2015) pp.60–79
- 2) Becker L. Connie, Defond L. Mark, Jiambalvo James , Subramanyam K.R. , (1998), The Effect of Audit Quality on Earnings Management, *Contemporary Accounting Research* Vol. 15 No. 1 (Spring 1998) pp. 1-24
- 3) Begley Joy, Feltham A. Gerald, (1999), An empirical examination of the relation between debt contracts and management incentives, *Journal of Accounting and Economics* 27 (1999) pp.229-259
- 4) Beneish D. Messod, (1997), Detecting GAAP Violation: Implications for Assessing Earnings Management among Firms with Extreme Financial Performance, *Journal of Accounting and Public Policy*, pp 271-309
- 5) Bergstresser Daniel και Phillippon Thomas, (2006), CEO Incentives and Earnings Management, *Journal of Financial Economics* (2006)
- 6) Boyton E. Charles , Dobbins Paul S. , Plesko George A. , (1992), Earnings Management and the corporate Alternative Minimum Tax, *Journal of Accounting Research* 430, Issue of Accounting and Taxation (1992), pp131-153
- 7) Braam, Nandy, Weitzel, Lodh, (2015), Accrual-based and real earnings management and political connections, *The International Journal of Accounting* 50 (2015) 111–141
- 8) Burgstahler David, Dichev Ilia, (1997), Earnings management to avoid earnings decreases and losses, *Journal of Accounting and Economics* 1997 pp. 99-126
- 9) Burgstahler David, Eames Michael, (2006), Management of Earnings and Analyst' Forecasts to Achieve Zero, *Journal of business Finance & Accounting*:- July 2006
- 10) Chahine Salim, Mansi Sattar, Mazboudi Mohamad, (2015), Media news and earnings management prior to equity offerings, *Journal of Corporate Finance* 35 (2015) pp.177–195
- 11) Cheng Qiang και Warfield Terry, (2004), Equity Incentives and Earnings Management, *Article in the Accounting Review* – November 2004) Ονομασία : Identifying unexpected accruals: a comparison of current approaches

- 12) Chung Yu-Hsuan, Pan Lee-Hsien, Huang Shaio Yan, Chen K.C., (2015), Do firms change earnings management behavior after receiving financial forecast warnings? , *Global Finance Journal* 27 (2015) pp.1–17
- 13) .Cohen Daniel A, Zarowin Paul, (2010), Accrual – based and real earnings management activities around Seasoned equity offerings, *Journal of Accounting and Economics* 50 (2010) pp.2–19
- 14) Cohen Daniel A., Dey Aiyasha, Lys Z. Thomas, (2008), Real and Accrual-based Earnings Management in the Pre- and Post - Sarbanes-Oxley Periods, *The accounting review*, 2008
- 15) Cupertino César Medeiros, Martinez Antonio Lopo, da Costa Jr. Newton C. A, (2015), Earnings manipulations by real activities management and investors' perceptions, *Research in International Business and Finance* 34 (2015) pp.309–323
- 16) Dechow M. Patricia , (1994), Accounting earnings and cash flows as measures of firm performance, The role of accounting accruals, *Journal of Accounting and Economics* 18 pp.3-42
- 17) Dechow & Skinner, (200), Earning Management: Reconciling the views of Accounting, Academics, Practitioners and Regulators, *American Horizons* 2000 pp.235-250
- 18) Dechow, Sloan, Sweeney, (1995), Detecting Earnings Management, *The Accounting Review*, April 1995, ppg193 – 225
- 19) Degeorge François, Patel Jayendu and Zeckhauser Richard, (1999), Earnings Management to Exceed Thresholds, *The Journal of Business*, Vol. 72, No. 1 (January 1999), pp. 1-33
- 20) Dhaliwal S. Dan, Gleason Cristi A. , Mills Lilian F. , (2004), Last-Chance Earnings Management: Using the Tax Expense to Meet Analysts' Forecasts, *Contemporary Accounting*
- 21) Douglas L. Victor, Skinner J. Douglas, (1996), What motivates managers' choice of discretionary accruals? , *Journal of Accounting and Economics* 1996 pp.313-325
- 22) Enomoto Masahiro, Kimura Fumihiko, Yamaguchi Tomoyasu, (2015), Accrual-based and real earnings management: An international comparison for investor protection, *Journal of Contemporary Accounting & Economics* 11 (2015) pp.183–198
- 23) Erickson Merle, Wang Shiing-wu, (1999), Earnings management by acquiring firms in stock for stock mergers, *Journal of Accounting and Economics* 27 (1999) pp.149-176

- 24) Guenther David, (1994), Earnings Management in Response to Corporate Tax Rate Changes : Evidence from the 1986 Tax Reform Act, *The Accounting Review* January, pp.230-243
- 25) Gunny A. Katherine, (2010), The Relation Between Earnings Management Using Real Activities Manipulation and Future Performance: Evidence from Meeting Earnings Benchmarks, *Contemporary Accounting Research*
- 26) Kazemian Soheil , Sanusi Zuraidah Mohd, (2015), Earnings Management and Ownership Structure, *Procedia Economics and Finance* 31 2015 pp.618 – 624
- 27) Klein April , (2002), Audit committee, board of director characteristics, and earnings management, *Journal of Accounting and Economics* 33 (2002) pp.375–400
- 28) Leuz Christian, Nanda Dhananjay, Wysocki D. Peter , (2003), Earnings management and investor protection: An international comparison, *Journal of Financial Economics* 69 (2003) pp.505–527
- 29) Mao Yaping, Renneboog Luc, (2015), Do managers manipulate earnings prior to management buyouts? , *Journal of Corporate Finance* 35 (2015) pp. 43–61
- 30) Dawn A. Matsumoto (2002), Management’s Incentives to avoid Negative Earnings Surprises, *στο The Accounting Review* Vol.77 No.3 July 2002 pp.483-514
- 31) Miko Nuraddeen Usman, Kamardin Hasnah, (2015), Impact of Audit Committee and Audit Quality on Preventing Earnings Management in the Pre- and Post-Nigerian Corporate Governance Code 2011, *Procedia - Social and Behavioral Sciences* 172 (2015) pp. 651 – 657
- 32) Mulyadi Martin Surya , Anwar Yunita, (2015), Corporate Governance, Earnings Management and Tax Management, *Procedia - Social and Behavioral Sciences* 2015 pp. 363 – 366
- 33) Noor Nurul Fitri Mohd, Sanusia Zuraidah Mohd, Heang Lee Teck, Mohd Takiah, Iskandar, Isa Yusarina Mat, (2015), Fraud Motives and Opportunities Factors on Earnings Manipulations, *Procedia Economics and Finance* 28 (2015) pp.126 – 135
- 34) Peasnell K. V. , Pope P. F and Young S. , (1999), Detecting Earnings Management Using Cross- Sectional Abnormal Accruals Models, *Accounting and business research* December 1999
- 35) Perry Susan E , Williams Thomas H. , (1994), Earnings management preceding management buyout offers, *Journal of Accounting and Economics* 18 (1994) pp.157-179
- 36) Pourciau Susan, (1993), Earnings management and nonroutine executive changes, *Journal of Accounting and Economics* 16 pp.317-336. North-Holland
- 37) Rangan Srinivasan, (1998), Earnings management and the performance of seasoned equity offerings, *Journal of Financial Economics* 50 (1998) pp.101-122
- 38) Roychowdhury Sugata, (2006), Earnings management through real activities manipulation, *Journal of accounting and economics* 42 pp.(335,370)
- 39) Roychowdhury Sugata, (2004), Management of Earnings through the Manipulation of Real Activities That Affect Cash Flow from Operations, *Citeseer*

- 40) Smith Abbie, (1993), Earnings and management incentives, Journal of Accounting and Economics 16 pp.337-347. North-Holland
- 41) Sun Jerry, Liu Guoping, (2015), Does analyst coverage constrain real earnings management? , The Quarterly Review of Economics and Finance (2015)
- 42) Sun Pei-Yu, (2016), CEO Compensation and Tax loss Carrybacks, etd.lsu.edu
- 43) Taylor Gary K., Xu Randall Zhaohui, (2010), Consequences of real earnings management on subsequent operating performance, Research in accounting regulation, 2010
- 44) Thomas Jacob and Zhang Xiao-jun, (2001), Identifying unexpected accruals: a comparison of current approaches, Journal of Accounting and Public Policy, 2001 - Elsevier
- 45) Teoh Siew Hong, Welch Ivo, Wong T.J. , (1998), Earnings management and the underperformance of seasoned equity offerings, Journal of Financial Economics 50 (1998) 63-99
- 46) Teoh Siew Hong, Welch Ivo, Wong T.J., (2010), Earnings management and the underperformance of seasoned equity offerings, Research in Accounting Regulation 22 (2010) pp.128–132
- 47) Teoh, Welch and T. J. Wong, (1998), Earnings Management and the Long-Run Market Performance of Initial Public Offerings, The Journal of Finance • Vol. LIII, No. 6 • December 1998
- 48) Xie Biao, Davidson Wallace N III, DaDalt Peter J. , (2003), Earnings Management and Corporate Governance: The Role of the Board and the Audit Committee, Journal of Corporate Finance 2003 pp.295 – 316