



**ΕΘΝΙΚΟ
ΜΕΤΣΟΒΙΟ
ΠΟΛΥΤΕΧΝΕΙΟ**

**ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ
ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ
ΑΘΗΝΩΝ**



**ΔΙΑΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΑΚΟ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ
ΣΤΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ – “ATHENS MBA”**

Η ΣΗΜΑΣΙΑ ΤΗΣ ΔΙΑΧΕΙΡΗΣΗΣ ΚΕΡΔΩΝ ΓΙΑ ΤΙΣ ΕΛΛΗΝΙΚΕΣ ΕΙΣΗΓΜΕΝΕΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ

ΜΕΛΕΤΗ ΠΡΙΝ ΚΑΙ ΚΑΤΑ ΤΗ ΔΙΑΡΚΕΙΑ ΤΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΚΡΙΣΗΣ

Συγγραφέας: **Γκενέ Μαρίνα**

Επιβλέπουσα Καθηγήτρια: **Αφροδίτη Παπαδάκη**

Αθήνα

2016

ΔΗΛΩΣΗ ΕΚΠΟΝΗΣΗΣ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΗΣ ΕΡΓΑΣΙΑΣ

(περιλαμβάνεται, μαζί με τα υπόλοιπα στοιχεία που απαιτούνται, στην πρώτη σελίδα της εργασίας)

«Δηλώνω υπεύθυνα ότι η συγκεκριμένη μεταπτυχιακή εργασία για τη λήψη του Μεταπτυχιακού Διπλώματος Ειδίκευσης στη Διοίκηση Επιχειρήσεων, έχει συγγραφεί από εμένα προσωπικά και δεν έχει υποβληθεί ούτε έχει εγκριθεί στο πλαίσιο κάποιου άλλου μεταπτυχιακού ή προπτυχιακού τίτλου σπουδών, στην Ελλάδα ή στο εξωτερικό.

Η εργασία αυτή έχοντας εκπονηθεί από εμένα, αντιπροσωπεύει τις προσωπικές μου απόψεις επί του θέματος. Οι πηγές στις οποίες ανέτρεξα για την εκπόνηση της συγκεκριμένης μεταπτυχιακής αναφέρονται στο σύνολό τους, δίνοντας πλήρεις αναφορές στους συγγραφείς, συμπεριλαμβανομένων και των πηγών που ενδεχομένως χρησιμοποιήθηκαν από το διαδίκτυο».

Γκενέ Μαρίνα

Υπογραφή

Ευχαριστίες

Θα ήθελα να ευχαριστήσω θερμά τους γονείς και τον σύζυγό μου για την υποστήριξή τους κατά τη διάρκεια του Μεταπτυχιακού Προγράμματος

Περιεχόμενα	
Ευχαριστίες	5
Περιεχόμενα Γραφημάτων	8
Περιεχόμενα Πίνακας	9
Πρόλογος.....	11
Περίληψη	12
Abstract.....	13
Κεφάλαιο 1 ^ο	15
1.1. Εισαγωγή	15
1.2. Ερευνητικοί Περιορισμοί και Προτάσεις για Μελλοντική Έρευνα.....	19
Κεφάλαιο 2 ^ο	21
2.1. Εισαγωγή στη Διαχείριση Κερδών	21
2.1.1. Ορισμός της “Διαχείρισης Κερδών”	21
2.1.2. Βασικές Κατηγορίες Διαχείρισης Κερδών	25
2.1.2. Διαχείριση Δεδουλευμένων και Πραγματικών Κερδών	27
2.1.2.1. Τεχνικές Προσδιορισμού Δεδουλευμένων Κερδών.....	27
2.2. Επισκόπηση Επιστημονικής Βιβλιογραφίας.....	36
2.2.1. Διαχείριση Κερδών	36
2.2.2. Χρηματοοικονομικές Κρίσεις και Διαχείριση Κερδών	40
Κεφάλαιο 3 ^ο	48
Δεδομένα και Εμπειρική Μεθοδολογία.....	48
3.1 Συλλογή Δεδομένων	49
3.2 Οικονομετρική Μεθοδολογία	52
3.2 Περιγραφικά Στατιστικά Δεδομένα	65
3.3. Περιγραφή Μοντέλων και Ανάλυση Αποτελεσμάτων	67
Κεφάλαιο 5 ^ο	81
5.1. Συμπεράσματα.....	81
Βιβλιογραφία	85

Περιεχόμενα Γραφημάτων

Γράφημα 1: Η έννοια της διαχείρισης κερδών.....	22
Γράφημα 2: Διαχείριση κερδών ανά κατηγορία δραστηριότητας.	24
Γράφημα 3: Απεικόνιση της Διαδικασίας Λήψη Αποφάσεων των Διευθυντικών Στελεχών, σύμφωνα με τον Healy (1985)	29
Γράφημα 4: Διαχείριση κερδών και σχέση με Χρηματιστηριακή Αξία.	36
Γράφημα 6: Μέσος Όρος του Δείκτη ROA για το Δείγμα της Μελέτης, 2003-2015... ..	57
Γράφημα 7: Εξέλιξη της Μέσης Χρηματιστηριακής Αξίας του Δείγματος, 2003-2015	71

Περιεχόμενα Πίνακας

Πίνακας 1: Σημαντικές Μελέτες Υποδειγμάτων για τη Διαχείριση Κερδών	32
Πίνακας 2: Σύνοψη Συμπερασμάτων Εμπειρικών Μελετών αναφορικά με την Διαχείριση και Ποιότητα Κερδών σε Περιόδους Κρίσεων	46
Πίνακας 3: Βασικές Μεταβλητές Επιχειρήσεων	51
Πίνακας 4: Μοντέλο Accruals του Jones (1991), με μεταβλητή διαφοράς των Συνολικών Προσόδων, 2003-2015	58
Πίνακας 5: Μοντέλο Accruals του Jones (1991), με μεταβλητή διαφοράς των Συνολικών Προσόδων μείον τις Εισπράξεις, 2003-2015.....	58
Πίνακας 6: Μοντέλο Accruals των Kothari et al. (2005), με μεταβλητή διαφοράς των Συνολικών Προσόδων, 2003-2015	59
Πίνακας 7: Μοντέλο Accruals των Kothari et al. (2005), με μεταβλητή διαφοράς των Συνολικών Προσόδων μείον τις Εισπράξεις, 2003-2015.....	60
Πίνακας 8: Μοντέλο Accruals του Jones (1991), με μεταβλητή διαφοράς των Συνολικών Προσόδων, 2003-2009	62
Πίνακας 9: Μοντέλο Accruals του Jones (1991), με μεταβλητή διαφοράς των Συνολικών Προσόδων, 2010-2015	62
Πίνακας 10: Μοντέλο Accruals των Kothari et al. (2005), με μεταβλητή διαφοράς των Συνολικών Προσόδων, 2010-2015	63
Πίνακας 11: Μοντέλο Accruals των Kothari et al. (2005), με μεταβλητή διαφοράς των Συνολικών Προσόδων μείον τις Εισπράξεις, 2010-2015.....	64
Πίνακας 12: Βασικά Περιγραφικά Στοιχεία Μεταβλητών	66
Πίνακας 13: Εκτίμηση Επίδρασης EPS στις Αγοραίες Τιμές.....	72
Πίνακας 14: Εκτίμηση Επίδρασης EPS στις Αγοραίες Τιμές, με τη χρήση ψευδομεταβλητών, με το υποδειγμα του Jones (1991).....	73
Πίνακας 15: Εκτίμηση Επίδρασης OCFPS και TAPS στις Αγοραίες Τιμές, με το υποδειγμα του Jones (1991)	74
Πίνακας 16: Εκτίμηση Επίδρασης OCFPS και TAPS στις Αγοραίες Τιμές, με τη χρήση ψευδομεταβλητών, με το υποδειγμα του Jones (1991).....	75
Πίνακας 17: Εκτίμηση Επίδρασης OCFPS και DAPS-NDPS στις Αγοραίες Τιμές, με το υποδειγμα του Jones (1991)	76
Πίνακας 18: Εκτίμηση Επίδρασης OCFPS και DAPS-NDPS στις Αγοραίες Τιμές, με τη χρήση ψευδομεταβλητών, με το υποδειγμα του Jones (1991).....	77
Πίνακας 19: Εκτίμηση Επίδρασης OCFPS και DAPS-NDPS στις Αγοραίες Τιμές, με το υποδειγμα των Kothari et al. (2005).....	78

Πίνακας 20: Εκτίμηση Επίδρασης OCFPS και DAPS-NDPS στις Αγοραίες Τιμές, με τη χρήση ψευδομεταβλητών, με το υποδειγμα των Kothari et al. (2005)..... 79

Πρόλογος

Η χειραγώγηση κερδών (earnings management), στο χώρο των σύγχρονων επιχειρήσεων, αποτελεί τη βασικότερη μορφή “δημιουργικής λογιστικής”. Πολλές φορές οι διοικήσεις των επιχειρήσεων τείνουν να λαμβάνουν αποφάσεις για την προσαρμογή των κερδών, που αποτελεί ένα από τα σημαντικότερα μεγέθη των οικονομικών καταστάσεων για τους επενδυτές και τους αναλυτές.

Τα κέρδη αποτελούν μια από τις σημαντικότερες παραμέτρους για την αποτίμηση και επιλογή μετοχών, δεδομένου ότι η θεωρητική αξία της ισούται με την παρούσα αξία του συνόλου των μελλοντικών κερδών της. Επομένως, η διόγκωση των κερδών με λογιστικές τεχνικές αυξάνει την χρηματιστηριακή αξία (ή κεφαλαιοποίηση). Αντίθετα, η μείωση των κερδών οδηγεί σε μείωση της χρηματιστηριακής αξίας της εταιρείας στις αγορές.

Το φαινόμενο αυτό είναι ιδιαίτερα συχνό σε χώρες με πιο αδύναμο θεσμικό πλαίσιο και περιορισμένη προστασία των ιδιωτών επενδυτών, που δε διαθέτουν πληροφόρηση. Τα τελευταία χρόνια, το ενδιαφέρον της επιστημονικής βιβλιογραφίας, αναφορικά με το ζήτημα της χειραγώγησης των κερδών έχει κεντρίσει το ερευνητικό ενδιαφέρον. Αφορμή για αυτό δίνουν οι διάφορες ειδήσεις που κατά καιρούς βλέπουν το φως της δημοσιότητας και η μελέτη της συμπεριφοράς των επιχειρήσεων κατά την περίοδο της κρίσης.

Στην παρούσα εργασία επιχειρείται η εμπειρική διερεύνηση του ενδεχομένου της ύπαρξης διαχείρισης ή “χειραγώγησης” των κερδών στην ελληνική χρηματιστηριακή αγορά. Το ζήτημα είναι ιδιαίτερα ενδιαφέρον, τόσο για τους επενδυτές, ιδιώτες και θεσμικούς, τις επιχειρήσεις και τις εποπτικές αρχές. Επίσης επιχειρείται η συγκριτική μελέτη του φαινομένου στις ελληνικές εισηγμένες πριν και κατά τη διάρκεια της κρίσης στην Ελλάδα. Η εμπειρική μελέτη πραγματοποιείται με τη χρήση της μεθόδου εκτίμησης του ύψους των διαφοροποιούμενων ή μη κανονικών δεδουλευμένων (discretionary accruals) των εισηγμένων επιχειρήσεων στην ελληνική αγορά.

Περίληψη

Η διαχείριση κερδών αποτελεί ένα τομέα της λογιστικής που κεντρίζει το ενδιαφέρον των ερευνητών, κατά τα τελευταία 30 χρόνια. Στην παρούσα εργασία θα εξετάσουμε την έννοια της χρηματοοικονομικής συνάφειας (value relevance), δηλαδή τη δυνατότητα της αξιοποίησης της χρηματοοικονομικής πληροφόρησης για την ερμηνεία των χρηματιστηριακών τιμών εισηγμένων επιχειρήσεων.

Η σχετική βιβλιογραφία συνιστά ότι οι επιχειρήσεις παγκοσμίως προβαίνουν σε διαχείριση κερδών κατά τις περιόδους κρίσης. Το φαινόμενο αυτό στην Ελλάδα, δεν έχει μελετηθεί εκτενώς, ενώ με τη χρήση εναλλακτικών μεθοδολογιών τα αποτελέσματα παραμένουν αμφιλεγόμενα. Για το λόγο αυτό πραγματοποιούμε μια ολοκληρωμένη επισκόπηση της έννοιας της διαχείρισης κερδών και της θεωρητικής και εμπειρικής επιστημονικής βιβλιογραφίας αναφορικά με την έννοια και τις τεχνικές που χρησιμοποιούν οι επιχειρήσεις.

Βασικός σκοπός μας είναι να μελετήσουμε τη χρηματοοικονομική συνάφεια των κερδών, των λειτουργικών χρηματοροών και των δεδουλευμένων για την εκτίμηση των αποδόσεων των μετοχών στην ελληνική χρηματιστηριακή αγορά, για την περίοδο 2003-2015. Πιο συγκεκριμένα, εξετάζεται σε ποιο βαθμό τα accruals προσφέρουν σημαντική πληροφόρηση στην επεξήγηση των αποδόσεων των μετοχών των ελληνικών εισηγμένων εταιριών. Επιπροσθέτως, εξετάζεται η επίδραση της παγκόσμιας οικονομικής κρίσης, στη χρηματοοικονομική συνάφεια της λογιστικής πληροφόρησης.

Η εμπειρική εφαρμογή αποτελείται από εμπειρική εφαρμογή των θεωρητικών μοντέλων για τη διερεύνηση της συμπεριφοράς των διοικήσεων των ελληνικών εισηγμένων εταιριών, πριν και κατά τη διάρκεια της κρίσης.

Λέξεις Κλειδιά: Διαχείριση Κερδών, Δεδουλευμένα, (μη-) Διαφοροποιούμενα Δεδουλευμένα, Χρηματοοικονομική Κρίση

Abstract

Earnings management is a research field in accounting research that attracts the attention of researchers for the past 30 years. In this thesis we will examine the concept of value relevance of financial information, namely the possibility of using financial information for the interpretation of the stock prices of publicly traded companies.

The literature suggests that companies worldwide use earnings management techniques during financial crisis periods. This phenomenon in Greece has not been extensively studied, and the use of alternative methodologies provide controversial results. For that reason, we carry out a comprehensive review of the definition of earnings management and the results of both theoretical and empirical literature findings, on the meaning and the techniques that firms use to manipulate earnings.

Our main aim is to study the value relevance of earnings, operating cash flows and accruals on the performance of equity returns in the Greek stock market for the period 2003-2015. Specifically, we examine the extent to which accruals provide important information in the explanation of Greek listed equities returns. In addition, we study the effect of the global economic crisis on the value relevance of accounting information.

Our empirical application consists of empirical application of theoretical models for the investigation of the Greek listed companies administrations behavior before and during the crisis.

Keywords: Earnings Management, Value Relevance, Accruals, (non-) Discretionary Accruals, Financial Crisis

Κεφάλαιο 1^ο

1.1. Εισαγωγή

Η παροχή αξιόπιστης λογιστικής πληροφόρησης είναι αναγκαία κατά τη διαδικασία λήψης αποφάσεων για τους επενδυτές. Παράλληλα, η ροή πληροφόρησης και η αξιοπιστία της ενέχει καταλυτικό ρόλο στην αποτελεσματικότητα της λειτουργίας των διεθνών κεφαλαιαγορών. Ένα σύνολο ενδιαφερόμενων, όπως οι μέτοχοι, οι πιστωτές, οι προμηθευτές, οι πελάτες, το δημόσιο κ.α. βασίζουν τις αποφάσεις τους στη λογιστική πληροφόρηση.

Η επάρκεια στην ποιότητα και το πληροφοριακό περιεχόμενο των οικονομικών καταστάσεων και των ετήσιων εκθέσεων των εισηγμένων εταιρειών βοηθά τους επενδυτές να αξιολογούν καλύτερα τις επιχειρήσεις και να βελτιώνουν τις επενδυτικές τους αποφάσεις.

Ωστόσο, τις τελευταίες δεκαετίες πολλά οικονομικά σκάνδαλα στις Ηνωμένες Πολιτείες και στην Ευρώπη (όπως για παράδειγμα τα σκάνδαλα της Enron, της WorldCom και της Parmalat) ανέδειξαν τη σημασία της ποιότητας χρηματοοικονομικής πληροφόρησης. Στο πλαίσιο της ανάλυσης της ποιότητας των λογιστικών καταστάσεων, ιδιαίτερη έμφαση στη σχετική βιβλιογραφία δίνεται στην ποιότητα των κερδών και των ταμειακών ροών.

Τα λογιστικά σκάνδαλα και η εξέλιξη των μεθοδολογιών της διαχείρισης κερδών από τις επιχειρήσεις έχει ενισχύσει σημαντικά το ενδιαφέρον ελέγχου για την υιοθέτηση τεχνικών διαχείρισης κερδών με σκοπό την “τεχνητή” βελτίωση των λογιστικών καταστάσεων. Τα τρία βασικά στοιχεία στη βιβλιογραφία των λογιστικών καταστάσεων που προσδιορίζουν την ποιότητα των οικονομικών καταστάσεων είναι ο προσδιορισμός της αξίας της λογιστικής πληροφόρησης, η διαχείριση των κερδών και την ποιότητα του ελέγχου (Azzali, 2012). Κάθε ένα από αυτά τα στοιχεία, είναι διαφορετικά πεδία έρευνας, τα οποία οι ερευνητές αξιολογούν αν πληρούν τις προϋποθέσεις της ποιότητας των κερδών.

Πιο συγκεκριμένα, οι μελέτες που εξετάζουν την αξία της λογιστικής πληροφόρησης αποτελούν ένα ιδιαίτερα σημαντικό κομμάτι της διεθνούς βιβλιογραφίας που αφορά τη Λογιστική Έρευνα για την ανάλυση των κεφαλαιαγορών. Το σύνολο των μελετών

αυτών μελετούν τη σπουδαιότητα της λογιστικής πληροφόρησης και την επίδραση που έχουν στις αποφάσεις των επενδυτών και στη διαμόρφωση των αποδόσεων στις χρηματιστηριακές αγορές. Ουσιαστικά, μελέτες που πραγματεύονται το αντικείμενο της πληροφοριακής χρησιμότητας των κερδών για την επίδοση των μετοχών, έχουν ως σκοπό να τεκμηριώσουν τη συσχέτιση μεταξύ των λογιστικών μεγεθών και της χρηματιστηριακής αξίας της μετοχής. Οι μελέτες αυτές αποδεικνύουν τη χρησιμότητα των οικονομικών πληροφοριών για τους επενδυτές. Η βιβλιογραφία που μελετά την πληροφοριακή αξία χρησιμοποιούν διαφορετικά δείγματα χωρών, εναλλακτικά υποδείγματα που έχουν αναπτυχθεί στη βιβλιογραφία και καταλήγουν σε διαφορετικά συμπεράσματα.

Η διαχείριση των κερδών έχει πολλές εμπειρικές εφαρμογές στη λογιστική έρευνα και ιδίως στις εμπειρικές μελέτες που εξετάζουν την επίδραση των τεχνικών διαχείρισης κερδών στις αγορές. Το σύνολο των μελετών αυτών επικεντρώνεται στην αξιολόγηση της πληροφόρησης που προσφέρουν οι λογιστικές καταστάσεις στις τιμές των μετοχών και στα επιτόκια δανεισμού των επιχειρήσεων.

Στην ουσία της, η διαχείριση κερδών αποτελεί την ευρεία έννοια που μελετά τους εναλλακτικούς τρόπους, τους οποίους επιλέγουν, τα διευθυντικά στελέχη των επιχειρήσεων, τα στοιχεία που μπορούν να επηρεάσουν της αποτελεσματικότητα και να αλλοιώσουν την ποιότητα της χρηματοοικονομικής πληροφόρησης. Δηλαδή, σύμφωνα με την προσέγγιση αυτή η διαχείριση των κερδών αποτελεί το ακριβώς αντίθετο της αντικειμενικής και αμερόληπτης λήψης αποφάσεων για τη διαχείριση των περιουσιακών στοιχείων της επιχείρησης.

Η διαχείριση κερδών περιλαμβάνει πολλές κατηγορίες πρακτικών που μπορεί να χαρακτηριστεί για το κοινό στόχο, όπως η εξομάλυνση των κερδών, η διενέργεια συντηρητικών προβλέψεων, η χειραγώγηση των προσδοκιών του επενδυτικού κοινού, η αποφυγή των ζημιών, η διαχείριση των περιουσιακών στοιχείων, η επιλογή μεταξύ εναλλακτικών μεθόδων αποτίμησης και φυσικά τα δεδουλευμένα, τα οποία διακρίνονται σε διαφοροποιούμενα μη-διαφοροποιούμενα.

Η ποιότητα του ελέγχου έχει άμεση σχέση με την χρησιμότητα των πληροφοριών χρηματοοικονομικής πληροφόρησης μέσω της «Αξιοπιστία» και «πληρότητας». Η ποιότητα του ελέγχου μπορεί να ταξινομηθεί σε εξωτερική και εσωτερική. Η ελεγκτική γνώμη και το τέλος ελέγχου είναι δύο από τα κύρια μέσα που χρησιμοποιούνται στην εξωτερική ποιότητα του ελέγχου, ενώ οι έλεγχοι των ελλείψεων, σημαντικές ελλείψεις,

υλικό αδυναμίες ή οι φάσεις του κύκλου ελέγχου είναι τα κύρια μέσα που χρησιμοποιούνται στην ποιότητα του εσωτερικού ελέγχου.

Ο κύριος στόχος της έρευνάς μας είναι να αναλύσουμε τη χρησιμότητα της πληροφόρησης από τη διαχείριση κερδών σε ελληνικές εισηγμένες επιχειρήσεις στην Ελλάδα. Πιο συγκεκριμένα, η παρούσα διπλωματική εργασία αποσκοπεί στην αξιολόγηση της χρησιμότητας της λογιστικής πληροφόρησης και την πληροφοριακή της σχετικότητα/συνάφεια για τις αποδόσεις των μετοχών. Για να επιτύχουμε αυτό εξετάζουμε εναλλακτικά μέτρα, όπως τα κέρδη ανά μετοχή, τις λειτουργικές ταμειακές ροές και τα διαφοροποιούμενα και μη διαφοροποιούμενα δεδουλευμένα.

Στην ανάλυσή μας η έννοια της πληροφοριακής αξίας της λογιστικής πληροφόρησης ορίζεται από τη στατιστική σημαντικότητα των συντελεστών ευαισθησίας των ανωτέρω λογιστικών μεταβλητών στο υπόδειγμά μας.

Η εμπειρική μελέτη μας, αφού μελετήσαμε το θεωρητικό πλαίσιο της πληροφοριακής αξίας και της διαχείρισης κερδών, μπορεί να διακριθεί σε δύο βασικές φάσεις. Αρχικά προσδιορίσαμε τα δεδουλευμένα και με τη χρήση εναλλακτικών υποδειγμάτων που αναπτύχθηκαν στη βιβλιογραφία. Πιο συγκεκριμένα, στην εμπειρική μας ανάλυση βασιζόμαστε στη μεθοδολογία του Jones και σε εναλλακτικές μεταγενέστερες τροποποιήσεις της μεθόδου, για τον προσδιορισμό των δεδουλευμένων.

Ακολούθως, αναλύουμε την πληροφοριακή χρησιμότητα της λογιστικής πληροφόρησης για τη χρηματιστηριακή αξία των μετοχών. Όπως καταγράφηκε προηγουμένως, μελετάμε τη σημασία των μεταβλητών στο προσδιορισμό της χρηματιστηριακής αξίας των μετοχών. Η μεθοδολογία αυτή βασίστηκε στο υπόδειγμα του Ohlson (1995).

Όσον αφορά το εξεταζόμενο δείγμα μας, μελετάμε το φαινόμενο της διαχείρισης κερδών και την πληροφοριακή χρησιμότητα της λογιστικής πληροφοριακή χρησιμότητα για το δείγμα ελληνικών επιχειρήσεων για την περίοδο πριν κατά τη διάρκεια της κρίσης.

Κατά την προαναφερθείσα περίοδο η μελέτη ερευνά:

1) η πληροφοριακή αξία των συνιστωσών των αποδοχών (ταμειακές ροές από λειτουργικές δραστηριότητες, διακριτική δεδουλευμένων και μη διακριτική δεδουλευμένων)

2) η επίδραση της οικονομικής και χρηματοπιστωτικής κρίσης στην συνάφεια αξία των ταμειακών ροών από λειτουργικές δραστηριότητες, διακριτική δεδουλευμένων και μη διακριτική δεδουλευμένων.

Πιο συγκεκριμένα, η παρούσα εργασία αποσκοπεί στη μελέτη της σχετικής βιβλιογραφίας αναφορικά με την πληροφοριακή αξία των λογιστικών καταστάσεων και τη διαχείριση των κερδών. Από ένα σημαντικό αριθμό μελετών που έχουν εκπονηθεί για τα δύο βασικά ζητήματα, δηλαδή τη διαχείριση των κερδών και την σχετική αξία της πληροφόρησης θα επικεντρωθούμε στα σημαντικότερα άρθρα που έχουν εκπονηθεί και σχετίζονται με τη διαμόρφωση των τιμών και των αποδόσεων των μετοχών. Επίσης, θα επιχειρήσουμε να δείξουμε ότι η διαχείριση κερδών και των δεδουλευμένων αποτελεί άλλον ένα σημαντικό παράγοντα της συνάφειας αξίας της λογιστικής πληροφόρησης.

Τέλος, η έρευνα μας επεκτείνει τη βιβλιογραφία σχετικά με επιπτώσεις της οικονομικής και χρηματοπιστωτικής κρίσης στην χρησιμότητα των λογιστικών πληροφοριών. Choi et al. (2010) εξέτασαν τη σημασία αξία των συστατικών κέρδη γύρω από την περίοδο της ασιατικής οικονομικής κρίσης. Θεωρούν ότι η πληροφοριακή αξία των κερδών και πιο συγκεκριμένα των διαφοροποιούμενων δεδουλευμένων ήταν σημαντικά χαμηλότερη κατά τη διάρκεια της κρίσης σε σχέση με την περίοδο προ της οικονομικής κρίσης. Στο άρθρο τους επίσης, οι συγγραφείς υποστηρίζουν ότι τόσο τα κίνητρα των διευθυντικών στελεχών για τον επηρεασμό των συμβατικών αποτελεσμάτων, όσο και η απαισιοδοξία των επενδυτών για την ποιότητα (αντιπροσωπευτικότητα των αποτελεσμάτων για την πραγματική κατάσταση της χρηματοοικονομικής της υγείας) των οικονομικών καταστάσεων κατά τη διάρκεια μιας κρίσης, να ενθαρρύνουν από κοινού τους διαχειριστές να χρησιμοποιούν τη διακριτική δεδουλευμένων περισσότερο για τη χειραγώγηση των κερδών αντί για την αποτελεσματική σηματοδότηση. Ως εκ τούτου, οι επενδυτές προεξοφλούν τη συνάφεια αξία της διακριτικής δεδουλευμένων, εφόσον οι μεταβατικές αποδοχές τους εμποδίζει να αξιολογήσουν αποτελεσματικά τις επιδόσεις των επιχειρήσεων και να ασκήσουν τα συμβατικά δικαιώματα κατά τη διάρκεια μιας κρίσης. Τα αποτελέσματά μας είναι συνεπή με αυτά τα ευρήματα.

Τα κυριότερα αποτελέσματα της έρευνας μας μπορούν να συνοψιστούν ως εξής:

- 1) τη διάρθρωση των κερδών και το ρόλο τους στη διαμόρφωση της χρηματιστηριακής αξίας πριν και κατά τη διάρκεια της κρίσης χρέους.
- 2) Τα διαφοροποιούμενα και μη διαφοροποιούμενα δεδουλευμένα σχετίζονται αρνητικά με την αξία της αγοράς πριν από την κρίση.
- 3) Οι λειτουργικές ταμειακές ροές ενέχουν σημαντικότερη πληροφόρηση από την καταγραφή των κερδών ανά μετοχή των επιχειρήσεων.
- 4) η οικονομική και χρηματοπιστωτική κρίση επηρεάζει αρνητικά την πληροφοριακή αξία της λογιστικής πληροφόρησης.

1.2. Ερευνητικοί Περιορισμοί και Προτάσεις για Μελλοντική Έρευνα

Οι περιορισμοί στους οποίους υπόκειται η παρούσα εργασία είναι σαφείς, από την εμπειρική φύση της εργασίας. Τα αποτελέσματα μας αφορούν τις εισηγμένες εταιρείες στην Ελλάδα και για το συγκεκριμένο χρονικό διάστημα. Η μελέτη μας και τα αποτελέσματα περιγράφουν το φαινόμενο της διαχείρισης κερδών στην Ελλάδα, από την υιοθέτηση του ευρώ, πριν και μετά την υιοθέτηση των διεθνών λογιστικών προτύπων και την εφαρμογή των ΕΛΠ, και φυσικά το ζητούμενο που είναι η συμπεριφορά πριν και μετά την κρίση.

Μελλοντικά, θα μπορούσαμε να διευρύνουμε την παρούσα μελέτη σε δείγμα άλλων χωρών, περιλαμβάνοντας εταιρείες άλλων ευρωπαϊκών χωρών. Οι εταιρείες από κάθε χώρα δεν συμπεριφέρονται με τον ίδιο τρόπο. Είναι σημαντικό να διερευνηθούν επίσης θεσμικά στοιχεία, όπως η ποιότητα των οικονομικών καταστάσεων σε άλλες χώρες και το πλαίσιο που τις διέπει. Για παράδειγμα, χώρες με υψηλή διαφάνεια και αυστηρό θεσμικό πλαίσιο για τον έλεγχο των οικονομικών καταστάσεων και χώρες με χαμηλή διαφάνεια. Αντίστοιχα, το ίδιο μπορεί να συμβεί με τη διάκριση του πλαισίου χρεοκοπίας και τη λειτουργία του δικαστικού συστήματος.

Επομένως, η εφαρμογή και τα ευρήματα αφορά το συγκεκριμένο δείγμα επιχειρήσεων, τη συγκεκριμένη χρονική περίοδο και με τις δεδομένες μακροοικονομικές συνθήκες, που περιλαμβάνουν τη βαθύτερη κρίση που έχει υποστεί οικονομία από το 1929.

Επίσης, ερευνητικά προκύπτει και από την προηγούμενη βιβλιογραφία ότι τα μοντέλα που χρησιμοποιούνται για τη μέτρηση του φαινομένου της διαχείρισης κερδών έχουν χαμηλή ερμηνευτική ικανότητα. Για τον εντοπισμό των φαινομένων διαχείρισης κερδών απαιτείται στην πλειονότητα των περιπτώσεων αναλυτικός έλεγχος των λογιστικών γεγονότων και η πραγματικές αποφάσεις των στελεχών της διοίκησης. Ουσιαστικά τα μοντέλα που χρησιμοποιούμε οι δραστηριότητες στο πλαίσιο της διαχείρισης κερδών δεν μπορούν να εντοπιστούν, ως προς της φύση τους και τις πράξεις που αυξάνουν ή μειώνουν τα κέρδη. Το γεγονός αυτό καθιστά τα αποτελέσματα ως μη απόλυτα αξιόπιστα.

Όσον αφορά τη μελέτη πριν και μετά την κρίση, είναι σημαντικό να διευκρινιστεί ότι η ανάλυση για τα χρόνια της κρίσης, πραγματοποιείται με τη χρήση ψευδομεταβλητών, γεγονός που επιδέχεται κριτικής. Παράλληλα, είναι σημαντικό να σημειωθεί ότι κατά τη διάρκεια της κρίσης πολλές επιχειρήσεις είτε χρεοκόπησαν είτε αποχώρησαν από την ελληνική χρηματιστηριακή αγορά, γεγονός που επηρεάζει τη συνέχεια του δείγματος και οδηγεί σε ελλιπή δεδομένα.

Παρά το γεγονός ότι τα εμπειρικά ευρήματα της παρούσης διπλωματικής διατριβής δείχνουν μια κάμψη του φαινομένου της διαχείρισης των κερδών κατά τη διάρκεια της κρίσης, δεν εξετάζεται η διαχείριση των πραγματικών κερδών, αλλά μια ολοκληρωμένη μελέτη των δεδουλευμένων. Η σχετική βιβλιογραφία επιπροσθέτως μελετά τη συμπεριφορά των πραγματικών κερδών. Ακόμα, η μελέτη της συμπεριφοράς θα μπορούσε να επεκταθεί για τις διαφορετικές φάσεις κατά τη διάρκεια της κρίσης χρέους, όταν η τάση του ΑΕΠ μειώνεται με μεγαλύτερη ένταση και όταν η μείωση του ΑΕΠ επιβραδύνεται. Εναλλακτικά, θα μπορούσε να μελετηθεί η συμπεριφορά των δεδουλευμένων σε μεταβολές της φορολογικής πολιτικής, για τη βελτιστοποίηση του φορολογικού οφέλους των επιχειρήσεων.

Κεφάλαιο 2°

2.1. Εισαγωγή στη Διαχείριση Κερδών

2.1.1. Ορισμός της “Διαχείρισης Κερδών”

Δεδομένου ότι είναι ιδιαίτερα δύσκολο να προσεγγίσουμε έναν ορισμό για μια ευρεία έννοια, όπως τη διαχείριση κερδών θα βασιστούμε στην υπάρχουσα βιβλιογραφία για να την ορίσουμε. Ως αφετηρία για τον ορισμό της έννοιας της “Διαχείρισης Κερδών” (Earnings Management) θα παραθέσουμε τον ορισμό των Healy and Whalen (1999):

“Η διαχείριση κερδών υφίσταται όταν οι θύνοντες μιας επιχείρησης χρησιμοποιούν την προσωπική τους κρίση, στην αποτύπωση και δημιουργία των χρηματοοικονομικών καταστάσεων και στη διάρθρωση των συναλλαγών, ώστε να μεταβάλλουν τις οικονομικές εκθέσεις, είτε με σκοπό να παραπλανήσουν ορισμένα ενδιαφερόμενα μέρη σχετικά με τις υποκείμενες οικονομικές επιδόσεις της εταιρείας, είτε ώστε να επηρεάσουν τα συμβατικά αποτελέσματα που προκύπτουν από τα αναφερόμενα λογιστικά μεγέθη”.

Σύμφωνα με τον ορισμό των Healy και Whalen (1999) η διαχείριση κερδών αφορά την παρουσίαση των οικονομικών καταστάσεων της επιχείρησης, κατά την αξιολογική κρίση της διοίκησης, με τέτοιο τρόπο ώστε, χωρίς να παρατηρείται κάποια παράβαση ή παραβίαση των λογιστικών κανόνων και των προτύπων, να μεταβάλλονται τα οικονομικά μεγέθη της επιχείρησης, με σκοπό την παραπλάνηση των ενδιαφερομένων μερών.

Η απάντηση στο ερώτημα εάν η διαχείριση κερδών πραγματοποιείται για “καλό” ή για “κακό”, δεν μπορεί να είναι ξεκάθαρη. Όπως ένα νόμισμα έχει δύο όψεις, έτσι και η διαχείριση κερδών έχει θετικές, αρνητικές αποχρώσεις.

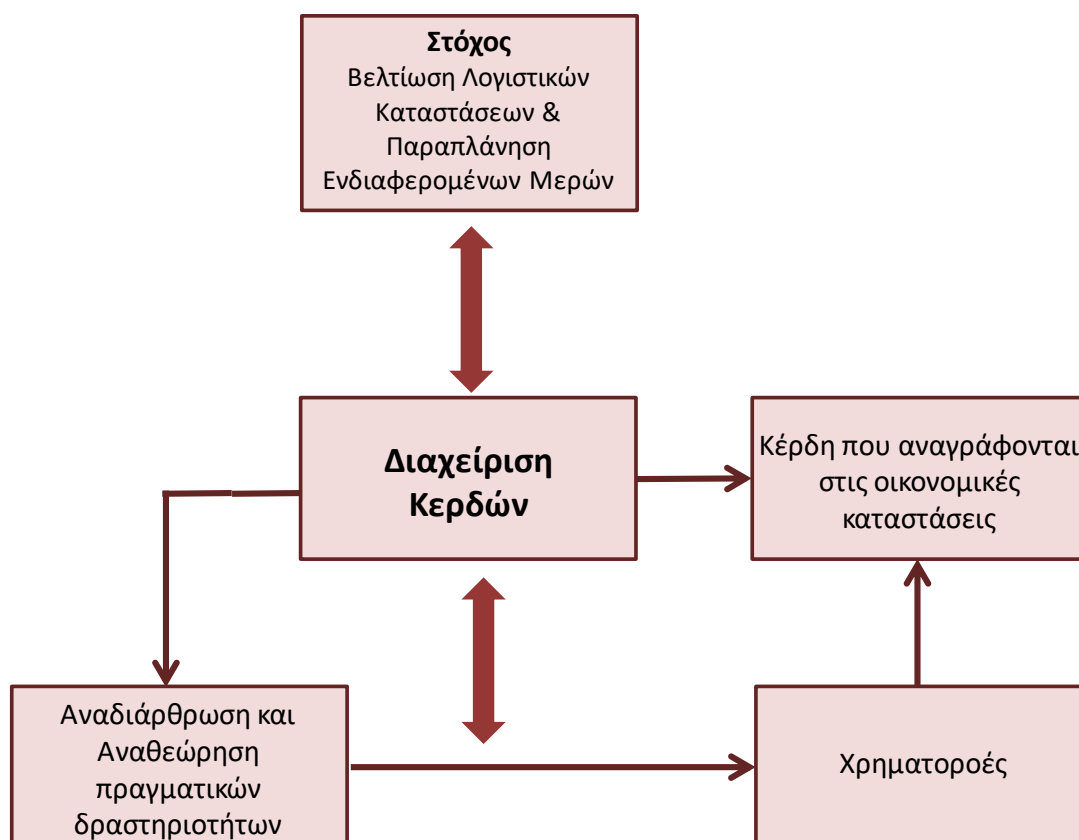
Για παράδειγμα, η διαχείριση κερδών θεωρείται ότι αποτελεί μια “κακή” πρακτική αλχημειών για την παραπλάνηση ή/και εξαπάτηση των ενδιαφερομένων μερών. Από την άλλη πλευρά, η διαχείριση κερδών αποτελεί μια πρακτική της αξιοποίησης της ευελιξίας και των επιλογών που προσφέρει το πλαίσιο λογιστικής διαχείρισης, ώστε

να απεικονιστεί η πληροφόρηση των διευθυντών μιας επιχείρησης για τις μελλοντικές χρηματοροές της.

Η βασική διάκριση μεταξύ της διαχείρισης κερδών και της λογιστικής απάτης, αφορά την πρόθεση τη σκόπιμη ανακρίβεια ή την παράλειψη των πραγματικών περιστατικών και λογιστικών δεδομένων, τα οποία είναι παραπλανητικά και, όταν εξετάζονται με όλες τις διαθέσιμες πληροφορίες, θα οδηγήσουν σε αλλαγή ή τροποποίηση της άποψης ή μιας δικαστικής απόφασης.

Η έννοια της διαχείρισης κερδών πρωτοεμφανίστηκε στη διεθνή επιστημονική βιβλιογραφία κατά τη διάρκεια της δεκαετίας του 1980. Η έννοια χρησιμοποιήθηκε για τη διάκριση μεταξύ των δεδουλευμένων (των συστατικών που υπόκεινται σε διαχείριση) και των πιο αντικειμενικών συστατικών των κερδών.

Γράφημα 1: Η έννοια της διαχείρισης κερδών.



Σύμφωνα με τον Schipper (1989) η διαχείριση κερδών αποτελεί:

“... μια σκόπιμη παρέμβαση στην εξωτερική διαδικασία της χρηματοοικονομικής πληροφόρησης, με την πρόθεση απόκτησης κάποιου ιδιωτικού οφέλους”.

Από τον ανωτέρω ορισμό κατανοούμε ότι η διαδικασία της διαχείρισης κερδών ενέχει το στοιχείο του κινήτρου και συνδέεται άρρηκτα με κάποιο άμεσο ή έμμεσο όφελος.

Επομένως, η διαχείριση κερδών πραγματοποιείται όταν οι διοικούντες χρησιμοποιούν την προσωπική τους κρίση και με βάση αυτή παρεμβαίνουν στη χρηματοοικονομική πληροφόρηση. Οι παρεμβάσεις μπορεί να αφορούν τη διενέργεια σκόπιμων συναλλαγών, ώστε να μεταβάλλουν τις οικονομικές καταστάσεις, είτε τη χρήση λογιστικών αλχημειών, ώστε να παραπλανήσουν ορισμένα ενδιαφερόμενα μέρη, αναφορικά με τις οικονομικές επιδόσεις της εταιρείας. Ακόμα στο πλαίσιο αυτό εντάσσονται ακόμα και η παρέμβαση με σκοπό να επηρεάσουν τα συμβατικά αποτελέσματα, που εξαρτώνται από τα λογιστικά μεγέθη της εταιρείας (πχ. την παραποίηση των αποτελεσμάτων με σκοπό την άντληση χρηματοδότησης ή την αποφυγή αυξημένης φορολογίας).

Η διαχείριση κερδών εν γένει μπορεί να αφορά στο σύνολο των δραστηριοτήτων της επιχείρησης.

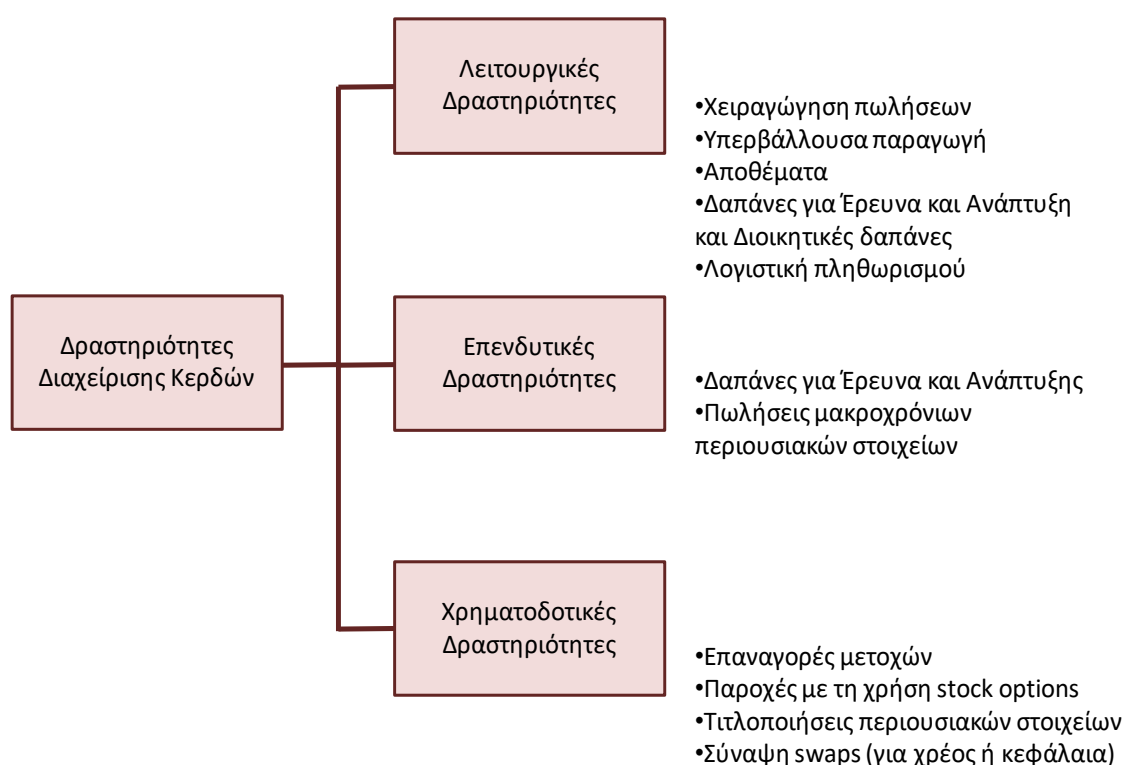
- α) Λειτουργικές δραστηριότητες
- β) Επενδυτικές δραστηριότητες
- γ) Χρηματοδοτικές δραστηριότητες

Στο Γράφημα 2, παρουσιάζονται ορισμένες εφαρμογές της διαχείρισης κερδών ανά κατηγορία δραστηριότητας, όπως καταγράφονται από την Sellami (2015). Ενδεικτικά, στις λειτουργικές δραστηριότητες, η διαχείριση κερδών μπορεί να πραγματοποιηθεί, μέσω της χειραγώγησης των πωλήσεων και των αποθεμάτων, της καταγραφής αυξημένης/υπερβάλλουσας παραγωγής, της αύξησης των δαπανών για Έρευνα και Ανάπτυξη και την τροποποίηση των δαπανών της διοίκησης και γενικής διαχείρισης (SGA, όπως περιγράφονται συνοπτικά στη βιβλιογραφία). Τέλος, η διαχείριση κερδών μπορεί να αφορά τη λογιστική αντιμετώπιση του πληθωρισμού.

Αντίστοιχα, στις επενδυτικές δραστηριότητες πραγματοποιείται μέσω των δαπανών για Έρευνα και Ανάπτυξη και πωλήσεις μακροχρόνιων περιουσιακών στοιχείων (πχ. Μηχανημάτων, οχημάτων κ.λπ.).

Όσον αφορά τις χρηματοδοτικές δραστηριότητες οι εφαρμογές της διαχείρισης κερδών αφορούν επαναγορές μετοχών, παροχές με τη χρήση stock options, τιτλοποιήσεις περιουσιακών στοιχείων ή τη σύναψη swaps (για χρέος ή κεφάλαια) με επενδυτικές τράπεζες ή και άλλες δραστηριότητες.

Γράφημα 2: Διαχείριση κερδών ανά κατηγορία δραστηριότητας.



Πηγή: Sellami (2015)

Σύμφωνα με τον Healy dan Wahlen (1999) μια αναθεώρηση της διαχείρισης κερδών, αφορά στο ότι δεδομένου ότι οι ιθύνοντες μπορούν να επιλέξουν λογιστικές πολιτικές από ένα σύνολο πολιτικών (για παράδειγμα IFRS, GAAP), είναι φυσικό να αναμένεται ότι θα επιλέξουν πολιτικές, έτσι ώστε να μεγιστοποιήσουν τη δική τους χρησιμότητα ή/και την αγοραία αξία της επιχείρησης. Αυτό σύμφωνα με τον Scott (2003) ονομάζεται διαχείριση των κερδών.

2.1.2. Βασικές Κατηγορίες Διαχείρισης Κερδών

Στη βιβλιογραφία εντοπίζονται διαφορετικές κατηγοριοποιήσεις των τεχνικών διαχείρισης κερδών ή εναλλακτικά χειραγώγησης.

Τεχνικές Smoothing (Εξομάλυνση κερδών)

Η πλέον διαδεδομένη τεχνική χειραγώγησης κερδών, η οποία τείνει να παρουσιάζει τη μεγαλύτερη συχνότητα είναι η τεχνική της εξομάλυνσης (smoothing) των κερδών. Βασική στόχευση των τεχνικών εξομάλυνσης αποτελεί η λήψη αποφάσεων με σκοπό τη σταθερή αύξηση της κερδοφορίας διαχρονικά και ο μετριασμός της μεταβλητότητας των κερδών.

Τα στελέχη των εισηγμένων επιχειρήσεων δεν επιθυμούν την ύπαρξη υψηλών διακυμάνσεων στα κέρδη που καταγράφονται στις λογιστικές καταστάσεις. Αυτό συμβαίνει διότι η υψηλότερη διακύμανση ισοδυναμεί με υψηλότερο κίνδυνο, γεγονός που θα οδηγήσει τους μετόχους να απαιτούν υψηλότερες αποδόσεις, που με τη σειρά του οδηγεί σε αύξηση των ασφαλιστρών κινδύνου και χαμηλότερες τιμές. Αντιθέτως, μια επιχείρηση με μικρότερη διακύμανση στα κέρδη θεωρείται λιγότερο επικίνδυνη και αξιολογείται ως πιο αξιόπιστη. Για το λόγο αυτό τα στελέχη επιθυμούν διαχρονικά την εμφάνιση χαμηλότερων αποκλίσεων.

Η τεχνική του smoothing περιγράφεται στη σχετική βιβλιογραφία. Η πρώτη μελέτη εκπονήθηκε από τον Herworth (1953). Σύμφωνα με τη θεωρία του smoothing, τα στελέχη των επιχειρήσεων τείνουν να λαμβάνουν μέτρα που περιορίζουν τη διακύμανση των κερδών από χρόνο σε χρόνο, με σκοπό να μειωθεί αντίστοιχα και ο αντιλαμβανόμενος κίνδυνος από τους επενδυτές (perceived risk).

Τα συμπεράσματα για τη σχέση μεταξύ των αποδόσεων των μετοχών και των τεχνικών διαχείρισης κερδών είναι αντικρουόμενα. Μεγάλο μέρος της βιβλιογραφίας υποστηρίζει ότι η χειραγώγηση επηρεάζει τις αποδόσεις των μετοχών. Αντίθετα, οι μελέτες που υποστηρίζουν την αποτελεσματικότητα της αγοράς σημειώνουν ότι το επενδυτικό κοινό δεν χειραγωγείται από λογιστικές αλημείες, όπως ο Copeland (1968). Παρόλα αυτά σύμφωνα με τους Beattie et al.

Τεχνικές “Big Bath”

Η τεχνική “Big Bath” συνήθως εφαρμόζεται από τις επιχειρήσεις σε τρεις συγκεκριμένες περιστάσεις:

- α) περιόδους ύφεσης και κρίσης και
- β) περιόδους όπου παρατηρείται μια αλλαγή στη διοίκηση της επιχείρησης, με μια νέα διοίκηση να αναλαμβάνει τα ινία της.
- γ) για την μεγιστοποίηση του φορολογικού οφέλους μιας επιχείρησης

Η λογική πίσω από τις τεχνικές “Big Bath” αφορά στην τεχνητή διόγκωση των αποσβέσεων σε πάγια περιουσιακά στοιχεία της επιχείρησης, ώστε να μειωθούν αντίστοιχα τα αποτελέσματα σε μια οικονομική χρήση. Το γεγονός αυτό θα συμβάλλει στην πραγματοποίηση χαμηλότερων αποσβέσεων τα επόμενα έτη, γεγονός που θα βελτιώσει την κερδοφορία της επιχείρησης. Η τεχνική αυτή τείνει να χρησιμοποιείται από νέες διοικήσεις, ώστε να τονίσουν την ικανότητά τους για δημιουργία κερδών, με σκοπό να τονίσουν τις ικανότητές τους στη διοίκηση και να βελτιώσουν την κερδοφορία τα επόμενα έτη. Επιπλέον, πέραν της καλής φήμης του manager, μπορεί να αποκομίσει υψηλότερες αμοιβές και bonus, για τη σημαντική βελτίωση των μεγεθών της επιχείρησης, μέσω αυτής της “πλασματικής” μείωσης της τρέχουσας επίδοσης της επιχείρησης. Αντίστοιχα, εάν υπάρχουν και αμοιβές με stock options (δηλαδή επιβράβευση με την παροχή δικαιωμάτων προαίρεσης επί μετοχών της εταιρείας), η τεχνική αυτή μπορεί να συμβάλλει στην τρέχουσα μείωση της τιμής της μετοχής και στη σημαντική αύξηση τα επόμενα έτη.

Γενικά, οι τεχνικές “Big Bath” εφαρμόζονται συνήθως στις περιπτώσεις αλλαγής των διοικήσεων, των αναδιαρθρώσεων που εφαρμόζονται σε περιόδους κρίσης, απομείωσης και απαξίωσης του παγίου κεφαλαίου κεφαλαίων. Πρακτικά, η τεχνική αυτή χρησιμοποιείται σε “δύσκολες” περιόδους για την εταιρεία, ώστε να διογκωθούν τα “προβλήματα” και αυτό να οδηγήσει σε καλύτερες μέρες. Η τεχνική αυτή μπορεί να θεωρηθεί η βασική στρατηγική σε “κακές” περιόδους, σε αντίθεση με την τεχνική της εξομάλυνσης (smoothing) που χρησιμοποιείται σε “καλές” περιόδους.

2.1.2. Διαχείριση Δεδουλευμένων και Πραγματικών Κερδών

2.1.2.1. Τεχνικές Προσδιορισμού Δεδουλευμένων Κερδών

Τα υποδείγματα των διαφοροποιούμενων δεδουλευμένων, μελετούν τα δεδουλευμένα τα οποία μπορούν να επηρεαστούν από τα στελέχη των επιχειρήσεων. Το πρώτο βήμα για τον υπολογισμό των διαφοροποιούμενων δεδουλευμένων είναι ο υπολογισμός των συνολικών δεδουλευμένων, με τις τεχνικές που έχουν αναπτυχθεί και θα μελετήσουμε.

Οι τεχνικές αυτές βασίζονται στον προσδιορισμό των συνολικών δεδουλευμένων και εν συνεχεία της διάσπασή τους σε διαφοροποιημένα και μη δεδουλευμένα. Ο υπολογισμός των δεδουλευμένων κερδών πραγματοποιείται με τη χρήση των δεδουλευμένων από τα στοιχεία του ισολογισμού. Η ανάλυση του ισολογισμού μας επιτρέπει να προσδιορίσουμε και να αναλύσουμε διακριτά κάθε μια συνιστώσα των δεδουλευμένων. Η ανάλυση γίνεται με τον ορισμό των δεδουλευμένων ως εξής:

$$TA_t = [Working\ Capital\ Accounts] - [Depreciation + Amortization] \\ - [Extraordinary\ Expenses]$$

ή ισοδύναμα

$$TA_t = [\Delta CurrAssets_{t,t-1}] - [\Delta CashEq_{t,t-1}] - [\Delta CurrLiab_{t,t-1}] \\ - [Depreciation + Amortization] - [Extraordinary Expenses]$$

Όπου:

TA_t : Συνολικά δεδουλευμένα το έτος t

Working Capital Accounts: Κεφάλαιο κίνησης

Depreciation: Αποσβέσεις ενσώματων παγίων περιουσιακών στοιχείων

Amortization: Αποσβέσεις ασώματων περιουσιακών στοιχείων

Extraordinary Expenses: Έκτακτες δαπάνες

CurrAssets : Κυκλοφορούν ενεργητικό

CashEq : Ταμειακά ισοδύναμα (λογαριασμοί ταμείου των επιχειρήσεων και περιουσιακά στοιχεία άμεσα ρευστοποιήσιμα)

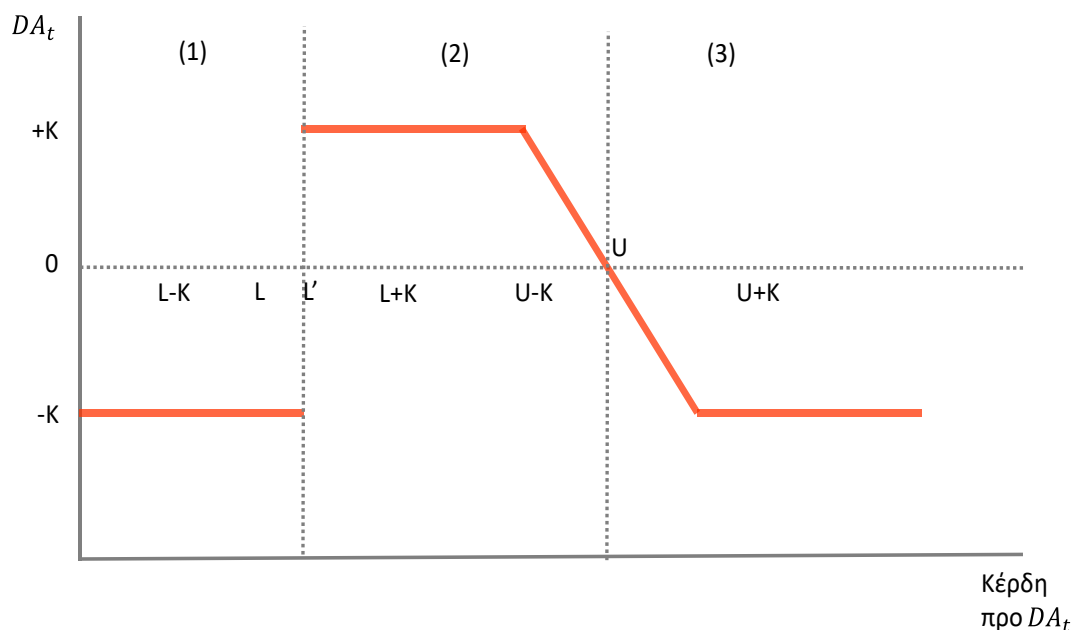
Ο ανωτέρω ορισμός προσδιορίζει τα συνολικά δεδουλευμένα σύμφωνα με το υπόδειγμα που θα χρησιμοποιήσουμε.

Εναλλακτικοί τρόποι εκτίμησης των συνολικών δεδουλευμένων έχουν χρησιμοποιηθεί στην επιστημονική βιβλιογραφία. Για παράδειγμα, ο Healy (1985) επιχείρησε να μελετήσει την ύπαρξη διαχείρισης κερδών σε ένα δείγμα επιχειρήσεων στις ΗΠΑ. Στο υπόδειγμά του συνέκρινε το μέσο ύψος των συνολικών δεδουλευμένων με τη διαχωριστική μεταβλητή της διαχείρισης κερδών. Ένα μειονέκτημα του υποδείγματος είναι η υπόθεση ότι οι επιχειρήσεις διενεργούν συστηματικά, καθ' όλη τη διάρκεια της περιόδου διαχείριση κερδών. Η υπόθεση αυτή δεν είναι ορθή, καθώς οι επιχειρήσεις μπορεί για επιλεγμένες χρονιές να διενεργήσουν διαχείριση κερδών, όπως συνιστά η βιβλιογραφία, πριν μια αρχική δημόσια εγγραφή ή το έτος που πραγματοποιούν αύξηση μετοχικού κεφαλαίου.

Στο άρθρο του Healy (1985), η διαχωριστική μεταβλητή διασπάται σε τρία clusters (τρεις υπο-ομάδες), όπου μια ομάδα πραγματοποιεί διαχείριση κερδών, ενώ οι άλλες δύο δεν πραγματοποιούν. Οι τρεις αυτές ομάδες ονομάζονται {Low, Mid, Upp}. Η διάκριση των τριών κατηγοριών πραγματοποιείται σε όρια, όπου ανάλογα με το εάν υπάρχουν τα κέρδη της επιχείρησης, τότε τα στελέχη θα λάβουν bonus, πέραν της σταθερής αμοιβής τους¹ που θεωρείται το κριτήριο καταβολής bonus βρίσκεται στους τομείς αριστερά στις περιοχές 1 και 3.

¹ Θεωρείται ότι οι συνολικές αμοιβές των διευθυντικών στελεχών ισούνται με το άθροισμα μιας σταθερής αμοιβής και ενός bonus που είναι συνάρτηση των κερδών.

Γράφημα 3: Απεικόνιση της Διαδικασίας Λήψη Αποφάσεων των Διευθυντικών Στελεχών, σύμφωνα με τον Healy (1985)



Πηγή: Healy (1985)

Τα σύνολα αυτά συγκρίνονται μεταξύ τους. Η συγκεκριμένη προσέγγιση αντιμετωπίζει το σύνολο των παρατηρήσεων, για τις οποίες θεωρείται ότι υπάρχει διαχείριση κερδών.

Σύμφωνα με τον ορισμό του Healy (1985), για τα μη-διαφοροποιούμενα δεδομένα, αυτά ορίζονται ως ο μέσος όρος των συνολικών δεδομένων κατά τα έτη εξέτασης του δείγματος.

Σύμφωνα με το υπόδειγμα του, τα δεδομένα υπολογίζονται ως:

$$DA_t = - Depreciation_t - [Extraordinary Expenses * D1] + \Delta[Working Capital] - (Taxes + D1) * D2$$

Δηλαδή τα διακριτά δεδομένα υπολογίζονται ως συνάρτηση των αποσβέσεων (με αρνητικό πρόσημο), των εκτάκτων δαπανών (Extraordinary Expenses), της μεταβολής του κεφαλαίου κίνησης², και την καθαρή μεταβολή στους πληρωτέους φόρους επί των κερδών. Επίσης, χρησιμοποιούνται δύο ψευδομεταβλητές,

² Υπολογίζεται ως η αύξηση των εισπρακτέων λογαριασμών, πλέον την αύξηση των αποθεμάτων (inventory) μείον την αύξηση των πληρωτέων λογαριασμών.

ψευδομεταβλητή $D_1=1$ αν τα κέρδη που προβλέπονται για το bonus υπολογίζονται χωρίς να συμπεριληφθούν οι έκτακτες δαπάνες και η δεύτερη εάν τα κέρδη που προβλέπονται για την απόδοση bonus υπολογίζονται μετά την αφαίρεση των φόρων.

Ένα μεταγενέστερο υπόδειγμα είναι εκείνο του Jones (1991) και σε πιο πρόσφατες διαφοροποιήσεις της μεθοδολογίας αυτής για τον προσδιορισμό των accruals (δεδουλευμένων). Στην υπάρχουσα βιβλιογραφία μελέτης της διαχείρισης κερδών, το σύνολο των δεδουλευμένων, συνήθως περιγράφεται με τη χρήση του ακόλουθου υποδείγματος:

$$\frac{TA_t}{TAssets_{t-1}} = \frac{DA_t}{TAssets_{t-1}} + \frac{NDA_t}{TAssets_{t-1}}$$

όπου:

TA_t : εκφράζει το σύνολο των δεδουλευμένων κατά το έτος t

DA_t : εκφράζει το σύνολο των διαφοροποιούμενων δεδουλευμένων κατά το έτος t

NDA_t : εκφράζει το σύνολο των μη-διαφοροποιούμενων δεδουλευμένων κατά το έτος t

$TAssets_{t-1}$: εκφράζει το σύνολο του ενεργητικού της επιχείρησης κατά το έτος t-1.

Για τον υπολογισμό των δεδουλευμένων το έτος t προσδιορίζεται ως η διαφορά μεταξύ κέρδη προ έκτακτων δαπανών κατά το έτος t (από την κατάσταση αποτελεσμάτων χρήσεων) και τις λειτουργικές ταμειακές ροές κατά το έτος t (από κατάσταση ταμειακών ροών). Αντίστοιχα, το συνολικό ενεργητικό αντλείται από τον ισολογισμό των εταιρειών. Όσον αφορά τις αντίστοιχες έρευνες που έχουν εκπονηθεί αναφορικά με τη διαχείριση των κερδών, τα διαφοροποιούμενα δεδουλευμένα κέρδη προσδιορίζονται από τη διαφορά των συνολικών δεδουλευμένων κερδών, όπως ορίζεται από τη μεταβλητή $\frac{TA_t}{TAssets_{t-1}}$ και των μη-διαφοροποιούμενων δεδουλευμένων κερδών που προσδιορίζονται από τη μεταβλητή $\frac{NDA_t}{TAssets_{t-1}}$.

Ένα άλλο υπόδειγμα αναπτύχθηκε από τους Kothari, Leone και Weasley (2005). Το μοντέλο βασίζεται στο υπόδειγμα του Jones (1991) και στην τροποποίηση του επαυξάνοντάς το με το δείκτη ROA με μια χρονική υστέρηση. Το μοντέλο αυτό είναι

γνωστό ως, υπόδειγμα των Kothari et al. (2005) ή εναλλακτικά ως linear performance-matching model.

Στον πίνακα που ακολουθεί καταγράφονται ορισμένα από τα σημαντικότερα μοντέλα μελέτης των δεδουλευμένων.

Πίνακας 1: Σημαντικές Μελέτες Υποδειγμάτων για τη Διαχείριση Κερδών

Άρθρο	Δείγμα και Μεθοδολογία	Συμπεράσματα
Healy (1985)	<p>Έτη: 1968-1980</p> <p>Δείγμα: Fortune 250, για δείγμα 94 επιχειρήσεων, 1527 παρατηρήσεις επιχειρήσεων-ετών.</p> <p>Μεθοδολογία: Πρωτότυπο μοντέλο</p>	<p>Οι αμοιβές με bonus δημιουργούν κίνητρο για τα διευθυντικά στελέχη, ώστε να μεγιστοποιήσουν το ίδιον όφελος. Επομένως επηρεάζουν τη λήψη αποφάσεων σχετικά με τα δεδουλευμένα.</p> <p>Το φαινόμενο οξύνεται τα έτη που υιοθετείται ένα σχέδιο παροχών με bonus.</p> <p>Τα δεδουλευμένα συνδέονται άμεσα με τα κίνητρα των στελεχών και τις αποφάσεις τους.</p>
Jones (1991)	<p>Έτη: 1980-1985</p> <p>Δείγμα: 23 επιχειρήσεις, με δεδομένα από την Compustat, για 5 κλάδους (αυτοκινητοβιομηχανία, μεταλλουργεία, υποδήματα, εργαλεία κατασκευών, κλάδος χαλκού).</p> <p>Μεθοδολογία: Πρωτότυπο υπόδειγμα Jones (1991)</p>	<p>Πρωτότυπο υπόδειγμα μέτρησης της διαχείρισης κερδών, βασισμένο στο μοντέλο του DeAngelo.</p> <p>Υποθέτει ότι τα DA είναι στη διακριτική ευχέρεια της διοίκησης.</p> <p>Οι διοικήσεις εφαρμόζουν downward διαχείριση κερδών.</p>
Bartov (1993)	<p>Έτη: 1987-1989</p> <p>Δείγμα: δεδομένα panel από 653 παρατηρήσεις επιχειρήσεων ετών, από 107 κλάδους SIC, από τις βάσεις Compustat και CRSP.</p> <p>Μεθοδολογία: REM: πωλήσεις περιουσιακών στοιχείων</p>	<p>Έλεγχος για τη χειραγώγηση κερδών από τις διοικήσεις, μέσω της αναγνώρισης εσόδων από πωλήσεις μακροχρόνιων στοιχείων του παγίου ενεργητικού και τη λογιστικοποίησή τους.</p> <p>Έλεγχος για την εξομάλυνση κερδών και των δεικτών χρέους & ιδίων κεφαλαίων, με τη χρήση μονοπαραγοντικών και μη-παραμετρικών ελέγχων.</p>

		Διαπιστώθηκε η συγχρονισμένη πώληση περιουσιακών στοιχείων για την εξομάλυνση των μεταβολών των κερδών και το μετριασμό των λογιστικών μεγεθών.
DeFond & Jiambalvo (1994)	<p>Έτη: 1985-1988</p> <p>Δείγμα: δεδομένα panel από 94 παρατηρήσεις επιχειρήσεων, από 67 κλάδους SIC, από τις βάσεις Compustat και NAARS.</p> <p>Μεθοδολογία: υπόδειγμα Jones (1991) με τη χρήση χρονοσειρών και διαστρωματικών δεδομένων</p>	<p>Μη κανονικά δεδουλευμένα επιχειρήσεων με παρατηρήσεις για το χρέος στις ετήσιες οικονομικές εκθέσεις.</p> <p>Χρησιμοποίηση υποδειγμάτων για τον προσδιορισμό των δεδουλευμένων και τον εντοπισμό χειραγώγησης των δεδουλευμένων κατά το έτος πριν από τη χειραγώγηση.</p>
Dechow, Sloan & Sweeney (1995)	<p>Έτη: 1950-1991</p> <p>Δείγμα: δεδομένα panel για 32 επιχειρήσεις, και έτη επιχειρήσεις για 1000 παρατηρήσεις επιχειρήσεων-ετών, από τις βάσεις Compustat.</p> <p>Μεθοδολογία: Χρησιμοποίηση των μοντέλων των Healy (1985), DeAngelo (1986), Jones (1991), Modified Jones (1995), Industry model (1991)</p>	<p>Αξιολόγηση εναλλακτικών μοντέλων για τα δεδουλευμένα για τον εντοπισμό φαινομένων διαχείρισης κερδών.</p> <p>Η προβλεπτική ικανότητα των μοντέλων είναι χαμηλή. Ωστόσο, όταν τα μοντέλα εφαρμόζονται σε δείγματα panel παρουσιάζουν καλύτερες επιδόσεις.</p>
Bange & De Bondt (1998)	<p>Έτη: 1977-1986</p> <p>Δείγμα: δεδομένα για 100 επιχειρήσεις, στις ΗΠΑ, από τις βάσεις Compustat και CRSP.</p> <p>Μεθοδολογία: REM: για τις δαπάνες R&D και τη διαχείριση κερδών</p>	<p>Καθιέρωσαν εάν οι μεταβολές στις δαπάνες για Έρευνα και Ανάπτυξη συμβάλλουν σε ακραίες αποκλίσεις μεταξύ των προβλεπόμενων κερδών και των πραγματικών.</p> <p>Με τη χρήση του μοντέλου REM έδειξαν ότι οι προϋπολογιζόμενες δαπάνες για E&A προσαρμόζονται</p>

		<p>όταν υπάρχουν μικρές αποκλίσεις από τα πραγματικά κέρδη.</p> <p>Τα συμπεράσματα συνέκλιναν στο ότι η προσαρμογή ώστε να μετριάσουν τις αποκλίσεις μεταξύ των προβλεπόμενων κερδών και των πραγματικών.</p>
Dechow, Kothari & Watts (1998)	<p>Έτη: 1963-1992</p> <p>Δείγμα: δεδομένα για 1337 επιχειρήσεις, στις ΗΠΑ, από τη βάση δεδομένων Compustat.</p> <p>Μεθοδολογία: Χρήση εναλλακτικών μοντέλων για τη δημιουργία ενός νέου υποδείγματος, με βάση το μοντέλο REM για υποχρεωτικές δαπάνες</p>	<p>Ανέπτυξαν ένα νέο μοντέλο για τη διαχείριση των κερδών, των χρηματοροών και των δεδουλευμένων και έλεγξαν τα αποτελέσματά τους με τη χρήση των εναλλακτικών υποδειγμάτων.</p>
Teoh, Wong & Rao (1998)	<p>Έτη: 1980-1990</p> <p>Δείγμα: δεδομένα για 1682 αρχικές δημόσιες εγγραφές στις ΗΠΑ, εταιρειών υψηλής τεχνολογίας από τη βάση δεδομένων Compustat.</p> <p>Μεθοδολογία: Διαστρωματική ανάλυση του τροποποιημένου υποδείγματος του Jones (1998)</p>	<p>Έλεγξαν εάν οι διοικήσεις επιλέγουν τα δεδουλευμένα για την αύξηση των κερδών κατά τη διαδικασία της αρχικής δημόσιας εγγραφής.</p> <p>Έλεγξαν εάν τα δεδουλευμένα κατά το έτος εισαγωγής στην αγορά σχετίζονται με τα κέρδη τα προηγούμενα έτη.</p> <p>Επίσης, διαχώρισαν τη συσχέτιση με τέσσερα μέτρα δεδουλευμένων για τον έλεγχο της ύπαρξης διαχείρισης κερδών και έλεγξαν με το μοντέλο του Jones.</p> <p>Τα συμπεράσματα έδειξαν ότι το δείγμα εταιρειών κατά μέσο όρο παρουσιάζουν συστηματικά υψηλότερα κέρδη κατά το έτος της δημόσιας εγγραφής και μη-κανονικά υψηλά δεδουλευμένα. Τα επόμενα έτη</p>

		παρουσιάζουν χαμηλότερα κέρδη και αρνητικά μη-κανονικά δεδουλευμένα.
Kothari, Leone & Wasley (2005)	<p>Έτη: 1962-1999</p> <p>Δείγμα: δεδομένα για 123 χιλιάδες δεδομένα επιχειρήσεων-ετών στις ΗΠΑ, από τη βάση δεδομένων Compustat.</p> <p>Μεθοδολογία: Χρησιμοποιήθηκαν τα υποδείγματα των</p> <ul style="list-style-type: none"> - Jones (1991) - Τροποποιημένο μοντέλο του Jones (1995) - Νέο μοντέλο επίδοσης, των Kothari et al. (2005) 	<p>Έλεγξαν την ερμηνευτική ικανότητα των τριών εναλλακτικών υποδειγμάτων και διενήργησαν αναλύσεις ευαισθησίας.</p> <p>Στην πλειονότητα των ελέγχων που πραγματοποιήθηκαν, τα δεδουλευμένα κέρδη που υπάγονται στη διακριτική ευχέρεια των διοικήσεων και σχετίζονται με τις επιδόσεις ήταν περισσότερο στατιστικά σημαντικά.</p> <p>Έδειξαν ότι για το παραδοσιακό και το τροποποιημένο υπόδειγμα του Jones πρέπει να χρησιμοποιείται ένας σταθερός όρος για την καλύτερη εκτίμηση του υποδείγματος και βελτίωση της ποιότητας των αποτελεσμάτων.</p>
Cohen & Zarowin (2010)	<p>Έτη: 1987-2006</p> <p>Δείγμα: δεδομένα για 1.511 αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου στις ΗΠΑ, για 16 κλάδους δραστηριότητας από τη βάση δεδομένων Compustat.</p> <p>Μεθοδολογία: Διαστρωματική ανάλυση του τροποποιημένου υποδείγματος του Jones (1998), το μοντέλο REM και κόστη παραγωγής, διαφοροποιούμενα κόστη και η μεταβλητή CFO. Μελετήθηκαν οι αποφάσεις διαχείρισης των δεδουλευμένων και των πραγματικών κερδών, τις περιόδους αύξησης μετοχικού κεφαλαίου.</p>	<p>Χρησιμοποιήθηκε το τροποποιημένο υπόδειγμά του Jones (1998) για την εκτίμηση των δεδουλευμένων κερδών και της μεταβλητής CFO, των διαφοροποιούμενων δαπανών και του κόστους παραγωγής ως μέτρα για την εκτίμηση των πραγματικών κερδών.</p> <p>Έδειξαν ότι οι επιχειρήσεις χρησιμοποιούν τόσο διαχείριση πραγματικών και δεδουλευμένων κερδών τα έτη που πραγματοποιούν αύξηση μετοχικού κεφαλαίου.</p>

2.2. Επισκόπηση Επιστημονικής Βιβλιογραφίας

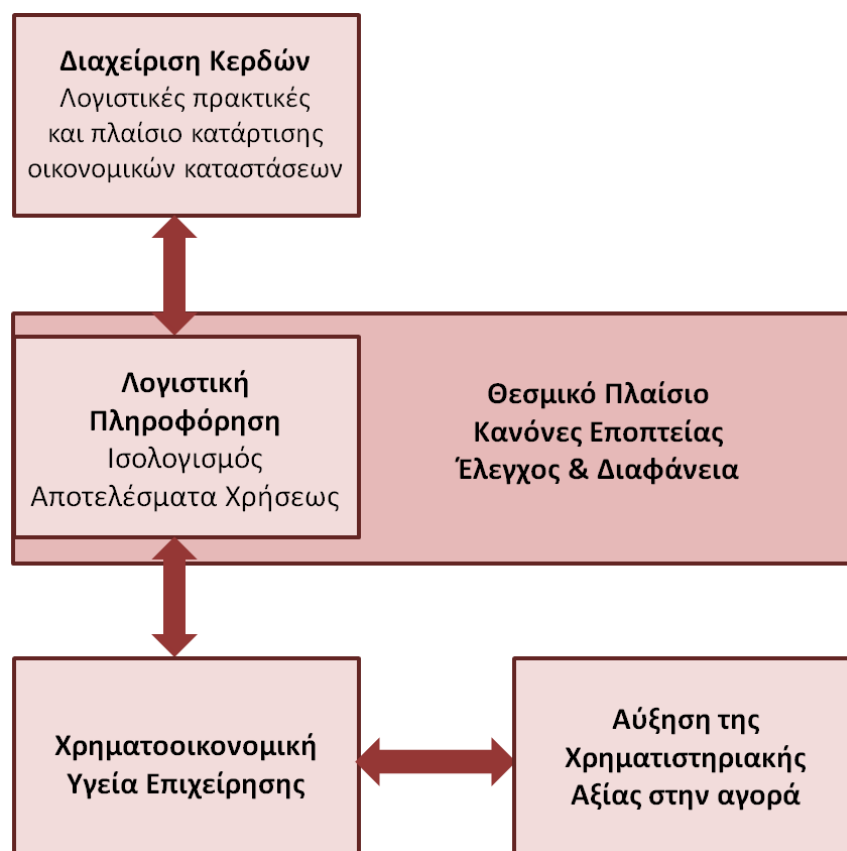
2.2.1. Διαχείριση Κερδών

Η βιβλιογραφία αναφορικά με τη διαχείριση των πραγματικών κερδών είναι ευρεία και μελετά τα κίνητρα, τις μεθόδους και τη σχέση της με την επίδοση των επιχειρήσεων.

Σύμφωνα με τη σχετική βιβλιογραφία τα κίνητρα για τη χρήση μεθόδων διαχείρισης πραγματικών κερδών, μπορούμε να διακρίνουμε δύο βασικές κατηγορίες.

- α) τα κίνητρα που σχετίζονται με τις κεφαλαιαγορές (χρηματιστήρια και ομολογιακές αγορές)
- β) κερδοσκοπικά κίνητρα (οικονομικής φύσεως ή μη) που σχετίζονται με τις διοικήσεις και τα στελέχη των επιχειρήσεων

Γράφημα 4: Διαχείριση κερδών και σχέση με Χρηματιστηριακή Αξία.



Όσον αφορά την πρώτη κατηγορία είναι ξεκάθαρο ότι υπάρχει άμεση σχέση μεταξύ της λογιστικής πληροφόρησης που αποτυπώνεται στις χρηματοοικονομικές καταστάσεις της επιχείρησης και την πορεία της τιμής στο χρηματιστήριο ή το ύψος των επιτοκίων δανεισμού στις αγορές χρήματος και κεφαλαίου.

Το φαινόμενο της διαχείρισης κερδών, στη σχετική βιβλιογραφία έχει διερευνηθεί κυρίως στις αρχικές δημόσιες εγγραφές επιχειρήσεων σε οργανωμένες αγορές και στις αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου.

Για παράδειγμα, οι Cohen and Zarowin (2010) έδειξαν ότι οι επιχειρήσεις που πραγματοποιούν αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου τείνουν να εφαρμόζουν μεθόδους διαχείρισης κερδών επί των πραγματικών τους δραστηριοτήτων, κατά το έτος της αύξησης μετοχικού κεφαλαίου, ώστε η αύξηση να πραγματοποιηθεί με επιτυχία και καλυφθεί η άντληση του κεφαλαίου στόχου. Επίσης, διαπίστωσαν ότι οι οικονομικές επιδόσεις της επιχείρησης κατά το έτος μετά την αύξηση μετοχικού κεφαλαίου είναι σημαντικά μικρότερη, σε όρους κερδών, σε σύγκριση με τις αντίστοιχες μετρήσεις με τη χρήση των δεδουλευμένων μεγεθών.

Εντούτοις, οι στόχοι των στελεχών της επιχείρησης για την πορεία στις αγορές μπορεί να τους ωθήσουν να διαχειριστούν τα κέρδη μέσω πραγματικών δραστηριοτήτων. Το ζήτημα αυτό μπορεί να λάβει και μεγάλη έκταση εάν οι αμοιβές των στελεχών αυτών συνδέονται με την πορεία της τιμής της μετοχής (π.χ. στην περίπτωση απολαβών με πακέτα μετοχών ή stock options).

Στο πλαίσιο της εφαρμογής μεθόδων διαχείρισης κερδών, οι ιθύνοντες της επιχείρησης μπορεί να έχουν εναλλακτικούς στόχους, όπως η επιθυμία να υπερβούν ένα συγκεκριμένο όριο κερδών. Για παράδειγμα, οι Thomas και Zhang, (2003), ο Roychowdhury (2006) και οι Eldenburg et al. (2011) έδειξαν ότι οι επιχειρήσεις εφαρμόζουν μεθόδους διαχείρισης πραγματικών κερδών, ώστε να αποφύγουν να αποκαλύψουν μείωση της κερδοφορίας ή ακόμα και οριακές ζημιές. Επίσης, ο Roychowdhury (2006) έδειξε ότι τα στελέχη των επιχειρήσεων τείνουν να επιδιώκουν να παρουσιάσουν, μέσω της χρήσης τεχνικών ακόμα και χειραγώγησης στους στόχους ή τις προβλέψεις των αναλυτών.

Άλλες φορές οι επιχειρήσεις τείνουν να εφαρμόζουν τεχνικές χειραγώγησης των κερδών, ώστε να μην παρουσιάζονται σημαντικές αποκλίσεις ή εν γένει μεταβλητότητα στα αποτελέσματά τους (earnings smoothing). Οι Ronen και Sadan (1981) διαπίστωσαν ότι πολλές εταιρείες τείνουν να χειραγωγούν τα κέρδη τους,

ώστε να περιορίσουν τις διακυμάνσεις τους σε κάποιο συγκεκριμένο επίπεδο, το οποίο θεωρείται φυσιολογικό για την επιχείρηση. Η βασικότερη τεχνική αφορά τις πωλήσεις περιουσιακών στοιχείων της επιχείρησης, ώστε να καταγραφούν ως εισόδημα, ιδίως σε επιχειρήσεις που τείνουν να παρουσιάζουν ζημιές. Η πρακτική αυτή αποσκοπεί στη μείωση των ζημιών, μέσω της μείωσης του ενεργητικού και ως αποτέλεσμα βελτιώνει την εικόνα βασικών αριθμοδεικτών, όπως οι δείκτες ROA και ROE.

Στην δεύτερη κατηγορία, τέτοιες τεχνικές εφαρμόζονται ώστε τα διευθυντικά στελέχη των επιχειρήσεων αν εξυπηρετήσουν ίδιους σκοπούς, δηλαδή έχοντας καιροσκοπικά και κερδοσκοπικά κίνητρα. Οι πρώτοι που έθεσαν το ζήτημα ήταν οι Jensen και Meckling (1976), οι οποίοι έθεσαν το ζήτημα της αντιπροσώπευσης (agency problem) και τη σύγκρουση συμφερόντων μεταξύ των διευθυντικών στελεχών και των μετόχων των επιχειρήσεων. Σε ακόλουθη έρευνα οι Watts και Zimmerman (1978, 1986), σε δύο μελέτες που θεωρούνται κλασσικές για την ερμηνεία, αλλά κυρίως για την πρόβλεψη λογιστικών πρακτικών χειραγώγησης κερδών κατά τη διαδικασία ελέγχου (εσωτερικού ή εξωτερικού), εξετάζουν την καιροσκοπική συμπεριφορά των στελεχών των επιχειρήσεων.

Για παράδειγμα, τα διευθυντικά στελέχη μπορεί να επιθυμούν να μεγιστοποιήσουν τα προσωπικά τους οικονομικά οφέλη (μέσω των παροχών τους, όπως τα bonus ή η αξία stock options) σε σχέση με τη μεγιστοποίηση της μακροχρόνιας αξίας της επιχείρησης. Ακόμα, τα κίνητρα μπορεί να μην είναι μόνο οικονομικά, αλλά μπορεί να αφορούν την προσωπικότητα των στελεχών και χαρακτηριστικά στη συμπεριφορά τους, όπως ο ναρκισσισμός, η ύβρις ή η προσπάθειά τους να βελτιώσουν τη φήμη τους.

Τα κίνητρα που σχετίζονται με τις αμοιβές των διοικήσεων και των ιθυνόντων των επιχειρήσεων συνδέονται με το πρόβλημα της αντιπροσώπευσης μεταξύ των μετόχων ή των πιστωτών και των διοικήσεων των ανωνύμων εταιρειών. Η βασική πρόκληση αποτελεί τα κίνητρα των διοικήσεων για μεγιστοποίηση των αμοιβών τους, ώστε να διενεργήσουν διαχείριση κερδών. Στο πλαίσιο αυτό οι διοικήσεις επιδιώκουν

- τη βραχυπρόθεσμη μεγιστοποίηση των κερδών σε βάρος της μεγιστοποίησης της αξίας της επιχείρησης μακροπρόθεσμα (γεγονός που θίγει τα συμφέροντα των μετόχων) και

- την ελαχιστοποίηση του κόστους δανεισμού (γεγονός που μειώνει την αξία για τους πιστωτές)³

Η ύπαρξη των προσωπικών κινήτρων σχετίζονται με τις προσωπικές φιλοδοξίες των διευθυντικών στελεχών και άλλα καιροσκοπικά κίνητρα και προσωπικούς βραχυπρόθεσμους στόχους. Τα διευθυντικά στελέχη έχουν κίνητρο να βελτιώσουν τα μεγέθη της επιχείρησης με τη χρήση τεχνικών διαχείρισης κερδών, ή περιστασιακά να περιορίσουν τα κέρδη, με σκοπό τη διαχρονική εξομάλυνση ή εάν έχουν αναλάβει τη διοίκηση πρόσφατα επιθυμούν να δείξουν χειρότερα αποτελέσματα την τρέχουσα χρονιά, ώστε τα μεγέθη των επόμενων ετών να είναι σημαντικά βελτιωμένα. Επίσης, οι διοικήσεις επιθυμούν να παρουσιάσουν σημαντικά βραχυπρόθεσμα κέρδη, αδιαφορώντας για τη διενέργεια επενδύσεων που θα μεγιστοποιήσουν την αξία της επιχείρησης και των μετόχων μακροπρόθεσμα. Στο πλαίσιο αυτό οι δαπάνες για έρευνα και ανάπτυξη, σε όρους υπερ-επενδύσεων αποτελεί βασικό εργαλείο για τη διασφάλιση των ωφελειών των διοικήσεων.

Στη βιβλιογραφία, οι δύο βασικές προσεγγίσεις για την μέτρηση της διαχείρισης των δεδουλευμένων είναι:

- Η προσέγγιση των μεμονωμένων δεδουλευμένων (single accrual approach) και
- Η προσέγγιση των συνολικών δεδουλευμένων (total accrual approach)

Η πρώτη προσέγγιση της διαχείρισης των κερδών, εξετάζει μεμονωμένα λογιστικά στοιχεία και χρησιμοποιείται κυρίως για τη μέτρηση των δεδουλευμένων σε χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς και τράπεζες, που μπορεί να αφορούν δάνεια ή συμβάσεις leasing κ.α. Αντιθέτως, η δεύτερη εξετάζει ταυτόχρονα πολλαπλά λογιστικά στοιχεία και εξάγει τα συνολικά δεδουλευμένα της επιχείρησης.

Στη σχετική βιβλιογραφία, τα συνολικά δεδουλευμένα κατηγοριοποιούνται στα discretionary που αφορούν δαπάνες που διαμορφώνονται με βάση της διακριτική ευχέρεια των διοικήσεων της επιχείρησης, όπως δαπάνες και έξοδα για πωλήσεις και διαφήμιση, και στα non-discretionary που αφορούν δαπάνες μισθοδοσίας που δεν μπορούν να παραποιηθούν άμεσα από τους ιθύνοντες της επιχείρησης.

³ Η βιβλιογραφία σχετικά με τη μείωση των επιτοκίων δανεισμού εδράζεται κυρίως στη μελέτη της διαχείρισης των πραγματικών κερδών (REM), σύμφωνα με το βασικό μας άρθρο και τους Zamri et al. (2013), Kim et al. (2010).

2.2.2. Χρηματοοικονομικές Κρίσεις και Διαχείριση Κερδών

Είναι αναμφισβήτητο ότι οι οικονομικές κρίσεις προκαλούν μεγάλες αλλαγές στο οικονομικό περιβάλλον. Η παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση και η ύφεση δυσχέραναν το ευρύτερο οικονομικό περιβάλλον, με σημαντικό αντίκτυπο στα αποτελέσματα των επιχειρήσεων και τη χρηματοοικονομική τους κατάσταση. Πιο συγκεκριμένα, η κρίση χρέους στην Ευρωζώνη προκάλεσε οικονομικές δυσκολίες για πολλές ευρωπαϊκές εταιρείες, με αποτέλεσμα σημαντικός αριθμός μεγάλων εταιρειών να χρεοκοπήσουν. Το μεγάλο ερώτημα που τίθεται είναι πως η οικονομική κρίση επηρέασε τις εταιρείες που αντιμετώπισαν οικονομικές δυσχέρειες στο εάν εφαρμόσουν πρακτικές διαχείρισης κερδών και χειραγώγησης.

Σε περιόδους κρίσεων και ύφεσης, το ΑΕΠ της οικονομίας παρουσιάζει σημαντική μείωση. Η μείωση του ΑΕΠ αποτελεί τη σημαντικότερη επίπτωση μιας κρίσης. Επομένως, οι βασικές επιπτώσεις αφορούν τη σημαντική μείωση της παραγωγής, την μείωση των διαθέσιμων κεφαλαίων από τις τράπεζες, την αύξηση των επιτοκίων (που καθιστά δύσκολο τον δανεισμό), την πτώση των τιμών στις χρηματιστηριακές αγορές. Οι δυσμενείς αυτές συνθήκες τείνουν να αυξάνουν σημαντικά τον αριθμό των πτωχεύσεων και των χρεοκοπιών.

Παράλληλα, σε κρίσεις χρέους, συνήθως αυξάνεται η φορολογία για την ενίσχυση των εσόδων και τη μείωση των ελλειμμάτων των κυβερνήσεων. Επιπλέον, οι εταιρείες που δραστηριοποιούνται σε ένα περιβάλλον που χαρακτηρίζεται από ύφεση προσπαθούν να επιβιώσουν από τα μέτρα περικοπής δαπανών, μειώνοντας τις δαπάνες και τις ζημιές τους, αλλά και με την παρουσίαση μιας ενισχυμένης “πλασματικής” οικονομικής θέσης.

Σε περιόδους κρίσεων, τα στελέχη των επιχειρήσεων αναμένεται να τείνουν να εφαρμόζουν πρακτικές διαχείρισης κερδών, με σκοπό να αποφύγουν μια ενδεχόμενη χρεοκοπία. Για το λόγο αυτό επιχειρούν να παρουσιάσουν με νόμιμους τρόπους υψηλότερη κερδοφορία, ή περιορισμό των ζημιών, ώστε να μπορούν να δανειστούν κεφάλαια για τη λειτουργία τους ή να αντλήσουν κεφάλαια από τη χρηματιστηριακή αγορά, ώστε η επιχείρηση να αποφύγει μια πιθανή χρεοκοπία.

Η βιβλιογραφία που μελετά το ζήτημα της διαχείρισης κερδών παρουσιάζει σημαντική αύξηση, τα τελευταία κυρίως χρόνια, δεδομένου ότι η κρίση του 2008 και η κρίση χρέους στην Ευρώπη είναι οι σημαντικότερες του αιώνα, μετά την κρίση του

1929. Πολλοί ερευνητές εξετάζουν τις επιπτώσεις των οικονομικών κρίσεων σε διάφορες πτυχές.

Οι Jenkins et al. (2009) υποστήριξαν ότι τα λογιστικά στοιχεία αντικατοπτρίζουν τόσο τις επιδράσεις των ευρύτερων οικονομικών συνθηκών στην επιχείρηση και τα μεγέθη της, καθώς επίσης και τις επιπτώσεις της στα κέρδη και το πληροφοριακό περιεχόμενό τους. Τα κέρδη της επιχείρησης και το πληροφοριακό τους περιεχόμενο είναι άρρηκτα συνδεδεμένα με τη φάση του οικονομικού κύκλου στην οποία βρίσκεται η οικονομία. Επίσης, σημειώνουν ότι τα κέρδη είναι πιο σημαντικά σε περιόδους ύφεσης, σε σχέση με τις περιόδους ανάπτυξης. Επίσης, σημείωσαν ότι εφόσον οι μακροοικονομικές συνθήκες επηρεάζουν το περιεχόμενο των πληροφοριών των λογιστικών στοιχείων, μπορεί να αναμένεται ότι η προβλεπτική ικανότητα των μοντέλων πρόβλεψης μεταβάλλεται με βάση τον οικονομικό κύκλο. Συνεπώς τα μοντέλα για την εκτίμηση της διαχείρισης κερδών παρουσιάζουν σημαντική ευαισθησία στην εμφάνιση της ύφεσης.

Η μελέτη των Jenkins et al. (2009) έρχονται σε αντίθεση με τα ευρήματα του Johnson (1999), που μια δεκαετία πριν είχε περιγράψει την ευαισθησία των κερδών σε περιόδους επιβράδυνσης ή ύφεσης και πιο συγκεκριμένα ότι η σχέση μεταξύ των κερδών και των αποδόσεων των μετοχών είναι ισχυρότερη κατά τη διάρκεια των περιόδων ανάπτυξης, παρά κατά τη διάρκεια των περιόδων ύφεσης.

Η διαφωνία αυτή στα ευρήματα συνιστά την αναγκαιότητα της διερεύνησης της σχέσης μεταξύ των κερδών και της διαχείρισής τους και των αποδόσεων των μετοχών των εισηγμένων επιχειρήσεων. Σε κάθε περίπτωση είναι απαραίτητη η διερεύνηση της σχέσης μεταξύ της διαχείρισης των κερδών, λαμβάνοντας υπόψη τις μακροοικονομικές συνθήκες υπό τις οποίες λειτουργούν οι επιχειρήσεις και τη φάση του οικονομικού κύκλου.

Η πρόσφατη κρίση του 2008 και η μοναδικότητά της συγκριτικά με τις κρίσεις μετά το 1980, οπότε ξεκίνησε η μελέτη της διαχείρισης κερδών. Η κρίση του 2008 και η κρίση χρέους στην Ευρωζώνη, αποτελούν ένα μοναδικό σκηνικό για ανάλυση, εφάμιλλο της κρίσης του 1929. Από τον Μάρτιο του 2003 έως το 2007, τα διεθνή χρηματιστήρια παρουσίαζαν μια συνεχή ανάπτυξη.

Για τη μέτρηση των επιπτώσεων της οικονομικής κρίσης στην λογιστικών χειρισμών, αναλύουμε το επίπεδο και σημάδι της διαχείρισης των εσόδων από τις ευρωπαϊκές εταιρείες κατά την περίοδο 2006-2009. Η επιλογή της Ευρώπης έχει αρκετά

πλεονεκτήματα. Πρώτον, η Ευρώπη έχει πληγεί σοβαρά από την οικονομική κρίση 2008-2009. Κατά συνέπεια, αν οι μακροοικονομικές συνθήκες επηρεάζουν τους χειρισμούς κέρδη, σημαντικές διαφορές στο μέγεθος και το σήμα της διαχείρισης των κερδών αναμένεται μεταξύ της περιόδου επέκτασης (2006-2007) και τα έτη της κρίσης (2008-2009). Δεύτερον, οι περισσότερες προγενέστερες μελέτες διεξήχθησαν σε ένα επίπεδο μόνο χώρα, η οποία καθιστά την εξωτερική εγκυρότητα των ευρημάτων τους αμφισβητήσιμη. Η επέκταση της ανάλυσης σε μια ευρύτερη γεωγραφική περιοχή εξουδετερώνει επιρροές συγκεκριμένη χώρα και, ως εκ τούτου, παρέχει ισχυρότερη απόδειξη. Εκχώρηση χώρες σε υποομάδες θα επιτρέψει επίσης να εξετάσει τον αντίκτυπο των διακρατικών παραγόντων, όπως το νομικό καθεστώς ή την επικρατούσα κατάσταση της χρηματοδότησης.

Οι Filip και Raffournier (2014) μελέτησαν την επίδραση της χρηματοπιστωτικής κρίσης του 2008 στη συμπεριφορά της διαχείρισης των κερδών των ευρωπαϊκών εισηγμένων εταιρειών. Τα ευρήματά τους έδειξαν ότι τα φαινόμενα διαχείρισης κερδών έχουν περιοριστεί σημαντικά κατά τα χρόνια της κρίσης, με την τάση αυτή να επιβεβαιώνεται στην πλειονότητα των χωρών του δείγματος.

Τα τελευταία χρόνια, το ζήτημα της διαχείρισης κερδών και η πληροφοριακή σχετικότητα των οικονομικών καταστάσεων έχει κεντρίσει το ενδιαφέρον της ακαδημαϊκής κοινότητας. Σημαντικό κομμάτι της βιβλιογραφίας επικεντρώνεται στα κίνητρα της διαχείρισης κερδών και στις συνέπειές της. Σύμφωνα με τους Filip και Raffournier (2014) η πλειονότητα των μελετών αυτών δεν εξετάζει το ευρύτερο μακροοικονομικό περιβάλλον στο οποίο λειτουργούν οι επιχειρήσεις, θεωρώντας σταθερές τις οικονομικές συνθήκες. Οι κρίσεις εντούτοις ενέχουν σημαντικές επιπτώσεις στη λειτουργία των επιχειρήσεων και στις αγορές, καθώς επίσης και στη διαχείριση των κερδών.

Όσον αφορά τη μελέτη της εφαρμογής τεχνικών διαχείρισης κερδών κατά τη διάρκεια των κρίσεων, μια πολύ πρόσφατη μελέτη των Persakis και Iatridis (2015), οι οποίοι μελέτησαν την επίδραση της παγκόσμιας χρηματοπιστωτικής κρίσης του 2008 στην ποιότητα των κερδών εισηγμένων επιχειρήσεων σε δεκαοκτώ (18) αναπτυγμένες αγορές, ανά επίπεδο της προστασίας των επενδυτών. Για την ανάλυσή τους διερεύνησαν την ποιότητα των κερδών ως προς το συντηρητισμό, τη πληροφοριακή σχετικότητα της αξίας (value relevance), την ποιότητα των δεδουλευμένων κερδών, την επαναληπτικότητα της επίτευξης κερδών, την προβλεψιμότητα των κερδών, μια ανάλυση της αποφυγής ζημιών και της εξομάλυνσης κερδών.

Για το σκοπό της συγκεκριμένης μελέτης τους, διαχώρισαν το δείγμα σε τρεις βασικές κατηγορίες (clusters). Η διάρθρωση των κατηγοριών αυτών πραγματοποιήθηκε, σύμφωνα με τη μεθοδολογία του Leuz (2010) ως εξής:

- **Cluster 1:** περιλαμβάνονται οικονομίες που θεωρούνται ως μη-μυημένες (outsiders) και ισχυρό θεσμικό πλαίσιο προστασίας των επενδυτών και προστασία των μη-μυημένων επενδυτών.
- **Cluster 2:** περιλαμβάνονται οικονομίες που θεωρούνται ως μυημένες (insiders) και ισχυρό θεσμικό πλαίσιο προστασίας των επενδυτών.
- **Cluster 3:** περιλαμβάνονται οικονομίες που θεωρούνται ως μυημένες (insiders) και ασθενέστερο θεσμικό πλαίσιο προστασίας των επενδυτών.

Η μελέτη περιλαμβάνει τη χρήση γραμμικής ανάλυσης παλινδρόμησης, για διαστρωματικά δεδομένα (panel data) 137.091 χιλιάδων παρατηρήσεων, δηλαδή εταιρειών-ετών [(έτη μελέτης)×(εισηγμένες εταιρείες)].

Τα συμπεράσματά τους έδειξαν ότι κατά τη διάρκεια της κρίσης παρουσιάζεται μια σημαντική μείωση στην ποιότητα των κερδών, γεγονός που καταδεικνύει ότι κατά την περίοδο της κρίσης, οι επιχειρήσεις σε όλες της κατηγορίες παρουσίασαν υψηλότερο συντηρητισμό, υψηλότερη ποιότητα των δεδουλευμένων κερδών, χαμηλότερη επαναληπτικότητα της επίτευξης κερδών, χαμηλότερη πληροφοριακή αξία (value relevance), υψηλότερη προβλεψιμότητα των κερδών, υψηλότερη αποφυγή ζημιών και χαμηλότερη εξομάλυνση κερδών. Εντούτοις, διαπιστώνεται ότι οι μεταβολές στην ποιότητα των κερδών, διαφοροποιείται για τις τρεις κατηγορίες, λόγω της διαφορετικότητας του πλαισίου προστασίας των επενδυτών.

Οι Dimitras et al. (2015) μελέτησαν τις επιπτώσεις της οικονομικής κρίσης στις πρακτικές της διαχείρισης κερδών, σε ένα δείγμα ευρωπαϊκών εταιρειών. Το δείγμα αποτελούσαν εταιρείες με “ασθενή” χρηματοοικονομικά στοιχεία που ελέγχονταν από μια από τις τέσσερις μεγάλες ελεγκτικές εταιρείες, κατά τη διάρκεια των ετών ύφεσης. Η μελέτη κάνει χρήση των δεδουλευμένων κερδών, εξετάζοντας ταυτόχρονα την επιρροή των εξωτερικών ελεγκτών, ώστε να εντοπίσει τα πιθανά αίτια για τη διαχείριση των κερδών. Οι Dimitras et al. (2015) διαπίστωσαν ότι οι εταιρείες που αντιμετώπισαν προβλήματα κατά τη διάρκεια της κρίσης, οι οποίες ελέγχονταν από ελεγκτικές εταιρείες παρουσίαζαν χαμηλότερα δεδουλευμένα υπό τη διακριτική ευχέρεια των διευθυντικών στελεχών τους.

Επίσης, σύμφωνα με τα συγκεκριμένα ευρήματα, οι ελληνικές και ισπανικές εταιρείες περιόρισαν σημαντικά τις πράξεις διαχείρισης κερδών κατά τη διάρκεια της ύφεσης, σε αντίθεση με πορτογαλικές, ιρλανδικές και ιταλικές εταιρείες. Αυτό έδειξε ότι υπάρχει μια γενικότερη τάση για περιορισμό των πρακτικών διαχείρισης κερδών, αλλά παράλληλα δικαιολογούνται πιθανά αίτια που επηρεάζουν τη συμπεριφορά των στελεχών, ώστε να εφαρμόσουν διαχείριση των κερδών των επιχειρήσεων που διοικούν. Τα ευρήματά τους συγκλίνουν με εκείνα των Becker et al. (1998) οι οποίοι μελέτησαν τη σχέση μεταξύ της ποιότητας του ελέγχου και της διαχείρισης των κερδών, διαπιστώνοντας ότι οι εταιρείες που ελέγχονται από τις έξι (6) μεγάλες εταιρείες ορκωτών ελεγκτών τείνουν να μη χρησιμοποιούν τεχνικές διαχείρισης εσόδων.

Οι Treerongkaruna και Wu (2012) μελέτησαν τη διαχείριση κερδών για εννέα (9) οικονομίες της Νοτιοανατολικής Ασίας και του Ειρηνικού, για την περίοδο 1997-2001. Το ενδιαφέρον τους αφορά τη στάση των επιχειρήσεων κατά την κρίση του 1997, στην Νοτιοανατολική Ασία. Τα αποτελέσματά τους συγκλίνουν στο συμπέρασμά ότι η ανακοίνωση των λογιστικών καταστάσεων έχει μια ασύμμετρη επίδραση στη συμπεριφορά των μετοχών στο χρηματιστήριο και στην αγορά συναλλάγματος, κατά τη διάρκεια οικονομικών κρίσεων.

Σε παλαιότερες μελέτες που μελετούν την κρίση της Ασίας το 1997, οι Choi et al. (2011) ανέλυσαν ένα δείγμα εταιρειών από εννέα χώρες της Ασίας, κατά τη διάρκεια της Ασιατικής κρίσης. Τα συμπεράσματά τους έδειξαν ότι η επίπτωση στην αξία των πληροφοριών των αποδοχών ήταν ασήμαντη. Παλαιότερα ακόμα, οι Claessens et al. (2003) σε μια μελέτη για πέντε χώρες της Ανατολικής Ασίας (Ινδονησία, Νότια Κορέα, Φιλιππίνες, Μαλαισία και Ταϊλάνδη) κατά τη διάρκεια της ασιατικής οικονομικής κρίσης βρήκαν ότι η πιθανότητα πτώχευσης αυξάνεται οριακά όταν υπάρχει ένα αποτελεσματικό δικαστικό σύστημα και σημαντική προστασία υπέρ των πιστωτών. Το γενικό συμπέρασμα και των Jenkins et al. (2009) είναι ότι η πληροφοριακή αξία των κερδών είναι μεγαλύτερη σε οικονομικές περιόδους με επιβράδυνση ή μείωση της οικονομικής δραστηριότητας.

Ακόμα, οι Nikkinen et al. (2012) μελέτησαν τη συμπεριφορά των αποδόσεων των μετοχών στη χρηματιστηριακή αγορά και συνέκριναν τα ευρήματά τους για δείγμα αναπτυσσόμενων και αναδυόμενων χρηματιστηριακών αγορών, κατά τη διάρκεια της οικονομικής κρίσης του 2008-2009. Τα συμπεράσματά τους συγκλίνουν στο γεγονός ότι οι αγορές τείνουν να παρουσιάζουν μεγαλύτερο βαθμό ολοκλήρωσης, κατά τη διάρκεια της ύφεσης, σε σχέση με την περίοδο πριν την ύφεση.

Συνοψίζοντας τα ευρήματα των εμπειρικών μελετών σχετικά με τη διαχείριση κερδών, κατά τη διάρκεια της κρίσης, παρουσιάζουμε τα συμπεράσματα της βιβλιογραφίας στον παρακάτω πίνακα.

Πίνακας 2: Σύνοψη Συμπερασμάτων Εμπειρικών Μελετών αναφορικά με την Διαχείριση και Ποιότητα Κερδών σε Περιόδους Κρίσεων

Μεταβλητή Ποιότητας	Εμπειρικό Εύρημα (↑ ή ≈ ή ↓)	Βιβλιογραφία
Conservatism	≈ (ex ante) /↑(ex post)	Wanrganegara και Vionita (2010) Francis et al.(2013) Kousenidis et al.(2013) Persakis και Iatridis (2015)
Value Relevance	↑	Iatridis (2010) Kousenidis et al.(2013) Persakis και Iatridis (2015)
Accruals Quality	↓	Ahmed et al.(2008) Filip και Raffournier (2012) Habib et al.(2013) Lu (2012) Persakis και Iatridis (2015)
Earnings Persistence	↑	Iatridis (2010) Kousenidis et al.(2013) Persakis και Iatridis (2015)
Loss Avoidance	≈	Persakis και Iatridis (2015)
Earnings Smoothness	↓	Bikker και Haaf(2003) Albertazzi και Gambacorta (2009) Dichev και Tang(2009) Persakis και Iatridis (2015)

Σημείωση: όσον αφορά τα εμπειρικά ευρήματα, αυτά αφορούν τη σχέση μεταξύ της εξεταζόμενης μεταβλητής και των ψευδομεταβλητών για την κρίση και τη σχέση τους με αυτή.

Σε περιόδους κρίσεων και ύφεσης, το ΑΕΠ της οικονομίας μειώνεται, η αβεβαιότητα αυξάνεται και οι μακροοικονομικές μεταβλητές γίνονται δυσμενείς. Παράλληλα, έχουμε ραγδαία μείωση της παραγωγής, των βιομηχανικών δεικτών, της ρευστότητας και της παροχής πιστώσεων, μείωση των τιμών των προϊόντων, αύξηση του πιστωτικού κινδύνου και των επιτοκίων. Πολλές επιχειρήσεις αντιμετωπίζουν σημαντικές προκλήσεις για τη βιωσιμότητά τους και βρίσκονται αντιμέτωπες με τη χρεοκοπία. Για το λόγο αυτό οι διοικήσεις των επιχειρήσεων αναμένεται να

εφαρμόζουν πρακτικές διαχείρισης κερδών, με σκοπό να αποφύγουν μια ενδεχόμενη χρεοκοπία, ωραιοποιώντας τις οικονομικές καταστάσεις.

Τα φαινόμενα εξομάλυνσης κερδών της ποιότητας των δεδουλευμένων περιορίζονται σύμφωνα με τα ευρήματα των Becker et al. (1998), των Dimitras et al. (2015) και των Persakis και Iatridis (2015). Δεδομένου ότι η Για το λόγο αυτό επιχειρούν να παρουσιάσουν με νόμιμους τρόπους υψηλότερη κερδοφορία, ή περιορισμό των ζημιών, ώστε να μπορούν να δανειστούν κεφάλαια για τη λειτουργία τους ή να αντλήσουν κεφάλαια από τη χρηματιστηριακή αγορά, ώστε η επιχείρηση να αποφύγει μια πιθανή χρεοκοπία.

Συνοψίζοντας τα συμπεράσματα, από τη μελέτη της διαχείρισης κερδών κατά τη διάρκεια των κρίσεων, προκύπτει ότι έχουμε αύξηση του συντηρητισμού στην απεικόνιση των κερδών

Κεφάλαιο 3°

Δεδομένα και Εμπειρική Μεθοδολογία

Σκοπός της εμπειρικής μεθοδολογίας μας είναι ο έλεγχος των υποθέσεων που αφορούν τη διαχείριση κερδών. Η βασική μεθοδολογία μας βασίζεται στην εμπειρική έρευνα των Azzali et al. (2013) που βασίζεται στη μελέτη των δεδουλευμένων ροών, εφαρμόζοντας συγκεκριμένα χρηματοοικονομικά υποδείγματα από τη διεθνή βιβλιογραφία.

Η εν λόγω μεθοδολογία εφαρμόστηκε σε δείγμα ιταλικών επιχειρήσεων για την περίοδο 2006-2011, την οποία επίσης διέσπασαν σε δύο περιόδους (2006-2008 και 2009-2011), ώστε να υπάρξει μια ισο-κατανομή μεταξύ των ετών και να εντοπιστούν οι αλλαγές μεταξύ των ετών προ και μετά κρίσης. Η παρούσα μελέτη επιτυγχάνει να μελετήσει την επίδραση για μεγαλύτερη περίοδο από το βασικό άρθρο και για την κρίση στην Ελλάδα που παρουσιάζει σημαντικές ιδιαιτερότητες, τόσο σε όρους διάρκειας της κρίσης, όσο και σε όρους έντασης.

Πιο αναλυτικά, χρησιμοποιείται το υπόδειγμα του Jones (1991) και σε πιο πρόσφατες διαφοροποιήσεις της μεθοδολογίας αυτής για τον προσδιορισμό των accruals (δεδουλευμένων). Επιπλέον, πραγματοποιείται ανάλυση για τη σχετικότητα των κερδών, των ταμειακών ροών και των δεδουλευμένων. Η συγκεκριμένη ανάλυση βασίζεται στο υπόδειγμα του Ohlson (1995), το οποίο χρησιμοποιείται ευρέως στη διεθνή βιβλιογραφία για τη διαχείριση κερδών. Στην υπάρχουσα βιβλιογραφία μελέτης της διαχείρισης κερδών, το σύνολο των δεδουλευμένων, συνήθως περιγράφεται με τη χρήση του ακόλουθου υποδείγματος:

$$\frac{TA_t}{TAssets_{t-1}} = \frac{DA_t}{TAssets_{t-1}} + \frac{NDA_t}{TAssets_{t-1}}$$

όπου:

TA_t : εκφράζει το σύνολο των δεδουλευμένων κατά το έτος t

DA_t : εκφράζει το σύνολο των διαφοροποιούμενων δεδουλευμένων κατά το έτος t

NDA_t : εκφράζει το σύνολο των μη-διαφοροποιούμενων δεδουλευμένων κατά το έτος t

$TAssets_{t-1}$: εκφράζει το σύνολο του ενεργητικού της επιχείρησης κατά το έτος t-1.

Για τον υπολογισμό των δεδουλευμένων το έτος t προσδιορίζεται ως η διαφορά μεταξύ κέρδη προ έκτακτων δαπανών κατά το έτος t (από την κατάσταση αποτελεσμάτων χρήσεων) και τις λειτουργικές ταμειακές ροές κατά το έτος t (από κατάσταση ταμειακών ροών). Αντίστοιχα, το συνολικό ενεργητικό αντλείται από τον ισολογισμό των εταιρειών.

Όσον αφορά τις αντίστοιχες έρευνες που έχουν εκπονηθεί αναφορικά με τη διαχείριση των κερδών, τα διαφοροποιούμενα δεδουλευμένα κέρδη προσδιορίζονται από τη διαφορά των συνολικών δεδουλευμένων κερδών, όπως ορίζεται από τη μεταβλητή $\frac{TA_t}{TAssets_{t-1}}$ και των μη-διαφοροποιούμενων δεδουλευμένων κερδών που προσδιορίζονται από τη μεταβλητή $\frac{NDA_t}{TAssets_{t-1}}$.

3.1 Συλλογή Δεδομένων

Τα δεδομένα για την παρούσα εμπειρική έρευνα αντλήθηκαν από τη βάση δεδομένων Thomson Reuters Datastream και αφορούν τις εισηγμένες εταιρείες στο Χρηματιστήριο Αθηνών για την περίοδο 2003-2015. Από τη συγκεκριμένη βάση χρησιμοποιούνται στοιχεία που αφορούν τις οικονομικές καταστάσεις και τις καταστάσεις ταμειακών ροών των εξεταζόμενων επιχειρήσεων.

Το συγκεκριμένο δείγμα παρουσιάζει ιδιαίτερο ενδιαφέρον, δεδομένης της μοναδικότητας της κρίσης στην Ελλάδα και της βαθείας ύφεσης, από το 2010 έως και το 2015.

Το δείγμα των επιχειρήσεων αφορά το σύνολο των επιχειρήσεων που ήταν εισηγμένες στην ελληνική χρηματιστηριακή αγορά, από την υιοθέτηση του ευρώ ως κοινό νόμισμα με τις υπόλοιπες χώρες της Ευρωζώνης, για την περίοδο που δραστηριοποιήθηκαν.

Στο σημείο αυτό θα πρέπει να σημειωθεί ότι από το εξεταζόμενο δείγμα εξαιρέθηκαν οι μετοχές των τραπεζικών ιδρυμάτων και λοιπών χρηματοπιστωτικών οργανισμών, καθώς επίσης και εταιριών συμμετοχών, διαχειρίσεως χαρτοφυλακίου και ασφαλιστικών εταιριών. Ο λόγος για την εξαίρεση αυτών των επιχειρήσεων είναι η διαφοροποίηση της δομής των οικονομικών καταστάσεων σε σχέση με τις

βιομηχανικές και εμπορικές επιχειρήσεις. Πέραν της διαφορετικής δομής των οικονομικών καταστάσεων των συγκεκριμένων εταιριών, παρουσιάζεται και σημαντική διαφοροποίηση στη φύση των δραστηριοτήτων και της διάρθρωσης των εσόδων και των κερδών, ενώ υπάρχει διαφορετικό πλαίσιο κατάρτισης των οικονομικών καταστάσεων.

Η εξαίρεση των εταιριών αυτών αποτελεί βασική πρακτική, δεδομένου ότι η συμπερίληψη των οικονομικών δεδομένων των συγκεκριμένων εταιριών σε ένα δείγμα panel δεδομένων, θα μπορούσε να οδηγήσει σε παραπλανητικά αποτελέσματα, στρεβλώνοντας τα αποτελέσματα και τα συμπεράσματα αναφορικά με τη διαχείριση των κερδών των επιχειρήσεων. Επιπροσθέτως, για την τελική διαμόρφωση του εξεταζόμενου δείγματος αποκλείστηκαν επίσης και δεδομένα επιχειρήσεων για τις οποίες δεν υπάρχουν δεδομένα.

Επίσης, για την οικονομετρική ανάλυση, το εξεταζόμενο χρονικό διάστημα, αφού εξεταστεί συνολικά, διασπάται σε δύο χρονικές περιόδους. Η πρώτη περίοδος αφορά το διάστημα 2003-2009, μια περίοδο ανάπτυξης και ανόδου της χρηματιστηριακής αγοράς. Αντίστοιχα η δεύτερη αφορά την περίοδο της κρίσης, δηλαδή τα έτη 2010-2015. Η συγκεκριμένη διάσπαση του δείγματος εξυπηρετεί την καλύτερη μελέτη των αποτελεσμάτων την περίοδο πριν την κρίση (*ex ante*) και μετά την κρίση (*ex post*), για το δείγμα. Η μελέτη της επίδρασης της κρίσης μπορεί να πραγματοποιηθεί και με τη χρήση ψευδομεταβλητής για την κρίση, όπως εκείνη των Persakis και Iatridis (2015).

Εάν τα δεδομένα παρουσιάζουν σημαντική διαφορά μεταξύ των δύο περιόδων, προ και μετά κρίσης, τότε θα είναι εμφανής η επίδραση της κρίσης στην σχετικότητα της αξίας των καταγεγραμμένων και αναφερόμενων κερδών στις οικονομικές καταστάσεις και των συνθετικών τους. Οι μεταβλητές που αντλήσαμε για τις εκτιμήσεις της μεθοδολογίας παρουσιάζονται στον πίνακα που ακολουθεί.

Πίνακας 3: Βασικές Μεταβλητές Επιχειρήσεων

Μεταβλητή	Κωδικός Thomson Reuters Datastream
Χρηματιστηριακή Αξία (Market Value)	MV
Χρηματιστηριακή Τιμή (Price)	P
Κέρδη ανά μετοχή (Earnings per Share)	EPS
Δείκτης ROA	WC08326
Καθαρές Χρηματοροές από Λειτουργικές Δραστηριότητες (Net Cash Flow – Operating Activities)	WC04860
Κεφάλαιο Κίνησης (Working Capital)	WC03151
Λειτουργικά Έσοδα (Operating Income)	WC01250
Λειτουργικές Δαπάνες (Operating Expenses)	WC01249
Συνολικό Ενεργητικό (Total Assets)	WC02999
Συνολικά Έσοδα (Revenues)	WC01001
Ταμειακά Διαθέσιμα (Cash Equivalents)	WC02001 – WC02003
Λογαριασμοί Εισπρακτέοι (Receivables)	WC02051
Φόροι (Taxes)	WC01451
Πάγια Περιουσιακά Στοιχεία (PPE)	WC02501
Έκτακτες Δαπάνες (Extraordinary Items)	WC04225
Κυκλοφορούν Ενεργητικό (Current Assets)	WC02201
Τρέχουσες Υποχρεώσεις (Current Liabilities)	WC03101
DDA (Depreciation, Depletion, Amortization)	WC01151

Πηγή: Thomson Financial Datastream

3.2 Οικονομετρική Μεθοδολογία

Στην παρούσα μελέτη θα εξεταστούν τρία εναλλακτικά υποδείγματα, όπως και στη μελέτη των Azzali et al. (2013), με σκοπό τον προσδιορισμό των μη διαφοροποιούμενων δεδουλευμένων κερδών. Ο λόγος χρήσης εναλλακτικών υποδειγμάτων είναι ότι τα ευρήματα της γενικής φύσεως του ορισμού της διαχείρισης κερδών και του γεγονότος ότι η υπάρχουσα βιβλιογραφία δεν αναδεικνύει κάποια μεθοδολογία ως καλύτερη για την εκτίμηση της $\frac{NDA_t}{TAssets_{t-1}}$.

Τα υποδείγματα που θα μελετηθούν είναι:

- Το υπόδειγμα του Jones (1991)
- Το τροποποιημένο υπόδειγμα του Jones (1991), που προτάθηκε από τους Dechow et al. (1995) και
- Το πιο πρόσφατο επαυξημένο υπόδειγμα των Kothari et al. (2005).

Αναλυτικότερα, τα τρία υποδείγματα που χρησιμοποιούνται εκτιμούν τη μεταβλητή

$$\frac{NDA_t}{TAssets_{t-1}}$$

Το πρώτο υπόδειγμα που χρησιμοποιούμε είναι εκείνο από την εργασία του Jones (1991):

$$\frac{NDA_t}{TAssets_{t-1}} = \alpha + \beta_1 \left(\frac{1}{TAssets_{t-1}} \right) + \beta_2 \left(\frac{\Delta REV_t}{TAssets_{t-1}} \right) + \beta_3 \left(\frac{PPE_t}{TAssets_{t-1}} \right)$$

όπου:

NDA_t : εκφράζει το σύνολο των μη-διαφοροποιούμενων δεδουλευμένων κατά το έτος t

ΔREV_t : εκφράζει τη διαφορά μεταξύ των εσόδων κατά το έτος t και το έτος t-1

PPE_t : εκφράζει το σύνολο των ακαθάριστων δαπανών για πάγια περιουσιακά στοιχεία (δηλαδή, net property, plant, and equipment), δηλαδή τα ενσώματα πάγια στοιχεία κατά το έτος t

$TAssets_{t-1}$: εκφράζει το σύνολο του ενεργητικού της επιχείρησης κατά το έτος t-1

Στο συγκεκριμένο υπόδειγμα εκτιμάμε τους συντελεστές ευαισθησίας της μεταβλητής και μια σταθερά α ώστε να περιορίσουμε την επίδραση της ετεροσκεδαστικότητας (βλέπε και Kothari et al. 2005).

Ως δεύτερο υπόδειγμα θα χρησιμοποιήσουμε το επαυξημένο υπόδειγμα που αναπτύχθηκε από τους Dechow et al. (1995). Το επόμενο υπόδειγμα που χρησιμοποιούμε περιλαμβάνει την τροποποίηση του υποδείγματος με την αφαίρεση των απαιτήσεων, από τα συνολικά έσοδα το έτος t και το έτος $t-1$.

$$\frac{NDA_t}{TAssets_{t-1}} = \alpha + \beta_1 \left(\frac{1}{TAssets_{t-1}} \right) + \beta_2 \left(\frac{\Delta REV_t - \Delta REC_t}{TAssets_{t-1}} \right) + \beta_3 \left(\frac{PPE_t}{TAssets_{t-1}} \right)$$

Το τρίτο υπόδειγμα που χρησιμοποιούμε είναι εκείνο των Kothari et al. (2005), που χρησιμοποιείται για τον προσδιορισμό των δεδουλευμένων. Το υπόδειγμα αυτό βασίζεται στο υπόδειγμα των Dechow et al. (1995), με την προσθήκη μιας νέας μεταβλητής, της αποδοτικότητας του ενεργητικού, δηλαδή του δείκτη ROA (απόδοση ενεργητικού) τη χρονική στιγμή $t-1$. Σε αυτήν την περίπτωση, οι μη διακριτική δεδουλευμένων προσδιορίστηκαν από το ακόλουθο υπόδειγμα:

$$\begin{aligned} \frac{NDA_t}{TAssets_{t-1}} = \alpha + \beta_1 \left(\frac{1}{TAssets_{t-1}} \right) + \beta_2 \left(\frac{\Delta REV_t - \Delta REC_t}{TAssets_{t-1}} \right) + \beta_3 \left(\frac{PPE_t}{TAssets_{t-1}} \right) \\ + \beta_4 (ROA_{t-1}) \end{aligned}$$

Στο δεύτερο βήμα πρέπει εκτιμήσουμε τα γραμμικά υποδείγματα παλινδρόμησης, για την εκτίμηση των συνεπών και αμερόληπτων συντελεστών α και β_i . Αυτό γίνεται μέσω των εξισώσεων παλινδρόμησης από τις παρακάτω εξισώσεις:

$$TA_t = \alpha + \beta_1 \left(\frac{1}{TAssets_{t-1}} \right) + \beta_2 \left(\frac{\Delta REV_t}{TAssets_{t-1}} \right) + \beta_3 \left(\frac{PPE_t}{TAssets_{t-1}} \right) + u_t$$

$$TA_t = \alpha + \beta_1 \left(\frac{1}{TAssets_{t-1}} \right) + \beta_2 \left(\frac{\Delta REV_t - \Delta REC_t}{TAssets_{t-1}} \right) + \beta_3 \left(\frac{PPE_t}{TAssets_{t-1}} \right) + u_t$$

$$\begin{aligned} TA_t = \alpha + \beta_1 \left(\frac{1}{TAssets_{t-1}} \right) + \beta_2 \left(\frac{\Delta REV_t - \Delta REC_t}{TAssets_{t-1}} \right) + \beta_3 \left(\frac{PPE_t}{TAssets_{t-1}} \right) + \beta_4 (ROA_{t-1}) \\ + u_t \end{aligned}$$

για τις τρεις μεθοδολογίες αντίστοιχα.

Το σύνολο των μεταβλητών αυτών κατασκευάζονται από δεδομένα των οικονομικών καταστάσεων που αντλήθηκαν από τη βάση δεδομένων Thomson Reuters Datastream/Worldscope, για το σύνολο της εξεταζόμενης περιόδου. Λόγω ορισμένων λαθών στις λειτουργικές ταμειακές ροές και οφείλεται σε κάποια δεδομένα που λείπουν, η βάση δεδομένων έχει ολοκληρωθεί η προσθήκη στοιχείων από την χρηματοοικονομική πληροφόρηση των επιχειρήσεων του δείγματος.

Ωστόσο, κάθε ένα από αυτά τα συστατικά περιλαμβάνουν μια διακριτική μέρος, δηλαδή την αξιολόγηση των αποθεμάτων (LIFO ή FIFO) και την επιλογή της περιόδου απόσβεσης για τον εξοπλισμό των εγκαταστάσεων ιδιοκτησίας, τα οποία θα μπορούσαν να είναι ένα σήμα για τη διαχείριση των κερδών. Για το λόγο αυτό, η διαφορά μεταξύ του συνόλου των δεδουλευμένων και μη διακριτική δεδουλευμένων (το υπολειπόμενο της παλινδρόμησης στην οποία οι συνολικές δεδουλευμένων είναι η εξαρτημένη μεταβλητή) αντιπροσωπεύει τη διακριτική δεδουλευμένων.

Πιο συγκεκριμένα στην πρακτική της διαχείρισης κερδών διακρίνονται τρεις βασικές περιπτώσεις που αφορούν την κρίση των διοικήσεων και έγκεινται στη διακριτική τους ευχέρεια. Η διαχείριση των κερδών επιτυγχάνεται στην επιλογή των λογιστικών μεθόδων, των εκτιμήσεων και της διάρθρωσής τους. Ειδικότερα, η δυνατότητα επιλογής στη λογιστική διαχείριση των αποθεμάτων με την επιλογή μεταξύ των μεθόδων LIFO και FIFO, αφορά ένα παράδειγμα της διακριτικότητας στην επιλογή μεθόδου.

Άλλες αποφάσεις που αφορούν τις αποφάσεις για τη διάρκεια της ωφέλιμης ζωής μηχανημάτων ή εξοπλισμού ή των παγίων και εν γένει των περιουσιακών στοιχείων, εντάσσεται στη δεύτερη κατηγορία που αφορά τη διακριτικότητα της μεθόδου εκτίμησης της αξίας. Επίσης, στην κατηγορία αυτή εντάσσονται τα ζητήματα των απαξιωμένων αποθεμάτων και των λογαριασμών ληξιπρόθεσμων εισπράξεων. Τέλος, στην τελευταία κατηγορία που αφορά τη διάρθρωση των κερδών, πρόκειται για περιπτώσεις συμβάσεων μισθώσεων (leasing), factoring, ή το δανεισμό της επιχείρησης.

Επίσης, τα αναμενόμενα πρόσημα των συντελεστών προσδιορίζονται σύμφωνα με τη σχέση τους με τις συνιστώσες των συνολικών δεδουλευμένων. Η ανάλυση του ισολογισμού μας επιτρέπει να προσδιορίσουμε και να αναλύσουμε διακριτά κάθε μια συνιστώσα των δεδουλευμένων.

$$\frac{\Delta REV_t}{TAssets_{t-1}} > 0, \text{ δηλ. (+)}$$

$$\frac{PPE_t}{TAssets_{t-1}} < 0, \text{ δηλ. } (-)$$

Η ανάλυση γίνεται με τον ορισμό των δεδουλευμένων ως εξής:

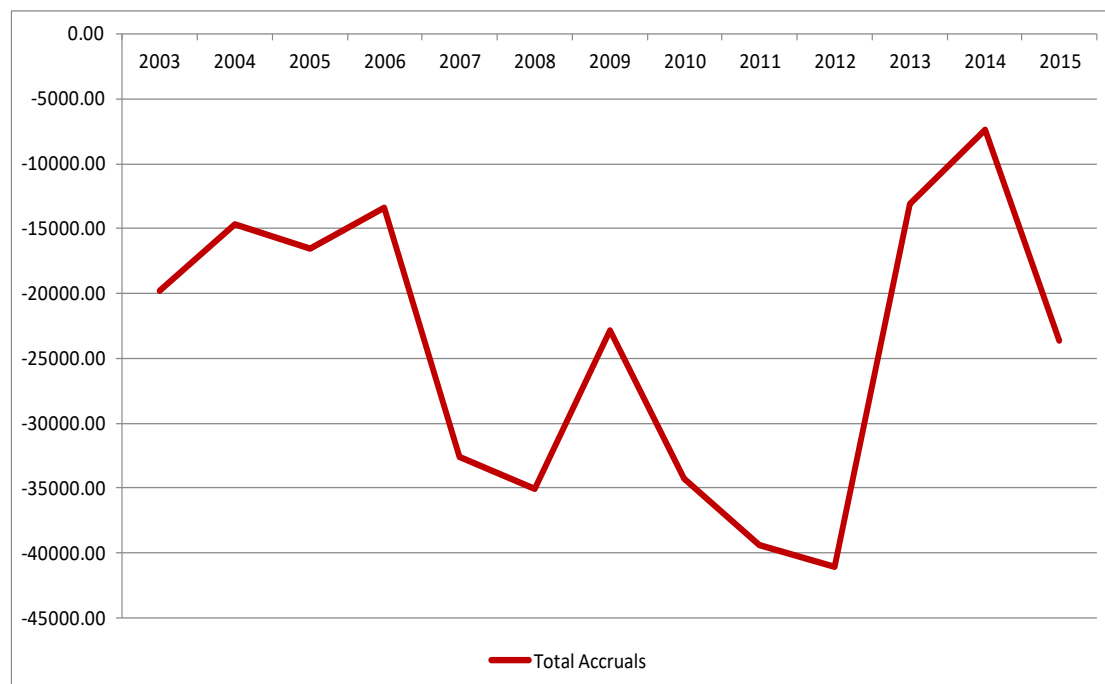
$$TA_t = [Working\ Capital] - [Depreciation + Amortization] \\ - [Extraordinary\ Expenses]$$

ή ισοδύναμα

$$TA_t = [\Delta CurrAssets_{t,t-1}] - [\Delta CashEq_{t,t-1}] - [\Delta CurrLiab_{t,t-1}] \\ - [Depreciation + Amortization] - [Extraordinary Expenses]$$

Τα δεδουλευμένα είναι συνάρτηση της μεταβολής στο κεφάλαιο κίνησης (*Working Capital Accounts*) που ισούνται με τις μεταβλητές $[\Delta CurrAssets_{t,t-1}] - [\Delta CashEq_{t,t-1}] - [\Delta CurrLiab_{t,t-1}]$, που αναμένεται να έχουν θετική σχέση με τη διακύμανση των εσόδων. Επομένως αναμένουμε το πρόσημο του συντελεστή β_2 να είναι θετικό (+). Αυτό συμβαίνει διότι μια αύξηση των εσόδων προκαλεί αύξηση των απαιτήσεων (ή στα αποθέματα) ως ένα επαναλαμβανόμενο στοιχείο του κεφαλαίου κίνησης, καθώς είναι μια μη-διακριτική συνιστώσα των συνολικών δεδουλευμένων.

Γράφημα 5: Μέσος Όρος Συνολικών Δεδουλευμένων για το Δείγμα της Μελέτης, 2003-2015.



Πηγή: Thomson Reuters Datastream και υπολογισμός της συγγραφέως

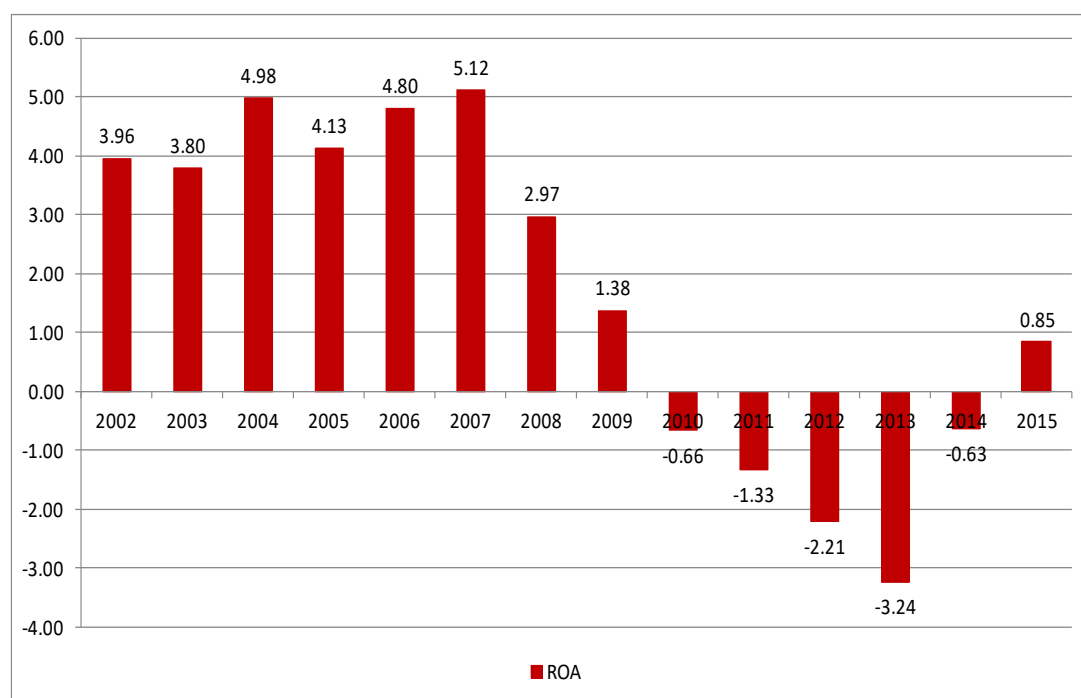
Τα ανωτέρω Γραφήματα παρουσιάζουν τους μέσους όρους των δεδουλευμένων συνολικών, διαφοροποιούμενων και μη-διαφοροποιούμενων, για τη χρονική περίοδο 2003-2015. Πιο αναλυτικά, στο Γράφημα ΧΧ που ακολουθεί παρουσιάζεται η μεταβλητή Total Accruals (συνολικά δεδουλευμένα) για την εξεταζόμενη περίοδο, 2003-2015. Από την ανάλυση της μεταβλητής παρατηρούμε ότι οι τιμές της μεταβλητής είναι αρνητικές για το σύνολο της περιόδου. Η τάση της παρουσιάζει δύο μεγάλους κύκλους, με κορυφώσεις το 2008 και το 2012. Τα δύο αυτά έτη παρουσιάζουν έντονη μείωση.

Αντίστοιχη συμπεριφορά παρουσιάζουν και τα διαφοροποιούμενα δεδουλευμένα (discretionary accruals). Αντίστοιχα, οι τάση των διαφοροποιούμενων δεδουλευμένων είναι αντίστοιχη με την τάση και τη διαχρονική εξέλιξη των συνολικών δεδουλευμένων. Το γεγονός ότι τα διαφοροποιούμενα δεδουλευμένα, λαμβάνουν αρνητικές τιμές δεν ισοδυναμεί με τη μη ύπαρξη χειραγώγησης κερδών από την πλευρά των διοικήσεων των επιχειρήσεων του δείγματος. Μάλιστα, η σημαντική μεταβλητότητα της μεταβλητής εκφράζει σημαντικές μεταβολές στη στάση των διοικήσεων και στον τρόπο με τον οποίο αποφασίζουν να διαχειριστούν τα κέρδη.

Η εξέλιξη των μη-διαφοροποιούμενων δεδουλευμένων (non-discretionary accruals) ορίζεται ως η διαφορά των δύο μεγεθών και όπως αναμένεται είναι ομαλή και διαχρονικά σχετικά σταθερή, καθώς οι διοικήσεις δεν μπορούν άμεσα και εύκολα να τα προσαρμόσουν.

Είναι χαρακτηριστική η σημαντικά αυξητική τάση που παρατηρείται τα έτη 2013 και 2014 και αντίστοιχα η σημαντική μείωσή τους το 2015. Επίσης, τα ίδια έτη προκύπτουν θετικά μεγέθη για τα διαφοροποιούμενα δεδουλευμένα.

Γράφημα 5: Μέσος Όρος του Δείκτη ROA για το Δείγμα της Μελέτης, 2003-2015.



Πηγή: Thomson Reuters Datastream και υπολογισμός της συγγραφέως

Αυτό ισχύει για την περίπτωση του υποδείγματος του Jones (1991). Αντίστοιχα, το ίδιο συμβαίνει και στην περίπτωση του τροποποιημένου υποδείγματος των Dechow et al (1995), μετά και την αφαίρεση των απαιτήσεων. επειδή είναι πιο απλό να διαχειριστεί τα κέρδη μια επιχείρηση για την αναγνώριση των εσόδων, στην περίπτωση των πιστώσεων, σε σύγκριση με τα μετρητά.

Από την άλλη πλευρά, οι αποσβέσεις αναμένουμε να έχει αρνητικό πρόσημο (-), με τη μεταβλητή της ιδιοκτησίας, εγκαταστάσεων και εξοπλισμού ($\beta_3 < 0$), επειδή η αύξηση τους συνεπάγεται μεγαλύτερο κόστος, μέσω των αποσβέσεων και σε μεγάλο βαθμό θεωρείται ως επαναλαμβανόμενες και έτσι δεν παρέχουν διακριτική ευχέρεια. Κατά συνέπεια οι υψηλότερες αποσβέσεις μειώνουν τα συνολικά δεδουλευμένα.

Στους παρακάτω πίνακες παρουσιάζονται τα αποτελέσματα μας για την εκτίμηση των μοντέλων των δεδουλευμένων, για την περίοδο 2003-2015, για το δείγμα των 164 εισηγμένων επιχειρήσεων στο ελληνικό χρηματιστήριο.

Πίνακας 4: Μοντέλο Accruals του Jones (1991), με μεταβλητή διαφοράς των Συνολικών Προσόδων, 2003-2015

Μεταβλητή	Συντελεστής	Τυπικό Σφάλμα	t-Statistic	Prob.
C	0.212721	0.014991	14.19033	0.0000
1/ASSETS	-11047.46	617.1094	-17.90194	0.0000
Δ REV/ASSETS	0.096752	0.002599	37.21945	0.0000
PPE/ASSETS	-0.867298	0.055085	-15.74479	0.0000
Περίοδος: 2003-2015 No Cross-sections: 164 Συνολικός πίνακας (unbalanced) παρατηρήσεις: 2132 White diagonal standard errors & covariance (d.f. corrected)				
R-squared	0.194589	Mean dependent var		-0.029279
Adjusted R-squared	0.193453	S.D. dependent var		0.243656
S.E. of regression	0.218823	Akaike info criterion		-0.199237
Sum squared resid	101.8956	Schwarz criterion		-0.188609
Log likelihood	216.3868	Hannan-Quinn criter.		-0.195347
F-statistic	171.3762	Durbin-Watson stat		1.885715
όπου *** για επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας 1%, ** για επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας 5% και * για επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας 10%				

Πίνακας 5: Μοντέλο Accruals του Jones (1991), με μεταβλητή διαφοράς των Συνολικών Προσόδων μείον τις Απαιτήσεις, 2003-2015

Μεταβλητή	Συντελεστής	Τυπικό Σφάλμα	t-Statistic	Prob.
C	0.222845	0.012809	17.39693	0.0000
1/ASSETS	-10743.10	581.9412	-18.46080	0.0000
ΔREV- ΔREC/ASSETS	0.244538	0.009703	25.20148	0.0000
PPE/ASSETS	-0.724871	0.053753	-13.48513	0.0000
Περίοδος: 2003-2015 No Cross-sections: 164 Συνολικός πίνακας (unbalanced) παρατηρήσεις: 2132 White diagonal standard errors & covariance (d.f. corrected)				
R-squared	0.286456	Mean dependent var		-0.029279
Adjusted R-squared	0.285115	S.D. dependent var		0.243656
S.E. of regression	0.206013	Akaike info criterion		-0.319409
Sum squared resid	90.27312	Schwarz criterion		-0.306123
Log likelihood	345.4895	Hannan-Quinn criter.		-0.314546
F-statistic	213.4743	Durbin-Watson stat		1.937143
<i>όπου *** για επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας 1%, ** για επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας 5% και * για επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας 10%</i>				

Πίνακας 6: Μοντέλο Accruals των Kothari et al. (2005), με μεταβλητή διαφοράς των Συνολικών Προσόδων, 2003-2015

Μεταβλητή	Συντελεστής	Τυπικό Σφάλμα	t-Statistic	Prob.
C	0.250573	0.014173	17.68001	0.0000
1/ASSETS	-11182.16	587.4917	-19.03373	0.0000
ΔREV- ΔREC/ASSETS	0.122149	0.003455	35.35473	0.0000
PPE/ASSETS	-0.907573	0.051578	-17.59606	0.0000
ROA	0.250573	0.014173	17.68001	0.0000
Περίοδος: 2003-2015 No Cross-sections: 164 Συνολικός πίνακας (unbalanced) παρατηρήσεις: 2132 White diagonal standard errors & covariance (d.f. corrected)				
R-squared	0.239652	Mean dependent var		-0.029279

Adjusted R-squared	0.238580	S.D. dependent var	0.243656
S.E. of regression	0.212613	Akaike info criterion	-0.256814
Sum squared resid	96.19456	Schwarz criterion	-0.246185
Log likelihood	277.7632	Hannan-Quinn criter.	-0.252924
F-statistic	223.5725	Durbin-Watson stat	1.792510
όπου *** για επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας 1%, ** για επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας 5% και * για επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας 10%			

Πίνακας 7: Μοντέλο Accruals των Kothari et al. (2005), με μεταβλητή διαφοράς των Συνολικών Προσόδων μείον τις Εισπράξεις, 2003-2015

Μεταβλητή	Συντελεστής	Τυπικό Σφάλμα	t-Statistic	Prob.
C	0.222845	0.012809	17.39693	0.0000
1/ASSETS	-10743.10	581.9412	-18.46080	0.0000
ΔREV/ASSETS	0.244538	0.009703	25.20148	0.0000
PPE/ASSETS	-0.724871	0.053753	-13.48513	0.0000
ROA	-0.008260	0.000550	-15.01689	0.0000
Περίοδος: 2003-2015 No Cross-sections: 164 Συνολικός πίνακας (unbalanced) παρατηρήσεις: 2132 White diagonal standard errors & covariance (d.f. corrected)				
R-squared	0.286456	Mean dependent var	-0.029279	
Adjusted R-squared	0.285115	S.D. dependent var	0.243656	
S.E. of regression	0.206013	Akaike info criterion	-0.319409	
Sum squared resid	90.27312	Schwarz criterion	-0.306123	
Log likelihood	345.4895	Hannan-Quinn criter.	-0.314546	
F-statistic	213.4743	Durbin-Watson stat	1.937143	
όπου *** για επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας 1%, ** για επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας 5% και * για επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας 10%				

Από τα αποτελέσματα των εκτιμήσεων παρατηρούμε αρχικά ότι το υπόδειγμα των Kothari et al. (2005) παρουσιάζει σημαντικά υψηλότερη ερμηνευτική ικανότητα συγκριτικά με το υπόδειγμα των δεδουλευμένων του Jones (1991), λόγω της προσθήκης της μεταβλητής ROA στο υπόδειγμα, γεγονός που αυξάνει το πλήθος των στατιστικά σημαντικών μεταβλητών. Από την εκτίμηση του υποδείγματος

παρατηρούμε ότι το σύνολο των μεταβλητών είναι στατιστικά σημαντικές, σε επίπεδο εμπιστοσύνης 1%.

Επιπροσθέτως, παρατηρούμε ότι το υπόδειγμα που χρησιμοποιεί τη μεταβλητή $\frac{\Delta REV_t - \Delta REC_t}{TAssets_{t-1}}$ αντί της μεταβλητής $\frac{\Delta REV_t}{TAssets_{t-1}}$ παρουσιάζει υψηλότερη ερμηνευτική ικανότητα. Επίσης, τα πρόσημα που αναμέναμε από τις εκτιμήσεις επιβεβαιώθηκαν, με βάση τη σχέση των δεδουλευμένων με τις ανεξάρτητες μεταβλητές.

Στους πίνακες που ακολουθούν παρουσιάζονται οι εκτιμήσεις των υποδειγμάτων για τις δύο υποπεριόδους 2003-2009 και 2010-2015.

Πίνακας 8: Μοντέλο Accruals του Jones (1991), με μεταβλητή διαφοράς των Συνολικών Προσόδων, 2003-2009

Μεταβλητή	Συντελεστής	Τυπικό Σφάλμα	t-Statistic	Prob.
C	0.731977	0.023555	31.07556	0.0000
1/ASSETS	-28160.42	852.6930	-33.02527	0.0000
ΔREV//ASSETS	0.146238	0.003331	43.90043	0.0000
PPE/ASSETS	-2.391699	0.052343	-45.69245	0.0000
Περίοδος: 2003-2009 No Cross-sections: 164 Συνολικός πίνακας (unbalanced) παρατηρήσεις: 1148 White diagonal standard errors & covariance (d.f. corrected)				
R-squared	0.535766	Mean dependent var		-0.043333
Adjusted R-squared	0.534549	S.D. dependent var		0.274436
S.E. of regression	0.187231	Akaike info criterion		-0.509468
Sum squared resid	40.10347	Schwarz criterion		-0.491887
Log likelihood	296.4346	Hannan-Quinn criter.		-0.502831
F-statistic	440.0915	Durbin-Watson stat		1.607432
όπου *** για επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας 1%, ** για επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας 5% και * για επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας 10%				

Πίνακας 9: Μοντέλο Accruals του Jones (1991), με μεταβλητή διαφοράς των Συνολικών Προσόδων, 2010-2015

Μεταβλητή	Συντελεστής	Τυπικό Σφάλμα	t-Statistic	Prob.
C	-0.022438	0.010445	-2.148139	0.0319
1/ASSETS	-3684.215	506.1520	-7.278871	0.0000
ΔREV//ASSETS	0.674383	0.025448	26.50008	0.0000
PPE/ASSETS	1.475686	0.120860	12.20984	0.0000
ROA	-0.022438	0.010445	-2.148139	0.0319
Περίοδος: 2003-2015 No Cross-sections: 164 Συνολικός πίνακας (unbalanced) παρατηρήσεις: 1148 White diagonal standard errors & covariance (d.f. corrected)				

R-squared	0.516523	Mean dependent var	-0.012882
Adjusted R-squared	0.515043	S.D. dependent var	0.200802
S.E. of regression	0.139837	Akaike info criterion	-1.092627
Sum squared resid	19.16319	Schwarz criterion	-1.072743
Log likelihood	541.5727	Hannan-Quinn criter.	-1.085064
F-statistic	348.9941	Durbin-Watson stat	3.721114
όπου *** για επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας 1%, ** για επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας 5% και * για επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας 10%			

Πίνακας 10: Μοντέλο Accruals των Kothari et al. (2005), με μεταβλητή διαφοράς των Συνολικών Προσόδων, 2010-2015

Μεταβλητή	Συντελεστής	Τυπικό Σφάλμα	t-Statistic	Prob.
C	0.183146	0.029422	6.224700	0.0000
1/ASSETS	333692.0	15800.15	21.11954	0.0000
ΔREV/ASSETS	1.651224	0.065682	25.13985	0.0000
PPE/ASSETS	-3.139953	0.066287	-47.36904	0.0000
ROA	0.146180	0.006362	22.97565	0.0000
Περίοδος: 2010-2015 No Cross-sections: 164 Συνολικός πίνακας (unbalanced) παρατηρήσεις: 984 White diagonal standard errors & covariance (d.f. corrected)				
R-squared	0.679238	Mean dependent var	-0.043333	
Adjusted R-squared	0.678115	S.D. dependent var	0.274436	
S.E. of regression	0.155701	Akaike info criterion	-0.877415	
Sum squared resid	27.70947	Schwarz criterion	-0.855438	
Log likelihood	508.6360	Hannan-Quinn criter.	-0.869118	
F-statistic	605.0970	Durbin-Watson stat	1.423035	
όπου *** για επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας 1%, ** για επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας 5% και * για επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας 10%				

Πίνακας 11: Μοντέλο Accruals των Kothari et al. (2005), με μεταβλητή διαφοράς των Συνολικών Προσόδων μείον τις Εισπράξεις, 2010-2015

Μεταβλητή	Συντελεστής	Τυπικό Σφάλμα	t-Statistic	Prob.
C	0.004613	0.016215	0.284471	0.7761
1/ASSETS	-3719.825	505.4521	-7.359401	0.0000
ΔREV/ASSETS	0.713531	0.031115	22.93194	0.0000
PPE/ASSETS	1.236556	0.163106	7.581321	0.0000
ROA	0.002595	0.001191	2.178252	0.0296
Περίοδος: 2010-2015 No Cross-sections: 164 Συνολικός πίνακας (unbalanced) παρατηρήσεις: 984 White diagonal standard errors & covariance (d.f. corrected)				
R-squared	0.518855	Mean dependent var		-0.012882
Adjusted R-squared	0.516889	S.D. dependent var		0.200802
S.E. of regression	0.139570	Akaike info criterion		-1.095430
Sum squared resid	19.07076	Schwarz criterion		-1.070574
Log likelihood	543.9514	Hannan-Quinn criter.		-1.085975
F-statistic	263.9319	Durbin-Watson stat		3.641506
όπου *** για επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας 1%, ** για επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας 5% και * για επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας 10%				

Από τα αποτελέσματα προκύπτει ότι τα αποτελέσματα είναι σύμφωνα με τη σχετική βιβλιογραφία, με τους συντελεστές ευαισθησίας των μεταβλητών $\frac{\Delta REV_t}{TAssets_{t-1}}$ και $\frac{PPE_t}{TAssets_{t-1}}$ να μειώνονται σημαντικά τα χρόνια της κρίσης, σε σχέση με τα έτη που προηγήθηκαν, δηλαδή την περίοδο 2003-2009.

3.2 Περιγραφικά Στατιστικά Δεδομένα

Στην παρούσα ενότητα πραγματοποιείται η ανάλυση των βασικών χαρακτηριστικών των βασικών μεταβλητών του οικονομετρικού υποδείγματος και των περιγραφικών δεδομένων των βασικών μεταβλητών που χρησιμοποιούνται ως εξεταζόμενο δείγμα.

Το δείγμα μας αποτελείται από εισηγμένες επιχειρήσεις στο ελληνικό χρηματιστήριο για την περίοδο 2003-2015. Από το δείγμα μας υπενθυμίζεται ότι εξαιρέθηκαν οι τράπεζες, οι εταιρείες συμμετοχών και επενδύσεων και ασφαλιστικές εταιρείες, καθώς η ενδεχόμενη συμπερίληψή τους στο δείγμα μας, θα οδηγήσει σε στρέβλωση των αποτελεσμάτων, λόγω της διαφορετικής δομής των καταστάσεων και της μόχλευσης. Επίσης εξαιρέθηκαν επιχειρήσεις για τις οποίες δεν υπάρχουν διαθέσιμα δεδομένα.

Στον Πίνακα που ακολουθεί παρουσιάζονται τα βασικά περιγραφικά στατιστικά στοιχεία για τις μεταβλητές που χρησιμοποιούνται πρωτογενώς για την ανάλυσή μας.

Πίνακας 12: Βασικά Περιγραφικά Στοιχεία Μεταβλητών

	MV	TOT_ASSETS	CURRENT_ASSETS	CURRENT_LIAB	NET_RECIEV	NET_SALES	PPE	TOPER_EXP
Μέσος	318.76	370692.30	220208.10	155128.20	59501.38	574443.50	97855.77	548440.20
Διάμεσος	249.25	405340.00	247349.00	137192.00	60380.00	611693.00	89241.00	604509.00
Μέγιστο	526.34	652101.00	394677.00	332975.00	104476.00	982964.00	148878.00	904587.00
Ελάχιστο	114.27	122093.00	39064.00	58337.00	33001.00	223124.00	58652.00	214443.00
Τυπική Απόκλιση	169.15	174618.50	119294.60	78171.75	20498.40	218208.10	29215.95	204311.10
Λοξότητα	0.10	-0.11	-0.36	0.94	0.58	0.16	0.43	-0.07
Κυρτότητα	1.25	1.81	1.76	3.10	2.68	2.31	1.80	1.98
Παρατηρήσεις	1764	2548	2548	2548	2548	2548	2548	2548
	CAPEX	CF_SALES	NETCASHFLOW_OPER	NON_OPER_INTER_INCOME	OPER_INCOME	OPER_PROF_MARG	SALESPS	WORKCAP
Μέσος	3.17	0.49	46201.36	3391.54	26003.46	4.36	8.12	65079.77
Διάμεσος	2.06	8.29	47096.00	3549.00	23546.00	6.91	8.57	78017.00
Μέγιστο	10.50	12.17	114418.00	8535.00	96234.00	10.55	13.76	166581.00
Ελάχιστο	0.22	-35.72	-25187.00	19.00	-41777.00	-6.25	3.12	-32378.00
Τυπική Απόκλιση	3.21	14.58	39076.28	2624.99	39472.01	5.49	3.03	64775.33
Λοξότητα	1.40	-1.56	0.00	0.34	0.00	-0.79	0.10	-0.20
Κυρτότητα	3.49	4.04	2.37	2.06	2.21	2.28	2.35	1.78
Παρατηρήσεις	2156	2548	2156	2548	2548	2548	2548	2548

Στο παρόν κεφάλαιο πραγματοποιείται η ανάλυση των αποτελεσμάτων με βάση τη μεθοδολογία και τη μοντελοποίηση που αναπτύξαμε στο Κεφάλαιο 3. Το βασικό ερώτημα που καλούμαστε να απαντήσουμε είναι εάν τα λογιστικά μεγέθη του δείγματος των επιχειρήσεων δείχνει εάν οι διοικήσεις των επιχειρήσεων έχουν εφαρμόσει διαχείριση των δεδουλευμένων κερδών, κατά τις περιόδους ευημερίας (2003-2009) και την περίοδο της κρίσης (2010-2015), αλλά και στο σύνολο της περιόδου.

3.3. Περιγραφή Μοντέλων και Ανάλυση Αποτελεσμάτων

Η πληροφοριακή αξία των κερδών εξετάζεται χρησιμοποιώντας το μοντέλο των Kothari και Zimmerman (1995). Με το συγκεκριμένο μοντέλο η χρησιμότητα των λογιστικών πληροφοριών διερευνάται ως προς τη σχέση της μεταξύ της τιμής αγοράς και της πληροφόρησης που προστίθεται από κάθε χαρακτηριστικό των κερδών, στη διάσπαση που μελετήσαμε προηγουμένως. Τα συστατικά αυτά στην παρούσα μελέτη είναι οι ταμειακές ροές από λειτουργικές δραστηριότητες και δεδουλευμένα (συνολικά, διαφοροποιούμενα και μη-διαφοροποιούμενα).

Ειδικότερα, για να αναλύσουμε τη σημασία αξία των κερδών, ταμειακών ροών και δεδουλευμένων, θα χρησιμοποιήσουμε τα ακόλουθα μοντέλα, όπως στο βασικό μας άρθρο:

Ομάδα 1

$$MV_{it} = \beta_0 + \beta_1 EPS_{it} + u_{it}$$

$$MV_{it} = \beta_0 + \beta_1 EPS_{it} + \beta_2 [EPS_{it} * D] + u_{it}$$

Όπου εξετάζεται η πληροφόρηση των κερδών ανά μετοχή, με και χωρίς τη χρήση ψευδομεταβλητών για την κρίση.

Ομάδα 2

$$MV_{it} = \beta_0 + \beta_1 OCFPS_{it} + \beta_2 TAPS_{it} + u_{it}$$

$$MV_{it} = \beta_0 + \beta_1 OCFPS_{it} + \beta_2 TAPS_{it} + \beta_3 [OCFPS_{it} * D] + \beta_4 [TAPS_{it} * D] + u_{it}$$

Ομάδα 3

$$MV_{it} = \beta_0 + \beta_1 OCFPS_{it} + \beta_2 DAPS_{it} + \beta_3 NDAPS_{it} + u_{it}$$

$$MV_{it} = \beta_0 + \beta_1 OCFPS_{it} + \beta_2 DAPS_{it} + \beta_3 NDAPS_{it} + \beta_4 [OCFPS_{it} * D] + \beta_5 [DAPS_{it} * D] + \beta_6 [NDAPS_{it} * D] + u_{it}$$

όπου:

MV_{it} : η χρηματιστηριακή αξία της μετοχής.

EPS_{it} : τα κέρδη ανά μετοχή

$OCFPS_{it}$: οι λειτουργικές ταμειακές ροές ανά μετοχή

$TAPS_{it}$ είναι το σύνολο των δεδουλευμένων ανά μετοχή

$DAPS_{it}$ είναι το ύψος των διαφοροποιούμενων δεδουλευμένων ανά μετοχή

$NDAPS_{it}$ είναι το ύψος των μη διαφοροποιούμενων δεδουλευμένων ανά μετοχή

D είναι μια ψευδομεταβλητή η οποία λαμβάνει την μοναδιαία τιμή (D=1) για τα έτη μετά την έναρξη της χρηματοπιστωτικής κρίσης και 0 για όλα τα υπόλοιπα χρόνια.

Επίσης, θα πρέπει να σημειώσουμε ότι οι μεταβλητές που παρουσιάζονται εντός των αγκυλών αναπαριστούν το γινόμενο των μεταβλητών του υποδείγματος, όπως περιγράφηκαν ανωτέρω επί τη ψευδομεταβλητή που χρησιμοποιείται. Ουσιαστικά οι συγκεκριμένες μεταβλητές έχουν τιμές για τα έτη 2010-2015. Τα έτη 2003 μέχρι το έτος 2009 είναι μηδενικές, καθώς οι τιμές τους πολλαπλασιάζονται με το μηδέν.

Τα υποδείγματα που χρησιμοποιούνται στην πράξη μελετούν τη σχετική πληροφόρηση των οικονομικών καταστάσεων, των λειτουργικών ταμειακών ροών και των διαφοροποιούμενων και μη δεδουλευμένων, με τη χρήση των οικονομετρικών υποδειγμάτων.

Πιο αναλυτικά, στο πλαίσιο της εμπειρικής μας ανάλυσης εξετάζουμε τη στατιστική σημαντικότητα των συντελεστών ευαισθησίας των μεταβλητών που χρησιμοποιούνται, με τη χρήση των στατιστικών μέτρων p-value όπου το ζητούμενο

είναι να έχουν στατιστική σημαντικότητα σε επίπεδο εμπιστοσύνης έως 5% και το t-test, για τις ανάλογες τιμές. Ο έλεγχος πραγματοποιείται από τη σύγκριση των τιμών του Wald για τη στατιστική σημαντικότητα της διαφοράς μεταξύ των συντελεστών στις τρεις εναλλακτικές ομάδες υποδειγμάτων.

$$EPS_{it} = OCFPS_{it} + TAPS_{it} = OCFPS_{it} + DAPS_{it} + NDAPS_{it}$$

Όπως προαναφέρθηκε τα κέρδη αποτελούνται από τρεις βασικές συνιστώσες, τις καθарές ταμειακές ροές από λειτουργικές δραστηριότητες, τα διαφοροποιούμενα και μη-διαφοροποιούμενα δεδουλευμένα.

Τέλος με τη χρήση ψευδομεταβλητών για την κρίση, εξετάζεται η επίπτωσή της στη πληροφοριακή αξία των μεταβλητών που χρησιμοποιούνται στα προηγούμενα οικονομετρικά μοντέλα.

Η συγκεκριμένη ανάλυση μας επιτρέπει να εξετάσουμε σε βάθος την ενδεχόμενη ύπαρξη κάποιας μεταβολής στην σχετική αξία των κερδών και των δεδουλευμένων πριν την έναρξη και κατά τη διάρκεια της κρίσης. Στην παρούσα μελέτη χρησιμοποιούμε τα υποδείγματα με σκοπό να μελετήσουμε δύο περιόδους και να τις συγκρίνουμε. Οι δύο περίοδοι αφορούν μια περίοδο με σημαντική οικονομική ανάπτυξη και την περίοδο της κρίσης που χαρακτηρίζεται από βαθιά ύφεση. Πιο συγκεκριμένα, η ανάλυσή μας αφορά την περίοδο 2003-2009 (περίοδος ανάπτυξης) και την περίοδο 2010-2015 κατά την οποία η Ελλάδα εισήλθε στην κρίση και οι επιπτώσεις της ήταν εμφανείς.

Σύμφωνα με ένα σχετικά πρόσφατο άρθρο, των Barth και Landsman, (2010), τα αποτελέσματα δείχνουν ότι σε περιόδους κρίσεων, μεταβλητές που εκφράζουν το μακροοικονομικό περιβάλλον και το ευρύτερο οικονομικό αποκτούν σημαντικότερη αξιοπιστία και σπουδαιότητα για την ανάλυση των επιχειρήσεων, σε σχέση με μεταβλητές που αφορούν τις λογιστικές καταστάσεις των επιχειρήσεων. Πρακτικά αυτό συνεπάγεται ότι ο ρόλος των λογιστικών και θεμελιωδών μεγεθών των επιχειρήσεων στις αποφάσεις των επενδυτών περιορίζεται σε περιόδους κρίσεων.

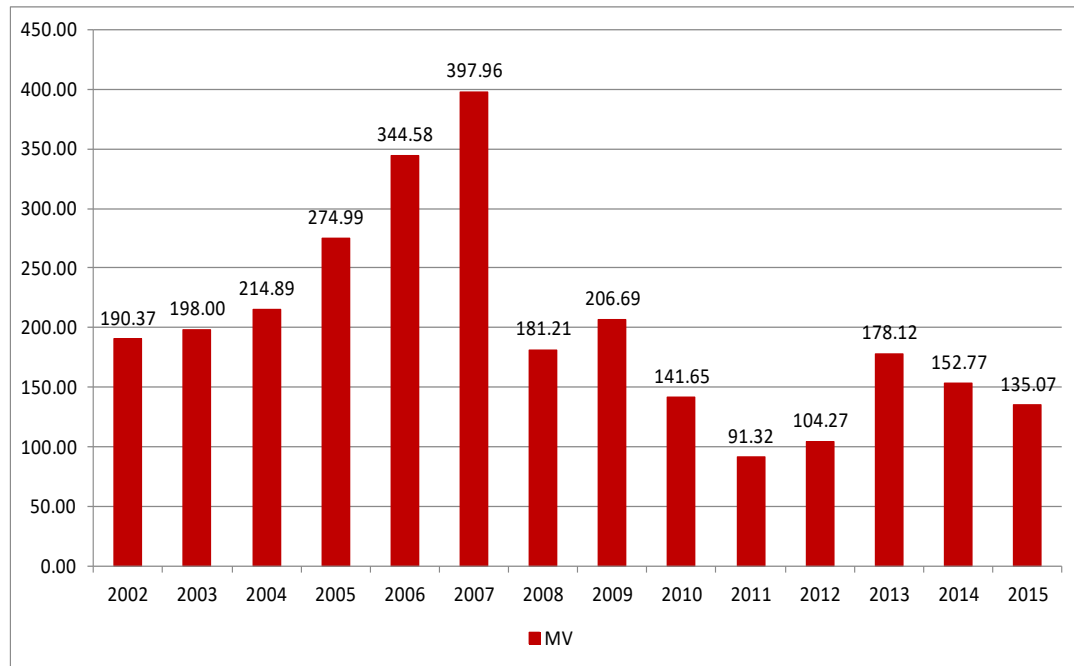
Ένα πολύ σύνθηρες πρόβλημα στην εκτίμηση των υποδειγμάτων είναι η ύπαρξη της πολυσυγγραμμικότητας. Το πρόβλημα της πολυσυγγραμμικότητας αφορά μεταβλητές που σχετίζονται σημαντικά μεταξύ τους. Για τον εντοπισμό της

πολυσυγγραμμικότητας, εξετάζουμε τους συντελεστές συσχέτισης μεταξύ των μεταβλητών.

Το πρόβλημα αυτό υφίσταται όταν οι μεταβλητές που περιλαμβάνονται στο οικονομετρικό μοντέλο παλινδρόμησης συσχετίζονται μεταξύ τους. Για την εκτίμηση της ύπαρξης γραμμικής συσχέτισης μεταξύ των μεταβλητών, θα εξετάσουμε τους συντελεστές συσχέτισης. Εάν οι συντελεστές συσχέτισης μεταξύ των μεταβλητών είναι μεγαλύτεροι από το 0,6 τότε οι μεταβλητές μεταξύ τους θα παρουσιάζουν πολυσυγγραμμικότητα. Η έννοια της πολυσυγγραμμικότητας χρησιμοποιείται για να περιγράψει το ζήτημα που προκύπτει από την ύπαρξη μιας έντονα θετική ή αρνητικής γραμμικής σχέσης μεταξύ των ερμηνευτικών μεταβλητών, γεγονός που καθιστά τις εκτιμήσεις της παλινδρόμησης αναξιόπιστες.

Σε τεχνικό επίπεδο, η ύπαρξη της πολυσυγγραμμικότητας στο μοντέλο μπορεί να επηρεάσει σημαντικά τις ανεξάρτητες μεταβλητές οι οποίες, ωστόσο, μπορεί να περιλαμβάνει περισσότερα από δύο, ακόμα και όλες οι μεταβλητές εξετάζονται στο μοντέλο. Η πολυσυγγραμμικότητα οδηγεί επίσης σε υψηλούς συντελεστές R^2 , λόγω της πολύ υψηλής συσχέτισης μεταξύ των ερμηνευτικών μεταβλητών του υποδείγματος. Επιπλέον, οι εκτιμήσεις των συντελεστών δεν είναι αξιόπιστες και οι τιμές τους μη ρεαλιστικές.

Γράφημα 6: Εξέλιξη της Μέσης Χρηματιστηριακής Αξίας του Δείγματος, 2003-2015



Πηγή: Thomson Reuters Datastream και επεξεργασία της συγγραφέως

Πίνακας 13: Εκτίμηση Επίδρασης EPS στις Αγοραίες Τιμές

Μεταβλητή	Συντελεστής	Τυπικό Σφάλμα	t-Statistic	Prob.
C	6.061035***	0.159076	38.10150	0.0000
EPS	6.79E-06***	5.58E-07	12.17398	0.0000
Περίοδος: 2003-2015 No Cross-sections: 164 Συνολικός πίνακας (unbalanced) παρατηρήσεις: 2296 White diagonal standard errors & covariance (d.f. corrected)				
R-squared	0.060685	Mean dependent var		5.438571
Adjusted R-squared	0.060276	S.D. dependent var		7.445795
S.E. of regression	7.217907	Akaike info criterion		6.791878
Sum squared resid	119513.2	Schwarz criterion		6.796877
Log likelihood	-7795.076	Hannan-Quinn criter.		6.793700
F-statistic	148.2059	Durbin-Watson stat		0.750214
Σημείωση: MV : η χρηματιστηριακή αξία της μετοχής και EPS : τα κέρδη ανά μετοχή όπου *** για επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας 1%, ** για επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας 5% και * για επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας 10%				

Πίνακας 14: Εκτίμηση Επίδρασης EPS στις Αγοραίες Τιμές, με τη χρήση ψευδομεταβλητών, με το υποδείγμα του Jones (1991)

Μεταβλητή	Συντελεστής	Τυπικό Σφάλμα	t-Statistic	Prob.
C	5.567046***	0.168016	33.13393	0.0000
EPS	0.028150***	0.003434	8.196881	0.0000
D01*EPS	0.028144***	0.003434	-8.194903	0.0000
Περίοδος: 2003-2015 No Cross-sections: 164 Συνολικός πίνακας (unbalanced) παρατηρήσεις: 2296 White diagonal standard errors & covariance (d.f. corrected)				
R-squared	0.087413	Mean dependent var		5.438571
Adjusted R-squared	0.086617	S.D. dependent var		7.445795
S.E. of regression	7.116027	Akaike info criterion		6.763882
Sum squared resid	116112.6	Schwarz criterion		6.771381
Log likelihood	-7761.936	Hannan-Quinn criter.		6.766616
F-statistic	109.8182	Durbin-Watson stat		0.950046
<p>Σημείωση: MV : η χρηματιστηριακή αξία της μετοχής, EPS : τα κέρδη ανά μετοχή και D είναι μια ψευδομεταβλητή η οποία λαμβάνει την μοναδιαία τιμή ($D=1$) για τα έτη μετά την έναρξη της χρηματοπιστωτικής κρίσης και 0 για όλα τα υπόλοιπα χρόνια. όπου *** για επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας 1%, ** για επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας 5% και * για επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας 10%</p>				

Από τα αποτελέσματα διαπιστώνουμε ότι με τη χρήση των ψευδομεταβλητών, βελτιώνει οριακά το υπόδειγμα. Τα κέρδη ανά μετοχή είναι στατιστικά σημαντική μεταβλητή με θετική επίδραση στις τιμές, γεγονός που είναι αναμενόμενο. Όσο υψηλότερα είναι τα κέρδη ανά μετοχή, τόσο υψηλότερες αναμένονται οι τιμές.

Το Adjusted R-squared ισούται με 0,08 που είναι πολύ μικρό, γεγονός που δείχνει ότι ένα σημαντικό μέρος των αγοραίων τιμών δεν μπορεί να ερμηνευτεί από τα κέρδη των επιχειρήσεων. Το υπόλοιπο μπορεί να οφείλεται σε μεγάλο βαθμό στην ευρύτερη οικονομική κατάσταση και τις συνθήκες των αγορών, όπως στην εξέλιξη του ΑΕΠ, των επιτοκίων ή άλλων μακροοικονομικών μεταβλητών.

Πίνακας 15: Εκτίμηση Επίδρασης OCFPS και TAPS στις Αγοραίες Τιμές, με το υποδείγμα του Jones (1991)

Μεταβλητή	Συντελεστής	Τυπικό Σφάλμα	t-Statistic	Prob.
C	4.642150***	0.122040	38.03800	0.0000
OCFPS	1.57E-05***	1.64E-06	9.559649	0.0000
TAPS	-6.97E-07**	3.24E-07	2.152770	0.0314
Περίοδος: 2003-2015 No Cross-sections: 164 Συνολικός πίνακας (unbalanced) παρατηρήσεις: 2132 White diagonal standard errors & covariance (d.f. corrected)				
R-squared	0.088097	Mean dependent var	3.976154	
Adjusted R-squared	0.087241	S.D. dependent var	5.454457	
S.E. of regression	5.211103	Akaike info criterion	6.140866	
Sum squared resid	57814.27	Schwarz criterion	6.148838	
Log likelihood	-6543.164	Hannan-Quinn criter.	6.143784	
F-statistic	102.8394	Durbin-Watson stat	0.659623	
<p><i>Σημείωση: MV : η χρηματιστηριακή αξία της μετοχής, OCFPS : οι λειτουργικές ταμειακές ροές ανά μετοχή και TAPS είναι το σύνολο των δεδουλευμένων ανά μετοχή όπου *** για επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας 1%, ** για επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας 5% και * για επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας 10%</i></p>				

Από τα αποτελέσματα διαπιστώνουμε ότι με τη χρήση των TAPS είναι στατιστικά σημαντική, αλλά όχι τόσο όσο τα OCFPS. Αυτό σημαίνει ότι οι επενδυτές τείνουν να μελετούν τα πραγματικά λειτουργικά κέρδη των επιχειρήσεων και ότι τα δεδουλευμένα που μπορεί να χειραγωγούνται.

Αυτό συνεπάγεται ότι τα δεδουλευμένα που δεν μπορούν να χειραγωγηθούν έχουν πληροφοριακή χρησιμότητα για τους επενδυτές, όπως και σε κάποιο βαθμό (στο απλούστερο υπόδειγμα) τα OCFPS που αποτελούν αντικειμενική πηγή πληροφόρησης για τις επιχειρήσεις. Το Adjusted R-squared ισούται με 0,08 γεγονός που δείχνει ότι η χρήση αυτών των δύο μεταβλητών σε σχέση με τα κέρδη είναι οριακά υψηλότερη.

Πίνακας 16: Εκτίμηση Επίδρασης OCFPS και TAPS στις Αγοραίες Τιμές, με τη χρήση ψευδομεταβλητών, με το υποδείγμα του Jones (1991)

Μεταβλητή	Συντελεστής	Τυπικό Σφάλμα	t-Statistic	Prob.
C	4.798219**	2.015635	2.380500	0.0174
OCFPS	0.002880	0.002453	1.173957	0.2405
TAPS	-0.001308	0.002129	-0.614623	0.5389
D01* OCFPS	0.002864	0.002447	-1.170252	0.2420
D01*TAPS	0.001309	0.002128	0.615077	0.5386
Περίοδος: 2003-2015 No Cross-sections: 164 Συνολικός πίνακας (unbalanced) παρατηρήσεις: 2132 White diagonal standard errors & covariance (d.f. corrected)				
R-squared	0.107972	Mean dependent var	3.976154	
Adjusted R-squared	0.106294	S.D. dependent var	5.454457	
S.E. of regression	5.156427	Akaike info criterion	6.120707	
Sum squared resid	56554.25	Schwarz criterion	6.133992	
Log likelihood	-6519.674	Hannan-Quinn criter.	6.125570	
F-statistic	64.36326	Durbin-Watson stat	0.700257	
<p><i>Σημείωση: MV : η χρηματιστηριακή αξία της μετοχής, OCFPS : οι λειτουργικές ταμειακές ροές ανά μετοχή, TAPS είναι το σύνολο των δεδουλευμένων ανά μετοχή και D είναι μια ψευδομεταβλητή η οποία λαμβάνει την μοναδιαία τιμή (D=1) για τα έτη μετά την έναρξη της χρηματοπιστωτικής κρίσης και 0 για όλα τα υπόλοιπα χρόνια.</i></p> <p><i>όπου *** για επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας 1%,** για επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας 5% και * για επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας 10%</i></p>				

Πίνακας 17: Εκτίμηση Επίδρασης OCFPS και DAPS-NDPS στις Αγοραίες Τιμές, με το υποδείγμα του Jones (1991)

Μεταβλητή	Συντελεστής	Τυπικό Σφάλμα	t-Statistic	Prob.
C	5.345462***	1.828309	2.923719	0.0035
OCFPS	1.82E-05**	7.45E-06	-2.439603	0.0148
DAPS	-9.15E-06***	3.15E-06	2.901031	0.0038
NDPS	-1.83E-05***	6.55E-06	-2.798518	0.0052
Περίοδος: 2003-2015 No Cross-sections: 164 Συνολικός πίνακας (unbalanced) παρατηρήσεις: 2132 White diagonal standard errors & covariance (d.f. corrected)				
R-squared	0.177987	Mean dependent var	3.976154	
Adjusted R-squared	0.176828	S.D. dependent var	5.454457	
S.E. of regression	4.948764	Akaike info criterion	6.038027	
Sum squared resid	52115.28	Schwarz criterion	6.048655	
Log likelihood	-6432.537	Hannan-Quinn criter.	6.041917	
F-statistic	153.5892	Durbin-Watson stat	0.760775	
Σημείωση: <i>MV</i> : η χρηματιστηριακή αξία της μετοχής, <i>OCFPS</i> : οι λειτουργικές ταμειακές ροές ανά μετοχή και <i>DAPS</i> είναι το ύψος των διαφοροποιούμενων δεδουλευμένων ανά μετοχή. <i>NDAPS</i> είναι το ύψος των μη διαφοροποιούμενων δεδουλευμένων ανά μετοχή. . όπου *** για επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας 1%, ** για επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας 5% και * για επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας 10%				

Από τα αποτελέσματα διαπιστώνουμε ότι με τη χρήση των ψευδομεταβλητών, τα NDPS είναι στατιστικά σημαντικά, όπως και η μεταβλητή με την ψευδομεταβλητή. Αυτό σημαίνει ότι οι επενδυτές δίνουν έμφαση στα NDPS, αλλά φαίνεται να αγνοούν τα DAPS, καθώς μπορεί να χειραγωγηθούν. Αυτό συνεπάγεται ότι τα δεδουλευμένα που δεν μπορούν να χειραγωγηθούν έχουν πληροφοριακή χρησιμότητα για τους επενδυτές, όπως και σε κάποιο βαθμό (στο απλούστερο υπόδειγμα) τα OCFPS που αποτελούν αντικειμενική πηγή πληροφόρησης για τις επιχειρήσεις. Το Adjusted R-squared ισούται με 0,27 που είναι το υψηλότερο σε σχέση με τα προηγούμενα υποδείγματα.

Πίνακας 18: Εκτίμηση Επίδρασης OCFPS και DAPS-NDPS στις Αγοραίες Τιμές, με τη χρήση ψευδομεταβλητών, με το υποδειγμα του Jones (1991)

Μεταβλητή	Συντελεστής	Τυπικό Σφάλμα	t-Statistic	Prob.
C	4.219842	3.093242	1.364213	0.1726
OCFPS	0.002700	0.003350	0.806134	0.4203
DAPS	-0.001989	0.001256	1.583773	0.1134
NDPS	-0.007278*	0.004155	1.751382	0.0800
D01*OCFPS	-0.002715	0.003360	-0.808021	0.4192
D01* DAPS	0.001982	0.001254	-1.580422	0.1142
D01* NDPS	0.007292*	0.004148	-1.758088	0.0789
Περίοδος: 2003-2015 No Cross-sections: 164 Συνολικός πίνακας (unbalanced) παρατηρήσεις: 2132 White diagonal standard errors & covariance (d.f. corrected)				
R-squared	0.275171	Mean dependent var	3.976154	
Adjusted R-squared	0.273124	S.D. dependent var	5.454457	
S.E. of regression	4.650308	Akaike info criterion	5.915022	
Sum squared resid	45953.89	Schwarz criterion	5.933621	
Log likelihood	-6298.413	Hannan-Quinn criter.	5.921829	
F-statistic	134.4540	Durbin-Watson stat	1.299914	
Σημείωση: <i>MV</i> : η χρηματιστηριακή αξία της μετοχής, <i>OCFPS</i> : οι λειτουργικές ταμειακές ροές ανά μετοχή και <i>DAPS</i> είναι το ύψος των διαφοροποιούμενων δεδουλευμένων ανά μετοχή <i>NDAPS</i> είναι το ύψος των μη διαφοροποιούμενων δεδουλευμένων ανά μετοχή και <i>D</i> είναι μια ψευδομεταβλητή η οποία λαμβάνει την μοναδιαία τιμή ($D=1$) για τα έτη μετά την έναρξη της χρηματοπιστωτικής κρίσης και 0 για όλα τα υπόλοιπα χρόνια. όπου *** για επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας 1%, ** για επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας 5% και * για επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας 10%				

Από τα αποτελέσματα διαπιστώνουμε ότι με τη χρήση των ψευδομεταβλητών, τα NDPS είναι στατιστικά σημαντικά, όπως και η μεταβλητή με την ψευδομεταβλητή. Αυτό σημαίνει ότι οι επενδυτές δίνουν έμφαση στα NDPS, αλλά φαίνεται να αγνοούν τα DAPS, καθώς μπορεί να χειραγωγηθούν. Αυτό συνεπάγεται ότι τα δεδουλευμένα που δεν μπορούν να χειραγωγηθούν έχουν πληροφοριακή χρησιμότητα για τους επενδυτές, όπως και σε κάποιο βαθμό (στο απλούστερο υπόδειγμα) τα OCFPS που

αποτελούν αντικειμενική πηγή πληροφόρησης για τις επιχειρήσεις. Το Adjusted R-squared ισούται με 0,27 που είναι το υψηλότερο σε σχέση με τα προηγούμενα υποδείγματα.

Πίνακας 19: Εκτίμηση Επίδρασης OCFPS και DAPS-NDPS στις Αγοραίες Τιμές, με το υποδειγμα των Kothari et al. (2005)

Μεταβλητή	Συντελεστής	Τυπικό Σφάλμα	t-Statistic	Prob.
C	4.866924***	1.754676	2.773689	0.0056
OCFPS	1.83E-05***	7.07E-06	2.594333	0.0095
DAPS	-0.000118*	7.07E-05	-1.662491	0.0966
NDPS	-1.95E-05	1.20E-05	-1.621197	0.1051
Περίοδος: 2003-2015 No Cross-sections: 164 Συνολικός πίνακας (unbalanced) παρατηρήσεις: 2132 White diagonal standard errors & covariance (d.f. corrected)				
R-squared	0.122496	Mean dependent var		3.976154
Adjusted R-squared	0.121259	S.D. dependent var		5.454457
S.E. of regression	5.113074	Akaike info criterion		6.103353
Sum squared resid	55633.42	Schwarz criterion		6.113981
Log likelihood	-6502.174	Hannan-Quinn criter.		6.107243
F-statistic	99.01975	Durbin-Watson stat		0.671996
<p><i>Σημείωση: MV : η χρηματιστηριακή αξία της μετοχής, OCFPS : οι λειτουργικές ταμειακές ροές ανά μετοχή και DAPS είναι το ύψος των διαφοροποιούμενων δεδουλευμένων ανά μετοχή NDAPS είναι το ύψος των μη διαφοροποιούμενων δεδουλευμένων ανά μετοχή όπου *** για επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας 1%, ** για επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας 5% και * για επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας 10%</i></p>				

Από τα αποτελέσματα διαπιστώνουμε ότι με τη χρήση των ψευδομεταβλητών, τα NDPS είναι στατιστικά σημαντικά, όπως και η μεταβλητή με την ψευδομεταβλητή. Αυτό σημαίνει ότι οι επενδυτές δίνουν έμφαση στα NDPS, αλλά φαίνεται να αγνοούν τα DAPS, καθώς μπορεί να χειραγωγηθούν. Αυτό συνεπάγεται ότι τα δεδουλευμένα που δεν μπορούν να χειραγωγηθούν έχουν πληροφοριακή χρησιμότητα για τους επενδυτές, όπως και σε κάποιο βαθμό (στο απλούστερο υπόδειγμα) τα OCFPS που αποτελούν αντικειμενική πηγή πληροφόρησης για τις επιχειρήσεις. Το Adjusted R-

squared ισούται με 0,27 που είναι το υψηλότερο σε σχέση με τα προηγούμενα υποδείγματα.

Πίνακας 20: Εκτίμηση Επίδρασης OCFPS και DAPS-NDPS στις Αγοραίες Τιμές, με τη χρήση ψευδομεταβλητών, με το υποδείγμα των Kothari et al. (2005)

Μεταβλητή	Συντελεστής	Τυπικό Σφάλμα	t-Statistic	Prob.
C	3.695447	2.899994	1.274295	0.2027
OCFPS	0.005515***	0.001197	4.607972	0.0000
DAPS	-0.003315	0.002420	1.369696	0.1709
NDPS	-0.012431	0.008215	1.513179	0.1304
D01*OCFPS	0.005501***	0.001188	-4.628961	0.0000
D01* DAPS	-0.003401	0.002392	-1.421908	0.1552
D01* NDPS	-0.012445	0.008204	-1.516917	0.1294
Περίοδος: 2003-2015 No Cross-sections: 164 Συνολικός πίνακας (unbalanced) παρατηρήσεις: 2132 White diagonal standard errors & covariance (d.f. corrected)				
R-squared	0.220540	Mean dependent var	3.976154	
Adjusted R-squared	0.218339	S.D. dependent var	5.454457	
S.E. of regression	4.822372	Akaike info criterion	5.987687	
Sum squared resid	49417.45	Schwarz criterion	6.006286	
Log likelihood	-6375.874	Hannan-Quinn criter.	5.994494	
F-statistic	100.2077	Durbin-Watson stat	1.055865	
<i>Σημείωση: MV : η χρηματιστηριακή αξία της μετοχής, OCFPS : οι λειτουργικές ταμειακές ροές ανά μετοχή και DAPS είναι το ύψος των διαφοροποιούμενων δεδουλευμένων ανά μετοχή NDAPS είναι το ύψος των μη διαφοροποιούμενων δεδουλευμένων ανά μετοχή και D είναι μια ψευδομεταβλητή η οποία λαμβάνει την μοναδιαία τιμή (D=1) για τα έτη μετά την έναρξη της χρηματοπιστωτικής κρίσης και 0 για όλα τα υπόλοιπα χρόνια.</i> <i>όπου *** για επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας 1%, ** για επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας 5% και * για επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας 10%</i>				

Από τα αποτελέσματα διαπιστώνουμε ότι με τη χρήση των ψευδομεταβλητών, Μόνο η μεταβλητή OCFPS είναι θετική και στατιστικά σημαντική. Αυτό σημαίνει ότι οι επενδυτές δε δίνουν έμφαση στα NDPS ή τα DAPS, καθώς μπορεί να

χειραγωγηθούν και τα αγνοούν. Αυτό συνεπάγεται ότι τα δεδουλευμένα που δεν μπορούν να χειραγωγηθούν έχουν πληροφοριακή χρησιμότητα για τους επενδυτές, όπως και σε κάποιο βαθμό (στο απλούστερο υπόδειγμα) τα OCFPS που αποτελούν αντικειμενική πηγή πληροφόρησης για τις επιχειρήσεις. Το Adjusted R-squared ισούται με 0,22 που είναι το υψηλότερο σε σχέση με τα προηγούμενα υποδείγματα, αλλά μικρότερο σε σχέση με τη μεθοδολογία του Jones (1991).

Κεφάλαιο 5°

5.1. Συμπεράσματα

Το αντικείμενο μελέτης της διαχείρισης κερδών είναι πολύ ενδιαφέρον, ενώ το ενδιαφέρον των ερευνητών έχει αυξηθεί σημαντικά με αφορμή την πρόσφατη κρίση. Από τη μελέτη της σχετικής βιβλιογραφίας, προκύπτει ότι τα ευρήματα διαφοροποιούνται σημαντικά από χώρα σε χώρα και από περίοδο σε περίοδο. Επίσης είναι σημαντικό να διευκρινιστεί ότι στη βιβλιογραφία παρουσιάζονται διαφορετικά αίτια και αποτελέσματα για τη διαχείριση των κερδών. Ως αποτέλεσμα, οι εταιρείες από κάθε χώρα δεν συμπεριφέρονται με τον ίδιο τρόπο και για κάθε συγκεκριμένη περίοδο. Επομένως, η μελέτη του ζητήματος πρέπει να είναι συνεχής.

Η γενικότερη αντίληψη είναι ότι σε περιόδους κρίσεων, η μείωση της οικονομικής δραστηριότητας τείνει να ωθεί (δημιουργεί κίνητρα) για τα διευθυντικά στελέχη των επιχειρήσεων να χειραγωγήσουν τα κέρδη, προκειμένου να αποφύγει την πτώχευση. Για την Ελλάδα προηγούμενες μελέτες που έχουν εκπονηθεί οδηγούν στο συμπέρασμα ότι οι επιχειρήσεις στη χώρα μας κατά τη διάρκεια της κρίσης παρουσίασαν σημαντικό περιορισμό των φαινομένων διαχείρισης κερδών, όπως δείχνουν τα δεδουλευμένα κέρδη. Το περιθώριο για χειραγωγήση κερδών στην Ελλάδα φαίνεται χαμηλότερο στη μελέτη των Dimitras, Kyriakou και Iatridis (2015), με τίτλο: *“Financial crisis, GDP variation and earnings management in Europe”*.

Στο ίδιο συμπέρασμα καταλήγει και η παρούσα εργασία, γεγονός που παρατηρείται από τη σημαντική μείωση των δεδουλευμένων. Εντούτοις, για τα έτη 2013 και 2014 φαίνεται σημαντική αύξηση, γεγονός αποτελεί ένδειξη της ύπαρξης φαινομένων διαχείρισης κερδών για το δείγμα των επιχειρήσεων.

Από τη μελέτη του δείγματος μας για την περίοδο 2003-2015 και τη διάσπασή της σε δύο υπο-περιόδους πριν την κρίση και κατά τη διάρκεια της κρίσης, προκύπτει από την οικονομετρική ανάλυση ότι οι ελληνικές επιχειρήσεις παρουσίαζαν σε κάποιο βαθμό διαχείριση κερδών πριν την κρίση. Οι ενδείξεις δεν είναι όμοιες για την περίοδο της κρίσης.

Το γεγονός αυτό μπορεί να συμβαίνει διότι η Ελλάδα βρέθηκε στο μάτι του κυκλώνα των εξελίξεων της κρίσης χρέους, με το δημόσιο και τις επιχειρήσεις να αποκλείονται από τις παγκόσμιες αγορές, γεγονός που δε δημιουργούσε ενδιαφέρον για δανεισμό,

ενώ η χρηματιστηριακή αγορά παρουσίαζε σημαντικές απώλειες, γεγονός που καθιστούσε μηδαμινό το ενδιαφέρον επενδυτών. Επομένως, σε τόσο ακραίες συνθήκες οι επιχειρήσεις δεν είχαν κίνητρα για διενέργεια χειραγώγησης κερδών, αλλά μάλλον για επιβίωση.

Κατά συνέπεια, το γενικό συμπέρασμα της μελέτης μας είναι ότι από τις εκτιμήσεις του υποδείγματος δεν προκύπτει ότι τα δεδουλευμένα είναι στατιστικά σημαντικά, ώστε να υποστηρίζουν την ύπαρξη σχέσης μεταξύ διαχείρισης κερδών και οικονομικής κρίσης.

Αναφορικά με το βασικό σκοπό της εργασίας που είναι η επιβεβαίωση της ύπαρξης σημαντικότητας των κερδών στην πορεία των μετοχών και τη μελέτη της διαχείρισης κερδών. Η μεθοδολογία που εφαρμόστηκε είναι αντίστοιχη με των Azzali (2013) που εφάρμοσαν σε δείγμα ιταλικών επιχειρήσεων. Για τη διερεύνηση της διαχείρισης κερδών χρησιμοποιήθηκαν τα τρία συνθετικά των κερδών, δηλαδή οι χρηματοροές από τις λειτουργικές δραστηριότητες, και τα δεδουλευμένα (διαφοροποιούμενα και μη). Το δείγμα μας αποτελείται από 164 επιχειρήσεις που είναι εισηγμένες στο ελληνικό χρημαστήριο την περίοδο 2003-2015. Από το συνολικό δείγμα των επιχειρήσεων εξαιρέθηκαν οι τράπεζες, οι εταιρείες επενδύσεων χαρτοφυλακίου και συμμετοχών, ακινήτων, καθώς επίσης και επιχειρήσεις που παρουσίαζαν σημαντικές ελλείψεις δεδομένων, γεγονός που δημιουργούσε ελλείψεις στο panel. Θα πρέπει να σημειώσουμε ότι το δείγμα παρουσιάζει ελλείψεις δεδομένων, από επιχειρήσεις που δεν ήταν εισηγμένες όλη την περίοδο 2003-2015, ώστε να αποφευχθεί η μεροληψία των επιχειρήσεων που δεν επιβίωσαν (survivorship bias).

Τα αποτελέσματά μας επιβεβαιώνουν τη θετική και στατιστικά σημαντική σχέση μεταξύ των χρηματιστηριακών τιμών και των κερδών ανά μετοχή. Η ερμηνευτική ικανότητα του υποδείγματος είναι μικρή και φτάνει στο 9%, σύμφωνα με το συντελεστή R^2 . Αυτό συνεπάγεται ότι ένα σημαντικό μέρος των τιμών δεν μπορεί να ερμηνευτεί με βάσει τα κέρδη των εισηγμένων επιχειρήσεων.

Επιπροσθέτως, από τη διάσπαση των κερδών στα συνθετικά τους, δεν προκύπτει ότι το σύνολο των κερδών είναι στατιστικά σημαντικά. Για να διερευνήσουμε αυτή τη σχέση χρησιμοποιήσαμε τρία εναλλακτικά μοντέλα των δεδουλευμένων, αυτά είναι:

του Jones (1991)

και

- των Kothari et al. (2005)

Αυτό συνεπάγεται ότι δεν έχουν τα στοιχεία που διαρθρώνουν τα κέρδη την ίδια πληροφοριακή σπουδαιότητα για τους επενδυτές. Πιο αναλυτικά, οι λειτουργικές χρηματοροές έχουν θετική και στατιστικά σημαντική συσχέτιση με τις τιμές, σύμφωνα με το σύνολο των υποδειγμάτων που χρησιμοποιήθηκαν. Τα διαφοροποιούμενα δεδουλευμένα σχετίζονται αρνητικά με τις αγοραίες τιμές, όπως και τα μη-διαφοροποιούμενα δεδουλευμένα

Από τα αποτελέσματα διαπιστώνουμε ότι οι επενδυτές μάλλον τείνουν να εξετάζουν τις χρηματοροές που προέρχονται από τις λειτουργικές δραστηριότητες, σε σχέση με τα στοιχεία των δεδουλευμένων. Ισοδύναμα αυτό συνεπάγεται ότι οι λειτουργικές ροές τείνουν να προσφέρουν σημαντικότερη πληροφόρηση για τις επενδύσεις σε επιχειρήσεις. Αυτό δεν απαξιώνει τη σημασία των δεδουλευμένων, καθώς οι μεταβλητές είναι στατιστικά σημαντικές, εντούτοις η πληροφοριακή τους χρησιμότητα είναι μικρότερη. Αυτό συμβαίνει διότι μπορεί να σχετίζονται αμεσότερα με τις αποφάσεις που λαμβάνουν οι διοικήσεις και όχι με την πραγματική χρηματοοικονομική κατάσταση της επιχείρησης, όπως αυτή αντανακλάται από τις λειτουργικές της δραστηριότητες.

Επιπροσθέτως παρατηρείται ότι η χρηματοπιστωτική κρίση περιορίζει την πληροφοριακή χρησιμότητα των κερδών και των επιμέρους συστατικών τους, σύμφωνα και με τα δύο υποδείγματα. Η βασική μεταβλητή που παραμένει στατιστικά σημαντική σε κάθε εκτίμηση παραμένουν οι λειτουργικές χρηματοροές. Τα διαφοροποιούμενα δεδουλευμένα και τα μη διαφοροποιούμενα δεν είναι στατιστικά σημαντικά σε πολλά υποδείγματα. Εντούτοις, τα γινόμενα τους με τις ψευδομεταβλητές είναι στατιστικά σημαντικά. Αυτό σημαίνει ότι οι επενδυτές κατά τη διάρκεια των κρίσεων είναι πιο προσεκτικοί στις μετοχές που επιλέγουν και βασίζονται σε αντικειμενικότερη πληροφόρηση. Τα αποτελέσματα είναι αντίστοιχα με το βασικό άρθρο, που μελέτησε τις εισηγμένες εταιρείες στην Ιταλία, όπου διαπιστώνεται ότι κατά την περίοδο της κρίσης τα διαφοροποιούμενα δεδουλευμένα είναι λιγότερο στατιστικά σημαντικά, σε σχέση με την περίοδο πριν την κρίση.

Σημαντική διαφοροποίηση στα αποτελέσματα αποτελεί το γεγονός ότι τα μη-διαφοροποιούμενα δεδουλευμένα, δηλαδή οι δαπάνες που δεν μπορούν να επηρεαστούν από τα διευθυντικά στελέχη είναι στατιστικά σημαντικά. Αυτό συνεπάγεται ότι οι επενδυτές μελετούν τα δεδουλευμένα, αλλά δίνουν έμφαση σε στοιχεία που δεν μπορούν να χειραγωγηθούν από τις διοικήσεις των επιχειρήσεων.

Το συγκεκριμένο υπόδειγμα παρουσιάζει και την υψηλότερη ερμηνευτική ικανότητα των αγοραίων τιμών.

Από το τελευταίο υπόδειγμα που χρησιμοποιούνται τα δεδουλευμένα σύμφωνα με τη μεθοδολογία των Kothari et al. (2005) προκύπτει τα μη-διαφοροποιούμενα δεδουλευμένα προσφέρουν στατιστικά σημαντική πληροφόρησης για τους επενδυτές, ενώ αντίστοιχα τα συνολικά δεδουλευμένα παραμένουν στατιστικά ασήμαντα.

Βιβλιογραφία

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

Dimitras, A. I., Kyriakou, M. I., & Iatridis, G. (2015). Financial crisis, GDP variation and earnings management in Europe. *Research in International Business and Finance*, 34, 338-354.

Akbar, S., Shah, S. Z. A., & Stark, A. W. (2011). The value relevance of cash flows, current accruals, and non-current accruals in the UK. *International Review of Financial Analysis*, 20(5), 311-319.

Ali, A., & Hwang, L. S. (1999). Country-specific factors related to financial reporting and the value relevance of accounting data. Available at SSRN 181279.

Dimitras, A. I., Kyriakou, M. I., & Iatridis, G. (2015). Financial crisis, GDP variation and earnings management in Europe. *Research in International Business and Finance*, 34, 338-354.

Azzali, S., Fornaciari, L., & Mazza, T. (2013). The value relevance of earning management in manufacturing industries before and during the financial crisis.

Barth, M. E., & Landsman, W. R. (2010). How did financial reporting contribute to the financial crisis?. *European accounting review*, 19(3), 399-423.

Barth, M. E., Beaver, W. H., & Landsman, W. R. (2001). The relevance of the value relevance literature for financial accounting standard setting: another view. *Journal of accounting and economics*, 31(1), 77-104.

Bartov, E., Goldberg, S. R., & Kim, M. (2005). Comparative value relevance among German, US, and international accounting standards: A German stock market perspective. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 20(2), 95-119.

Beisland, L. A. (2009). A review of the value relevance literature. *The Open Business Journal*, 2(1), 7-27.

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

Chalmers, K., Clinch, G., & Godfrey, J. M. (2011). Changes in value relevance of accounting information upon IFRS adoption: Evidence from Australia. *Australian Journal of Management*, 36(2), 151-173.

Choi, J. H., Kim, J. B., & Lee, J. J. (2011). Value relevance of discretionary accruals in the Asian financial crisis of 1997–1998. *Journal of Accounting and Public Policy*, 30(2), 166-187.

Choi, J. H., Kim, J. B., & Lee, J. J. (2011). Value relevance of discretionary accruals in the Asian financial crisis of 1997–1998. *Journal of Accounting and Public Policy*, 30(2), 166-187.

Dechow, P. M., Hutton, A. P., Kim, J. H., & Sloan, R. G. (2012). Detecting earnings management: A new approach. *Journal of Accounting Research*, 50(2), 275-334.

Dechow, P. M., Sloan, R. G., & Sweeney, A. P. (1995). Detecting earnings management. *Accounting review*, 193-225.

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

Habib, A., Uddin Bhuiyan, B., & Islam, A. (2013). Financial distress, earnings management and market pricing of accruals during the global financial crisis. *Managerial Finance*, 39(2), 155-180.

Iatridis, G., & Dimitras, A. I. (2013). Financial crisis and accounting quality: Evidence from five European countries. *Advances in Accounting*, 29(1), 154-160.

Jenkins, D. S., Kane, G. D., & Velury, U. (2009). Earnings conservatism and value relevance across the business cycle. *Journal of Business Finance & Accounting*, 36(9-10), 1041-1058.

Mac an Bhaird, C. (2013). Demand for debt and equity before and after the financial crisis. *Research in International Business and Finance*, 28, 105-117.

Persakis, A., & Iatridis, G. E. (2015). Earnings quality under financial crisis: A global empirical investigation. *Journal of Multinational Financial Management*, 30, 1-35.

Subramanyam, K. R. (1996). The pricing of discretionary accruals. *Journal of accounting and economics*, 22(1), 249-281.

Devalle, A. (2012). Value relevance of accounting data and financial crisis in Europe: an empirical analysis. *International Journal of Accounting and Financial Reporting*, 2(2), 201.

Easton, P. D., Harris, T. S., & Ohlson, J. A. (1992). Aggregate accounting earnings can explain most of security returns: The case of long return intervals. *Journal of Accounting and Economics*, 15(2-3), 119-142.

Entwistle, G. M., Feltham, G. D., & Mbagwu, C. (2010). The value relevance of alternative earnings measures: a comparison of pro forma, GAAP, and I/B/E/S Earnings. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 25(2), 261-288.

Goncharov, I., & Hodgson, A. (2011). Measuring and reporting income in Europe. *Journal of International Accounting Research*, 10(1), 27-59.

Holthausen, R. W., & Watts, R. L. (2001). The relevance of the value-relevance literature for financial accounting standard setting. *Journal of accounting and economics*, 31(1), 3-75.

Jermakowicz, E. K., Prather-Kinsey, J., & Wulf, I. (2007). The Value Relevance of Accounting Income Reported by DAX-30 German Companies. *Journal of International Financial Management & Accounting*, 18(3), 151-191.

Lapointe-Antunes, P., Cormier, D., Magnan, M., & Gay-Angers, S. (2006). On the relationship between voluntary disclosure, earnings smoothing and the value-relevance of earnings: The case of Switzerland. *European Accounting Review*, 15(4), 465-505.

Lu, W. (2011). Value relevance of earnings components during the global financial crisis: Evidence from Australia. Working Paper, Monash University (Caulfield, Australia).

Marquardt, C. A., & Wiedman, C. I. (2004). The effect of earnings management on the value relevance of accounting information. *Journal of Business Finance & Accounting*, 31(3-4), 297-332.

McNichols, M., & Wilson, G. P. (1988). Evidence of earnings management from the provision for bad debts. *Journal of accounting research*, 1-31.

Ozkan, S., & Kaytmaz Balsari, C. (2010). Impact of financial crises on the value relevance of earnings and book value: 1994 and 2001 crises in Turkey. *Iktisat Isletme ve Finans*, 25(288).

So, S., & Smith, M. (2009). Value-relevance of presenting changes in fair value of investment properties in the income statement: Evidence from Hong Kong. *Accounting and Business Research*, 39(2), 103-118.

Whelan, C., & McNamara, R. (2004). The impact of earnings management on the value-relevance of financial statement information. Available at SSRN 585704.