ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

ΤΜΗΜΑ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗΣ & ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ

ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ

ΧΕΙΡΑΓΩΓΗΣΗ ΚΕΡΔΩΝ ΚΑΙ ΑΡΧΙΚΕΣ ΔΗΜΟΣΙΕΣ ΕΓΓΡΑΦΕΣ ΣΤΗ ΜΕΓΑΛΗ ΒΡΕΤΑΝΙΑ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ 2005-2012

ΧΡΙΣΤΟΦΟΡΑΚΗΣ ΕΥΣΤΡΑΤΙΟΣ-ΔΗΜΗΤΡΙΟΣ

Εργασία υποβληθείσα στο

Τμήμα Λογιστικής & Χρηματοοικονομικής

του Οικονομικού Πανεπιστημίου Αθηνών

ως μέρος των απαιτήσεων για την απόκτηση

Μεταπτυχιακού Διπλώματος Ειδίκευσης

Αθήνα

Ιούλιος 2014

Εγκρίνουμε την εργασία του

Χριστοφοράκη Ευστράτιου-Δημήτριου του Γεωργίου

[ΟΝΟΜΑ ΕΠΙΒΛΕΠΟΝΤΟΣ ΚΑΘΗΓΗΤΗ] **[ΥΠΟΓΡΑΦΗ]**

Αναγνωστοπούλου Σεράϊνα…… **……**

[ΟΝΟΜΑ ΣΥΝΕΞΕΤΑΣΤΗ ΚΑΘΗΓΗΤΗ] **[ΥΠΟΓΡΑΦΗ]**

Δεμοιράκος Ευθύμιος..... …….....

[ΟΝΟΜΑ ΣΥΝΕΞΕΤΑΣΤΗ ΚΑΘΗΓΗΤΗ] **[ΥΠΟΓΡΑΦΗ]**

Σιουγλέ Γεωργία.....…….....

ΒΕΒΑΙΩΣΗ ΕΚΠΟΝΗΣΗΣ ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗΣ ΕΡΓΑΣΙΑΣ

«Δηλώνω υπεύθυνα ότι η συγκεκριμένη πτυχιακή εργασία για τη λήψη του Μεταπτυχιακού Διπλώματος Ειδίκευσης στη Λογιστική και Χρηματοοικονομική 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 διπλωματικής αναφέρονται στο σύνολό τους, δίνοντας πλήρεις αναφορές στους συγγραφείς, συμπεριλαμβανομένων και των πηγών που ενδεχομένως χρησιμοποιήθηκαν από το διαδίκτυο».

Χριστοφοράκης Ευστράτιος-Δημήτριος **……**

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

Σελ.

Περίληψη 7

1. Εισαγωγή 9

2. Ανασκόπηση Βιβλιογραφίας 11

2.1 Έννοια του Λογιστικού Αποτελέσματος 11

2.2 Χειραγώγηση Κερδών: Ορισμός 12

2.3 Κίνητρα Χειραγώγησης Κερδών 13
2.3.1 Κίνητρα που σχετίζονται με τις συμβάσεις 13
2.3.2 Κίνητρα που σχετίζονται με το κανονιστικό πλαίσιο 14

2.4 Κίνητρα που Σχετίζονται με την Κεφαλαιαγορά 15
2.4.1 Κίνητρα που αφορούν τις αρχικές δημόσιες εγγραφές 16

2.5 Μέθοδοι Χειραγώγησης Κερδών 18
2.5.1 Χειραγώγηση μέσω της μεταβολής ταξινόμησης 18
2.5.2 Χειραγώγηση μέσω των πραγματικών δραστηριοτήτων 19
2.5.3 Χειραγώγηση μέσω της χρήσης λογιστικών δεδουλευμένων 20

2.6 Υποδείγματα Υπολογισμού Discretionary Accruals 22
2.6.1 Το υπόδειγμα του Healy 22
2.6.2 Το υπόδειγμα της DeAngelo 23
2.6.3 Το υπόδειγμα της Jones 24
2.6.4 Το τροποποιημένο υπόδειγμα της Jones 25
2.6.5 Το υπόδειγμα των Kothari, Leone and Wasley 25
2.6.6 The industry model 26
2.6.7 Το υπόδειγμα των Ball and Shivakumar 26

2.7 Κίνητρα Εισαγωγής στο Χρηματιστήριο 27

2.8 Χειραγώγηση και Ποιότητα Κερδών στις Αρχικές Δημόσιες Εγγραφές 28

3. Θεσμικό Πλαίσιο Εισαγωγής Εταιρειών στο Βρετανικό Χρηματιστήριο 31

4. Εμπειρική Διερεύνηση 33

4.1 Ανάπτυξη Υποθέσεων 33

4.2 Περιγραφή Δείγματος και Τρόπος Επιλογής Δεδομένων 34

4.3 Μεθοδολογία Εμπειρικής Προσέγγισης 36

4.3.1 Cross-Sectional Standard Jones Model 36

4.3.2 Cross-Sectional Modified Jones Model 38

4.4 Περιγραφή Δεδομένων 39

5. Παρουσίαση Ευρημάτων 41

6. Συμπεράσματα και Ερμηνεία των Ευρημάτων 47

7. Επίλογος 53

Βιβλιογραφία 57

Παράρτημα 65

ΠΙΝΑΚΕΣ

Πίνακας 1: Κριτήρια Εισαγωγής στο London Stock Exchange

Πίνακας 2: Κριτήρια Παραμονής στο London Stock Exchange

Πίνακας 3: Κατανομή Δείγματος ανά Κλάδο και Έτος Εισαγωγής στο Χρηματιστήριο

Πίνακας 4: Συγκεντρωτικός Πίνακας Discretionary Accruals και Στατιστικής Σημαντικότητας Μέσων και Διαμέσων με τα Υποδείγματα Joneskαι Modified Jones

Πίνακας 5: Εταιρείες ανά Αγορά

ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Η παρούσα διπλωματική εργασία εξετάζει το φαινόμενο της χειραγώγησης κερδών (earnings management) κατά τις περιόδους πριν και μετά την αρχική δημόσια εγγραφή (initial public offering) των εταιρειών στο χρηματιστήριο μέσω της μεθόδου των λογιστικών δεδουλευμένων. Συγκεκριμένα, μελετά εάν οι επιχειρήσεις που προέβησαν σε αρχική δημόσια εγγραφή στο βρετανικό χρηματιστήριο κατά την χρονολογική περίοδο 2005-2012 προβαίνουν σε χειραγώγηση κερδών κατά τα έτη που προηγούνται και έπονται της αρχικής δημόσιας εγγραφής τους.

Αρχικά, στα πρώτα κεφάλαια της εργασίας αναφέρονται τα κίνητρα που ωθούν τις διοικήσεις των εταιρειών να χειραγωγήσουν τα κέρδη τους, αλλά αναφέρονται και οι μέθοδοι με τις οποίες χειραγωγούν τα κέρδη τους οι εταιρείες όπως έχουν αναπτυχθεί εως τώρα στη βιβλιογραφία. Ταυτόχρονα, γίνεται και παρουσίαση των βασικών υποδειγμάτων για τον εντοπισμό χειραγώγησης κερδών.

Στη συνέχεια παρουσιάζεται αναλυτικά ο τρόπος επιλογής του δείγματος και παρουσιάζονται τα ευρήματα όπως προέκυψαν από το υπόδειγμα της Jones (1991) και το τροποποιημένο υπόδειγμα της Jones όπως παρουσιάστηκε από τους Dechow et al. (1995). Τα αποτελέσματα της έρευνας δεν φαίνεται να επιβεβαιώνουν την παραδοσιακή αντίληψη ότι οι εταιρείες επιλέγουν να χειραγωγήσουν τα κέρδη τους προς τα πάνω (upward earnings management) τις περιόδους που προηγούνται της αρχικής δημόσιας εγγραφής, όπως έδειξε η έρευνα των Teoh et al. (1998). Επίσης, δεν επιβεβαιώνουν ούτε την θεωρία ότι οι διοικήσεις διατηρούν σε υψηλά επίπεδα τα δεδουλευμένα τους και την περίοδο που έπεται της αρχικής δημόσιας εγγραφής, όπως έδειξε η έρευνα των Roosenboom et al. (2003). Αντίθετα, τα ευρήματα μας οδηγούν στο συμπέρασμα ότι οι διοικήσεις προβαίνουν σε χειραγώγηση κερδών προς τα κάτω (downward earnings management) τις περιόδους που προηγούνται της αρχικής δημόσιας εγγραφής. Τα συγκεκριμένα αποτελέσματα φαίνεται να επιβεβαιώνουν την αντίληψη των Ball and Shivakumar (2008) ότι οι διοικήσεις των εταιρειών επιλέγουν να κινηθούν πιο συντηρητικά πριν την αρχική δημόσια εγγραφή των εταιρειών με σκοπό να βελτιώσουν την ποιότητα στη λογιστική τους πληροφόρηση. Ταυτόχρονα, γίνεται και παρουσίαση των αλλαγών στο ρυθμιστικό πλαίσιο της Μεγάλης Βρετανίας αλλά και των αλλαγών στα λογιστικά πρότυπα τα οποία μπορεί να

επηρέασαν ακόμα περισσότερο τις επιλογές των managers αλλά σε κάθε περίπτωση επιβεβαιώνουν την εναλλακτική θεωρία των Ball and Shivakumar (2008) στο θέμα της χειραγώγησης.

Λέξεις κλειδιά: Χειραγώγηση κερδών; Αρχικές Δημόσιες Εγγραφές; Ποιότητα Κερδών

1.ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Ο σκοπός της χρηματοοικονομικής λογιστικής είναι η μεταφορά της πληροφόρησης στα ενδιαφερόμενα μέρη (επενδυτές, δανειστές, αναλυτές, φορείς χάραξης πολιτικής κλπ.) προκειμένου να λάβουν οικονομικές αποφάσεις (Watts and Zimmerman, 1986). Αυτή η πληροφόρηση κοινοποιείται στα ενδιαφερόμενα μέρη μέσω συγκεκριμένων καταστάσεων οι οποίες όμως συντάσσονται με την ευθύνη της διοίκησης. Το εύλογο λοιπόν ερώτημα που τίθεται είναι κατά πόσο είναι αξιόπιστες αυτές οι καταστάσεις. Για να λυθεί το ζήτημα της αξιοπιστίας έχουν ιδρυθεί κάποιες ανεξάρτητες αρχές όπως το International Accounting Standards Board (IASB) το 2001, το Sarbanes-Oxley Act (SOX) το 2002 αλλά και εφαρμόστηκαν σταδιακά τα Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα από το 2005 και μετά. Όμως, αν και η αξιοπιστία ενισχύθηκε οι οπορτουνιστικές συμπεριφορές από τις διοικήσεις σε συνδυασμό με την ασυμμετρία που υπάρχει στην πληροφόρηση συντηρούν το πρόβλημα.

Σύμφωνα με τα παραπάνω η ασυμμετρία στη λογιστική πληροφόρηση και κίνητρα που σχετίζονται με την κεφαλαιαγορά, με το κανονιστικό πλαίσιο αλλά και τις συμβάσεις μιας εταιρείας γενικότερα οδηγούν τις διοικήσεις να διαφοροποιήσουν το λογιστικό της αποτέλεσμα προς όφελος της επιχείρησης. Συνήθως, αυτή η μεταβολή στα αποτελέσματα γίνεται πριν από γεγονότα ορόσημα για την εταιρεία όπως μια πιθανή συγχώνευση ή εξαγορά της ή πριν εισαχθεί στο χρηματιστήριο. Η παρούσα διπλωματική εργασία ασχολείται με ένα από τα προαναφερθέντα κομμάτια και πιο συγκεκριμένα εξετάζει την ύπαρξη ενδείξεων χειραγώγησης κερδών εταιρειών πριν και μετά το έτος εισαγωγής τους στο χρηματιστήριο, Initial Public Offering (IPO). Ως χειραγώγηση κερδών έχει οριστεί από τους Healy και Wahlen (1999) ως:

« Χειραγώγηση κερδών πραγματοποιείται όταν η διοίκηση μιας εταιρείας χρησιμοποιεί την κρίση της στη χρηματοοικονομική πληροφόρηση και τη δομή των συναλλαγών για να διαφοροποιήσει τις λογιστικές καταστάσεις με σκοπό είτε να παραπλανήσει ορισμένα ενδιαφερόμενα μέρη σχετικά με τις οικονομικές επιδόσεις της εταιρείας είτε για να επηρεάσει τα συμβατικά αποτελέσματα που εξαρτώνται από τα αναφερόμενα λογιστικά δεδομένα»

Πιο συγκεκριμένα η μελέτη αυτή εξειδικεύεται στην εξέταση των κινήτρων που οδηγούν σε χειραγώγηση με βάση τα λογιστικά δεδουλευμένα, περιγραφή των τρόπων που μπορεί να εντοπιστεί και υποστηρίζεται πρακτικά από τη διερεύνηση χειραγώγησης κερδών σε εταιρείες που εισήχθησαν στο Βρετανικό Χρηματιστήριο, τόσο στην κύρια όσο και στην εναλλακτική αγορά, την περίοδο 2005-2012. Η μελέτη αυτή βασίζεται στα μοντέλα εντοπισμού χειραγώγησης κερδών με τη μέθοδο των δεδουλευμένων και πιο συγκεκριμένα χρησιμοποιεί το μοντέλο της Jones (1991) και το Modified Jones (1995) όπως περιγράφεται από τους Dechow et al. (1995). Τα ευρήματα της έρευνας ως προς τους μέσους όρους δεν επιβεβαιώνουν την υπόθεση ότι οι εταιρείες χειραγωγούν τα κέρδη τους την περίοδο πριν την εισαγωγή τους στο χρηματιστήριο (t-1) αλλά ούτε και τις περιόδους μετά την εισαγωγή τους (t+1, t+2). Οι μόνες ενδείξεις χειραγώγησης των δεδουλευμένων τους εντοπίζονται δύο περιόδους πριν την εισαγωγή τους στο Χρηματιστήριο (t-2). Τα συγκεκριμένα ευρήματα επιβεβαιώνονται και από τα αποτελέσματα στις διαμέσους του δείγματος όπου παρατηρείται μια τάση για χειραγώγηση προς τα κάτω (downward earnings management) των κερδών τις περιόδους που προηγούνται των αρχικών δημοσίων εγγραφών. Τα συγκεκριμένα αποτελέσματα φαίνονται να επιβεβαιώνουν την υπόθεση των Ball and Shivakumar (2008) οι οποίοι κάνοντας έρευνα στη Βρετανική αγορά κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι οι διοικήσεις των εταιρειών δεν προβαίνουν σε χειραγώγηση με σκοπό να ξεγελάσουν τα ενδιαφερόμενα μέρη αλλά με σκοπό την βελτίωση της ποιότητας στην πληροφόρησης. Άλλοι πιθανοί λόγοι επεξήγησης των ευρημάτων εντοπίζονται στο αυστηρό νομοθετικό πλαίσιο που υπάρχει για τις εταιρείες που θέλουν να εισαχθούν στο London Stock Exchange αλλά και στη μετάβαση σε λογιστικά πρότυπα υψηλότερης ποιότητας (Cohen et al., 2008).

2. Ανασκόπηση Βιβλιογραφίας

Σε αυτή την ενότητα θα αναλυθεί διεξοδικά τι είναι η χειραγώγηση κερδών, ποια είναι τα πιθανά κίνητρα που οδηγούν τις επιχειρήσεις να 'αλλοιώσουν' τα στοιχεία τους, με ποιους τρόπου γίνονται, αλλά θα γίνει και αναφορά και σε έρευνες που αμφισβητούν την ύπαρξη χειραγώγησης κερδών.

2.1 Έννοια του λογιστικού αποτελέσματος

Σύμφωνα με το Διεθνές Λογιστικό Πρότυπο 1 «Παρουσίαση των Οικονομικών Καταστάσεων» οι εταιρείες οφείλουν να δημοσιεύουν τις λογιστικές τους καταστάσεις οι οποίες είναι: α) κατάσταση οικονομικής θέσης στο τέλος της περιόδου, β) κατάσταση συνολικών εσόδων για την περίοδο, γ) κατάσταση μεταβολών των ιδίων κεφαλαίων για την περίοδο, δ) κατάσταση των ταμιακών ροών για την περίοδο, ε) σημειώσεις που περιλαμβάνουν περίληψη των σημαντικών λογιστικών πολιτικών και άλλες επεξηγηματικές σημειώσεις και στ) κατάσταση οικονομικής θέσης κατά την έναρξη της πρώτης συγκριτικής περιόδου όπου μια οικονομική οντότητα εφαρμόζει αναδρομικά μια λογιστική πολιτική ή που επαναδιατυπώνει αναδρομικά στοιχεία των οικονομικών καταστάσεων ή που ανακατατάσσει στοιχεία των οικονομικών καταστάσεων. Σκοπός των οικονομικών καταστάσεων είναι να παρέχουν ακριβείς πληροφορίες σχετικά με την οικονομική θέση, την επίδοση και τις ταμιακές ροές της οικονομικής οντότητας, που είναι χρήσιμες για τις οικονομικές αποφάσεις ευρέος κύκλου χρηστών. Όπως γίνεται λοιπόν αντιληπτό η πληροφόρηση που παρέχουν οι παραπάνω καταστάσεις είναι ιδιαίτερα σημαντική, όμως αυτή η εργασία ασχολείται με το κέρδος το οποίο αποτυπώνεται στην κατάσταση συνολικών εσόδων.

Το αποτέλεσμα μιας επιχείρησης και πιο συγκεκριμένα η ύπαρξη κέρδους είναι το πρώτο πράγμα που εξετάζουν τα ενδιαφερόμενα μέρη σε μια οντότητα, αφού κακά τα ψέματα είναι ένας αντικειμενικός τρόπος αποτύπωσης της προόδου μιας εταιρείας. Μάλιστα, οι επενδυτές αντιλαμβάνονται τα κέρδη ως σημείο αναφοράς και ως επίτευξη στόχου, ενώ συμβάλλουν στην αξιοπιστία και στην άνοδο της χρηματιστηριακής τιμής της μετοχής και για αυτό το λόγο οι managersαρκετές φορές

μπορεί να απορρίψουν κάποιο projectπου θα προσθέσει αξία στην εταιρεία για να μη μειωθούν έστω και βραχυπρόθεσμα τα κέρδη μιας επιχείρησης (Graham et al., 2005). Ταυτόχρονα η αξία μιας μετοχής σήμερα είναι η παρούσα αξία των μελλοντικών κερδών της, και η αύξηση των κερδών της οδηγεί σε αύξηση της οικονομικής της αξίας, ενώ μια μείωση των κερδών της έχει τα αντίθετα αποτελέσματα (Lev, 1989). Οι παραπάνω λόγοι έχουν οδηγήσει σε εκτενείς μελέτες όσον αφορά την κερδοφορία των εταιρειών.

2.2 Χειραγώγηση κερδών: Ορισμός

Στη βιβλιογραφία έχουν γίνει πολλές προσπάθειες ορισμού της έννοιας της χειραγώγησης κερδών, όμως σύμφωνα με τον Beneish (2001) δεν υπάρχει ομόφωνος ορισμός αυτής της ορολογίας. Ενδεικτικά παρατίθενται κάποιοι από αυτούς τους ορισμούς.

1) Οι διοικήσεις των επιχειρήσεων χρησιμοποιούν εναλλακτικές μεθόδους και πολιτικές προκειμένου να χειραγωγήσουν το λογιστικό αποτέλεσμα. Κατά συνέπεια, η χειραγώγηση ορίζεται ως η ικανότητα του στελέχους να αυξήσει ή να μειώσει το δημοσιευμένο καθαρό αποτέλεσμα κατά βούληση. (Copeland, 1968)
2) Χειραγώγηση κερδών είναι η διαδικασία λήψης σκόπιμων ενεργειών στο πλαίσιο των περιορισμών των γενικά αποδεκτών λογιστικών αρχών για να επιτευχθεί το επιθυμητό επίπεδο κερδών. (Davidson et al, 1987)[1]
3) Χειραγώγηση κερδών είναι η σκόπιμη παρέμβαση στην χρηματοοικονομική πληροφόρηση που αφορά το εξωτερικό της επιχείρησης, με σκοπό την εξασφάλιση ίδιου οφέλους. (Schipper, 1989).
4) Χειραγώγηση κερδών πραγματοποιείται όταν η διοίκηση μιας εταιρείας χρησιμοποιεί την κρίση της στη χρηματοοικονομική πληροφόρηση και τη δομή των συναλλαγών για να διαφοροποιήσει τις λογιστικές καταστάσεις με σκοπό είτε να παραπλανήσει ορισμένα ενδιαφερόμενα μέρη σχετικά με τις οικονομικές επιδόσεις της εταιρείας είτε για να επηρεάσει τα συμβατικά αποτελέσματα που εξαρτώνται από τα αναφερόμενα λογιστικά δεδομένα. (Healy and Wahlen, 1999).

[1]Σε άρθρο του Schipper, 1989.

2.3 Κίνητρα Χειραγώγησης Κερδών

Αφού λοιπόν αποτυπώθηκε πλήρως τόσο η σημασία του κέρδους για τις επιχειρήσεις αλλά και για ολόκληρο το οικονομικό περιβάλλον και αφού αναλύθηκε τι ακριβώς θεωρείται ως χειραγώγηση κερδών, το επόμενο βήμα είναι να κατανοηθεί το γιατί οι διοικήσεις των εταιρειών προβαίνουν σε τέτοιες ενέργειες, ποιά είναι τα κίνητρά τους, σίγουρα όλοι έχουν μια γενική ιδέα γιατί μπορεί να συμβαίνει, όμως και πάλι η βιβλιογραφία έχει ασχοληθεί με αυτό το θέμα αρκετά. Στη συνέχεια λοιπόν αναλύονται τα κίνητρα των διοικήσεων όπως αυτά αποτυπώνονται από τους Healyκαι Wahlen (1999)και οι τρείς βασικές κατηγορίες είναι: 1) κίνητρα που σχετίζονται με τις συμβάσεις, 2) κίνητρα που σχετίζονται με το κανονιστικό πλαίσιο και3) κίνητρα σχετικά με την κεφαλαιαγορά. Πριν γίνει η εκτενής αναφορά στα κίνητρα καλό είναι να σημειωθεί ότι οι περιπτώσεις που αναφέρονται παρακάτω αφορούν έρευνες οι οποίες προσπάθησαν να εντοπίσουν την ύπαρξη χειραγώγησης κερδών μέσω των δεδουλευμένων, η οποία αποτελεί και το βασικότερο τρόπο μελέτης, οι τρόποι αυτοί θα αναλυθούν εκτενώς σε επόμενο κεφάλαιο.

2.3.1 Κίνητρα που σχετίζονται με τις συμβάσεις (Contracting Motivations)

Όπως αναφέρθηκε και σε προηγούμενο κεφάλαιο η επιχείρηση είναι ένα σύνολο συμβολαίων και η λογιστική είναι το μέσο που συντονίζει αυτά τα συμβόλαια (Watts and Zimmerman, 1986). Ένα από αυτά τα συμβόλαια που έχουν γίνει αντικείμενο μελέτης είναι αυτό μεταξύ διοίκησης και μετόχων. Εξίσου σημαντικό συμβόλαιο είναι και αυτό της διοίκησης με τους δανειστές της. Η έρευνα λοιπόν έχει ασχοληθεί εκτενώς και με τις σχέση αυτές, αφού όπως γίνεται αντιληπτό η διοίκηση έχει κίνητρα να αλλοιώσει τα κέρδη για να αποκομίσει οφέλη σε βάρος των μετόχων αλλά και των δανειστών. Αρχικά, η έρευνα έψαξε αν οι διοικήσεις εταιρειών που τα αποτελέσματά τους είναι κοντά στο να μη δώσουν μέρισμα προβαίνουν σε ενέργειες έτσι ώστε να μειώσουν και άλλο τα κέρδη τους για να μη δοθεί τελικά μέρισμα (Healy and Palepu, 1990; DeAngelo et al., 1994). Το αποτέλεσμα αυτής της έρευνας ήταν ότι δεν υπάρχουν επαρκείς αποδείξεις χειραγώγησης. Αντίθετα, τα ευρήματα που αφορούν τους δανειστές δείχνουν ότι υπάρχει χειραγώγηση από τις εταιρείες που βρίσκονται στα πρόθυρα παραβίασης των όρων δανεισμού. Αυτό που αλλάζει είναι η ερμηνεία. Σύμφωνα με τους DeFondκαι Jiambalvo (1994) οι εταιρείες μια χρονιά πριν παραβιάσουν τους όρους δανεισμού τους προβαίνουν σε ενέργειες

χειραγώγησης, πράγμα που επιβεβαιώνεται και από την Sweeney (1994) με τη διαφορά ότι ενώ επιβεβαιώνει την ύπαρξη χειραγώγησης καταλήγει στο συμπέρασμα ότι αυτή αφορά μελλοντικά γεγονότα και όχι τη βραχυπρόθεσμη παραβίαση των όρων του δανείου, αφού στις περισσότερες των περιπτώσεων έχει ήδη συμβεί.

Όσον αφορά το θέμα της διοίκησης και των αμοιβών της, υπάρχει μια σχετική ομοφωνία όσον αφορά την χειραγώγηση και τα συμπεράσματα που την αφορούν. Σύμφωνα με τον Healy (1985) αλλά και τον Holthausen et al. (1995), είναι πιθανότερο επιχειρήσεις που έχουν πετύχει τους στόχους τους να αναβάλλουν την αναγνώριση εσόδων όταν αυτή συνδέεται με κάποιο bonus, όταν το όριο για το bonusέχει επιτευχθεί, σε σχέση με εταιρείες που οι αμοιβές τις διοικήσεις δεν συνδέονται με κάποια έσοδα. Επίσης, τόσο η DeAngelo (1988) όσο και οι Dechow και Sloan (1991) έδειξαν ότι υπάρχει χειραγώγηση στα κέρδη των εταιρειών όταν η θέση των διοικητικών στελεχών είναι επισφαλής. Πιο συγκεκριμένα, λίγο πριν απομακρυνθούν από τη θέση τους οι γενικοί διευθυντές επιλέγουν τη μείωση των εξόδων έρευνας και ανάπτυξης με σκοπό την αύξηση των κερδών της εταιρείας.

Συμπερασματικά, για λόγους που συνδέονται με δάνεια, εργασιακή ασφάλεια αλλά και αμοιβές της διοίκησης υπάρχουν αρκετές αποδείξεις ότι υπάρχει χειραγώγηση κερδών αλλά δεν είναι σαφές με ποια συχνότητα συμβαίνει αυτό αλλά και πως εν τέλει αυτές οι ενέργειες επηρεάζουν τις τιμές των μετοχών και τους επενδυτές συνολικά.

2.3.2 Κίνητρα που σχετίζονται με το κανονιστικό πλαίσιο (Regulatory motivation)

Η έρευνα έχει εστιάσει σε δύο μεγάλες κατηγορίες κινήτρων όσον αφορά το κανονιστικό πλαίσιο, το ένα είναι το κλαδικό θεσμικό πλαίσιο και το άλλο είναι το αντιμονοπωλιακό πλαίσιο. Η έρευνα αυτή είναι ιδιαίτερα χρήσιμη στους φορείς χάραξης πολιτικής. Όσον αφορά το κλαδικό θεσμικό πλαίσιο σε έρευνα που αφορούσε τράπεζες των οποίων τα ίδια κεφάλαια ήταν κοντά στο κατώτατο όριο υπερεκτιμούν τις προβλέψεις που αφορούν επισφαλή δάνεια, μειώνουν τις διαγραφές δανείων και αναγνωρίζουν μη πραγματοποιημένα κέρδη από τα χαρτοφυλάκιά τους. (Moyer, 1990; Scholes et al., 1990; Beatty et al., 1995; Collins et al. 1995). Μάλιστα, όσον αφορά τα συγκεκριμένα κίνητρα έχουν γίνει και έρευνες που αφορούν τη συχνότητα της χειραγώγησης και υπάρχουν αποδείξεις ότι παραπάνω από τις μισές

τράπεζες εξαντλούν τις δυνατότητες που έχουν για τη διαχείριση εποπτικών κεφαλαίων (Collins et al., 1995).

Όσον αφορά το αντιμονοπωλιακό πλαίσιο, υπάρχουν κίνητρα που αφορούν την προστασία κάποιων κλάδων ή την επιδότησή τους. Σύμφωνα με τον Cahan (1992) οι εταιρείες που εξετάζονται για παραβιάσεις του κανονιστικού πλαισίου παρουσιάζουν μείωση του εισοδήματος τους επηρεάζοντας τα δεδουλευμένα που είναι στη διακριτική ευχέρεια της διοίκησης. Επίσης, η Jones (1991) διαπίστωσε ότι οι εταιρείες που επεδίωκαν την επιβολή όρων για τις εισαγωγές στον κλάδο τους αναγνώρισαν σε μεταγενέστερο χρόνο τα κέρδη τους, έτσι ώστε να πετύχουν το στόχο τους. Παρόμοια ήταν τα ευρήματα και στο κλάδο της δορυφορικής τηλεόρασης (Key, 1997). Το πρόβλημα με αυτές τις μελέτες είναι ότι δεν έχουν μελετηθεί μεγάλα δείγματα έτσι ώστε να μπορέσει να εξεταστεί αν το φαινόμενο της χειραγώγησης είναι σύνηθες, όπως επίσης δεν υπάρχουν επαρκείς αποδείξεις για το πώς αντέδρασαν οι νομοθετικές αρχές και αν όντως επηρεάστηκαν από αυτά τα ευρήματα. Το συμπέρασμα όμως είναι ότι για λόγους που αφορούν τα νομοθετικά πλαίσια οι εταιρείες επιλέγουν να χειραγωγήσουν τα κέρδη τους.

2.4 Κίνητρα που σχετίζονται με την κεφαλαιαγορά (Capital Market Motivation)

Οι πρώτες μελέτες που ασχολήθηκαν με τα κίνητρα που σχετίζονται με την κεφαλαιαγορά αφορούσαν την περίοδο πριν τις εξαγορές μετοχών από τη διοίκηση (DeAngelo, 1988). Σε αυτή της την έρευνα η DeAngelo θεώρησε ότι οι διοικήσεις των εταιρειών έχουν όφελος να μειώσουν τα κέρδη της εταιρείας με σκοπό να αποκτήσουν τις μετοχές σε χαμηλότερη τιμή. Όμως, από την έρευνα της διαπίστωσε ότι δεν υπάρχουν πολλά στοιχεία προς αυτή την κατεύθυνση, αντίθετα όμως οι Perrykαι Williams (1994) κατέληξαν σε διαφορετικό συμπέρασμα που συμφωνεί με τη βασική υπόθεση, δηλαδή ότι υπάρχουν ενδείξεις μείωσης κερδών πριν την εξαγορά μετοχών από τη διοίκηση. Άλλες μελέτες, όπως αυτή των Burgstahler and Eames (1998), διαπίστωσαν ότι οι διοικήσεις κάνουν ενέργειες έτσι ώστε τα κέρδη τους να επιβεβαιώσουν τις προσδοκίες και τις προβλέψεις των αναλυτών ή των managersγενικότερα. Πιο συγκεκριμένα βρήκαν ότι οι διοικήσεις των εταιρειών προβαίνουν σε ενέργειες αύξησης των κερδών για να συγχρονιστούν με τις προσδοκίες των αναλυτών. Ταυτόχρονα διαπιστώθηκε ότι οι εταιρείες που έχουν τη σύσταση αγοράς από τους αναλυτές είναι πιθανότερο να προσπαθήσουν να

επιβεβαιώσουν τις προβλέψεις, αντίθετα με αυτές που έχουν τη σύσταση πώλησης που εμφανίζουν μη αναμενόμενα αρνητικά δεδουλευμένα (Abarnell and Lehavy, 2003).

2.4.1 Κίνητρα που αφορούν τις αρχικές δημόσιες εγγραφές (IPO)

Οι περισσότερες μελέτες που αφορούν κίνητρα που σχετίζονται με την κεφαλαιαγορά έχουν μελετήσει την ύπαρξη χειραγώγησης κερδών πριν και μετά την αρχική δημόσια εγγραφή μιας επιχείρησης (IPO). Πιο συγκεκριμένα οι εταιρείες εμφανίζουν μια αύξηση στα μη αναμενόμενα δεδουλευμένα τους πράγμα που οδηγεί σε αύξηση των κερδών τους τη χρονιά πριν την αρχική δημόσια εγγραφή τους, τη χρονιά που κάνουν αρχική δημόσια εγγραφή, ενώ παρουσιάζεται και μια αντιστροφή αυτών των δεδουλευμένων τη χρονιά μετά την αρχική δημόσια εγγραφή (Aharony et al., 1993; Friedlan, 1994; Rangan, 1998 Teoh et al., 1998a, 1998b; DuCharme et al., 2001; Elder and Zhou, 2002; Roosenboom et al., 2003; Gramlich and Sorensen, 2004; Chen et al., 2005; Morsfield and Tan, 2006; Chang et al., 2010; Lee and Masulis, 2011). Τέλος, η Dechow et al.(1996) αναφέρει ότι σε πολλές εταιρείες επιβάλλονται πρόστιμα από τη Securities and Exchange Commission (SEC) για λόγους που αφορούν παραβιάσεις στις δημοσιευμένες καταστάσεις τους που σχετίζονται με την περίοδο εισαγωγής τους στο χρηματιστήριο. Υπάρχουν όμως και διαφορετικές απόψεις όσον αφορά τη χειραγώγηση κερδών, όπως αυτή των Ball and Shivakumar (2008), όπου υποστηρίζουν ότι οι διοικήσεις των εταιρειών πριν την αρχική δημόσια εγγραφή γίνονται πιο συντηρητικές στις εκτιμήσεις τους με σκοπό να αυξήσουν την ποιότητα της λογιστικής πληροφόρησης. Αναφορά στο συγκεκριμένο θέμα γίνεται σε μεταγενέστερο κεφάλαιο.

Η έρευνα όσον αφορά τη χειραγώγηση και τις αρχικές δημόσιες εγγραφές προχώρησε και άλλο και έχει ερευνηθεί και ποια δεδουλευμένα συνήθως επιλέγουν οι διοικήσεις να αλλοιώσουν, σε τι συχνότητα συμβαίνει το φαινόμενο της χειραγώγησης αλλά και αν επηρεάζει την κατανομή των πόρων και ποια είναι η αντίδραση των επενδυτών. Πιο συγκεκριμένα, οι Teoh et al. (1998) διαπίστωσαν ότι είναι πιθανόν πριν από μια αρχική δημόσια εγγραφή μια επιχείρηση είναι πιθανό να επιλέξει πολιτικές αποσβέσεων που θα έχουν θετική επίδραση στα κέρδη της αλλά και θα είναι ανεκτικότερη σε επισφαλή δάνεια. Επίσης, έρευνες έγιναν και στο κομμάτι των αναβαλλόμενων φόρων αλλά τα αποτελέσματα δεν έδειξαν τέτοιου είδους σύνδεση

(Visnathan, 1998; Miller and Skinner, 1998; Ayers 1998). Σε γενικές γραμμές η έρευνα δεν απέδωσε τα αναμενόμενα αποτελέσματα όσον αφορά το κομμάτι των δεδουλευμένων και ποιοι λογαριασμοί είναι οι πιο επίφοβοι για χειραγώγηση. Επιπρόσθετα, οι Teoh et al. (1998) αλλά και οι Erickson and Wang (1998) προσπάθησαν να ερευνήσουν με τι συχνότητα αλλά και σε τι μέγεθος γίνεται η χειραγώγηση κερδών αλλά και πάλι τα αποτελέσματα τους δεν οδήγησαν σε κάποιο ασφαλές συμπέρασμα.

Τέλος, όσον αφορά το κομμάτι της αντίδρασης των επενδυτών αλλά και της κατανομής των πόρων, καλό θα ήταν να ξεκαθαριστεί τι ακριβώς επιδιώκουν οι εταιρείες με την είσοδο τους στο χρηματιστήριο. Η είσοδος τους στο χρηματιστήριο είναι ένα είδος χρηματοδότησης (θα αναλυθεί εκτενέστερα σε επόμενη ενότητα), όμως οι διοικήσεις προσπαθούν να πετύχουν όσον το δυνατόν καλύτερους όρους, δηλαδή οι διοικήσεις επιδιώκουν όσο το δυνατόν χαμηλότερο κόστος αλλά και υψηλότερη τιμή εισαγωγής. Σύμφωνα, λοιπόν με τον Friedlan (1994) οι επενδυτές ενημερώνονται για τις υπό ένταξη στο χρηματιστήριο μετοχές από το ενημερωτικό δελτίο που εκδίδουν, ενώ σύμφωνα και με τη Dechow (1994) οι επενδυτές δεν πιστεύουν ότι τα στοιχεία είναι αναξιόπιστα και ότι τα κέρδη είναι οι καλύτεροι εκτιμητές για τις μελλοντικές ταμειακές ροές. Τα ερωτήματα που εύλογα τίθενται είναι αν με βάση τα παραπάνω τελικά οι επενδυτές αντιλαμβάνονται τη χειραγώγηση, οι τιμές εισαγωγής επηρεάζονται και ποιά είναι η πορεία της μετοχής στη συνέχεια. Σύμφωνα με τον Hand (1992) σε εμφανείς περιπτώσεις οι επενδυτές το καταλαβαίνουν, όπως για παράδειγμα τα φορολογικά κίνητρα με την υιοθέτηση της μεθόδου LIFO, όμως το γεγονός ότι οι τιμές των μετοχών την περίοδο μετά την ένταξη τους στο χρηματιστήριο μειώνονται υποδηλώνουν ότι οι επενδυτές είναι αφελείς και ότι οι τιμές των μετοχών κατά την περίοδο εισαγωγής είναι μεγαλύτερες (Teoh et al., 1998a; Teoh et al., 1998b; Teoh et al. 1998). Επίσης, σε περιπτώσεις που η SECερευνά την ύπαρξη χειραγώγησης αλλά και σε περιπτώσεις που οι εταιρείες τιμωρούνται η αντίδραση των επενδυτών είναι άμεση και οι αποδόσεις των μετοχών μειώνονται, όμως αυτό αποδεικνύει ότι οι επενδυτές τελικά δεν είναι ιδιαίτερα ικανοί στο να διαγνώσουν την ύπαρξη earnings management (Dechow et al., 1996; Foster 1979; Berneish 1997).

Συμπερασματικά, αν και έχουν γίνει πολλές μελέτες στο κομμάτι που αφορά τη χειραγώγηση κερδών πριν, κατά τη διάρκεια αλλά και μετά την αρχική δημόσια

εγγραφή των εταιρειών τα συμπεράσματα που έχουν εξαχθεί δεν έχουν απαντήσει με βεβαιότητα σε όλα τα ερωτήματα. Φαίνεται, ότι η χειραγώγηση είναι ένα υπαρκτό φαινόμενο, όμως δεν μπορούμε να πούμε πόσο συχνά συμβαίνει, σε τι μέγεθος, ποιοι λογαριασμοί είναι οι πιο επίφοβοι για χειραγώγηση και φυσικά πώς ακριβώς επηρεάζονται οι επενδυτές αλλά και οι τιμές με τις αποδόσεις των μετοχών (Healy and Wahlen, 1999).

2.5 Μέθοδοι χειραγώγησης κερδών

Σύμφωνα με τη βιβλιογραφία οι επικρατέστεροι μέθοδοι για τη χειραγώγηση κερδών είναι τρείς: 1) Χειραγώγηση μέσω της μεταβολής ταξινόμησης (classification shifting), 2) Χειραγώγηση μέσω των πραγματικών δραστηριοτήτων (Real Earnings Management) και 3) Χειραγώγηση μέσω της χρήσης των λογιστικών δεδουλευμένων (Accrual-Based Earnings Management)

Για το Accrual-Based Earnings Management υπάρχει και περισσότερη βιβλιογραφία, καθότι ήταν ο πρώτος τρόπος χρονικά που μελετήθηκε βιβλιογραφικά, ενώ οι δύο πρώτοι τρόποι εισήχθησαν σχετικά πρόσφατα στη βιβλιογραφία.

2.5.1 Χειραγώγηση μέσω της μεταβολής ταξινόμησης (Classification Shifting Earnings Management)

Για τη συγκεκριμένη μέθοδο χειραγώγησης δεν είναι έχουν γραφτεί πολλά κείμενα ακόμα αφού ξεκίνησε να μελετάται κυρίως την τελευταία δεκαετία. Σύμφωνα, με την έρευνα οι managers με ευκαιριακές συμπεριφορές επιλέγουν να μετατοπίσουν κάποια βασικά έξοδα (κόστος πωληθέντων, έξοδα διοίκησης κλπ) σε έκτακτα έξοδα με σκοπό την αύξηση του earnings before interest and taxes. Αυτή η μετατόπιση δεν επηρεάζει το τελικό κέρδος της επιχείρησης αλλά υπερεκτιμά το κέρδος που προέρχεται από την κύρια δραστηριότητα (core earnings)και ο λόγος που συμβαίνει αυτό είναι για να ικανοποιηθούν οι προβλέψεις των αναλυτών, αλλά έχει και άλλες προεκτάσεις, οι οποίες κυρίως αφορούν την ποιότητα κερδών και την αποτίμηση της τιμής μιας μετοχής από τους αναλυτές (McVay, 2006).

2.5.2 Χειραγώγηση μέσω των πραγματικών δραστηριοτήτων (Real Earnings Management)

Σε σχέση με την προηγούμενη μέθοδο χειραγώγησης, η συγκεκριμένη μέθοδος έχει ερευνηθεί περισσότερο διεξοδικά, αλλά και πάλι αρκετά λιγότερα από την τρίτη και τελευταία που θα αναλυθεί στην επόμενη ενότητα. Πιο συγκεκριμένα, με αυτή τη μέθοδο (real earnings management) οι πραγματικές αποφάσεις της διοίκησης επηρεάζουν το κέρδος της εταιρείας. Σύμφωνα, με τον Roychowdhurry (2006) οι διοικήσεις των εταιρειών επιλέγουν να χορηγήσουν έκτακτες πιστώσεις στους πελάτες με σκοπό να αυξήσουν τις πωλήσεις τους και να πετύχουν τους στόχους που έχουν τεθεί. Επίσης, σύμφωνα με την ίδια έρευνα, άλλος ένας τρόπος χειραγώγησης κερδών είναι και η δημιουργία υψηλού αποθέματος έτσι ώστε να μειωθεί ισόποσα το κόστος πωληθέντων και κατ' επέκταση να αυξηθεί το κέρδος (αποθεματοποίηση του κόστους). Τέλος, άλλος ένας τρόπος είναι η μείωση των εξόδων που είναι στη διακριτική ευχέρεια της διοίκησης με σκοπό τη βελτίωση του αποτελέσματος. Όλες αυτές οι ενέργειες γίνονται με σκοπό την φαινομενική επίτευξη των στόχων που τέθηκαν στην αρχή της εκάστοτε χρήσης, χωρίς να προσδίδουν καμία αξία στην εταιρεία. Έρευνες έδειξαν ότι τέτοιου είδους ενέργειες δεν είναι ιδιαίτερα δημοφιλείς σε μεγάλες εταιρείες, οι οποίες 'παρακολουθούνται' από πολλούς επενδυτές αφού είναι εύκολα αντιληπτές.

Καλό θα ήταν να επισημανθεί ότι τα στελέχη εστιάζουν αρκετά στην επίτευξη των στόχων αποδοτικότητας ακόμα και αν αυτό μειώσει την αξία της εταιρείας (Graham et al., 2005; Cohen et al., 2008;) . Επίσης η Zang (2012) κατέληξε στο συμπέρασμα ότι οι managers χρησιμοποιούν τόσο το Real Earnings Management όσο και το Accrual-Based Earnings Management, το οποίο αναλύεται στην επόμενη ενότητα, έτσι ώστε να προσαρμόσουν τα κέρδη της χρήσης στα επίπεδα που έχουν θέσει. Τέλος, οι Cohen and Zarowin (2010) κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι οι διοικήσεις προβαίνουν και σε Real Earnings Management όσο και σε Accrual-Based Management πριν από ένα Seasoned Equity Offering (SEO).

2.5.3 Χειραγώγηση μέσω της χρήσης λογιστικών δεδουλευμένων (Accrual-Based Earnings Management)

Η συγκεκριμένη μέθοδος είναι και η πιο διαδεδομένη ερευνητικά και οι περισσότερες δημοσιεύσεις που αφορούν τη χειραγώγηση έχουν ασχοληθεί με αυτή τη μέθοδο.

Αρχικά, να σημειωθεί ότι οι οικονομικές καταστάσεις συντάσσονται με την αρχή του δεδουλευμένου. Αυτό πρακτικά σημαίνει ότι τα λογιστικά γεγονότα αναγνωρίζονται όταν αυτά συμβαίνουν και όχι όταν γίνεται ταμειακή συναλλαγή (Γκίκας, 2008). Η λογιστική του δεδουλευμένου υιοθετήθηκε για να είναι υψηλότερης ποιότητας η λογιστική πληροφορία σε σχέση με την αποδοτικότητά της και τις ταμειακές ροές της (Dechow, 1994). Μέσω της αρχής του δεδουλευμένου δίνεται η δυνατότητα στις διοικήσεις των επιχειρήσεων να κάνουν λογιστικές επιλογές μεθόδων που μπορούν να επηρεάσουν τα δημοσιευμένα αποτελέσματα μιας εταιρείας (Copeland, 1968). Τέτοιου είδους επιλογές αφορούν μεθόδους απόσβεσης, αναγνώρισης προβλέψεων, διαγραφές στοιχείων ενεργητικού κλπ. Όπως, λοιπόν γίνεται αντιληπτό παρότι ο σκοπός της δεδουλευμένης λογιστικής είναι να βελτιώσει την ποιότητα της πληροφόρησης εμπεριέχει και αρκετούς κινδύνους οι οποίοι προέρχονται από τον ανθρώπινο παράγοντα.

Αρχικά, η έρευνα έχει καταλήξει στο συμπέρασμα ότι τα συνολικά δεδουλευμένα μιας εταιρείας (total accruals) χωρίζονται σε δύο μεγάλες κατηγορίες: 1) στα δεδουλευμένα που δεν μπορούν να επηρεαστούν από τις επιλογές τις διοίκησης (non-discretionary or normal accruals) και 2) στα δεδουλευμένα που επηρεάζονται από τις επιλογές της διοίκησης (discretionary or abnormal accruals). Σύμφωνα με το Healy (1985) τα discretionary accruals επιτρέπουν στη διοίκηση να μεταφέρον κέρδη στην επόμενη περίοδο, ενώ πολλοί ερευνητές (Jones, 1991;Healy, 1985 DeAngelo, 1986 etc.) έχουν αναπτύξει μοντέλα υπολογισμού των δεδουλευμένων που είναι στη διακριτική ευχέρεια της διοίκησης και θα παρουσιαστούν εκτενώς στην επόμενη ενότητα. Σύμφωνα με τους Teoh et al. (1998b) οι τρόποι με τους οποίους μπορεί να γίνει ο επηρεασμός των δεδουλευμένων από τη διοίκηση είναι οι εξής: 1) Η επιλογή της λογιστικής μεθόδου, όπως για παράδειγμα η μέθοδος των αποσβέσεων, η οποία επηρεάζει άμεσα τη χρονιά που θα αναγνωριστούν κάποια κέρδη, 2) η εφαρμογή της λογιστικής μεθόδου, αφού ακόμα και όταν έχει γίνει η επιλογή της είναι στη διακριτική ευχέρεια της διοίκησης πώς θα εφαρμοστεί, 3) Χρονισμός λογιστικής

μεθόδου, αυτό πρακτικά σημαίνει ότι η χρονική στιγμή που θα αναγνωριστούν κάποια λογιστικά γεγονότα είναι στη διακριτική ευχέρεια της διοίκησης και 4) ο χρονισμός γενικότερα, η χρονική στιγμή που θα παρθεί μια απόφαση της διοίκησης είτε για μια αγορά είτε για πώληση κλπ, το οποίο όμως κυρίως σχετίζεται με τη χειραγώγηση μέσω πραγματικών δραστηριοτήτων.

Τέλος, πριν γίνει η αναφορά στα επικρατέστερα μοντέλα υπολογισμού των δεδουλευμένων που είναι στη διακριτική ευχέρεια της διοίκησης εξηγείται με ποιες μεθόδους υπολογίζονται τα συνολικά δεδουλευμένα. (Dechow et al., 2003)

Η πρώτη είναι η μέθοδος των ταμειακών ροών

TA=NI-CFO

TA : Συνολικά Δεδουλευμένα

NI: Καθαρά Κέρδη

CFO: Ταμειακές ροές από λειτουργικές δραστηριότητες

Όσον αφορά τη δεύτερη μέθοδο που είναι αυτή του Ισολογισμού, υπάρχουν πολλές παραλλαγές, σε κάποιες εμπεριέχονται και οι αποσβέσεις ενώ σε κάποιες άλλες όχι, ενδεικτικά παρατίθεται ο τύπος στην πλήρη του μορφή:

TA=ΔCA-ΔCL-D&A

TA: Συνολικά Δεδουλευμένα

ΔCA: Μεταβολή των κυκλοφορούντων στοιχείων του ενεργητικού

ΔCL: Μεταβολή των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων

D&A: Αποσβέσεις

Σύμφωνα βέβαια με το άρθρο των Botsari and Meeks (2008), οι περισσότεροι ερευνητές αποκλείουν από τους υπολογισμούς τους τις αποσβέσεις επειδή θεωρούν ότι οι αποσβέσεις έχουν περιορισμένες δυνατότητες ως μέσα χειραγώγησης κερδών, ιδίως σε βάθος χρόνου επειδή είναι προβλέψιμα. Για αυτό το λόγο επιλέγουν να υπολογίσουν τα συνολικά δεδουλευμένα μέσω των δεδουλευμένων του κεφαλαίου κίνησης (DeFond and Jiambalvo, 1994; Teoh et al., 1998 a&b; Peasnell et al.,

2000a&b; Louis, 2004). Επίσης, αξίζει να σημειωθεί ότι οι Kothari et al. (2005) στον υπολογισμό που κάνουν στα συνολικά δεδουλευμένα με τη μέθοδο του ισολογισμού αφαιρούν τις αποσβέσεις διαιρεμένες με το συνολικό ενεργητικό της προηγούμενης χρήσης (scaled by lagged total assets), ενώ από τη μεταβολή στις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις εξαιρούν το ποσό που αφορά τη μακροχρόνια εξυπηρέτηση δανείων. Αντίθετα, οι Botsari and Meeks (2008) δεν αφαιρούν από τη μεταβολή των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων το ποσό που αφορά εξυπηρέτηση μακροχρόνιων δανείων επειδή το συγκεκριμένο στοιχείο δεν ήταν διαθέσιμο ανάμεσα στις εταιρείες που μελέτησαν. Τέλος, άλλο ένα θέμα που τίθεται είναι αυτό για το ποια από τις δύο μεθόδους είναι καλύτερη, σύμφωνα με τους Hribar and Collins (2002) αλλά και τους Ball and Shivakumar (2006) είναι προτιμότερη η μέθοδος των ταμειακών ροών αφού τα στοιχεία που εμπεριέχονται σε δύο συνεχόμενους ισολογισμούς θεωρούνται biased προς όφελος των διακυμάνσεων των κερδών. Για αυτό το λόγο σε αυτή την εργασία προτιμήθηκε και η μέθοδος των ταμειακών ροών.

2.6 Υποδείγματα υπολογισμού discretionary accruals

Σε αυτή την ενότητα αναλύονται διεξοδικά τα υποδείγματα που χρησιμοποιούνται στη βιβλιογραφία για τον υπολογισμό των δεδουλευμένων που είναι στη διακριτική ευχέρεια των εταιρειών, αλλά γίνεται και αναφορά στο ποια υποδείγματα είναι και τα πιο συνηθισμένα στην έρευνα. Να σημειωθεί ότι αναφορά στα υποδείγματα γίνεται και στο άρθρο των Dechow et al. (1995)

2.6.1 Το υπόδειγμα του Healy

Το υπόδειγμα του Healy (1985) είναι από τα πιο απλοϊκά μοντέλα υπολογισμού των δεδουλευμένων που είναι στη διακριτική ευχέρεια της διοίκησης. Τα non-discretionary accruals υπολογίζονται ως ο μέσος όρος των συνολικών δεδουλευμένων για μια συγκεκριμένη περίοδο διαιρεμένα με το συνολικό ενεργητικό της προηγούμενης χρήσης (scaled by lagged total assets).

$$\mathbf{NDA_t = 1/n\Sigma_t(TA_t / A_{t-1})}$$

Όπου:

NDA_t: Δεδουλευμένα που δεν είναι στη διακριτική ευχέρεια της εταιρείας

TA_t**:**Συνολικά δεδουλευμένα έτους t

A_{t-1}**:** Σύνολο ενεργητικού στο έτος t-1

t:Έτος μελέτης περίπτωσης

n: Αριθμός ετών εκτίμησης

Τα δεδουλευμένα που είναι στη διακριτική ευχέρεια της εταιρείας προκύπτουν ως η διαφορά των συνολικών δεδουλευμένων και των δεδουλευμένων που δεν είναι στη διακριτική ευχέρεια της εταιρείας. Με τον ίδιο τρόπο υπολογίζονται σε όλα τα υποδείγματα.

2.6.2 Το υπόδειγμα της DeAngelo (1986)

Το υπόδειγμα της DeAngelo (1986) θεωρεί τα δεδουλευμένα που δεν είναι στη διακριτική ευχέρεια της εταιρείας ότι είναι ίσα με τα συνολικά δεδουλευμένα της προηγούμενης περιόδου διαιρούμενα με το συνολικό ενεργητικό της εταιρείας δύο περιόδους πριν. Το μοντέλο της DeAngelo (1986) είναι μια υποπερίπτωση του υποδείγματος του Healyόπου για τον υπολογισμό των non-discretionary accrualsπεριορίζεται στις παρατηρήσεις μόνο της προηγούμενης χρονιάς. Σύμφωνα, μάλιστα και με τους Dechow et al., (1995) το υπόδειγμα της DeAngelo είναι μια χρονοσειρά του υποδείγματος του Healy.

Όπου:

$$NDA_t = TA_{t-1} / A_{t-2}$$

NDA_t**:** Δεδουλευμένα που δεν είναι στη διακριτική ευχέρεια της εταιρείας

TA_{t-1}**:** Συνολικά δεδουλευμένα της προηγούμενης περιόδου

A_{t-2}**:** Σύνολο ενεργητικού δύο έτη πριν τη χρονιά που μελετάμε

Όσον αφορά τα δύο μοντέλα στην περίπτωση που τα non-discretionaryaccrualsείναι σταθερά τότε καταλήγουν σε σωστά συμπεράσματα, στην αντίθετη περίπτωση όμως οδηγούνται σε εσφαλμένες εκτιμήσεις, ενώ το μοντέλο του Healyλειτουργεί καλύτερα σε περιπτώσεις κανονικής κατανομής, ενώ της DeAngelοσε περιπτώσεις

τυχαίας κατανομής, όμως η υπόθεση ότι τα non-discretionaryaccrualsείναι σταθερά απορρίπτεται βιβλιογραφικά και για αυτό το λόγο δεν χρησιμοποιούνται ιδιαίτερα στην έρευνα.

2.6.3 Το υπόδειγμα της Jones (1991)

Το υπόδειγμα της Jonesπου εισήχθη στη βιβλιογραφία το (1991) είναι ένα από τα επικρατέστερα μοντέλα για την εκτίμηση των non-discretionary accruals. Σύμφωνα με τη Jonesτα non-discretionary accrualsεξαρτώνται από τη μεταβολή των πωλήσεων από χρήση σε χρήση και από τα πάγια, ενώ όλες οι μεταβλητές διαιρούνται με το σύνολο του ενεργητικού της περασμένης περιόδου.

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

Όπου:

NDA_t: Δεδουλευμένα που δεν είναι στη διακριτική ευχέρεια της εταιρείας

A_{t-1}:Σύνολο ενεργητικού στο έτος t-1

ΔREV_t: Συνολικές πωλήσεις-έσοδα έτους tμείον συνολικές πωλήσεις-έσοδα έτους t-1

PPE_t: Σύνολο παγίων στο τέλος του έτους t

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

Οι παράμετροι της γραμμικής παλινδρόμησης υπολογίζονται από τον παρακάτω τύπο με τη μέθοδο των ελαχίστων τετραγώνων

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

Όπου:

A_{t-1}, ΔREV_t, PPE_tείναι ίδιες με την προηγούμενη σχέση, τα a1, a2, a3 όπως ειπώθηκε υπολογίζονται με τη μέθοδο των ελαχίστων τετραγώνων, το **TA_t**είναι τα συνολικά δεδουλευμένα για το έτος tκαι το **ε_t**τα κατάλοιπα της παλινδρόμησης.

Το υπόδειγμα της Jonesήταν μεγάλη τομή για το θέμα του υπολογισμού των non-discretionary accruals και για αυτό χρησιμοποιείται ευρέως στη βιβλιογραφία, ενώ έχουν υπάρξει και αρκετές παραλλαγές του όπως θα δούμε παρακάτω. Το υπόδειγμα

διαφωνεί με την υπόθεση ότι τα non-discretionary accruals είναι σταθερά, αλλά υποθέτει ότι τα έσοδα δεν επηρεάζονται από τη διακριτική ευχέρεια της διοίκησης και είναι ο βασικός περιορισμός του υποδείγματος, γιατί στην περίπτωση που υπάρχει χειραγώγηση στα κέρδη μέσω των εσόδων-πωλήσεων δεν υπολογίζονται σωστά τα discretionary accruals.

2.6.4 Το τροποποιημένο υπόδειγμα της Jones (1995)

Το 1995 εισήχθη στη βιβλιογραφία το τροποποιημένο υπόδειγμα της Jonesαπό τους Dechow et al. (1995), βασική διαφοροποίηση του μοντέλου είναι η εξάλειψη του προβλήματος που αναφέρθηκε προηγουμένως, δηλαδή αφαιρεί από τη διαφορά των πωλήσεων και τη διαφορά των λογαριασμών εισπρακτέων. Με λίγα λόγια γίνεται η υπόθεση ότι οι πωλήσεις επί πιστώσει την περίοδο αναφοράς είναι προϊόν χειραγώγησης. Το υπόδειγμα είναι το εξής:

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

Όπου:

$\Delta\mathbf{REC_t}$**:** Λογαριασμοί εισπρακτέοι το έτος t μείον λογαριασμοί εισπρακτέοι το έτος t-1

Οι παράμετροι της παλινδρόμησης υπολογίζονται με τον ίδιο τρόπο που αναφέρθηκε προηγουμένως. Τέλος, οι Dechowetal., (1995) κατέληξαν ότι το συγκεκριμένο υπόδειγμα είναι το πιο αξιόπιστο για τον υπολογισμό των non-discretionary accruals από όσα έχουν αναφερθεί μέχρι στιγμής.

2.6.5 Το υπόδειγμα των Kothari, Leone and Wasley (2005)

Το συγκεκριμένο μοντέλο εισήχθη στη βιβλιογραφία το 2005 και εκτός του ότι προσθέτει στο τροποποιημένο υπόδειγμα της Jones ακόμα μία ανεξάρτητη μεταβλητή, η οποία είναι η αποδοτικότητα των στοιχείων του ενεργητικού, λαμβάνει υπόψη και τα discretionary accruals τα οποία είναι συναρτώμενα με την επίδοση της. Σε γενικές γραμμές το μοντέλο προσπαθεί να βελτιώσει την ερμηνευτική ικανότητα του μοντέλου της Jones και σύμφωνα με τους Kothari et al., η προσθήκη των

δεδουλευμένων που συνδέεται με την αποδοτικότητα των στοιχείων του ενεργητικού βελτιώνουν την αξιοπιστία του υποδείγματος.

2.6.6 The industry model (1991)

Το the industry model εισήχθη στη βιβλιογραφία το 1991 από τους Dechow and Sloan και διαφοροποιείται και αυτό από την υπόθεση ότι τα non-discretionary accruals παραμένουν σταθερά στο χρόνο. Επίσης, υποθέτει ότι η μεταβολή των παραγόντων των non-discretionary accruals είναι κοινοί ανάμεσα σε εταιρείες του ίδιου κλάδου. Ο τύπος υπολογισμού είναι ο εξής:

$$\mathbf{NDA_t = \beta_1 + \beta_2 median_j(TA_t / A_{t-1})}$$

Όπου:

NDA_t: Υπολογίζονται από την εξίσωση του μοντέλου της Jones

$median_j(TA_t / A_{t-1})$Η διάμεσος των συνολικών αποπληθωρησμένων συνολικών δεδουλευμένων όλων των εταιρειών εκτός δείγματος που ανήκουν στον ίδιο κλάδο με τις υπό ανάλυση εταιρείες του δείγματος.

Τα **β_1, β_2** υπολογίζονται με τη μέθοδο των ελαχίστων τετραγώνων.

Η αποτελεσματικότητα αυτού του υποδείγματος έγκειται στον υπολογισμό των discretionary accruals αφού αφαιρεθεί η διακύμανση των non-discretionary accrualsπου είναι κοινή για τις επιχειρήσεις του ίδιου κλάδου.

Στα πλαίσια της εργασίας χρησιμοποιήθηκαν μοντέλα της Joneskαι το τροποποιημένο μοντέλο της Jones.Ο λόγος είναι ότι αυτά τα δύο μοντέλα είναι πιο συνεπή στον υπολογισμό των non-discretionary accruals σε σχέση με τα άλλα μοντέλα, όσον αφορά την εξομάλυνση κερδών (Guay et al., 1996). Παρόλαυτα, σύμφωνα με τους ίδιους ερευνητές ούτε αυτά μπορούν να διακρίνουν μεταξύ της ευκαιριακής και της συνεχούς απόδοσης εξομάλυνσης, παραμένουν όμως τα πιο αξιόπιστα.

2.6.7 Το υπόδειγμα των Ball and Shivakumar (2006)

Οι Ball και Shivakumar το 2006 ανέπτυξαν το προβληματισμό τους όσον αφορά τα κλασικά υποδείγματα υπολογισμού των discretionary accruals. Ο προβληματισμός

τους είχε να κάνει με το γεγονός της χρονικής ασυμμετρίας της αναγνώρισης των γεγονότων και πως αυτά ενσωματώνονται στα αποτελέσματα της χρήσης. Απέδειξαν ότι τα απλά γραμμικά μοντέλα δεν μπορούν να λύσουν το προαναφερθέν πρόβλημα και πρότειναν στη θέση τους νέα μη-γραμμικά μοντέλα υπολογισμού των δεδουλευμένων που είναι στη διακριτική ευχέρεια της διοίκησης. Επίσης, κατέληξαν ότι είναι απαραίτητο να προσδιορίζεται ως παράμετρος και η μεταβολή στις ταμειακές ροές από λειτουργικές δραστηριότητες καθότι αντισταθμίζει τα προβλήματα που προκύπτουν από τη χρονική ασυμμετρία και βελτιώνει την προβλεψιμότητα των υποδειγμάτων.

2.7 Κίνητρα Εισαγωγής στο Χρηματιστήριο

Σε προηγούμενη ενότητα έγινε αναφορά ότι η είσοδος στο χρηματιστήριο αποτελεί τρόπο άντλησης κεφαλαίων, καλό θα ήταν πριν γίνει η οποιαδήποτε παρουσίαση της έρευνας, να αναφερθούμε και στους λόγους για τους οποίους οι εταιρείες επιλέγουν να μπουν στο χρηματιστήριο. Οι εταιρείες επιλέγουν να εισαχθούν στο χρηματιστήριο γιατί οι μέτοχοι μπορούν να ρευστοποιήσουν εύκολα τη θέση τους σε μια οργανωμένη αγορά με πολλούς επενδυτές ,η αποτίμηση της εταιρείας είναι ευκολότερη, ενώ και η εισαγωγή στο χρηματιστήριο εμπνέει μεγαλύτερη εμπιστοσύνη στα ενδιαφερόμενα μέρη (Ritter and Welch, 2002). Επίσης, σύμφωνα με το Zingales (1995) η τιμή πώλησης μιας εισηγμένης εταιρείας σε περίπτωση εξαγοράς είναι υψηλότερη σε σχέση με την τιμή που θα πετύχαινε σε περίπτωση που δεν ήταν εισηγμένη. Τέλος, η άντληση κεφαλαίων από το χρηματιστήριο είναι φθηνότερη σε σχέση με το δανεισμό.

Δεν πρέπει όμως να παραγνωριστούν και οι κίνδυνοι που υπάρχουν σε τέτοια περίπτωση, όπως ο μειωμένος έλεγχος πάνω στην εταιρεία ή μια επιθετική εξαγορά από κάποιον επενδυτή που επιθυμεί την αγορά της συγκεκριμένης εταιρείας. Επίσης, οι μέτοχοι μπορεί να πιέσουν τη διοίκηση σε περιπτώσεις μειωμένης κερδοφορίας και η διοίκηση να λάβει αποφάσεις που βραχυπρόθεσμα να είναι ωφέλιμες αλλά μακροπρόθεσμα να έχουν αρνητικό χαρακτήρα. Τέλος, δεν πρέπει να λησμονηθεί και η θεωρία των σημάτων, η οποία ορίζει ότι μια επιχείρηση δίνει κακό σήμα στην αγορά αν επιλέξει ως τρόπο χρηματοδότησης την είσοδο στο χρηματιστήριο και δεν πάει σε δανεισμό (Ross, 1977).

Όπως γίνεται αντιληπτό και στην περίπτωση της εισαγωγής στο χρηματιστήριο υπάρχουν διαφωνίες μεταξύ των ερευνητών και δεν υπάρχει κυρίαρχη τάση για το αν τελικά μια εταιρεία με την εισαγωγή της ωφελείται ή ζημιώνεται τόσο βραχυχρόνια όσο και μακροχρόνια. Σε κάθε περίπτωση είναι ένας συνηθισμένος τρόπος άντλησης κεφαλαίων.

2.8 Χειραγώγηση και ποιότητα κερδών στις αρχικές δημόσιες εγγραφές

Εκτός όμως τις έρευνες που έχουν γίνει και δείχνουν ότι υπάρχει χειραγώγηση κερδών, έχουν γίνει και έρευνες προς την αντίθετη κατεύθυνση, για την ακρίβεια η Ball and Shivakumar (2005) θεωρούν ότι η διαφοροποίηση στα δεδουλευμένα πριν τις αρχικές δημόσιες εγγραφές δεν γίνεται για λόγους ωραιοποίησης αλλά γιατί οι διοικήσεις επιλέγουν να γίνουν πιο συντηρητικές στις εκτιμήσεις τους.

Πιο συγκεκριμένα οι Ball and Shivakumar (2005) όρισαν την έννοια της ποιότητας των οικονομικών καταστάσεων ως προς τη χρησιμότητα που έχουν για την πληροφόρηση των συνδεδεμένων μερών και κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι οι εισηγμένες εταιρείες παρέχουν υψηλότερης ποιότητας πληροφόρηση από τις μη εισηγμένες. Σε επόμενο άρθρο τους (2008) υποστηρίζουν ότι η υψηλής ποιότητας πληροφόρηση ισχύει και για τις εταιρείες που βρίσκονται σε περίοδο αρχικών δημόσιων εγγραφών, αμφισβητώντας άμεσα την αντίληψη των Teoh et al., (1998b) ότι οι διοικήσεις επιλέγουν να υπερεκτιμήσουν τα κέρδη τους τη χρονιά πριν την αρχική δημόσια εγγραφή τους. Μάλιστα, θεωρούν ότι τα ευρήματα των Teoh et al., ίσως είναι αναξιόπιστα και ωραιοποιημένα για να επιβεβαιώσουν τη θέση τους.

Οι Ball and Shivakumar (2008) παίρνοντας δείγμα από τη Μεγάλη Βρετανία κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι κατά μέσο όρο η πληροφόρηση στις οικονομικές καταστάσεις πριν την περίοδο αρχικής δημόσιας εγγραφής είναι υψηλότερη γιατί πρώτον τα ενδιαφερόμενα μέρη έχουν ανάγκη για υψηλότερης ποιότητας πληροφόρηση αλλά και γιατί το νομοθετικό πλαίσιο για τις εισηγμένες εταιρείες είναι πιο αυστηρό. Επίσης, κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι οι εταιρείες τείνουν να δημοσιεύουν πιο συντηρητικά τα στοιχεία τους αρκετά χρόνια πριν την είσοδο τους στο χρηματιστήριο, αν και θεωρούν ότι τα ευρήματα τους δεν μπορούν να γενικευθούν με σιγουριά και εκτός Μεγάλης Βρετανίας.

Τέλος, θέση σε αυτή τη ‘διαμάχη’ πήρε και ο Lo (2008) λέγοντας πως οι εναλλακτικές που δίνονται από τους Ball and Shivakumar είναι λογικές, το διακύβευμα στην έρευνα των Teoh et al. (1998b) δεν είναι αν όντως υφίσταται χειραγώγηση στα δεδουλευμένα των εταιρειών, αλλά αν όντως υπάρχει σύνδεσή τους με τις μελλοντικές αποδόσεις.

3.Θεσμικό Πλαίσιο Εισαγωγής Εταιρειών Στο Βρετανικό Χρηματιστήριο

Σε αυτή την ενότητα παρουσιάζονται οι βασικές προϋποθέσεις που θέτει το London Stock Exchangeέτσι ώστε να επιτραπεί στις εταιρείες να εισαχθούν στο Χρηματιστήριο .Η κύρια αγορά στην οποία αναφέρεται η ενότητα αφορά μεγάλες παγιωμένες επιχειρήσεις και η δημόσια εγγραφή μπορεί να γίνει με δύο τρόπους είτε με προνομιούχες είτε με κοινές μετοχές.

Στον παρακάτω πίνακα, ο οποίος αντλήθηκε από το επίσημο site του London Stock Exchange, αναγράφονται τα κριτήρια που πρέπει να πληρούνται είτε οι εταιρείες θέλουν να εκδώσουν είτε κοινές είτε προνομιούχες μετοχές είτε αποθετήρια (depositary receipts)

Πίνακας 1: Κριτήρια Εισαγωγής στο London Stock Exchange

Είδος Μετοχής	**Προνομιούχες**	**Κοινές**	
Κριτήρια Επιλεξιμότητας	**Μετοχές**	**Μετοχές**	**Αποθετήρια**
Ελεύθερη διασπορά μετοχών	25%	25%	25%
Κεφαλαιοποίηση	£700,000	£700,000	£700,000
Ελεγμένες Οικονομικές Καταστάσεις από Ορκωτούς	3 χρόνια	3 χρόνια ή λιγότερα	3 χρόνια ή λιγότερα
75% των εσόδων από συνεχιζόμενες δραστηριότητες τα 3 τελευταία χρόνια	Απαιτείται	-	-
Άσκηση ελέγχου στην πλειοψηφία των στοιχείων του ενεργητικού τα 3 τελευταία χρόνια	Απαιτείται	-	-
Κατάσταση Κεφαλαίου Κίνησης	Απαιτείται	-	-
Δυνατότητα Ηλεκτρονικού Διακανονισμού	Απαιτείται και πρότυπα γνωστοποιήσεων	Πρότυπα Γνωστοποιήσεων	Πρότυπα Γνωστοποιήσεων
Ανάδοχος	Απαιτείται	-	-

Επίσης, για να συνεχίσουν να είναι μέλος του London Stock Exchange πρέπει να συνεχίσουν να πληρούν ορισμένες υποχρεώσεις, οι σημαντικότερες των οποίων φαίνονται στον παρακάτω πίνακα. Τα στοιχεία και σε αυτή την περίπτωση αντλήθηκαν από την επίσημη ιστοσελίδα του London Stock Exchange.

Πίνακας 2: Κριτήρια Παραμονής στο London Stock Exchange			
Είδος Μετοχής	**Προνομιούχες**	**Κοινές**	
Υποχρεώσεις	**Μετοχές**	**Μετοχές**	**Αποθετήρια**
Ελεύθερη διασπορά μετοχών	25%	25%	25%
Ετήσιες Οικονομικές Καταστάσεις	Απαιτείται	Απαιτείται	Απαιτείται
Εξαμηνιαίες Οικονομικές Καταστάσεις	Απαιτείται	Απαιτείται	-
Προσωρινές Διοικητικές Καταστάσεις	Απαιτείται	Απαιτείται	-
Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα ή Ισοδύναμο	Απαιτείται	Απαιτείται	Απαιτείται
Βρετανικός Κώδικας Εταιρικής Διακυβέρνησης	Συμμόρφωση ή επεξήγηση	Συμμόρφωση ή επεξήγηση	-
ModelCode	Εφαρμογή	-	-
Δικαιώματα Προτίμησης	Απαιτείται	Ό,τι προβλέπει το καταστατικό της εταιρείας	-
Ακύρωση	Απαιτείται η σύμφωνη γνώμη του 75% των μετόχων	Δεν απαιτείται η αποδοχή από κανένα ποσοστό μετόχων	Δεν απαιτείται η αποδοχή από κανένα ποσοστό μετόχων

4.Εμπειρική Διερεύνηση

Σε αυτή την ενότητα αναλύεται διεξοδικά σε ποιές υποθέσεις βασίζεται η έρευνα αυτής της διπλωματικής αλλά και γενικότερα η βιβλιογραφία για τον εντοπισμό χειραγώγησης κερδών στις χρηματοοικονομικές καταστάσεις και γίνεται παρουσίαση του τρόπου με τον οποίο επιλέχθηκε το δείγμα για τη συγκεκριμένη διπλωματική.

4.1 Ανάπτυξη υποθέσεων

Στα προηγούμενα κεφάλαια έγινε εκτενής αναφορά για την ύπαρξη ασυμμετρίας πληροφόρησης μεταξύ των συνδεδεμένων μερών και της επιχείρησης. Ιδιαίτερα, όσον αφορά τις μη εισηγμένες επιχειρήσεις η πληροφόρηση που υπάρχει και αφορά τις χρηματοοικονομικές τους καταστάσεις δεν είναι το ίδιο υψηλού επιπέδου με τις εισηγμένες. Όταν, λοιπόν μια επιχείρηση αναμένεται να εισαχθεί στο χρηματιστήριο κάνοντας αρχική δημόσια εγγραφή τα ενδιαφερόμενα μέρη στρέφονται στις χρηματοοικονομικές καταστάσεις της επιχείρησης για να αντλήσουν πληροφόρηση. Αυτό το γεγονός δίνει τη δυνατότητα στις διοικήσεις αυτών των επιχειρήσεων να χειραγωγήσουν τα αποτελέσματα της έτσι ώστε να επιτύχουν όσο το δυνατόν μεγαλύτερη τιμή εισαγωγής στο χρηματιστήριο, η οποία έχει ως αποτέλεσμα την άντληση περισσότερων κεφαλαίων. Η παρούσα εργασία, όπως έχει ήδη αναφερθεί, μελετά την ύπαρξη χειραγώγησης με βάση τα λογιστικά δεδουλευμένα.

Υπάρχουν λοιπόν διάφορες εναλλακτικές οι οποίες εξετάζονται. Σύμφωνα και με τον Friedlan (1994) οι διοικήσεις επιλέγουν να χειραγωγήσουν τα κέρδη τους τις περιόδους που προηγούνται της περιόδου της αρχικής δημόσιας εγγραφής, οπότε εξετάστηκε το γεγονός αν οι διοικήσεις προβαίνουν σε ωραιοποίηση του λογιστικού αποτελέσματος προς τα πάνω (upward earnings management) την περίοδο που προηγείται της αρχικής δημόσιας εγγραφής.

Επίσης, οι διοικήσεις των εταιρειών προβαίνουν σε χειραγώγηση των κερδών τόσο κατά το έτος πριν την εισαγωγή τους στο χρηματιστήριο όσο και κατά το έτος που έπεται της εισαγωγής τους στο χρηματιστήριο (Teoh et al., 1998b; Roosenboom et al., 2003). Ο λόγος για τον οποίο επιλέγεται από τους managers να συνεχίσουν να χειραγωγούν τα κέρδη τους ακόμα και μετά το έτος εισαγωγής στο χρηματιστήριο είναι η lock-up period. Η lock-up period είναι μια περίοδος που έπεται της αρχικής δημόσιας προσφοράς και απαγορεύει για ένα χρονικό διάστημα την πώληση των

μετοχών της εταιρείας που εισήχθη στο χρηματιστήριο, συνήθως είναι από 90 εως 180 ημέρες για τους μικρομετόχους, ενώ μπορεί να διαρκέσει και για 2 χρόνια αν αφορά hedge-fundsκαι μεγαλομετόχους. Η διάρκειά της είναι ένα σύνθετο θέμα που έχει συζητηθεί βιβλιογραφικά και δεν είναι θέμα της παρούσας εργασίας. Με βάση τα παραπάνω εξετάστηκε εάν οι επιχειρήσεις χειραγωγούν προς τα πάνω το λογιστικό τους αποτέλεσμα τόσο κατά την περίοδο εισαγωγής, όσο και κατά το έτος που έπεται της εισαγωγής τους.

Τέλος, σύμφωνα με τους Ball and Shivakumar (2008) οι διοικήσεις των εταιρειών επιλέγουν πιο αυστηρές πολιτικές κατά τα έτη που προηγούνται της εισαγωγής μιας εταιρείας στο χρηματιστήριο (t-1, t-2) με σκοπό να διορθώσουν τα λάθη στις λογιστικές πολιτικές και να βελτιώσουν την ποιότητα της λογιστικής πληροφόρησης. Με βάση τα παραπάνω εξετάστηκε εάν οι επιχειρήσεις παρουσιάζουν χειραγώγηση των κερδών προς τα κάτω (downward earnings management) τις περιόδους που προηγούνται του έτους εισαγωγής τους στο χρηματιστήριο.

Σε γενικές γραμμές εξετάστηκε εάν υπάρχουν ενδείξεις χειραγώγησης κερδών τις περιόδους πριν και μετά την εισαγωγή μιας εταιρείας στο χρηματιστήριο (t-2, t-1, t, t+1, t+2) και σε περίπτωση που διαπιστωθεί χειραγώγηση προς ποια κατεύθυνση κινούνται τα κέρδη.

4.2 Περιγραφή δείγματος και τρόπος επιλογής δεδομένων

Όπως έχει αναφερθεί αρκετά σε προηγούμενα κεφάλαια η παρούσα εργασία ασχολείται με τον εντοπισμό χειραγώγησης κερδών σε εταιρείες που έχουν κάνει αρχική δημόσια εγγραφή. Ως αρχικές δημόσιες εγγραφές θεωρούνται οι μετοχές των εταιρειών που δεν διαπραγματεύονται σε άλλη αγορά και πουλάνε τις μετοχές τους για πρώτη φορά με στόχο την εισαγωγή τους στο χρηματιστήριο. Δεν λαμβάνονται υπόψη αρχικές δημόσιες εγγραφές ήδη εισηγμένων εταιρειών που στοχεύουν στην αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου.

Το πρώτο βήμα ήταν ο εντοπισμός των εταιρειών που έχουν κάνει αρχική δημόσια εγγραφή στη Μεγάλη Βρετανία από το 2005 έως το 2012. Για τον εντοπισμό των εταιρειών αυτών χρησιμοποιήθηκε η βάση δεδομένων της ThomsonOne. Στο αρχικό δείγμα περιλαμβάνονταν 583 εταιρείες οι οποίες προέβησαν σε αρχική δημόσια εγγραφή εκείνη την περίοδο, όμως το δείγμα αυτό είχε δύο ιδιαιτερότητες: 1)

υπήρχαν εταιρείες οι οποίες έχουν ως αντικείμενο χρηματοοικονομικές δραστηριότητες και για αυτό το λόγο αποκλείστηκαν από τη μελέτη. Ο λόγος είναι ότι οι προϋποθέσεις δημοσίευσης οικονομικών καταστάσεων είναι διαφορετικές σε σχέση με των υπόλοιπων κλάδων και για αυτό αφαιρέθηκαν από το δείγμα. Ο αποκλεισμός των εταιρειών που έχουν χρηματοοικονομικές δραστηριότητες έγινε και από τους Rosenboom et al. (2003) για τον ίδιο λόγο. 2) Η άλλη ιδιαιτερότητα του δείγματος έχει να κάνει με τα πρότυπα με τα οποία δημοσιεύουν τις καταστάσεις τους οι επιχειρήσεις στη Μεγάλη Βρετανία. Στο London Stock Exchange υπάρχουν δύο αγορές η μία είναι η κεντρική αγορά και η άλλη είναι η εναλλακτική (Alternative Investment Market). Όσον αφορά την κεντρική αγορά οι εταιρείες ξεκίνησαν να δημοσιεύουν με IFRSτο 2005 ενώ για την δεύτερη ξεκίνησαν από το 2007. Για αυτό το λόγο οι εταιρείες οι οποίες ανήκαν στην AIM και έκαναν αρχική δημόσια εγγραφή πριν το 2007αφαιρέθηκαν από το δείγμα. Ο λόγος ήταν για να υπάρχει συγκρισιμότητα μεταξύ των εταιρειών του δείγματος. Έτσι προέκυψαν τελικά 266 εταιρείες οι οποίες αποτελούν το δείγμα της παρούσας εργασίας και χωρίζονται στους εξής κλάδους: Υγείας, Βιομηχανικές, Καταναλωτικά Προϊόντα και Υπηρεσίες, Υψηλής Τεχνολογίας, Τηλεπικοινωνίες, Λιανικών Πωλήσεων, Υλικών, Ενέργειας, Μέσων Μαζικής Ενημέρωσης και Διασκέδασης, Καταναλωτικών Αγαθών Πρώτης Ανάγκης. Για τις ανάγκες της εργασίας έγινε διαχωρισμός των εταιρειών τόσο με μεταβλητή Level 2 Sector Name από τη Datastream όσο και μέσω από των SIC Codes όπως προτείνονται από τους Fama and French (1992). Τελικά χρησιμοποιήθηκε η μεταβλητή από την ThomsonOne η οποία είχε κάνει το διαχωρισμό στις εταιρείες όταν εντοπίστηκε το δείγμα. Ο λόγος που προτιμήθηκε ο κλαδικός διαχωρισμός από την ThomsonOne είναι γιατί θεωρήθηκε περισσότερο αντιπροσωπευτικός για το συγκεκριμένο δείγμα από ότι οι άλλοι δύο τρόποι. Στο παράρτημα (ενότητα 1, σελ. 65) υπάρχουν και οι υπολογισμοί που αφορούν τα δεδουλευμένα που είναι στη διακριτική ευχέρεια της διοίκησης, χρησιμοποιώντας τα SicCodes για την εκτίμηση των παραμέτρων της παλινδρόμησης. Στον παρακάτω πίνακα παρουσιάζονται κάποια δημογραφικά στοιχεία για τις εταιρείες που συμμετέχουν στο δείγμα όπως πόσες βρίσκονται σε κάθε κλάδο και πόσες εταιρείες έκαναν αρχική δημόσια εγγραφή ανά χρονιά μελέτης.

Πίνακας 3: Κατανομή δείγματος ανά κλάδο και έτος εισαγωγής στο χρηματιστήριο

Κλάδος	Πλήθος	Ποσοστό
Καταναλωτικά Προϊόντα και Υπηρεσίες	36	13.53%
Καταναλωτικά Αγαθά Πρώτης Ανάγκης	11	4.14%
Ενέργειας	40	15.04%
Υγείας	24	9.02%
Υψηλής Τεχνολογίας	49	18.42%
Βιομηχανικές	21	7.89%
Υλικών	49	18.42%
Μέσων Μαζικής Ενημέρωσης	17	6.39%
Λιανικών Πωλήσεων	13	4.89%
Τηλεπικοινωνίες	6	2.26%
Σύνολο	**266**	**100.00%**

Έτος Εισαγωγής	Πλήθος	Ποσοστό
2005	76	28.57%
2006	59	22.18%
2007	62	23.31%
2008	9	3.38%
2010	20	7.52%
2011	22	8.27%
2012	18	6.77%
Σύνολο	**266**	**100.00%**

4.3 Μεθοδολογία εμπειρικής προσέγγισης

Σε προηγούμενα κεφάλαια αναφέρονται τα μοντέλα εντοπισμού των δεδουλευμένων που είναι στη διακριτική ευχέρεια της διοίκησης, στην παρούσα εργασία χρησιμοποιούνται το μοντέλο της Jones (1991) και το μοντέλο Modified Jones (1995)αλλά διαστρωματικά (cross-sectional) όπως παρουσιάστηκε από τους DeFond και Jiambalvo (1994). Σύμφωνα με τον Peasnell (1998) είναι πιθανό οι διοικήσεις να χρησιμοποιούν τα λογιστικά δεδουλευμένα ως μέσο χειραγώγησης λόγω του χαμηλού του κόστους.

4.3.1 Cross-Sectional Standard Jones Model (1991)

Όπως αναφέρθηκε και σε προηγούμενο κεφάλαιο το μοντέλο της Joneseισήχθη στη βιβλιογραφία το 1991, η οποία ήταν η πρώτη που χρησιμοποίησε ένα μοντέλο προσδοκιών λαμβάνοντας υπόψη τις μεταβολές στις οικονομικές συνθήκες της εταιρείας. Στην παρούσα εργασία για να γίνει η διαστρωματική εκτίμηση που ειπώθηκε προηγουμένως έγινε ο υπολογισμός των παραμέτρων ανά κλάδο (10 κλάδοι) και ανά οικονομικό έτος της κάθε εταιρείας. Ο λόγος που συνέβη αυτό ήταν για να διαχωριστούν τα συνολικά δεδουλευμένα σε αυτά που δεν είναι στη διακριτική ευχέρεια της εταιρείας και σε αυτά που βρίσκονται στη διακριτική της ευχέρεια και υποδηλώνουν ύπαρξη χειραγώγησης. Επειδή, τα έτη εισαγωγής στο χρηματιστήριο των εταιρειών διαφέρουν εκτιμήθηκαν παλινδρομήσεις για δύο χρόνια πριν και δύο μετά την περίοδο αναφοράς (2003-2014).

Για τον εκτίμηση των discretionary accruals με το υπόδειγμα της Jones έγινε η εκτίμηση της παλινδρόμησης (1) για κάθε συνδυασμό έτους και κλάδου και δημιουργήθηκαν οι εκτιμητές της παλινδρόμησης α, β1, β2. Στη συνέχεια με βάσει αυτούς τους εκτιμητές και τα δεδομένα κάθε εταιρείας ξεχωριστά στην εξίσωση (2) υπολογίστηκαν τα discretionary accruals της κάθε εταιρείας που εξετάζουμε. Η διαστρωματική εκτίμηση του υποδείγματος της Jonesέχει την παρακάτω μορφή (Botsari and Meeks, 2008):

$$\mathbf{TA_{ijp} /A_{ijp-1} = \alpha_{jp} + \beta_{1jp} (\Delta REV_{ijp} /A_{ijp-1}) + \beta_{2jp} (PPE_{ijt} /A_{ijp-1}) + \varepsilon_{ijp}(1)}$$

Όπου:

TAijp = Σύνολο δεδουλευμένων με βάση στοιχεία που αντλούνται από την Κατάσταση Ταμειακών Ροών για το χαρτοφυλάκιο j, την εταιρεία i, το έτος p

$\Delta\mathbf{REV_{ijp}}$= Μεταβολή στα έσοδα για το χαρτοφυλάκιο j, την εταιρεία i, το έτος p

$\mathbf{PPE_{ijt}}$ = Σύνολο παγίων για το χαρτοφυλάκιο j, την εταιρεία i, το έτος p

$\mathbf{A_{ijp-1}}$= Σύνολο ενεργητικού αρχής χρήσης για το χαρτοφυλάκιο j, την εταιρεία i, το έτος p

$\boldsymbol{\varepsilon_{ijp}}$ = Διαταρακτικός όρος για το χαρτοφυλάκιο j, την εταιρεία i, το έτος p

i = 1,…,Νο δείκτης της εταιρείας

j= 1,…,Ν ο δείκτης του χαρτοφυλακίου

p = 1,…,Νο δείκτης του έτους

Σημειώνεται ότι όλες οι μεταβλητές της εξίσωσης (1) διαιρέθηκαν με το σύνολο του ενεργητικού της προηγούμενης χρήσης (lagged total assets) για τη μείωση της ετεροσκεδαστικότητας.

Στη συνέχεια η εκτίμηση των discretionary accrualsέγινε ως εξής:

$$\mathbf{EDA_{ip} = TA_{ip}/ A_{ip-1} – [a_{jp} + b_{1jp} (\Delta REV_{ip} / A_{ip-1}) + b_{2jp}(PPE_{ip} / A_{ip-1})] (2)}$$

Σύμφωνα με τους Kothari et al. (2005) πρέπει να χρησιμοποιείται ο σταθερός όρος στο μοντέλο γιατί παρέχει πρόσθετο έλεγχο για ετεροσκεδαστικότητα και ότι τα

μοντέλα χωρίς σταθερό όρο είναι λιγότερο συμμετρικά και κάνουν τη δύναμη των συγκριτικών τέστ λιγότερο σαφή. Ενώ σύμφωνα με τους Pope et al., (2000) δεν υπάρχει λόγος αποπληθωρισμού του σταθερού όρου. Στην παρούσα εργασία προτιμήθηκε η λύση που προτείνεται από τους Pope et al. (2000) αφού δεν κρίθηκε σκόπιμο να αποπληθωριστεί και σταθερός όρος της παλινδρόμησης.

4.3.2 Cross-Sectional Modified Jones Model (1995)

Όπως και στο προηγούμενο μοντέλο οι εκτιμηθέντες συντελεστές της γραμμικής παλινδρόμησης (3) εισάγονται στο τροποποιημένο υπόδειγμα της Jones (Dechow et al., 1995) προκειμένου να υπολογιστούν αρχικά τα δεδουλευμένα που δεν είναι στη διακριτική ευχέρεια της διοίκησης και στη συνέχεια τα discretionary accruals. Η διαφορά του εν λόγω μοντέλου σε σχέση με το προηγούμενο είναι ότι από τη μεταβολή των εσόδων (ΔREV) αφαιρείται η μεταβολή στους λογαριασμούς πληρωτέους (ΔREC). Η εξίσωση είναι η εξής:

$$\mathbf{TA_{ijp} /A_{ijp-1}= a_{jp} + b_{1jp} (\Delta REV_{ijp}/A_{ijp-1}- \Delta REC_{ijp} /A_{ijp-1}) + b_{2jp} (PPE_{ijp}/A_{ijp-1}) + \varepsilon_{ijp}} \quad \mathbf{(3)}$$

Όπου:

$\mathbf{\Delta REC_{ijp}}$= Μεταβολή στους λογαριασμούς εισπρακτέους στο χαρτοφυλάκιο j, την εταιρεία i, το έτος p.

Και στη συνέχεια ο υπολογισμός των discretionary accruals γίνεται ως εξής:

$$\mathbf{EDA_{ip} = TA_{ip}/ A_{ip-1}- [a_{jp} + b_{1jp} (\Delta REV_{ip}/A_{ip-1}- \Delta REC_{ip} /A_{ip-1}) + b_{2jp} (PPE_{ip}/A_{ip-1})]} \quad \mathbf{(4)}$$

Σημειώνεται ότι για τον υπολογισμό των συνολικών δεδουλευμένων χρησιμοποιήθηκε η μέθοδος των ταμειακών ροών. Για την εκτίμηση των συντελεστών των παλινδρομήσεων χρησιμοποιήθηκε το οικονομετρικό πακέτο stata, ενώ όλες οι παλινδρομήσεις πραγματοποιήθηκαν με διόρθωση ως προς την ετεροσκεδαστικότητα, χρησιμοποιώντας την ένδειξη robust.

4.4 Περιγραφή δεδομένων

Τα δεδομένα τα οποία χρησιμοποιήθηκαν για τις εκτιμήσεις των μεταβλητών στα προαναφερθέντα υποδείγματα αντλήθηκαν από τη βάση δεδομένων της worldscope, η οποία αποτελεί κομμάτι της βάσης δεδομένων της Datastream. Πιο συγκεκριμένα τα δεδομένα που απαιτούνται αναφέρονται σε ετήσια βάση και καλύπτουν την περίοδο 2003-2013.

Για τον υπολογισμό των συνολικών δεδουλευμένων, η οποία έγινε με τη μέθοδο των ταμειακών ροών χρησιμοποιήθηκαν οι εξής μεταβλητές: 1) Net Cash Flow-Operating Activities (WC04860) και 2) Net Income Before Extraordinary/Preferred Dividends(WC01551).

Όσον αφορά τον υπολογισμό των μεταβλητών στις γραμμικές παλινδρομήσεις αλλά και τον υπολογισμό των discretionary accruals χρησιμοποιήθηκαν οι εξής μεταβλητές: 1) Total Assets(WC02999), 2) Net Sales or Revenues (WC01001), 3) Property Plant and Equip Gross (WC02301) και 4) Receivables Net (WC02051).

Αναλυτική περιγραφή των στοιχείων που χρησιμοποιήθηκαν για τους υπολογισμούς γίνεται στο παράρτημα (ενότητα 2, σελ 72).

5. Παρουσίαση Ευρημάτων

Σε αυτή την ενότητα παρουσιάζονται οι πίνακες με τα ευρήματα όπως προέκυψαν μετά τους υπολογισμούς που αναφέρθηκαν στο προηγούμενο κεφάλαιο. Παρουσιάζονται τα discretionary accruals των εταιρειών που προέβησαν σε αρχικές δημόσιες εγγραφές στο London Stock Exchangetην περίοδο 2005-2012. Στον πίνακα υπάρχουν discretionary accruals για 2 έτη πριν την αρχική δημόσια εγγραφή και δύο έτη μετά (Για τις εταιρείες που έκαναν αρχική δημόσια εγγραφή το έτος 2012 δεν υπήρχαν ακόμα δημοσιευμένα στοιχεία που αφορούσαν το έτος 2014, οπότε υπάρχουν στοιχεία μόνο για ένα έτος μετά).

Συγκεντρωτικός Πίνακας Discretionary Accruals και Στατιστικής Σημαντικότητας Μέσων και Διαμέσων με τα Υποδείγματα Jones και Modified Jones

Model	Year t-2				t-1				t				t+1				t+2			
No. Name	N	Mean	St Dev	Median	N	Mean	St Dev	Median	N	Mean	St Dev	Median	N	Mean	St Dev	Median	N	Mean	St Dev	Median
Panel A: All Companies/Years																				
1 Jones TACFS	109	-0.1528313***	0,518731	-0.0837607†††	162	-0,0762707	3,231456	-0.0974281†††	196	1,458348	29,85687	-0.0622131††	230	-6,221696	96,7016	-0.064829†††	197	0,1249116	3,453638	-0.1032284†††
2 Modified Jones TACFS	109	-0.2182638***	0,498539	-0.0985516†††	161	-0,1152445	3,260825	-0.101544†††	196	0,2032089	16,15364	-0.0531113†††	225	-7,245909	109,7311	-0.0330818†††	194	0,1506205	3,486219	-0.0499937†††
Panel B: IPO 2005																				
1 Jones TACFS	39	-0.1749264**	0,434371	-0.0672284††	52	-0,4901451	2,762294	-0.0849093†††	57	-0,0924552	0,6069084	-0,0722718	71	0,0167408	0,210569	-0,0373322	64	-0,0468353	0,232536	-0.0829165†††
2 Modified Jones TACFS	39	-0.2006329***	0,43032	-0.1067361†††	52	-0,5266287	2,743641	-0.1009917†††	57	-0,0351801	0,4862058	-0,0206002	70	-0,0186272	0,186523	-0.0215582††	64	-0,0422039	0,224862	-0.0375559††
Panel C: IPO 2006																				
1 Jones TACFS	23	-0,0580646	0,450038	-0.0678627††	36	-0.2484288*	0,7763416	-0.1333761†††	46	-0,1250322	0,601272	-0.049965†	50	-0.0917747*	0,367957	-0.0908285†††	42	-0.2732135**	0,713915	-0.1127902†††
2 Modified Jones TACFS	23	-0.171239***	0,284705	-0.0622321†††	36	-0,3408216	1,269346	-0.1236461†††	46	-0.3547538*	1,365521	-0,0759113	50	-0,0826681	0,401685	-0.0567681†††	42	-0.2746882**	0,70045	-0.1080923†††
Panel D: IPO 2007																				
1 Jones TACFS	21	-0,048645	0,288229	-0,0223233	34	-0.1351829**	0,38788	-0.1149787†††	44	7,784289	61,13085	-0.0905409††	55	-26,54835	197,6868	-0,1017174	56	0,7646501	6,437436	-0.1006319†††
2 Modified Jones TACFS	21	-0.1565612**	0,292554	-0.1537764††	33	-0.138818**	0,3876821	-0.0891986††	44	3,157589	31,45901	-0.0766834†††	54	-30,31954	223,9899	-0,057845	56	0,8122278	6,446415	-0.0304719††
Panel E: IPO 2008																				
1 Jones TACFS	3	0,4035954	1,410174	0,0653445	5	-0,1955874	0,3941931	0,0602996	7	0.1642258*	0,1883578	0.1831592†	8	-0,1499825	0,36348	-0,0719768	8	-0,0005152	0,159448	-0,0675639
2 Modified Jones TACFS	3	-0,0931749	1,795746	-0,6973805	5	-0,2453142	0,3135313	-0,1762469	7	0,0768596	0,26435	0,0211027	8	-0,1406839	0,334526	-0,0161571	8	0,0106074	0,13637	-0,0502123
Panel F: IPO 2010																				
1 Jones TACFS	9	-0,1022791	0,207047	-0,1255873	13	-0.1028677*	0,1779195	-0.0928457†	14	0,0536711	0,3879047	-0,0259147	20	0,0258882	0,418009	-0,0401455	20	-0.1365624***	0,176022	-0.1186829†††
2 Modified Jones TACFS	9	-0,1149116	0,221497	-0,0985516	13	-0.0972036**	0,1594525	-0,0793547	14	0,0409492	0,2805681	-0,0051934	19	0,0482409	0,327847	-0,0230425	19	-0.1024083**	0,180109	-0.0664251††
Panel G: IPO 2011																				
1 Jones TACFS	10	-0,2419415	0,504694	-0.1130239†	13	2,437692	9,859867	-0.1368336†	15	-3,508857	27,493	-0,0537391	20	1,686695	7,833087	-0,0714254	7	-0.1435733***	0,091045	-0.1434147††
2 Modified Jones TACFS	10	-0,2098694	0,465306	-0.0605603†	13	2,446837	9,802197	-0.1048631†	15	-5,034404	22,90698	0,0155079	19	0,7015924	3,537106	-0,037512	5	-0,0331046	0,083085	-0,0392871
Panel H: IPO 2012																				
1 Jones TACFS	4	-1.337576**	0,829049	-1.61994†	9	-0,3003812	0,83804	-0,1771213	13	-0,1152062	2,686619	-0,0649297	6	-0,0804246	0,352503	0,018557				
2 Modified Jones TACFS	4	-1.33184*	0,870513	-1.636937†	9	-0,4041956	0,8401444	-0,1209792	13	-0,4904852	2,288899	-0,1287263	5	-0,151673	0,348247	0,016845				

Αρχικά, πριν γίνει το οποιοδήποτε σχόλιο για τα αποτελέσματα που προέκυψαν από τα υποδείγματα αλλά και από τους ελέγχους που έγιναν στο δείγμα καλό θα ήταν να σταθούμε σε κάποια ενδιαφέροντα δεδομένα. Όπως γίνεται αντιληπτό από τον πίνακα λείπει το έτος 2009, ενώ παρατηρούμε ότι από το 2007 και μετά το πλήθος των παρατηρήσεων είναι μειωμένο αισθητά. Ο λόγος που υπάρχουν τόσο μεγάλες αποκλίσεις στο πλήθος των παρατηρήσεων είναι ότι από το 2007 και έπειτα εξαιτίας της παγκόσμιας οικονομικής κρίσης αλλά και των οικονομικών συνθηκών γενικότερα οι επενδυτές έδειχναν όλο και μικρότερη εμπιστοσύνη στις κεφαλαιαγορές και υπήρχε μειωμένο ενδιαφέρον από το επενδυτικό κοινό, με αποτέλεσμα όλο και λιγότερες εταιρείες να επιλέγουν να εισαχθούν στο χρηματιστήριο (PWC IPO WATCH 2005-2012). Πιο συγκεκριμένα το 2008 οι εταιρείες που προέβησαν σε αρχική δημόσια εγγραφή πανευρωπαϊκά μειώθηκαν παραπάνω από το μισό από 819 σε 337 (PWC IPO WATCH 2008), ενώ για το 2009 η μείωση συνεχίστηκε (226) πράγμα που είχε ως αποτέλεσμα οι αρχικές δημόσιες εγγραφές να έχουν ιστορικό χαμηλό από το 2000 και μετά. Μάλιστα, το 2009 είναι η πρώτη φορά μετά το 2000 όπου το London Stock Exchange δεν ηγείται στη λίστα των Ευρωπαϊκών Χρηματιστηρίων στις αρχικές δημόσιες εγγραφές όσον αφορά το ύψος κεφαλαιοποίησης (PWC IPO WATCH 2009). Από το 2010 και μετά άρχισαν σταδιακά να αυξάνονται οι αρχικές δημόσιες εγγραφές χωρίς όμως να πλησιάζουν τα αντίστοιχα επίπεδα πριν το 2008, ενώ φαίνεται η κατάσταση φαίνεται να εξομαλύνεται το 2013 αφού οι νέες εταιρείες που προέβησαν σε αρχική δημόσια εγγραφή έφτασαν στα επίπεδα του 2007 πράγμα που δείχνει ότι η εμπιστοσύνη άρχισε να επιστρέφει στις χρηματαγορές (Business Today).

Αρχικά, τα αποτελέσματα τόσο με το μοντέλο της Jones (1991) όσο και με το Modified Jones (1995) καταλήγουν σε μεγάλο βαθμό στα ίδια συμπεράσματα. Όπως φαίνεται από το Panel A, όσον αφορά τους μέσους όρους των discretionary accruals παρατηρούμε ότι τις δύο περιόδους που προηγούνται της αρχικής δημόσιας προσφοράς είναι αρνητικά. Το έτος εισαγωγής αυξάνονται και πλέον γίνονται θετικά, ενώ το πρώτο έτος μετά την εισαγωγή τους υπάρχει μια μεγάλη αντιστροφή τόσο στο μέσο όρο τους όσο και στο πρόσημο τους καθότι μειώνονται αρκετά (-6,22 με το Jones και -7,25 με το Modified Jones). Τέλος το δεύτερο έτος μετά την εισαγωγή τους στο χρηματιστήριο τα discretionary accruals φαίνονται να εξομαλύνονται καθότι επιστρέφουν σε χαμηλότερα επίπεδα ενώ πλέον είναι και θετικά. Τα αποτελέσματα σε

γενικές γραμμές όσον αφορά τη ροή των δεδουλευμένων που είναι στη διακριτική ευχέρεια της διοίκησης είναι συνεπή και σε κάθε χρονιά ξεχωριστά με εξαίρεση το 2011 όπου ακολουθούν εντελώς διαφορετική πορεία, ενώ το 2005 και 2006 οι μέσοι όροι των discretionary accruals και τα πέντε έτη είναι αρνητικοί (Panels B-H). Ακόμα, αξίζει να σημειωθεί ότι την περίοδο 2005-2008 τα discretionary accruals την χρονιά που προηγείται της αρχικής δημόσιας εγγραφής όχι μόνο είναι αρνητικά αλλά μειώνονται ακόμα περισσότερο (downward earnings management), πράγμα που αλλάζει την επόμενη τριετία (2010-2012). Αξιοσημείωτο, επίσης είναι το γεγονός ότι από τα πέντε έτη που εξετάστηκαν (t-2, t-1, t, t+1, t+2) στατιστικώς σημαντικά και μάλιστα σε επίπεδο 99% ήταν τα discretionary accruals μόνο τη χρονιά t-2. Μάλιστα, όπως ειπώθηκε πριν τα discretionary accruals είχαν αρνητικό πρόσημο. Τις υπόλοιπες χρονιές οι μέσοι όροι των δεδουλευμένων που είναι στη διακριτική ευχέρεια της διοίκησης δεν ήταν στατιστικώς σημαντικοί. Το συγκεκριμένο φαινόμενο παρατηρείται όχι μόνο στο σύνολο των ετών αλλά και σε κάθε έτος ξεχωριστά. Από τα παραπάνω ευρήματα προκύπτει το συμπέρασμα ότι δεν μπορούμε να μιλήσουμε για χειραγώγηση κερδών στις Βρετανικές εταιρείες την περίοδο 2005-2012. Το συγκεκριμένο συμπέρασμα είναι συνεπές με τα ευρήματα των Ball and Shivakumar (2008) όπου κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι οι εταιρείες δεν προβαίνουν σε χειραγώγηση κερδών πριν την αρχική δημόσια εγγραφή τους αλλά αλλάζουν τις λογιστικές πολιτικές, κάνοντάς τες πιο συντηρητικές, έτσι ώστε να βελτιώσουν την ποιότητα στη λογιστική πληροφόρηση. Μάλιστα, ένα γεγονός που ενισχύει το συλλογισμό μας είναι ότι τα discretionary accruals είναι αρνητικά τις περιόδους πριν την αρχική δημόσια εγγραφή, ενώ τη χρονιά t-2 είναι στατιστικώς σημαντικά σε όλα τα επίπεδα στατιστικής σημαντικότητας. Από τα παραπάνω εύλογα οδηγούμαστε στο συμπέρασμα ότι οι διοικήσεις των εταιρειών επέλεξαν πιο συντηρητικές λογιστικές πολιτικές για τις εταιρείες τους πριν αυτές εισαχθούν στο χρηματιστήριο με αποτέλεσμα τα discretionary accruals να είναι αρνητικά. Προσπάθεια αναλυτικότερης εξήγησης των ευρημάτων γίνεται στην επόμενη ενότητα.

Όσον αφορά τη διάμεσο τόσο του δείγματος όσο και των ετών αναφοράς ξεχωριστά σύμφωνα με το z-test sign rank Wilcoxon που πραγματοποιήθηκε παρατηρούμε ότι τα αποτελέσματα έχουν μια μικρή διαφοροποίηση σε σχέση με τα όσα ειπώθηκαν πριν. Δηλαδή, όπως φαίνεται και από τα Panels A-H, υπάρχει στατιστική σημαντικότητα τόσο στο σύνολο του δείγματος όσο και στα έτη αναφοράς ξεχωριστά πλην

ελαχίστων εξαιρέσεων (2010,2011). Εκτός, όμως από το κομμάτι της στατιστικής σημαντικότητας παρατηρείται διαφοροποίηση και στα πρόσημά τους. Σε γενικές γραμμές οι διάμεσοι είναι αρνητικές σε όλα τα έτη αναφοράς και μάλιστα από την περίοδο t-1, στην περίοδο t-2 παρατηρούμε μείωση (downward earnings management). Μοναδικές εξαιρέσεις στα ευρήματα είναι το έτος 2008 (Panel E) όπου τα discretionary accruals είναι θετικά κατά τις περιόδους πριν την αρχική δημόσια εγγραφή και το έτος 2012 (Panel H) όπου υπάρχει μια αύξηση των discretionary accruals. Την περίοδο της αρχικής δημόσιας εγγραφής και την περίοδο (t+1) μετά την αρχική δημόσια εγγραφή (t+1) τα discretionary accruals παρουσιάζουν αύξηση μεν αλλά παραμένουν αρνητικά (Panel A-H). Τέλος, την περίοδο t+2 σε γενικές γραμμές τα δεδουλευμένα δεν έχουν μεγάλες μεταβολές σε σχέση με την προηγούμενη περίοδο. Τα συγκεκριμένα ευρήματα μας οδηγούν στο συμπέρασμα ότι υπάρχει downward earnings management στις Βρετανικές επιχειρήσεις τις περιόδους πριν την αρχική δημόσια εγγραφή τους. Το συγκεκριμένο φαινόμενο μπορούμε να πούμε ότι επιβεβαιώνει όσα βρήκαν οι Ball and Shivakumar (2008), αφού μπορεί να οφείλεται στην επιλογή πιο συντηρητικών λογιστικών πολιτικών από τις διοικήσεις των επιχειρήσεων με σκοπό τη βελτίωση της ποιότητας της λογιστικής τους πληροφόρησης επειδή πλέον η εταιρεία τους είναι στο επίκεντρο του ενδιαφέροντος των ελεγκτικών αρχών, των οίκων αξιολόγησης, των επενδυτών και γενικότερα όλων των συνδεδεμένων μερών.

Σε γενικές γραμμές τα αποτελέσματα από τα δύο υποδείγματα και τους ελέγχους που πραγματοποιήθηκαν δεν διαφέρουν στην ουσία τους. Μπορεί από τον έλεγχο στους μέσους όρους των discretionary accruals να μην προκύπτουν συμπεράσματα χειραγώγησης κερδών, αλλά παρατηρώντας τον έλεγχο που πραγματοποιήθηκε στις διαμέσους του δείγματος μπορούμε να οδηγηθούμε στο συμπέρασμα ότι οι διοικήσεις των εταιρειών που προέβησαν σε αρχική δημόσια εγγραφή εφάρμοσαν συντηρητικότερες λογιστικές πολιτικές με σκοπό τη βελτίωση την ποιότητα της πληροφόρησης που παρέχουν. Για να μπορέσουμε να βεβαιωθούμε για το τι πραγματικά συμβαίνει χρειάζεται περισσότερη διερεύνηση το θέμα στο μέλλον. Για παράδειγμα, να ερευνηθεί αν πραγματοποιείται χειραγώγηση κερδών με τις άλλες μεθόδους χειραγώγησης (Real Earnings Management και Classification Shifting). Ενώ σε περίπτωση που θεωρήσουμε αξιόπιστο το συμπέρασμα ότι οι διαφορές στα discretionary accruals οφείλονται στην προσπάθεια βελτίωση της πληροφόρησης,

χρήσιμο θα ήταν να ελέγξουμε ποια δεδουλευμένα παρουσιάζουν στατιστικώς σημαντικές διαφορές και αν θα καταλήξουμε στα ίδια συμπεράσματα με τους Ball and Shivakumar (2008). Προσπάθεια να εξηγηθούν τα αποτελέσματα κατά τη συγκεκριμένη περίοδο αλλά και εντοπισμός των αιτιών γίνεται στο επόμενο κεφάλα

6. Συμπεράσματα και ερμηνεία των ευρημάτων

Σε αυτό το κεφάλαιο γίνεται προσπάθεια να εξηγηθεί γιατί τα ευρήματα από την αγορά της Μεγάλης Βρετανίας την περίοδο 2005-2012 έρχονται σε αντίθεση με τα όσα προβλέπει η βιβλιογραφία για τη χειραγώγηση κερδών γενικότερα (Teoh et al., 1998a; Teoh et al., 1998b., Roosenboom et al., 2003; Gramlich and Sorensen, 2004) και για ποιό λόγο τα ευρήματα φαίνεται να συγκλίνουν με την άποψη των Ball and Shivakumar (2008) όσον αφορά τη χειραγώγηση κερδών και τις αρχικές δημόσιες εγγραφές.

Αρχικά, μια πιθανή αιτία εντοπίζεται στα όσα αναφέρουν οι Ball and Shivakumar (2008). Σύμφωνα με τους συγκεκριμένους ερευνητές οι λόγοι για τους οποίους παρουσιάζονται διαφορές στα δεδουλευμένα των εταιρειών πριν την αρχική δημόσια εγγραφή τους δεν οφείλεται στις τυχοδιωκτικές συμπεριφορές των διοικήσεων να επιτύχουν υψηλότερη τιμή εισαγωγής στο χρηματιστήριο αλλά στην προσπάθεια βελτίωσης της ποιότητας της λογιστικής πληροφόρησης. Οι Ball and Shivakumar (2008) έδειξαν ότι οι επιχειρήσεις πριν προβούν σε αρχική δημόσια εγγραφή επιλέγουν συντηρητικότερες λογιστικές πολιτικές γιατί τα συνδεδεμένα μέρη (επενδυτές, ελεγκτές, αναλυτές κλπ) έχουν απαίτηση για υψηλότερης ποιότητας λογιστική πληροφόρηση για να επιλυθεί το πρόβλημα της ασυμμετρίας στην πληροφόρηση. Μάλιστα, τα ευρήματα από τη συγκεκριμένη έρευνα στη Βρετανική Αγορά συγκλίνουν με αυτή την άποψη. Όπως αναφέρθηκε και στο προηγούμενο κεφάλαιο τα discretionary accruals είναι αρνητικά και μάλιστα την περίοδο t-1 παρουσιάζουν και αύξηση σε σχέση με την περίοδο t-2 (downward earnings management). Αυτά τα δεδομένα σε συνδυασμό με την άποψη των Ball and Shivakumar (2008) μας οδηγούν στο συμπέρασμα ότι οι διοικήσεις των εταιρειών δεν είχαν σκοπό να εξαπατήσουν τους επενδυτές αλλά να βελτιώσουν τη ποιότητα των δημοσιευμένων πληροφοριών τους, λόγω του γεγονότος ότι μια επιχείρηση όταν επιλέξει να εισαχθεί στο χρηματιστήριο είναι στο επίκεντρο του ενδιαφέροντος του τύπου, των αναλυτών, των ελεγκτών, των επενδυτών, των φορέων χάραξης πολιτικής κλπ. Το συγκεκριμένο συμπέρασμα ενισχύεται και στη συνέχεια της ενότητας όπου παρουσιάζεται αναλυτικότερα το νομοθετικό πλαίσιο εισαγωγής μιας εταιρείας στο Βρετανικό Χρηματιστήριο.

Στη συνέχεια άλλος ένας λόγος για τον οποίο μπορούμε να ενισχύσουμε την άποψη μας ότι οι Βρετανικές Επιχειρήσεις δεν προβαίνουν σε χειραγώγηση κερδών είναι η υιοθέτηση υψηλότερης ποιότητας λογιστικών προτύπων από τις εταιρείες παγκοσμίως την περίοδο που εξετάστηκε. Ως γνωστόν το από το 2005 και μετά όσες εταιρείες συμμετείχαν στην κύρια αγορά του London Stock Exchange και από το 2007 και μετά όσες συμμετείχαν στην Alternative Investment Market υποχρεώθηκαν να εφαρμόσουν τα Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα. Όπως αναφέρθηκε και σε προηγούμενη ενότητα για να μπορέσουν να είναι συγκρίσιμα τα αποτελέσματα από το δείγμα αφαιρέθηκαν οι επιχειρήσεις από την AIM που δεν είχαν εφαρμόσει τα ΔΛΠ. Άρα το δείγμα αποτελείται μόνο από εταιρείες που εφαρμόζουν τα Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα. Επίσης, από τις 15 Δεκέμβρη του 2004 και μετά το Financial Reporting Council (FRC) υποχρέωσε τις εταιρείες στη Μεγάλη Βρετανία να εφαρμόσουν και τα United Kingdom Auditing Standards τα οποία είναι υψηλής ποιότητας όπως τα International Auditing Standards που εφαρμόστηκαν από το 2006 και μετά παγκοσμίως. Σύμφωνα με τους Horton et al. (2013) αλλά και τους Brochet et al. (2011) τα Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα παρέχουν υψηλότερης ποιότητας λογιστική πληροφόρηση και δημιουργούν μεγαλύτερη εμπιστοσύνη στους επενδυτές σε σχέση με τα εθνικά πρότυπα που ίσχυαν στο παρελθόν. Επίσης, όπως αναφέρθηκε και προηγουμένως, σύμφωνα με τους Ball and Shivakumar (2008) οι εταιρείες που προβαίνουν σε αρχική δημόσια εγγραφή είναι πιο συντηρητικές σε σχέση με πριν εγγραφούν στο χρηματιστήριο στους λογιστικούς χειρισμούς τους γιατί θέλουν να παρέχουν υψηλότερης ποιότητας πληροφόρηση στο επενδυτικό κοινό, ενώ ταυτόχρονα δεν έχουν τη δυνατότητα να προβούν σε χειραγώγηση των δεδουλευμένων τους επειδή βρίσκονται στο κέντρο της προσοχής, ενώ οι λόγοι που τα δεδουλευμένα έχουν στατιστική σημαντική διαφοροποίηση κοντά στην περίοδο των αρχικών δημόσιων εγγραφών οφείλεται σε λάθη που έγιναν σε παλαιότερες χρήσης και όχι επειδή υπάρχει πρόθεση χειραγώγησης. Μάλιστα, για να τεκμηριώσουν αυτή τους τη θέση μελέτησαν την περίπτωση της Μεγάλης Βρετανίας κατά την περίοδο 1992-1999 αμφισβητώντας τα ευρήματα των Teoh et al. (1998b). Τέλος, είναι πιθανό επειδή το London Stock Exchange είναι η μεγαλύτερη ευρωπαϊκή αγορά οι προσπάθειες που καταβάλλονται για αξιοπιστία των οικονομικών καταστάσεων να είναι πιο εντατικές. Σύμφωνα λοιπόν με τα παραπάνω είναι ιδιαίτερα πιθανό λόγω των περιορισμών που θέτει η υιοθέτηση των Διεθνών Λογιστικών Προτύπων αλλά και η υιοθέτηση των Διεθνών Προτύπων στην

Ελεγκτική να αποτρέπουν τις διοικήσεις των εταιρειών που προβαίνουν σε αρχική δημόσια εγγραφή να χειραγωγούν τα δεδουλευμένα τους μαζικά. Ενδιαφέρον, θα είχε μια συγκριτική μελέτη για το αν υπάρχουν ενδείξεις χειραγώγησης των δεδουλευμένων τις περιόδους πριν την υιοθέτηση των προτύπων. Επίσης, ενδιαφέρον θα ήταν να γίνει μια μελέτη για το αν οι εταιρείες στη Μεγάλη Βρετανία επιλέγουν να χειραγωγήσουν τα κέρδη τους με άλλους τρόπους όπως το Real Earnings Management και όχι μέσω των δεδουλευμένων τους όπως πιστεύουν οι Cohen et al. (2008) ότι συνέβη στις εταιρείες στις Η.Π.Α μετά την ίδρυση του Sarbanes-Oxley Act.

Επιπρόσθετα, μια πιθανή αιτία εντοπίζεται σε αυτά που αναφέρει η Price Waterhouse Coopersστην ετήσια έκθεση που εκδίδει με θέμα τις αρχικές δημόσιες εγγραφές και έχει το όνομα IPO WATCH EUROPE. Σε αυτές τις εκθέσεις όπως αναφέρθηκε και στο προηγούμενο κεφάλαιο η οικονομική κρίση παγκοσμίως αλλά και η έλλειψη εμπιστοσύνης του επενδυτικού κοινού επηρέασε το πλήθος των εταιρειών που επέλεξαν να αντλήσουν κεφάλαια από τα χρηματιστήρια στην Ευρώπη. Χαρακτηριστικό είναι ότι από τόσο το 2008 όσο και το 2009 οι εταιρείες που επέλεξαν να προβούν σε αρχική δημόσια εγγραφή μειώθηκαν παραπάνω από 50% σε σχέση με την προηγούμενη. Μάλιστα, αυτό είχε ως αποτέλεσμα το 2009 να υποχωρήσει το London Stock Exchangeαπό την κορυφή της λίστας των χρηματιστηρίων με την υψηλότερη κεφαλαιοποίηση κατά τη διάρκεια των αρχικών δημόσιων εγγραφών, τη θέση του LSEτο 2009 την πήρε το NYSE Euronext. Στις επόμενες χρονιές αυτή η εικόνα αντιστράφηκε αλλά και πάλι όχι σε πολύ μεγάλο βαθμό με αποτέλεσμα την τριετία 2010-2012 οι εταιρείες που έκαναν αρχική δημόσια εγγραφή να είναι αισθητά λιγότερες από αυτές της τριετίας 2005-2007. Σύμφωνα με τη Business Today το 2013 άρχισε να επανέρχεται στα προ δεκαετίας επίπεδα ο ρυθμός των αρχικών δημόσιων εγγραφών στο London Stock Exchange, έτος όμως που είναι εκτός των ορίων της παρούσας εργασίας. Αυτό είχε ως αποτέλεσμα το δείγμα των εταιρειών να μην είναι ιδιαίτερα μεγάλο και να υπάρχει μεγάλη ανομοιογένεια στα στοιχεία. Επίσης, μπορούμε να υποθέσουμε ότι από τη στιγμή που υπήρχε σαφής μείωση του ενδιαφέροντος τόσο του επενδυτικού κοινού όσο και των εταιρειών για είσοδο τους στο χρηματιστήριο, αλλά και λόγω της οικονομικής κρίσης τα κίνητρα που προβλέπει η βιβλιογραφία (Teoh et al., 1998a; Teoh et al., 1998b)

όσον αφορά τις αρχικές δημόσιες εγγραφές να μην ήταν το ίδιο ισχυρά. Δηλαδή, από τη στιγμή που η είσοδος στο χρηματιστήριο δεν ήταν ιδιαίτερα δημοφιλής τρόπος χρηματοδότησης την περίοδο που εξετάστηκε δεν υπήρχαν ισχυρά κίνητρα για χειραγώγηση κερδών από τις διοικήσεις των εταιρειών έτσι ώστε να πετύχουν υψηλές τιμές εισαγωγής

Επίσης, μια ακόμα σημαντική παράμετρος που πρέπει να ληφθεί υπόψη είναι οι κανόνες εταιρικής διακυβέρνησης που υπάρχουν στο Ηνωμένο Βασίλειο αλλά και το πόσο αυστηρό είναι το νομοθετικό πλαίσιο εισαγωγής στο χρηματιστήριο. Στη Μεγάλη Βρετανία δραστηριοποιείται η Financial Conduct Authority η οποία είναι μια ανεξάρτητη αρχή και επιβάλλει τους κανόνες που χρειάζονται έτσι ώστε να εισέλθουν στο χρηματιστήριο νέες εταιρείες. Στη δικαιοδοσία της όμως δεν είναι όλες οι αρχικές δημόσιες εγγραφές αλλά μόνο αυτές οι οποίες αφορούν τη κύρια αγορά και όχι την AIMτων οποίων την ευθύνη την αναλαμβάνουν ειδικοί σύμβουλοι (Nominated Adviser). Αυτό πρακτικά σημαίνει ότι οι εταιρείες οι οποίες θέλουν να εισέλθουν στην κεντρική αγορά του London Stock Exchange έχουν αυστηρότερες υποχρεώσεις. Μία από αυτές είναι ότι πρέπει να υπακούσουν στο UK Corporate Governance Code ή σε περίπτωση που δεν υπακούν στους θεσμοθετημένους κανόνες εταιρικής διακυβέρνησης της Μεγάλης Βρετανίας να εξηγήσουν κάτω από ποιόν κώδικα διέπονται οι κανόνες εταιρικής διακυβέρνησης τους. Σύμφωνα μάλιστα με μια έρευνα της Grant Thornton από το 2005 και μετά ο βαθμός της πλήρους συμμόρφωσης ή απλής συμμόρφωσης χρησιμοποιώντας επαρκείς επεξηγήσεις των εταιρειών στους κανόνες εταιρικής διακυβέρνησης πλησιάζει το 85% σε σχέση με το 49% που υπήρχε το 2002 αλλά και το 64% το 2003. Από αυτά συμπεραίνουμε ότι την περίοδο μελέτης το πλαίσιο που αφορά τους κανόνες εταιρικής διακυβέρνησης έγινε και αυτό αυστηρότερο.

Τέλος, σύμφωνα με τους Alhadab et al. (2013) οι εταιρείες που προέβησαν σε αρχική δημόσια εγγραφή στην Alternative Investment Market σε σχέση με αυτές που προέβησαν σε αρχική δημόσια εγγραφή στην κύρια αγορά στο London Stock Exchange είχαν υψηλότερα επίπεδα χειραγώγησης κερδών τόσο με τη μέθοδο των δεδουλευμένων όσο και με τη χειραγώγηση μέσω των πραγματικών δραστηριοτήτων. Επίσης, υποστηρίζουν ότι οι επενδυτές υποδέχονται καλύτερα μια μετοχή που εισάγεται στην κύρια αγορά από ότι μια μετοχή που εισάγεται στην AIM. Ο λόγος που συμβαίνει αυτό είναι το αυστηρότερο νομοθετικό πλαίσιο που περιγράφηκε στην

προηγούμενη παράγραφο. Ο παρακάτω πίνακας δείχνει ότι το δείγμα που επιλέχθηκε έχει κυρίως εταιρείες οι οποίες έκαναν αρχική δημόσια εγγραφή στη κύρια αγορά του Λονδίνου. Για την ακρίβεια το 69,17% των εταιρειών του δείγματος εισήχθησαν στη κύρια αγορά. Αυτός μπορεί να είναι ένας αρκετά σημαντικός λόγος που εξηγεί γιατί τα ευρήματα της έρευνας δεν έδειξαν μια συνολική τάση για χειραγώγηση των δεδουλευμένων και επιβεβαιώνει σε μεγάλο βαθμό την αντίληψη των Ball and Shivakumar (2008) ότι οι εξονυχιστικοί έλεγχοι που πραγματοποιούνται στις επιχειρήσεις που επιλέγουν να εισαχθούν στο χρηματιστήριο τις αναγκάζει να βελτιώσουν τη ποιότητα της λογιστικής τους πληροφόρησης.

Πίνακας 5: Εταιρείες ανά αγορά		
	Πλήθος	Ποσοστό
MainMarket	184	69.17%
AIM	82	30.83%
Σύνολο	266	100.00%

Οι παραπάνω λόγοι που αναφέρθηκαν στην ενότητα, δηλαδή υιοθέτηση συντηρητικότερων λογιστικών πολιτικών, βελτίωση λογιστικής πληροφόρησης, αυστηρότερο νομοθετικό πλαίσιο, μείωση ενδιαφέροντος επενδυτικού κοινού και διασπορά δείγματος, είναι πιθανό να ευθύνονται για την εικόνα των ευρημάτων. Όπως αναφέρθηκε στην προηγούμενη ενότητα τα συμπεράσματα που βγάζουμε για την περίοδο αναφοράς της εργασίας είναι ότι δεν προκύπτει τάση για χειραγώγηση των δεδουλευμένων αλλά μας δίνει τη δυνατότητα να συμπεράνουμε ότι υπάρχει τάση για ενίσχυση της ποιότητας της πληροφόρησης. Οι αιτίες που αναφέρονται ως πιθανές εξηγήσεις είναι ικανές να εξηγήσουν ως ένα βαθμό το αποτέλεσμα, αλλά σίγουρα δημιουργούν και κάποια ερωτηματικά μιας και η έρευνα στο παρελθόν έχει καταλήξει σε συμπεράσματα ότι η πρακτική της χειραγώγησης των δεδουλευμένων είναι συνηθισμένη σε περιόδους που προηγείται και έπεται των αρχικών δημόσιων εγγραφών. Για αυτό το λόγο απαιτείται περαιτέρω διερεύνηση του θέματος έτσι ώστε τα συμπεράσματα να είναι πιο ασφαλή. Αρχικά, θα μπορούσε να ερευνηθεί ποια δεδουλευμένα παρουσιάζουν τη μεγαλύτερη διαφοροποίηση τις περιόδους κοντά στην αρχική δημόσια εγγραφή και αν τα ευρήματα αυτά συμφωνούν με τα όσα κατέληξαν οι Ball and Shivakumar (2008). Επίσης, καλό θα ήταν να μελετηθεί αν η υιοθέτηση υψηλότερης ποιότητας προτύπων μειώνει τα περιστατικά χειραγώγησης και τέλος η έρευνα θα μπορούσε να στραφεί και στη μελέτη χειραγώγησης κερδών

μέσω των άλλων μεθόδων όπως αναφέρθηκαν στο κεφάλαιο 2 (Real Earnings Management, Classification Shifting Management).

7. Επίλογος

Αρκετές έρευνες κατά το παρελθόν έχουν ασχοληθεί με το θέμα της χειραγώγησης κερδών με διάφορες αφορμές όπως αρχικές δημόσιες εγγραφές, συγχωνεύσεις εξαγορές κλπ. Η ασυμμετρία στην πληροφόρηση είναι ο βασικός λόγος που δημιούργησε την ανάγκη για έρευνα στο κομμάτι της χειραγώγησης κερδών. Σύμφωνα με τη βιβλιογραφία (Teoh et al., 1998b) σε περιόδους που αφορούν αρχικές δημόσιες εγγραφές οι διοικήσεις των εταιρειών επιλέγουν να χειραγωγήσουν το λογιστικό αποτέλεσμα με σκοπό την αποκόμιση μεγαλύτερων κερδών κατά την είσοδο τους στο χρηματιστήριο. Τα κέρδη αυτά όμως είναι αυξημένα λόγω των λογιστικών χειρισμών της διοίκησης και δεν μπορούν να διατηρηθούν στα ίδια επίπεδα για μεγάλο χρονικό διάστημα. Αυτό έχει ως αποτέλεσμα την αντίδραση των συνδεδεμένων μερών της επιχείρησης και κυρίως των επενδυτών που αναθεωρούν τις αντιλήψεις τους για την εταιρεία και προσαρμόζουν ανάλογα τις τιμές. Σύμφωνα με τους Teoh et al. (1998b) και Roosenboom et al. (2003) οι εταιρείες υπό ένταξη στο χρηματιστήριο προβαίνουν σε χειραγώγηση των κερδών τους κατά το έτος που εγγράφονται στο χρηματιστήριο αλλά και το επόμενο έτος της εισαγωγής τους. Αντίθετα, όμως με αυτές τις απόψεις έχει αναπτυχθεί και βιβλιογραφία η οποία κατέληξε στο συμπέρασμα ότι οι μεταβολές στα δεδουλευμένα τις περιόδους πριν την αρχική δημόσια εγγραφή δεν οφείλεται σε οπορτουνιστικές συμπεριφορές της διοίκησης αλλά σε προσπάθεια βελτίωσης της ποιότητας στη λογιστική πληροφόρηση. Όπως γίνεται αντιληπτό από τα παραπάνω το θέμα με τη χειραγώγηση κερδών είναι ιδιαίτερα σημαντικό και για αυτό το λόγο έγινε αντικείμενο μελέτης από την παρούσα εργασία.

Πιο συγκεκριμένα η παρούσα εργασία ασχολήθηκε με το θέμα της χειραγώγησης κερδών στη Μεγάλη Βρετανία την περίοδο 2005-2012. Η μέθοδος που χρησιμοποιήθηκε για να εντοπιστεί η ενδεχόμενη χειραγώγηση ήταν αυτή της χειραγώγησης των δεδουλευμένων. Οι υποθέσεις που τέθηκαν ήταν αν οι επιχειρήσεις του δείγματος φαίνεται να χειραγωγούν τα αποτελέσματα κατά τις δύο περιόδους πριν την εισαγωγή τους στο χρηματιστήριο, την περίοδο που εισήχθησαν, αλλά και τις δύο επόμενες περιόδους. Για να επιτευχθεί ο στόχος της μελέτης, αρχικά

εξήχθησαν τα δεδομένα από τη βάση δεδομένων της ThomsonOne έτσι ώστε να εντοπιστούν οι εταιρείες που είχαν κάνει αρχική δημόσια εγγραφή την περίοδο που μελετήθηκε και στη συνέχεια μέσω της βάσης δεδομένων της WorldScope αντλήθηκαν οι μεταβλητές που ήταν απαραίτητες για τη μελέτη. Στη συνέχεια για να υπολογιστούν τα δεδουλευμένα που είναι στη διακριτική ευχέρεια της διοίκησης της εταιρείας χρησιμοποιήθηκαν τα Cross-Sectionalυποδείγματα της Jones (1991) και το Modified Jones (1995) όπως περιγράφονται από τους Botsari and Meeks (2008). Για τον υπολογισμό τους χρησιμοποιήθηκε το οικονομετρικό πακέτο stata. Μετά τον υπολογισμό των discretionary accruals έγινε έλεγχος στατιστικής σημαντικότητας τόσο για το μέσο στο σύνολο του δείγματος όσο και για τους μέσους κάθε χρονιάς ξεχωριστά όσο για τις αντίστοιχες διαμέσους. Οι έλεγχοι που χρησιμοποιήθηκαν για τους μεν μέσους ήταν ένας t-testέλεγχος, ενώ για τις διαμέσους έγινε ένα z-test Sign Rank Wilcoxon.

Τα αποτελέσματα της έρευνας βρέθηκαν να επιβεβαιώνουν κυρίως την αντίληψη των Ball and Shivakumar (2008). Όσον αφορά τους μέσους όρους των discretionary accruals στις πέντε περιόδους (t-2, t-1, t, t+1, t+2) δεν υπάρχει στατιστική σημαντικότητα στα ευρήματα, εκτός από την περίοδο t-2 όπου τα δεδουλευμένα είναι αρνητικά. Το συγκεκριμένο γεγονός μας οδήγησε στο συμπέρασμα ότι οι διοικήσεις των εταιρειών είναι πολύ πιθανό να προέβησαν στην εφαρμογή συντηρητικότερων πολιτικών με σκοπό τη βελτίωση την ποιότητα στην πληροφόρηση. Από την άλλη όσον αφορά τον έλεγχο που πραγματοποιήθηκε στις διαμέσους του δείγματος παρατηρούμε ότι υπάρχει στατιστική σημαντικότητα σε όλα τα επίπεδα σημαντικότητας, ενώ ταυτόχρονα το πρόσημο σε όλες τις περιόδους είναι αρνητικό και μάλιστα την περίοδο t-1 τα discretionary accruals μειώνονται σε σχέση με την περίοδο t-2. Αυτό μας οδήγησε στο συμπέρασμα ότι υπάρχει downward earnings management από τις διοικήσεις των εταιρειών τις περιόδους πριν την αρχική δημόσια εγγραφή, πράγμα που επίσης μπορεί να εξηγηθεί με την αντίληψη των Ball and Shivakumar (2008) που αφορά την ποιότητα των κερδών και της πληροφόρησης σε σχέση με τις αρχικές δημόσιες εγγραφές.

Η εξήγηση που δόθηκε για αυτά τα ευρήματα βασίζεται σε διάφορους άξονες. Ο πρώτος στηρίζεται στην αντίληψη των Ball and Shivakumar (2008) ότι μια εταιρεία επιλέγει να εισαχθεί στο χρηματιστήριο επειδή βρίσκεται στο επίκεντρο και δεν προσπαθεί να εξαπατήσει τα συνδεδεμένα μέρη. Αντίθετα, υποστηρίζουν ότι τις

περιόδους πριν την εισαγωγή της στο χρηματιστήριο επιλέγει να εφαρμόσει συντηρητικότερες πολιτικές έτσι ώστε να παρέχει υψηλότερης ποιότητας πληροφόρηση. Άλλος ένας άξονας έχει να κάνει με την υιοθέτηση των Διεθνών Λογιστικών Προτύπων, αλλά και των Διεθνών Προτύπων στην Ελεγκτική. Η μετάβαση σε πρότυπα υψηλότερης ποιότητας ενδεχομένως να αποθάρρυνε τις διοικήσεις των εταιρειών να χειραγωγήσουν τα αποτελέσματα τους, όπως επισημαίνουν και οι Cohen et al. (2008). Επίσης, άλλος ένας άξονας έχει να κάνει με το γεγονός της οικονομικής κρίσης, η οποία επηρέασε σε μεγάλο βαθμό και τις χρηματαγορές. Σύμφωνα με τις ετήσιες εκθέσεις της Price Waterhouse Coopers την περίοδο 2008-2012 οι εταιρείες που επέλεξαν να χρηματοδοτηθούν μέσω του χρηματιστηρίου ήταν πολύ λιγότερες από ότι στο παρελθόν αλλά και ότι την αντίστοιχη χρονική περίοδο το ενδιαφέρον του επενδυτικού κοινού ήταν σαφέστατα μειωμένο. Τέλος, άλλος ένας άξονας αφορά το δείγμα ενδογενώς. Η πλειονότητα των εταιρειών που υπάρχουν στο δείγμα είναι εταιρείες που ανήκουν στην κύρια αγορά του London Stock Exchange και όχι την Alternative Investment Market. Σύμφωνα λοιπόν με το νομοθετικό πλαίσιο στη Μεγάλη Βρετανία μια εταιρεία για να μπορέσει να γίνει μέλος της κύριας αγοράς πρέπει να πληροί πιο αυστηρές προϋποθέσεις από ότι μία που θέλει να γίνει μέλος της AIM, πράγμα που ενισχύει ακόμα περισσότερο την αντίληψη των Ball and Shivakumar (2008).

Τα αποτελέσματα αυτά δίνουν χώρο για περισσότερη διερεύνηση, αρχικά αξίζει να διερευνηθεί ποιά δεδουλευμένα παρουσιάζουν τις μεγαλύτερες διαφορές τις περιόδους κοντά στην περίοδο της αρχικής δημόσιας εγγραφής και αν επιβεβαιώνουν τα ευρήματα των Ball and Shivakumar (2008). Επίσης, αξίζει να διερευνηθεί κατά πόσο μπορεί να επιβεβαιωθεί ότι τα υψηλότερης ποιότητας πρότυπα και τα αυστηρότερα νομοθετικά πλαίσια παρέχουν όντως μεγαλύτερη ασφάλεια στους επενδυτές αλλά και στα συνδεδεμένα μέρη της επιχείρησης γενικότερα. Τέλος, αξίζει να διερευνηθεί αν λόγω των περιορισμών που υπάρχουν από το νομοθετικό πλαίσιο γενικότερα, αν οι διοικήσεις έχουν στραφεί σε άλλους τρόπους χειραγώγησης κερδών όπως είναι αυτός του Real Earnings Management και του Classification Shifting.

Τέλος, πριν τελειώσει η εργασία καλό θα ήταν να αναφερθούν και κάποιοι περιορισμοί που υπήρξαν κατά τη διάρκεια της έρευνας. Οι περιορισμοί αυτοί είναι κυρίως ενδογενείς και επηρέασαν κυρίως το δείγμα και τη δυνατότητα να βγάλουμε καλύτερα συμπεράσματα. Ο ένας περιορισμός έχει να κάνει με την κατάσταση της

οικονομίας παγκόσμια και το ότι οι εταιρείες που προέβησαν σε αρχική δημόσια εγγραφή ήταν μειωμένες την περίοδο που μελετήθηκε σε σχέση με το παρελθόν. Επίσης, το μέγεθος του δείγματος επηρεάστηκε και από την ανομοιομορφία στα λογιστικά πρότυπα που εφαρμόζονταν στη κύρια και την εναλλακτική αγορά στο London Stock Exchange, με αποτέλεσμα στη μία αγορά να υπάρχουν στοιχεία από το 2005 και μετά (main market) ενώ στην άλλη από το 2007 και μετά (AIM). Τέλος, αρκετές από τις εταιρείες έκλεισαν την περίοδο αναφοράς με αποτέλεσμα να μην υπάρχουν τα αναμενόμενα στοιχεία για όλη την περίοδο μελέτης. Σε γενικές γραμμές, όμως η παρούσα εργασία πέτυχε το στόχο που είχε τεθεί εξ' αρχής.

Βιβλιογραφία

Επιστημονικά Περιοδικά

Abarbanell, J. andR. Lehavy, 2003. Can stock recommendations predict earnings management and analyst's earnings forecast errors? Journal of Accounting Research 41, (3) 1-31.

Aharony, J., C. Lin and M. Loeb, 1993. Initial public offerings, accounting choices and earnings management. Contemporary Accounting Research 10, 61-83.

Aldahab, M., I. Clacher and K. Keasey, 2013. Real and accrual earnings management and IPO failure risk. Working Paper.

Ayers, B.C., 1998. Deferred tax accounting under SFAS No 109: An empirical investigation of its incremental value-relevance relative to APB No 11. The Accounting Review 73 (2), 195-212.

Ball, R. and L. Shivakumar,2005. Earnings quality in UK private firms: comparative loss recognition timeliness. Journal of Accounting and Economics 39, 83-128.

Ball, R. and L. Shivakumar,2006. The role of accruals in asymmetrically timely gain and loss recognition. Journal of Accounting Research 44, 207-242.

Ball, R. and L. Shivakumar, 2008. Earnings quality at initially public offerings. Journal of Accounting and Economics, 324-349.

Beatty, A., S. Chamberlain and J. Magliolo., 1995. Managing financial reports of commercial banks: The influence of taxes, regulatory capital and earnings. Journal of Accounting Research 33 (2), 231-261.

Beneish, M.D., 1997. Detecting GAAP violation: Implications for assessing earnings management among firms with extreme financial performance. Journal of Accounting and Public Policy 16, 271-309.

Beneish, M.D., 2001. Earnings Management: A perspective. Managerial Finance 27, 3-17.

Botsari, A. and G.Meeks, 2008. Do acquirers manage earnings prior to a share for a bid?. Journal of Business Finance and Accounting 35, 633-670.

Brochet, F., A.D. Jagolinzer and E.J. Riedl, 2013. Mandatory IFRS adoption and financial statement comparability. Contemporary Accounting Research 30, 1373-1400.

Burgstahler, D. and M. Eames, 2006. Management of earnings and analysts forecasts Journal of Business Finance and Accounting 33 (5-6), 653-662.

Cahan, S., 1992. The effect of antitrust investigations on discretionary accruals: A refined test of the political cost hypothesis. The Accounting Review 67, 77-95.

Chang, S.-C., T-Y Chung and W.-C. Lin, 2010. Underwriter reputation, earnings management and the long-run performance of initial public offerings. Accounting and Finance 50, 53-78.

Chen, K.Y., K.-L.. Lin and J. Zhou, 2005. Audit quality and earnings management for Taiwan IPO firms. Managerial Auditing Journal 20, 86-104.

Cohen, D.A., A. Dey and T.Z. Lys, 2008. Real and accrual-based earnings management in the pre- and post-Sarbanes-Oxley periods. The Accounting Review 83, 757-787.

Cohen, D.A. and P. Zarowin, 2010. Accrual based and real earnings management activities around seasoned equity offerings, Journal of Accounting and Economics 50, 2-19.

Collins, J.,D.Shackleford, and J. Wahlen, 1995. Bank differences in the coordination of regulatory capital, earnings and taxes. Journal of Accounting Research 33 (2), 263-291

Copeland, R.M., 1968. Income Smoothing, Empirical Research in Accounting: Selected Studies. Journal of Accounting Research 6 (supplement), 101.

DeAngelo, L.E., 1986. Accounting numbers as market valuation substitutes: A study of management buyouts of public stockholders. The Accounting Review 61, 400-420.

DeAngelo, L.E.. 1998. Managerial competition, information costs, and corporate governance: The use of accounting performance measures in proxy contests. Journal of Accounting and Economics 10, 3-36.

DeAngelo, E., H. DeAngeloandD. Skinner, 1994. Accounting choices of troubled companies. Journal of Accounting and Economics 17 (January), 113-143.

Dechow, P. and R..G Sloan, 1991. Executive incentives and the horizon problem: An empirical investigation. Journal of Accounting and Economics 14, 51-89.

Dechow, P., 1994. Accounting earnings and cash flows as measures of firm performance: The role of accounting accruals. Journal of Accounting and Economics 18 (1), 3-40.

Dechow, P., R.G Sloan and A.P. Sweeney, 1995. Detecting Earnings Management. The Accounting Review 70 (2), 193-225.

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

Dechow, P., S.A. Richardson and I. Tuna, 2003. Why are earnings kinky? An examination of the earnings management explanation. Review of Accounting Studies 8, 355-384.

DeFond, M.L. and J.Jiambalvo, J., 1994. Debt covenant effects and the manipulation of accruals. Journal of Accounting and Economics 17 (January), 145-176.

DuCharme, L.L., P.H. Malatesta and S.E. Sefcik, 2001. Earnings Management: IPO valuation and subsequent performance. Journal of Accounting, Auditing and Finance 16, 369-396.

Elder, R. and J. Zhou, 2002. Audit firm size, industry specialization and earnings management by initial public offering firms. SSRN eLibrary.

Erickson, M and S.-W. Wang, 1999. Earnings management by acquiring firms in stock for stock mergers. Journal of Accounting and Economics (April) 27, 149-176.

Fama, E.F. and K. French, 1993. Common risk factors in returns on stocks and bonds. Journal of Financial Economics 33, 3-56.

Foster, G., 1979. Briloff and the capital market. Journal of Accounting Research 17 (Spring), 262-274.

Friedlan, J., 1994. Accounting choices of issuers of initial public offerings. Contemporary Accounting Research 11, 1-31.

Guay, W., S. Kothari and R. Watts , 1996. A market based evaluation of discretionary accruals models. Journal of Accounting Research 34, 83-105.

Graham, J.R., C.R. Harvey and S. Rajgopal, 2005. The economic implications of corporate financial reporting. Journal of Accounting and Economics 30, 3-73.

Gramlich, J.D. and O. Sorensen, 2004. Voluntary management earnings forecasts and discretionary accruals: Evidence from Danish IPOs. European Accounting Review 13, 235-259.

Hand, J.R.M., 1992. Resolving LIFO uncertainty: A theoretical and empirical examination of 1974-1975 adoptions and non-adoptions. Journal of Accounting Research 31, 21-49.

Healy, P., 1985. The effect of bonus schemes on accounting decisions. Journal of Accounting and Economics 7, 85-107.

Healy, P. and K.G Palepu, 1990. Effectiveness of accounting-based dividend covenants. Journal of Accounting and Economics 12 (1-3) , 97-124.

Healy, P. and M. Wahlen, 1999. A review of the earnings management literature and its implications for standard setting. Accounting Horizons 13 (December), 365-383.

Holthausen, R., D. Larcker and R. Sloan , 1995. Annual bonus schemes and the manipulation of earnings. Journal of Accounting and Economics 19, 29-74.

Horton, J., G. Serafeim, and I. Serafeim,, 2013. Does mandatory IFRS adoption improve the information environment?. Contemporary Accounting Research 30, 388-423.

Hribar, P. and D.W. Collins, 2002. Errors in estimating accruals: implications for empirical research. Journal of Accounting Research 40, 105-134.

Jones, J.J., 1991. Earnings management during important relief investigations. Journal of Accounting Research 29, 193-228.

Key, K.G., 1997. Political cost incentives for earnings management in the cable television industry. Journal of Accounting and Economics (23) 3, 309-337.

Kothari, S.P., A.J. Leone and C.E. Wasley, 2005. Performance-matched discretionary accrual measures. Journal of Accounting and Economics 39, 163-197.

Lee, G. and R.W. Masulis, 2011. Do one more reputable financial institutions reduce earnings management by IPO issuers?. Journal of Corporate Finance 17, 982-1000.

Lev, B, 1989. On the usefulness of earnings and earnings research: Lessons and Directions from two decades of empirical research. Journal of Accounting Research 27 (supplement), 153-201.

Lo, K., 2008. Earnings management and earnings quality. Journal of Accounting and Economics 45, 350-357.

Louis, H., 2004. Earnings management and the market performance of acquiring firms. Journal of Financial Economics 74, 121-148.

Mangan, M. and D. Cornier, 1997. The impact of forward-looking financial data in IPOs on the quality of financial reporting. Journal of Financial Statement Analysis 2, 6-17.

McVay, S.E., 2006. Earnings management using classification shifting: An examination of core earnings and special items. The Accounting Review 81, 501-531.

Miller, G.S. and D.J Skinner, D.J., 1998. Determinants of the valuation allowances for deferred tax assets under SFAS No 109., The Accounting Review 58, 23-42.

Morsfield, S.G. and C.E.L Tan , 2006. Do venture capitalists influence the decision to manage earnings in initial public offerings?. The Accounting Review 81, 11190-1150.

Moyer, S., 1990. Capital adequacy ratio regulations and accounting choices in commercial banks. Journal of Accounting and Economics 12, 123-154.

Peasnell, K.V., 1998. Discussing of earnings management using asset sales: An international study of countries allowing non-current asset revaluation. Journal of Business Finance and Accounting 25, 1319-1324.

Peasnell, K.V, P.F. Pope, P.F. and S. Young, 2000a. Detecting earnings management using cross-sectional abnormal accrual models. Accounting and Business Research 30, 313-326.

Peasnell, K.V., P.F. Pope andS. Young,, 2000b. Accrual management to meet earnings targets: UK evidence pre- and post-cadbury. British Accounting Review 32, 415-445.

Perry, S and T. Williams, 1994. Earnings management preceding management buyout offers. Journal of Accounting and Economics 18, 157-179.

Rangan, S., 1998. Earnings anagement and the performance of seasoned equity offerings. Journal of Financial Economics 50, 101-122.

Ritter, J. and I. Welch , 2002. A review of IPO activity, pricing and allocations. The Journal of Finance 57, 1795-1828.

Roosenboom, P., T. van der Goot and G. Mertens, 2003. Earnings management and initial public offerings: Evidence from the Netherlands. The International Journal of Accounting 38, 243-266.

Ross, S.A., 1977. The determination of financial structure: The incentive-signaling approach. The Bell of Journal Economics 8, 23-40.

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

Schipper, K. 1989. Commentary: Earnings Management. Accounting Horizons (December), 91-102.

Scholes, M., G.P. Wilson.and M. Wolfson, 1990. Tax planning, regulatory capital planning, and financial reporting strategy for commercial banks. Review of financial studies 3, 625-650.

Sweeney, A.P, 1994. Debt-covenant violations and manager's accounting responses. Journal of Accounting and Economics (May), 281-308.

Teoh, S.H., I. Welch and T.J. Wong, 1998a. Earnings management and the post-issue performance of seasoned equity offerings. Journal of Financial Economics (October) 50, 63-99.

Teoh, S.H., I. Welch and T.J. Wong, 1998b. Earnings management and the long-term market performance of initial public offerings. Journal of Finance (December). 53, 1935-1974.

Teoh, S.H., T.J. Wong and G. Rao, 1998. Are accruals during initial public offerings opportunistic? Review of Accounting Studies 3, 175-208.

Visnathan, G., 1998. Deferred tax valuation allowances and earnings management. Journal of Financial Statement Analysis 3 (4), 6-15.

Watts, R.L. and J.L. Zimmerman, 1986. Positive Accounting Theory. Englewood Cliffs, NJ , Prentice Hall.

Zang, A.Y., 2012. Evidence on the trade-off between real activities manipulation and accrual based earnings management. Accounting Review. doi: 10.2308/accr-10196.

Zingales, L., 1995. Insider ownership and the decision to go public. The Review of Economic Studies 62, 425-448.

ΛοιπήΒιβλιογραφία

Γκίκας, Δ.Χ., 2008. ΧρηματοοικονομικήΛογιστική (International Financial Reporting Standards). ΕκδόσειςΓ. Μπένου, Τρίτηέκδοση, Αθήνα.

Davidson, S., C.Sticlney,and R.Weil, 1987. Accounting: The language of Business 7th Edition. (T. Horton, Sun-Lakes Arizona)

Ιστοσελίδες

www.businesstoday.org

http://www.dimensional.com/famafrench/

www.fca.org.uk

www.frc.org.uk

www.grant-thornton.co.uk

www.iasb.org

www.ifrs.org

www.londonstockexchange.com

www.pwc.co.uk

www.pwc.pl

www.stata.com

www.wikipedia.org

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ

Ενότητα 1: Πίνακες DiscretionaryAccruals για όλες τις Περιόδους με SIC codes						
JonesModel						
IPO SUM		**t-2**	**t-1**	**t**	**t+1**	**t+2**
	Mean	-0.162	-0.1375	0.07947	-5.5654	0.18254
	t-test	-1.2757	-0.4438	0.0794	-0.9522	0.9567
	probability	0.2048	0.6578	0.9368	0.342	0.3399
	Median	0.00584	0.01813	0.04889	0.0551	0.02816
	z-test	0.074	0.089	2.115	4.978	2.248
	probability	0.941	0.9287	0.0344	0	0.0246
	St.dev	1.32581	3.94312	14.0115	88.6434	2.67804
	Min	-12.961	-36.212	-96.451	-1343.4	-4.5141
	Max	1.48507	33.2417	161.914	39.878	37.1635
	Obs	109	162	196	230	97
IPO 2005		**t-2**	**t-1**	**t**	**t+1**	**t+2**
	Mean	-0.3695	-0.7589	0.11302	0.12686	0.07863
	t-test	-1.1002	-1.0835	1.4661	4.4864	2.1512
	probability	0.2782	0.2837	0.1482	0	0.0353
	Median	0.01156	0.01409	0.09955	0.08069	0.04672
	z-test	0.112	0.255	2.793	5.122	2.655
	probability	0.9111	0.7987	0.0052	0	0.0079
	St.dev	2.09728	5.05116	0.58201	0.23826	0.2924
	Min	-12.961	-36.212	-1.784	-0.6334	-0.5805
	Max	0.58537	2.353	3.40658	1.06649	1.67118
	Obs	39	52	57	71	64
IPO 2006		**t-2**	**t-1**	**t**	**t+1**	**t+2**
	Mean	-0.0184	-0.1908	0.053	0.02774	-0.1775
	t-test	-0.3337	-1.2035	0.3993	0.5258	-1.5792
	probability	0.7418	0.2369	0.6915	0.6014	0.122
	Median	0.00584	0.03561	0.02602	0.0079	-0.1128
	z-test	0.091	-0.393	0.53	0.642	-0.606
	probability	0.9273	0.6945	0.5962	0.5209	0.5442
	St.dev	0.26406	0.9511	0.90018	0.37309	0.72841
	Min	-0.6909	-5.1874	-2.2028	-1.2225	-4.5141
	Max	0.46481	1.10838	4.51691	1.91514	0.26282
	Obs	23	36	46	50	42

IPO 2007		t-2	t-1	t	t+1	t+2
	Mean	0.08867	-0.1245	2.33779	-24.231	0.68666
	t-test	1.2179	-0.8833	0.6015	-0.9918	1.0348
	probability	0.2375	0.3834	0.5506	0.3257	0.3053
	Median	0.02096	0.0552	0.03015	0.06927	0.03055
	z-test	1.303	1.069	0.117	2.036	1.599
	probability	0.1924	0.2853	0.9071	0.0418	0.1099
	St.dev	0.33366	0.82187	25.7788	181.18	4.96586
	Min	-0.5838	-4.317	-50.404	-1343.4	-0.4625
	Max	1.03123	0.6762	161.914	8.96857	37.1635
	Obs	21	34	44	55	56

IPO 2008		t-2	t-1	t	t+1	t+2
	Mean	0.72781	-0.0685	0.13858	-0.0652	0.07234
	t-test	1.0091	-0.2848	1.8806	-0.5469	2.0869
	probability	0.4192	0.79	0.1091	0.6014	0.0753
	Median	1.41249	0.02824	0.26504	0.08347	0.07112
	z-test	1.069	-0.135	1.521	0.42	1.68
	probability	0.285	0.8927	0.1282	0.6744	0.0929
	St.dev	1.24928	0.53813	0.19497	0.33719	0.09804
	Min	-0.7141	-0.7392	-0.1649	-0.7897	-0.0197
	Max	1.48507	0.68371	0.32231	0.17423	0.28225
	Obs	3	5	7	8	8

IPO 2010		t-2	t-1	t	t+1	t+2
	Mean	-0.0294	0.00983	0.1417	0.17078	-0.0238
	t-test	-0.336	0.1977	1.3201	1.4236	-0.6333
	probability	0.7455	0.8466	0.2096	0.1708	0.5341
	Median	-0.0053	-0.0067	0.07049	0.05936	-0.0071
	z-test	-0.652	0.105	1.224	1.904	-0.261
	probability	0.5147	0.9165	0.2209	0.0569	0.7938
	St.dev	0.2625	0.17924	0.40162	0.53651	0.16777
	Min	-0.5582	-0.3509	-0.1741	-0.3215	-0.6146
	Max	0.38761	0.42463	1.44558	2.30611	0.19115
	Obs	9	13	14	20	20

IPO 2011		t-2	t-1	t	t+1	t+2
	Mean	-0.1849	2.33878	-6.3024	1.99695	-0.0247
	t-test	-1.0456	0.9068	-0.9766	1.0012	-0.7408
	probability	0.323	0.3824	0.3454	0.3293	0.4868
	Median	-0.113	-0.0149	0.0374	0.02329	-0.0104
	z-test	-0.663	-0.454	-0.227	1.045	-0.338
	probability	0.5076	0.6496	0.8203	0.2959	0.7353
	St.dev	0.50469	9.29936	24.9951	8.92023	0.08818
	Min	-1.7207	-1.7197	-96.451	-0.6938	-0.1537
	Max	0.17199	33.2417	5.01772	39.878	0.06923
	Obs	10	13	15	20	7

IPO 2012		t-2	t-1	t	t+1	t+2
	Mean	-1.1895	-0.2108	-0.3527	-0.0936	
	t-test	-2.7709	-0.6118	-0.5466	-0.5474	
	probability	0.0695	0.5576	0.5947	0.6077	
	Median	-1.3537	-0.0696	0.02128	0.03098	
	z-test	-1.826	-0.652	0.454	-0.105	
	probability	0.0679	0.5147	0.6496	0.9165	
	St.dev	0.85857	1.03339	2.32643	0.3525	
	Min	-2.0309	-2.2274	-7.3677	-0.629	
	Max	-0.0196	1.21424	2.37313	0.39682	
	Obs	4	9	13	6	

ModifiedJonesModel						
IPO SUM		**t-2**	**t-1**	**t**	**t+1**	**t+2**
	Mean	0.05571	0.08328	0.26605	-1.4253	-0.035
	t-test	1.4239	1.2127	0.7793	-0.9251	-1.3489
	probability	0.1574	0.227	0.4367	0.3559	0.179
	Median	0.00363	0.00419	-0.0021	0.01175	-0.0037
	z-test	1.105	0.468	-0.34	1.508	0.534
	probability	0.2692	0.6395	0.7342	0.1315	0.593
	St.dev	0.40844	0.8713	4.77936	23.111	0.36145
	Min	-0.7267	-1.7387	-7.1861	-346.25	-2.1004
	Max	3.67159	9.56893	65.3012	10.8909	1.07848
	Obs	109	161	196	225	194

IPO 2005		**t-2**	**t-1**	**t**	**t+1**	**t+2**
	Mean	0.00296	0.02595	0.04356	0.05755	-0.0927
	t-test	0.211	0.5421	0.8682	2.6761	-1.5232
	probability	0.834	0.5901	0.389	0.0093	0.1327
	Median	0	0.03332	0.04744	0.01028	-0.0185
	z-test	-0.007	1.393	1.49	1.87	-0.375
	probability	0.9944	0.1635	0.1363	0.0615	0.708
	St.dev	0.0875	0.34524	0.37879	0.17991	0.4867
	Min	-0.216	-0.9147	-1.4929	-0.2653	-2.1004
	Max	0.24604	1.75452	1.33598	0.73066	0.82426
	Obs	39	52	57	70	64

IPO 2006		**t-2**	**t-1**	**t**	**t+1**	**t+2**
	Mean	0.2022	0.03692	-0.0263	0.05295	-0.1077
	t-test	1.2445	0.8383	-0.3789	0.7561	-1.8937
	probability	0.2264	0.4075	0.7066	0.4532	0.0653
	Median	0	0.00699	-0.0142	0.01962	-0.0028
	z-test	0.654	0.408	-0.803	0.352	-0.556
	probability	0.5131	0.6829	0.422	0.7246	0.5779
	St.dev	0.77916	0.77634	0.47091	0.49517	0.36873
	Min	-0.2552	-0.4873	-1.12	-1.5255	-1.4717
	Max	3.67159	0.94862	2.06674	1.85407	0.27631
	Obs	23	36	46	50	42

IPO 2007		t-2	t-1	t	t+1	t+2
	Mean	0.08091	0.01492	-0.2352	-6.3155	0.02015
	t-test	1.1783	0.386	-1.318	-0.9844	1.1025
	probability	0.2525	0.7021	0.1945	0.3294	0.275
	Median	0.0932	-0.0091	-0.0731	-0.1049	-0.0043
	z-test	1.651	-0.205	-1.774	-1.012	0.53
	probability	0.0987	0.8372	0.0761	0.3117	0.596
	St.dev	0.31465	0.22206	1.18388	47.1467	0.13676
	Min	-0.7267	-0.3232	-6.1469	-346.25	-0.213
	Max	0.74186	0.50361	2.63012	8.40275	0.68
	Obs	21	33	44	54	56

IPO 2008		t-2	t-1	t	t+1	t+2
	Mean	0.11948	1.87821	0.0145	-0.091	0.27365
	t-test	0.3257	0.9764	0.1568	-0.8578	1.7436
	probability	0.7755	0.3842	0.8805	0.4194	0.1248
	Median	0.00363	-0.0027	-0.0155	0.043	0.09926
	z-test	0.535	0.135	0	0	1.68
	probability	0.593	0.8927	1	1	0.0929
	St.dev	0.63529	4.30147	0.24472	0.30023	0.4439
	Min	-0.4499	-0.2366	-0.307	-0.7445	-0.0479
	Max	0.80473	9.56893	0.3282	0.14053	1.07848
	Obs	3	5	7	8	8

IPO 2010		t-2	t-1	t	t+1	t+2
	Mean	0.00248	-0.0395	0.00225	0.12536	0.02165
	t-test	0.0344	-1.0555	0.0149	1.9053	0.4381
	probability	0.9734	0.312	0.9883	0.0728	0.6665
	Median	0.02267	-0.0169	0.03914	0.03703	0.0768
	z-test	0.415	-0.943	0.596	1.61	1.207
	probability	0.6784	0.3454	0.5509	0.1075	0.2273
	St.dev	0.21612	0.13495	0.56249	0.28679	0.21535
	Min	-0.4331	-0.4045	-1.666	-0.1095	-0.6691
	Max	0.29407	0.16224	0.97626	1.1266	0.35391
	Obs	9	13	14	19	19

IPO 2011		t-2	t-1	t	t+1	t+2
	Mean	0.00717	0.2465	4.54997	0.63129	-0.0127
	t-test	0.1833	0.7619	1.0403	1.1044	-0.2711
	probability	0.8586	0.4608	0.3158	0.284	0.7997
	Median	0.01785	-0.0043	0.0348	0.02597	-0.0067
	z-test	0.255	0.245	0.511	1.529	-0.135
	probability	0.7989	0.8068	0.6092	0.1262	0.8927
	St.dev	0.1237	1.16646	16.9391	2.4917	0.10505
	Min	-0.208	-0.9845	-2.5939	-0.2476	-0.1774
	Max	0.19234	3.99737	65.3012	10.8909	0.11479
	Obs	10	13	15	19	5

IPO 2012		t-2	t-1	t	t+1	t+2
	Mean	-0.2114	-0.2051	-0.5507	0.0064	
	t-test	-2.2164	-1.0037	-0.9607	0.1417	
	probability	0.1134	0.3449	0.3557	0.8942	
	Median	-0.2029	-0.1771	0.03192	-0.0216	
	z-test	-1.461	-0.77	-0.524	-0.674	
	probability	0.1441	0.4413	0.6002	0.5002	
	St.dev	0.19072	0.61296	2.06675	0.10101	
	Min	-0.4495	-1.7387	-7.1861	-0.0901	
	Max	0.00996	0.3398	1.34795	0.17756	
	Obs	4	9	13	5	

Ενότητα 2: Στοιχεία της βάσης δεδομένων Datastream/Worldscope

Α. Λογιστικά στοιχεία για τον υπολογισμό των συνολικών δεδουλευμένων με τη μέθοδο των ταμειακών ροών.

TA = NI-CFO

NI (WC 01551):Καθαρό εισόδημα. Το συγκεκριμένο στοιχείο είναι το καθαρό εισόδημα και αντιπροσωπεύει το καθαρό εισόδημα πριν τις έκτακτες συναλλαγές και τα μερίσματα προνομιούχων μετοχών αλλά μετά τα λειτουργικά και μη-λειτουργικά έσοδα και έξοδα, αποθεματικά, φόρο εισοδήματος, δικαιώματα μειοψηφίας και κέρδη μετόχων.

CFO (WC 04860): Ταμειακές ροές από λειτουργική δραστηριότητα. Το συγκεκριμένο στοιχείο αντιπροσωπεύει τις ταμιακές ροές που προέρχονται από τις λειτουργικές δραστηριότητες της επιχείρησης.

Β. Λογιστικά στοιχεία για τον υπολογισμό των discretionaryaccruals με το υπόδειγμα Jones και ModifiedJones.

REV (WC 010001) :Καθαρές πωλήσεις ή έσοδα. Το συγκεκριμένο στοιχείο αντιπροσωπεύει τις πωλήσεις και τα άλλα έσοδα εκμετάλλευσης μείον τις εκπτώσεις τις επιστροφές και τις αποζημιώσεις.

PPE (WC 02301): Ακίνητα, εγκαταστάσεις και εξοπλισμός. (gross, property, plant and equipment). Το συγκεκριμένο στοιχείο αντιπροσωπεύει τα υλικά περιουσιακά στοιχεία με αναμενόμενη διάρκεια ζωής άνω του ενός έτους που αναμένεται να χρησιμοποιηθούν για την παραγωγή αγαθών προς πώληση ή την παροχή υπηρεσιών.

A (WC 02999): Σύνολο Ενεργητικού. Το συγκεκριμένο στοιχείο αντιπροσωπεύει το άθροισμα του συνόλου των κυκλοφορούντων περιουσιακών στοιχείων, των μακροπρόθεσμων απαιτήσεων, των επενδύσεων σε θυγατρικές, άλλων επενδύσεων και των παγίων (ακίνητα, εγκαταστάσεις και εξοπλισμός).

REC (WC 02501): Εισπρακτέοι λογαριασμοί-Απαιτήσεις. Το συγκεκριμένο στοιχείο αντιπροσωπεύει τα ποσά που οφείλονται στην εταιρεία από την πώληση αγαθών και υπηρεσιών επί πιστώσει στους πελάτες. Αυτά τα περιουσιακά στοιχεία θα πρέπει

εύλογα να αναμένεται ότι θα εισπραχθούν μέσα σε ένα έτος ή στο πλαίσιο του κανονικού κύκλου εκμετάλλευσης μιας επιχείρησης.