



ΣΧΟΛΗ ΕΠΙΣΤΗΜΩΝ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ  
ΤΜΗΜΑ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗΣ ΚΑΙ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ  
ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ ΣΤΗ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗ ΚΑΙ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ

Διπλωματική Εργασία

ΧΕΙΡΑΓΩΓΗΣΗ ΚΕΡΔΩΝ

της

ΖΩΗ ΜΑΡΙΑ ΤΣΙΜΠΑ

Επιβλέπων Καθηγητής: Γκίνογλου Δημήτριος

Υποβλήθηκε ως απαιτούμενο για την απόκτηση του Μεταπτυχιακού Διπλώματος στη  
Λογιστική και Χρηματοοικονομική

2022

## Περίληψη

Χρησιμοποιώντας εμπιστευτικά δεδομένα βραχυπρόθεσμων προγραμμάτων μόνους ειδικά για στελέχη, διευρύνεται ο βαθμός στον οποίο τα στελέχη χειραγωγούν τα κέρδη για να μεγιστοποιήσουν την παρούσα αξία των πληρωμών του προγράμματος μόνους. Ως εκ τούτου, η παρούσα διπλωματική εργασία επεκτείνει το έργο του Healy (1985), καθώς αναζητούσε στοιχεία που συνάδουν με την υπόθεση ότι οι διευθυντές χειραγωγούν τα κέρδη προς τα κάτω όταν τα μόνους τους είναι στο μέγιστο.

Ο κύριος στόχος αυτής της διπλωματικής εργασίας ήταν να διερευνήσει τη χειραγωγή των κερδών μέσω βιβλιογραφίας και ανασκόπησης άρθρων. Εξετάστηκε ο ορισμός της χειραγωγής και η σχέση της με την απάτη, καθορίστηκαν τα όρια μεταξύ χειραγωγής και απάτης, καθώς και τρόποι μέτρησης της χειραγωγής. Αναλύθηκαν οι βαθύτερες αιτίες της χειραγωγής που προέρχονται από την ασυμμετρία πληροφοριών, την εταιρική διακυβέρνηση, την εκπλήρωση των προσδοκιών και στόχων και τα οφέλη από το ρυθμιστικό κόστος.

Αποτυπώθηκαν οι κύριοι παράγοντες χειραγωγής σε σχέση με τις αποζημιώσεις, τα μόνους καθώς και τις εξαγορές από διαχειριστές των μετοχών των εταιρειών τους, τις δημόσιες προσφορές, τις δανειακές συμβάσεις και το κόστος δανεισμού, καθώς και τις εξαγορές και συγχωνεύσεις μεταξύ εταιρειών. Μελετήθηκαν μέθοδοι χειραγωγής, καθώς και μέθοδοι προσδιορισμού των επενδύσεων χαρτοφυλακίου, των αποσβέσεων και των επενδυτικών αποτελεσμάτων, των αναλογιών λειτουργικών και μη λειτουργικών εσόδων, πρόωρη αποπληρωμή του χρέους, προσαρμογή λειτουργικών επενδυτικών δραστηριοτήτων. Τα μοντέλα υπολογισμού της χειραγωγής καθορίστηκαν όσο το δυνατόν καλύτερα και τέλος εξετάστηκαν οι τρόποι αντιμετώπισης της χειραγωγής μέσω ελεγκτικών εταιρειών και ΔΠΧΠ.

Λέξεις Κλειδιά: χειραγωγή κερδών, οικονομική απάτη, μοντέλα χειραγωγής, ΔΠΧΠ, ελεγκτικές εταιρείες, Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς Αμερικής, τρόποι αντιμετώπισης

## Abstract

Using confidential data on executive-specific short-term bonus plans, the extent to which executives manipulate earnings to maximize the present value of bonus plan payments is expanded. Therefore, this thesis extends the work of Healy (1985) as he looked for evidence consistent with the hypothesis that managers manipulate earnings downward when their bonuses are at their maximum.

The main objective of this thesis was to investigate earnings manipulation in companies through literature and article review. The definition of manipulation and its relationship to fraud were examined, the boundaries between manipulation and fraud were defined, and ways to measure manipulation. The root causes of manipulation stemming from information asymmetry, corporate governance, fulfillment of expectations and goals, and regulatory cost benefits were analyzed.

The main manipulators were identified in relation to compensation, bonuses as well as managers' buyouts of their companies' shares, public offers, loan agreements and borrowing costs, as well as acquisitions and mergers between companies. Manipulation methods were studied, as well as methods of determining portfolio investments, depreciation and investment results, ratios of operating and non-operating income, early repayment of debt, adjustment of operating investment activities. The models for calculating the manipulation were defined as best as possible and finally the ways to deal with the manipulation through audit firms and IFRS were examined.

Keywords: earnings manipulation, financial fraud, manipulation models, IFRS, audit firms, Securities and Exchange Commission of America, ways to deal

## Περιεχόμενα

Περίληψη.....	2
Abstract .....	3
Εισαγωγή .....	6
Κεφάλαιο 1 <sup>ο</sup> : Εισαγωγικές Έννοιες.....	8
1.1. Ορισμός της Χειραγώγησης Κερδών (Earnings Management) .....	8
1.2. Χειραγώγηση και Απάτη.....	10
1.2.1. Η έννοια της οικονομικής απάτης.....	12
1.2.2. Χειραγώγηση κερδών μέσω απάτης .....	13
1.2.3. Τρόποι μέτρησης της χειραγώγησης κερδών .....	17
Κεφάλαιο 2 <sup>ο</sup> : Αίτια Χειραγώγησης Κερδών .....	22
2.1. Αίτια χειραγώγησης .....	22
2.2. Ασύμμετρη πληροφόρηση .....	27
2.3. Εταιρική διακυβέρνηση.....	28
2.4. Εκπλήρωση στόχων και προσδοκιών .....	31
2.5. Οφέλη αύξησης / μείωσης του ρυθμιστικού κόστους.....	31
Κεφάλαιο 3 <sup>ο</sup> : Κίνητρα Χειραγώγησης .....	32
3.1. Διευθυντικά (CEOs) κίνητρα στηριζόμενα σε bonus και αποζημιώσεις.....	32
3.2. Κίνητρα σχετικά με δανειακές συμβάσεις και κόστος δανεισμού .....	38
3.3. Κίνητρα προσφορά ιδίων κεφαλαίων μέσω δημόσιας εγγραφής (IPOs).....	39
3.4. Εξαγορές άλλων εταιριών – συγχωνεύσεις .....	46
3.5. Κίνητρα εξαγοράς μετοχών από τους ίδιους τους διευθυντές (MBOs).....	48
Κεφάλαιο 4 <sup>ο</sup> : Μέθοδοι Χειραγώγησης .....	49
4.1. Cookie Jar .....	49
4.2. Big Bath.....	50
4.3. Ο καθαρισμός των Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου .....	51
4.4. Τα λειτουργικά ενάντια στα μη λειτουργικά έσοδα .....	53
4.5. Τα επενδυτικά αποτελέσματα και αποσβέσεις .....	54
4.6 Η πρόωρη εξόφληση χρέους.....	56
4.7. Προσαρμογή των επενδυτικών δραστηριοτήτων.....	56
Κεφάλαιο 5 <sup>ο</sup> : Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς και Τρόποι Αντιμετώπισης.....	58
5.1. Περιπτώσεις Χειραγώγησης με την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς της Αμερικής .....	58
5.2. Τρόποι αντιμετώπισης της χειραγώγησης .....	64
5.3. Η συμβολή των ελεγκτικών εταιρειών .....	66
5.4. ΔΠΧΠ – Δημιουργική λογιστική.....	68
Συμπεράσματα .....	70
Βιβλιογραφία .....	72

## Εισαγωγή

Τις τελευταίες δεκαετίες, οι μελέτες η χειραγώγησης οικονομικών πληροφοριών έχει βρεθεί έχουν βρεθεί στο επίκεντρο αναλυτών και ερευνητών. Οι πρόσφατες απαιτήσεις της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς των ΗΠΑ για έλεγχο της ανακάλυψης δόλιων κερδών οδήγησαν σε έρευνα. Ωστόσο, η επιστημονική βιβλιογραφία για τον εντοπισμό χειραγώγησης κερδών είναι πολύ περιορισμένη. Στη λογιστική βιβλιογραφία, η διαφορά μεταξύ διαχείρισης κερδών και χειραγώγησης κερδών δεν ορίζεται σαφώς και η διάκριση μεταξύ τους πρέπει να εξηγηθεί (Impink, 2010).

Το λογιστικό κέρδος είναι ένας σημαντικός δείκτης απόδοσης, που χρησιμοποιείται σε πολλές οικονομικές αποφάσεις, όπως η αποτίμηση των μετοχών, η εκτίμηση απόδοσης, η αμοιβή των διευθυντών και η κατανομή των κερδών. Επιπλέον, σε ένα περιβάλλον σύγκρουσης συμφερόντων, όπως μεταξύ μετόχων και διευθυντών, είναι πάντα δυνατό για τους διαχειριστές να προσπαθήσουν να χειραγωγήσουν τα κέρδη. Η διαχείριση κερδών είναι μια δραστηριότητα, η οποία μπορεί να συσχετιστεί με διάφορα αποτελέσματα από την άποψη της πλήρους γνωστοποίησης στη χρηματοοικονομική αναφορά (Taleb Nia και Safari Sarchah, 2014).

Ειδικότερα, ο Copeland (1968) εισήγαγε τη χειραγώγηση του κέρδους ως τη σχετική ικανότητα των διευθυντών να μειώνουν ή να αυξάνουν τα αναφερόμενα κέρδη. Οι σκόπιμες ενέργειες των διευθυντών εταιρειών να φέρουν τα αναφερόμενα κέρδη πιο κοντά στο επιδιωκόμενο επίπεδο, το οποίο ταξινομείται σε τρεις κατηγορίες, όσον αφορά τη συμμόρφωση με τους λογιστικούς κανόνες και τα πρότυπα:

- 1) διαχείριση κερδών,
- 2) παραποίηση (Merchant, 1990) και
- 3) πρακτικές δημιουργικής λογιστικής - Creative Accounting Practices (CAP).

Η διαχείριση κερδών περιλαμβάνει την αναβολή της περιόδου που επηρεάζεται από μια λειτουργία, αλλάζοντας τις μεθόδους μέτρησης, επιταχύνοντας τις πωλήσεις ή καθυστερώντας τις αγορές. Εδώ, μπορούμε να περιορίσουμε τη διαχείριση κερδών στο παρασκήνιο, στη χειραγώγηση των λογιστικών μεγεθών και όχι στη χειραγώγηση των κερδών που περιλαμβάνει την απόδοση σε πραγματικές επιχειρηματικές καταστάσεις.

Η παραποίηση αναφέρεται στην αποκάλυψη λανθασμένων δεδομένων. Στην περίπτωση αυτή, τέτοιες πράξεις μπορεί να θεωρηθούν εγκληματικές. Ωστόσο, η λεπτή γραμμή μεταξύ των δύο χειρισμών παραμένει ασαφής.

Η περίπτωση, της δημιουργικής λογιστικής χρησιμοποιείται συχνά για να περιγράψει τη διαδικασία με την οποία οι επαγγελματίες λογιστές χρησιμοποιούν τις γνώσεις τους για να χειραγωγήσουν τα στοιχεία στους ετήσιους λογαριασμούς (Shah and Butt, 2011).

Σκοπός αυτής της διπλωματικής διατριβής είναι η ανασκόπηση αιτιών και κινήτρων για την ανίχνευση της χειραγώγησης του κέρδους και η έρευνα σε υποθέσεις της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς της Αμερικής, στη συμβολή των ελεγκτικών εταιρειών και των τρόπων αντιμετώπισης της απάτης κερδών. Ειδικότερα, η παρούσα περικλείει πέντε κεφάλαια. Στο πρώτο κεφάλαιο παρατίθενται οι εισαγωγικές έννοιες, όπως ο ορισμός της χειραγώγησης κερδών, η έννοια της χειραγώγησης και της απάτης, η έννοια της οικονομικής απάτης, η χειραγώγηση κερδών μέσω απάτης και οι τρόποι μέτρησης της χειραγώγησης κερδών. Στο δεύτερο κεφάλαιο γίνεται λόγος για τα αίτια της χειραγώγησης κερδών με ειδική αναφορά στην ασύμμετρη πληροφόρηση, την εταιρική διακυβέρνηση, την εκπλήρωση στόχων και προσδοκιών, καθώς και στα οφέλη αύξησης και μείωσης του ρυθμιστικού κόστους.

Αναφορικά με το τρίτο κεφάλαιο, σε αυτό αποτυπώνονται τα κίνητρα χειραγώγησης, με αναφορά στα διευθυντικά κίνητρα βασιζόμενα σε bonus και αποζημιώσεις, στα κίνητρα σχετικά περί δανειακών συμβάσεων με δανειακές συμβάσεις και κόστους δανεισμού, στα κίνητρα προσφοράς ιδίων κεφαλαίων μέσω δημόσιας εγγραφής, σε εξαγορές άλλων εταιριών και συγχωνεύσεις, στα κίνητρα εξαγοράς μετοχών από τους ίδιους του διευθυντές στην αρχή της πρότασης. Στο τέταρτο κεφάλαιο παρατίθενται οι μέθοδοι χειραγώγησης, με αναφορά στα Cookie Jar και Big Bath, στον καθορισμό των επενδύσεων χαρτοφυλακίου, στα λειτουργικά ενάντια στα μη λειτουργικά έσοδα, στα επενδυτικά αποτελέσματα και στις αποσβέσεις, στη πρόωρη εξόφληση χρέους, αλλά και στην προσαρμογή των επενδυτικών δραστηριοτήτων.

## Κεφάλαιο 1<sup>ο</sup>: Εισαγωγικές Έννοιες

### 1.1. Ορισμός της Χειραγώγησης Κερδών (Earnings Management)

Η Schipper (1989, σελ. 92) προτείνει έναν αντιπροσωπευτικό ακαδημαϊκό ορισμό της χειραγώγησης του κέρδους που αναφέρεται ως «διαχείριση κερδών», παρόμοια με τη συντριπτική πλειοψηφία της βιβλιογραφίας για αυτό το θέμα. Ορίζει τη χειραγώγηση του κέρδους ως: *«μια σκόπιμη παρέμβαση στη διαδικασία εξωτερικής χρηματοοικονομικής αναφοράς, με σκοπό την απόκτηση κάποιου ιδιωτικού κέρδους»*. Οι Healy και Walhen (1999, σ. 370) προσδιορίζουν δύο βασικά κίνητρα για χειραγώγηση του κέρδους: συμβόλαια γραμμένα με όρους λογιστικών αριθμών και προσδοκίες και αποτίμηση της κεφαλαιαγοράς.

Η οικονομική απάτη μπορεί να οριστεί ευρέως ως μια σκόπιμη πράξη απάτης, που περιλαμβάνει οικονομικές συναλλαγές με σκοπό το προσωπικό όφελος. Η απάτη είναι έγκλημα και είναι επίσης παραβίαση του αστικού δικαίου. Πολλές υποθέσεις απάτης αφορούν πολύπλοκες οικονομικές συναλλαγές, οι οποίες πραγματοποιούνται από «λευκούς εγκληματίες», που είναι επαγγελματίες με εξειδικευμένες γνώσεις και εγκληματικές προθέσεις.

Ένας «απατεώνας» μπορεί να παρουσιάσει στους πελάτες του την ευκαιρία να αγοράσουν ομόλογα. Η ιδιότητά του ως επαγγελματία επενδυτή του προσδίδει αξιοπιστία, η οποία μπορεί να οδηγήσει σε αξιοπιστία ακόμη, τόσο απέναντι στον ίδιο όσο και μεταξύ των πιθανών πελατών του και μεταξύ των πιθανών πελατών του. Όσοι πιστεύουν ότι η ευκαιρία είναι νόμιμη συνεισφέρουν σημαντικά ποσά σε μετρητά για να λάβουν τα ομόλογα σε αντάλλαγμα. Εάν ο επενδυτικός μεσίτης γνωρίζει καλά ότι τα ομόλογα είναι άχρηστα και εξακολουθεί να δέχεται πληρωμές, τότε τα θύματα ενδέχεται να τον μηνύσουν για απάτη.

Η πρώτη προοπτική υποστηρίζεται από τους υποστηρικτές της θετικής λογιστικής θεωρίας (Watts & Zimmerman, 1990), οι οποίοι προτείνουν ότι οι συμβάσεις μεταξύ της εταιρείας και των μετόχων της δημιουργούν κίνητρα για τη διαχείριση των κερδών. Συνεπώς, προτείνουν τρεις υποθέσεις (Watts & Zimmerman, 1990, σελ. 138):

Η υπόθεση του προγράμματος μπόνους, κατά την οποία οι διευθυντές που επωφελούνται από τα μπόνους που συνδέονται με τα κέρδη είναι πιο επιρρεπείς στη χρήση (εκμετάλλευση) λογιστικών τεχνικών που μεταφέρουν τα μελλοντικά κέρδη στο παρόν. Την υπόθεση χρέους/μετοχικού κεφαλαίου, σύμφωνα με την οποία όσο περισσότερο χρέος έχει μια εταιρεία, τόσο περισσότερο είναι προς το συμφέρον της να επικεντρωθεί στα σημερινά κέρδη, επειδή οι συμβάσεις χρέους, κοινές στις Ηνωμένες Πολιτείες, απαιτούν ορισμένα επίπεδα κερδοφορίας. Τέλος, την υπόθεση του πολιτικού κόστους, όσο μεγαλύτερη είναι μια εταιρεία, τόσο περισσότερο είναι προς το συμφέρον της να αναβάλει τα κέρδη της σε μια μελλοντική λογιστική περίοδο για να αντιμετωπίσει τυχόν κίνδυνο εφαρμογής επαχθούς νομοθεσίας. Η δεύτερη προοπτική υποδηλώνει ότι ο στόχος της χειραγώγησης των κερδών είναι να ευθυγραμμιστεί με τις προσδοκίες των χρηματοπιστωτικών αγορών.

Τη σύγχρονη εποχή και κυρίως σε περιόδους οικονομικής ύφεσης ο ρόλος της χειραγώγησης των κερδών (earnings management) είναι ουσιώδης και σημαντικός, καθώς περιλαμβάνει όλες τις λογιστικές πρακτικές, που επιλέγουν οι διοικήσεις προκειμένου να δημοσιεύσουν μια θετική εικόνα για τα αποτελέσματα της χρήσης σε επίπεδο οικονομικών καταστάσεων. Τα καθαρά κέρδη του έτους αποτελούν μια βασική ένδειξη για την αποτελεσματικότητα μιας οντότητας ως προς την εκπλήρωση του εμπορικού της σκοπού, είναι πόλος έλξης για νέους επενδυτές και σημαντική προϋπόθεση για τη δανειοληπτική ικανότητα αυτής σε επίπεδο τραπεζικής σχέσης. Ταυτόχρονα, η κερδοφορία είναι σημαντική ένδειξη της αποτελεσματικής διοίκησης μιας επιχείρησης από πλευράς Διοικητικού Συμβουλίου, γεγονός που θα αξιολογηθεί στη Γενική Συνέλευση των μετόχων, προσδίδοντας ακόμα μεγαλύτερη σημασία στο earnings management του σύγχρονου επιχειρείν.

Η χειραγώγηση των κερδών ως τεχνική αποσκοπεί στην εφαρμογή συγκεκριμένων κανόνων λογιστικής που απαιτούν εκτίμηση των μεγεθών σε επίπεδο τόσο περιουσιακών στοιχείων όσο και αναγνώρισης των εσόδων και εξόδων, με αποτέλεσμα οι διοικήσεις των επιχειρήσεων να επιδιώκουν:

- Τη δημοσίευση περιορισμένων ζημιών χρήσης από τις πραγματικές με βάση την αρχή του δεδουλευμένου.

- Την απόκρυψη ή επικάλυψη σημαντικών αρνητικών μεταβολών σε διάφορα κονδύλια από τη μια χρήση στην άλλη.



– Την εμφάνιση λογαριασμών με μεγαλύτερη αξία, όπως προκύπτουν από την αποτίμηση των περιουσιακών στοιχείων.

Επομένως, η απάτη με χρηματοοικονομικές πληροφορίες περιλαμβάνει την τροποποίηση των στοιχείων των οικονομικών καταστάσεων, συνήθως από τη διοίκηση της επιχείρησης, προκειμένου να επιτευχθεί ένα δόλιο αποτέλεσμα. Αυτές οι αλλαγές στις οικονομικές καταστάσεις είναι τα εργαλεία που χρησιμοποιούνται στη συνέχεια από τους διευθυντές μιας εταιρείας για να λάβουν κάποια ανταμοιβή. Η ανταμοιβή μπορεί να συνίσταται σε άμεση αποζημίωση, όπως η λήψη μόνους που διαφορετικά δεν θα είχε καταβληθεί χωρίς την αλλαγή, των οικονομικών στοιχείων που κοσμούν την απόδοση της διοίκησης. (Lundelius Jr., 2011).

## 1.2. Χειραγώγηση και Απάτη

Ένας από τους πιο αναφερόμενους ορισμούς της χειραγώγησης κερδών είναι αυτός που παρέχεται από τους Healy και Wahlen (1999). Αυτοί οι συγγραφείς δήλωσαν ότι *«η διαχείριση κερδών συμβαίνει όταν οι διευθυντές χρησιμοποιούν κρίση στη χρηματοοικονομική αναφορά και στη διάρθρωση των συναλλαγών για να τροποποιήσουν τις οικονομικές αναφορές είτε για να παραπλανήσουν ορισμένους ενδιαφερόμενους σχετικά με την υποκείμενη οικονομική απόδοση της εταιρείας είτε για να επηρεάσουν τα συμβατικά αποτελέσματα που εξαρτώνται από τους αναφερόμενους λογιστικούς αριθμούς»*. Παράλληλα με τη μελέτη της διαχείρισης κερδών, σχεδιάστηκαν διαφορετικά μοντέλα για τον εντοπισμό αυτής της δόλιας πρακτικής με την πάροδο των ετών (Beneish, 1997, 1999; Dechow, Sloan, & Sweeney, 1995; Jones, 1991).

Η χειραγώγηση κερδών ήταν ένα κυρίαρχο ζήτημα τις προηγούμενες δεκαετίες με σαφή έμφαση που προέκυψε τη δεκαετία του 1980 μέσω διαφόρων ακαδημαϊκών μελετών. Εκείνη την εποχή, υπήρχαν αρκετοί μελετητές που εξέταζαν γενικά μέτρα διαχείρισης κερδών ώστε να διερευνήσουν ποια ήταν τα κίνητρα για τη χειραγώγηση των κερδών (Healy & Wahlen, 1999).

Μέχρι σήμερα, τέσσερις κατηγορίες μέτρων για τη διαχείριση των κερδών προσδιορίζονται στη βιβλιογραφία:

(I) δεδουλευμένα,

(II) εξομάλυνση κερδών,

(III) προβλεψιμότητα κερδών και

(IV) συντηρητισμός κερδών.

Γίνεται διάκριση μεταξύ των μη διακριτικών δεδουλευμένων, επειδή ελλείπει χειραγώγησης οι εταιρείες μπορούν να δημιουργήσουν έναν ορισμένο βαθμό δεδουλευμένων, και των διακριτικών δεδουλευμένων, που προστίθενται για να συμπληρώσουν τα συνολικά δεδουλευμένα που εφαρμόζει η εταιρεία (Badertscher, 2011).

Στη συνέχεια, έχουν διεξαχθεί μελέτες σε εταιρείες που διαχειρίζονται τα κέρδη για να καλύπτουν τις οικονομικές καταστάσεις πριν από τις προσφορές δημοσίων τίτλων (Alsharairi, Gleason, & Kannan, 2014· Bruegger & Dunbar, 2009· Jo, Kim, & Park, 2007· Lee, Xie, & Zhou, 2012; Marquardt & Wiedman, 2004), για την αύξηση της αμοιβής και της ασφάλειας εργασίας των διοικητικών στελεχών (Kumar, Ghicas, & Pastena, 1993; Meek, Rao, & Skousen, 2007; Moradi, Salehi, & Zamanirad, 2 Weng, Tseng, Chen, & Hsu, 2014), για να αποφευχθεί η παραβίαση των συμβάσεων δανεισμού (Franz, Has sabElnaby, & Lobo, 2014; Khalil & Simon, 2014; Valipour & Moradbeygi, 2010) ή για να διερευνηθεί το διοικητικό συμβούλιο και διαχείριση κερδών (Ebrahim, 2007; Joubert & Fakhfakh, 2012; Man, Seng, & Wong, 2013; Niu, 2006; Rahman & Ali, 2006).

Υπάρχει μια σύνδεση μεταξύ της διαχείρισης κερδών και της απάτης, καθώς τόσο η διαχείριση κερδών όσο και η απάτη περιλαμβάνουν διακριτική διαχείριση δεδουλευμένων. Ως εκ τούτου, η διακριτική διαχείριση δεδουλευμένων θεωρείται ότι είναι εκτός των γενικά αποδεκτών λογιστικών αρχών και δεν παρουσιάζει ουσιώδη ανακρίβεια στις οικονομικές καταστάσεις (Zhaohui Xu, Taylor, & Dugan, 2007).

Ωστόσο, υπάρχει επίσης μια παχιά γραμμή μεταξύ των δύο εννοιών, καθώς η απάτη, όπως η παραποίηση ή αλλοίωση λογιστικών αρχείων και εγγράφων, σαφώς δεν εμπίπτει στις γενικά αποδεκτές λογιστικές αρχές (AICPA, 1988, 1997). Ο Rosner (2003) δήλωσε ότι *«οι χρήστες των οικονομικών καταστάσεων ανησυχούν περισσότερο για την απάτη παρά για τη διαχείριση κερδών, επειδή είναι πιθανό να υποστούν μεγαλύτερες χρηματικές απώλειες ενεργώντας σε ουσιωδώς ανακριβείς πληροφορίες»*.

Η έρευνα τις δύο τελευταίες δεκαετίες του εικοστού αιώνα άρχισε να επικεντρώνεται περισσότερο στον εντοπισμό δόλιων οικονομικών καταστάσεων. Δημιουργήθηκαν διάφορα μοντέλα, τα οποία επικεντρώθηκαν στον εντοπισμό απάτης και στις ποιοτικές πτυχές της λήψης διοικητικών αποφάσεων. Μία από τις πιο κοινές τεχνικές για τον εντοπισμό δόλιας χρηματοοικονομικής αναφοράς είναι η ανάλυση οικονομικών καταστάσεων. Ωστόσο, η αντικειμενική ανάλυση των οικονομικών μεγεθών υπολείπεται στη διαδικασία εντοπισμού απάτης.

### 1.2.1. Η έννοια της οικονομικής απάτης

Η οικονομική απάτη μέσω παραποίησης οικονομικών καταστάσεων είναι ένα συχνό φαινόμενο παγκοσμίως και προκαλεί διαταραχές στο οικονομικό περιβάλλον αλλά και σημαντικές συνέπειες για τα ενδιαφερόμενα μέρη. Συγκεκριμένα, κοστίζει στις αμερικανικές επιχειρήσεις περισσότερα από 400 δισεκατομμύρια δολάρια το χρόνο (Καζαντζής, 1996). Οι διάφορες εταιρείες που εμπλέκονται σε εταιρικά σκάνδαλα, αφενός αντιμετωπίζουν σημαντικές νομικές κυρώσεις και αφετέρου απαξιώνονται, χαρακτηρίζονται ως αναξιόπιστες από τους μεγάλους επενδυτές και μπορούν να οδηγήσουν ακόμη και σε χρεοκοπία.

Η οικονομική απάτη διαπράττεται από ανώτατα στελέχη, λογιστές, εργαζόμενους, αλλά και από την ίδια την εταιρεία όταν στοχεύει στην εξαπάτηση του επενδυτικού κοινού—και ποικίλλει από μικροκλοπές, κατάχρηση έως παραποίηση οικονομικών καταστάσεων. Σύμφωνα με την βιβλιογραφία, ως απάτη ορίζεται η σκόπιμη δόλια κατάχρηση των περιουσιακών στοιχείων μιας επιχείρησης και η παραποίηση των χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων της προς όφελος του δράστη της απάτης (Καζαντζής, 1996).

Με βάση το Διεθνές Ελεγκτικό Πρότυπο 240, ο όρος απάτη αποδίδεται με τα εξής χαρακτηριστικά:

1. Παραχάραξη ή αλλοίωση λογιστικών εγγράφων
2. Μεταβολή περιουσιακών στοιχείων
3. Απόκρυψη ή παράλειψη αναφοράς των επιπτώσεων των παραπάνω εγγραφών ή αποδεικτικών στοιχείων
4. Καταχώρηση εικονικών συναλλαγών

## 5. Λανθασμένη εφαρμογή λογιστικών προτύπων και αρχών

Σε γενικό επίπεδο, η απάτη των οικονομικών καταστάσεων εκμεταλλεύεται την ασυμμετρία πληροφοριών, που δύνανται να υπάρξει μεταξύ διαφορετικών μερών σε μια οικονομική συναλλαγή (Black, 2006). Αρκετοί μελετητές έχουν τονίσει την προσανατολισμένη στο μέλλον φύση αυτής της μορφής εξαπάτησης (Langevoort, 1997; Lomnicka 2008; Velikonja, 2013). Τα μέρη σε χρηματοοικονομικές συναλλαγές, υποστηρίζουν ότι απλώς ανταλλάσσουν άυλα δικαιώματα. Η παρούσα και η μελλοντική αξία των οποίων, εξαρτάται εξ ολοκλήρου από την κατάσταση και τη μελλοντική απόδοση του εκδότη αυτών των δικαιωμάτων (Lomnicka, 2008). Διαβιβάζοντας ψευδείς πληροφορίες στην αγορά, εκείνοι που διαπράττουν απάτη στις οικονομικές καταστάσεις διαστρεβλώνουν τις ερμηνείες των μελλοντικών προοπτικών αυτών των δικαιωμάτων.

### 1.2.2. Χειραγώγηση κερδών μέσω απάτης

Η βιβλιογραφία για την απάτη των οικονομικών καταστάσεων καλύπτει μια ευρεία ποικιλία πεδίων πειθαρχίας, συμπεριλαμβανομένου του (εταιρικού) δικαίου, της οικονομίας, των μελετών επιχειρήσεων και οργανισμών, της λογιστικής, της χρηματοοικονομικής οικονομίας, της κοινωνιολογίας και της εγκληματολογίας. Χαρακτηρίζεται επίσης από ποικίλες ερευνητικές παραδόσεις.

Πρώτον, οι περιγραφικές μελέτες παρέχουν ενδεικτικά παραδείγματα και χρησιμοποιούν ανέκδοτα στοιχεία –που συχνά λαμβάνονται από δημοσιογραφική εργασία ή αναφορές, οι οποίες εκδίδονται από ερευνητική επιτροπή και ρυθμιστικούς φορείς– για να εντοπίσουν επαναλαμβανόμενα θέματα και να βρουν κοινά σημεία μεταξύ διαφορετικών σκανδάλων. Δεύτερον, οι κοινωνιολόγοι, οι μελετητές του εταιρικού δικαίου και οι εγκληματολόγοι έχουν εκπονήσει μεγάλο αριθμό ερμηνευτικών μελετών. Κυρίως ποιοτικής φύσης, αυτές οι μελέτες συζητούν και αναλύουν τις δομές της αγοράς και τα συστήματα εταιρικής διακυβέρνησης και τον βαθμό στον οποίο αυτά μπορεί να είναι εγκληματικά, με την έννοια ότι δομικά διευκολύνουν ή προωθούν την απάτη των οικονομικών καταστάσεων.

Τρίτον, οι στατιστικές μελέτες, που βρίσκονται κυρίως στη βιβλιογραφία της λογιστικής και της χρηματοοικονομικής, αναλύουν μεγάλα σύνολα δεδομένων για την αναζήτηση συγκεντρωτικών αποδεικτικών στοιχείων για δόλιες οικονομικές

καταστάσεις, την εκτίμηση του κόστους και των συνεπειών τέτοιων πρακτικών και αναζητούν δείκτες κινδύνου απάτης, επίσης γνωστούς ως κόκκινες σημαίες – δηλαδή, τα κοινά χαρακτηριστικά των εταιρειών που εμπλέκονται σε απάτη οικονομικών καταστάσεων. Αν και η ποικιλία των επιστημονικών πεδίων και η ποικιλομορφία των ερευνητικών παραδόσεων δημιουργεί ένα ετερογενές σύνολο βιβλιογραφίας, που ασχολείται με την απάτη των οικονομικών καταστάσεων, είναι δυνατό να διακρίνουμε ορισμένα γενικά θέματα που διαπερνούν μεγάλο μέρος της βιβλιογραφίας.

Η Εθνική Επιτροπή των ΗΠΑ για τη Δόλια Χρηματοοικονομική Πληροφόρηση (US NCFR 1987) ορίζει ως δόλια χρηματοοικονομική πληροφόρηση την «εκούσια» ή απερίσκεπτη συμπεριφορά, είτε από πράξη ή από παράλειψη, που οδηγεί σε ουσιώδεις παραπλανητικές οικονομικές καταστάσεις (Rocco, 1998). Για να θεωρηθεί η χρηματοοικονομική πληροφόρηση δόλια πρέπει να υπάρχει μια προκατειλημμένη πρόθεση να εξαπατήσει τους χρήστες των οικονομικών καταστάσεων με έναν υλικό τρόπο (Mulford & Comiskey, 2002).

Η απάτη είναι η σκόπιμη διαστρέβλωση των οικονομικών καταστάσεων ή άλλων αρχείων από άτομα εσωτερικά ή εξωτερικά στην επιχείρηση και διενεργείται με την απόκρυψη της υπεξαίρεσης περιουσιακών στοιχείων (Mahdi & Ali, 2009). Απάτη μπορεί να αναληφθεί για την επιχείρηση (όπως η απάτη φόρου) ή κατά της επιχείρησης (όπως η υπεξαίρεση περιουσιακών στοιχείων ή οι οικονομικές εκθέσεις απάτης), και μπορεί να γίνει από ανθρώπους στο εσωτερικό της εταιρίας (δηλαδή τη διοίκηση ή τους εργαζόμενους) ή από άτομα εκτός της εταιρίας (προμηθευτές ή πελάτες) (Kassem, 2012).

Για να γίνει διάκριση μεταξύ των ανωτέρω όρων, παρέχεται ένα πλαίσιο που ορίζει τη χειραγώγηση των κερδών, ως τη χρήση της διακριτικής ευχέρειας της διοίκησης να κάνει λογιστικές επιλογές ή να σχεδιάσει τις συναλλαγές, έτσι ώστε να επηρεάζει τις δυνατότητες μεταφοράς πλούτου μεταξύ της εταιρείας και της κοινωνίας (πολιτική κόστους), των θεσμικών παρόχων (κόστος κεφαλαίου) ή των διευθυντών (προγράμματα αποζημίωσης).

Στις δύο πρώτες περιπτώσεις, η επιχείρηση επωφελείται από τη μεταφορά πλούτου. Στο τρίτο, οι διευθυντές ενεργούν κατά της εταιρείας. Σύμφωνα με αυτό το πλαίσιο, χειραγώγηση που πέφτει έξω από το νόμο και τα πρότυπα αποτελεί απάτη, ενώ οι δραστηριότητες που καλύπτονται από τους όρους «της διαχείρισης των κερδών»

(εξομάλυνση εισοδήματος, λογιστική «big bath» ή γενικώς της «δημιουργικής λογιστικής» κανονικά παραμένουν στα πλαίσια του νόμου) (Stlowy & Breton, 2004).

Η χειραγώγηση των κερδών χρησιμοποιεί μια πληθώρα λογιστικών πρακτικών, προκειμένου να ωραιοποιήσει τα αποτελέσματα χρήσης διαχρονικά και αναλογικά των οικονομικών συνθηκών που επικρατούν, με βασικότερα τα ακόλουθα:

- Το φαινόμενο της «μεγάλης βουτιάς» (big bath), σε μια χρονιά εξαιρετικά ζημιογόνα, οι διοικήσεις αναγνωρίζουν πρόσθετα κόστη από αποτίμηση διαφόρων κεφαλαίων, προκαλώντας ακόμη περισσότερες ζημιές στην τρέχουσα χρονιά, για να τις ανατρέψουν στο μέλλον και να πραγματοποιήσουν κέρδη στα αποτελέσματα των επόμενων ετών. Η «μεγάλη βουτιά» συμβαίνει κυρίως στον καταλογισμό προβλέψεων για διάφορους λόγους ή στην αναγνώριση ζημιών απομείωσης από την επιμέτρηση περιουσιακών στοιχείων σε ποσά μεγαλύτερα από το πραγματικό έτος, με σκοπό την αναστροφή τους την επόμενη, αυξάνοντας την κερδοφορία μελλοντικά.
- Σύμφωνα με την αρχή του δεδουλευμένου, κάθε επιχείρηση οφείλει να αναγνωρίζει υποχρεώσεις για μελλοντικές ταμειακές εκροές όπως προκύπτουν από συναλλαγές της τρέχουσας χρήσης, όπως για παράδειγμα όταν πωλεί αγαθά με εγγύηση καλής λειτουργίας κάποιων ετών ή όταν αναγνωρίζει απομείωση πελατών λόγω πιθανής επισφάλειας. Τα μεγέθη αυτά είναι εκτιμώμενα και θα πρέπει να επαναπροσδιορίζονται ετησίως με βάση τα πραγματικά περιστατικά. Συνεπώς, αποτελούν ένα πεδίο μετακύλισης εξόδων στο μέλλον, ανάλογα με τους σκοπούς της ωραιοποίησης των αποτελεσμάτων της παρούσας χρήσης. Η πρακτική αυτή είναι διεθνώς γνωστή και ως «cookie jar accounting».
- Μια ακόμη συνήθης λογιστική πρακτική που βελτιώνει τα αποτελέσματα χρήσης είναι η κεφαλαιοποίηση διαφόρων εξόδων, όπως αυτά που σχετίζονται κυρίως με δαπάνες επισκευής και συντήρησης παγίων περιουσιακών στοιχείων για παράδειγμα, που αφορούν αρκετά υψηλά ποσά. Εν προκειμένω, οι δαπάνες αυτές κεφαλαιοποιούνται στο κόστος κτήσης, ώστε να μην επιβαρύνουν τα αποτελέσματα με περισσότερα έξοδα, ενώ ως δαπάνη μετακυλίσονται στα επόμενα έτη σταδιακά και ομαλά μέσω των αποσβέσεων.

- Τέλος, ακόμα και εάν δεν επιλεγεί κάποια εναλλακτική λογιστική τακτική στο πλαίσιο της χειραγώγησης των κερδών, μια επαναταξινόμηση των οργανικών εξόδων στις διάφορες λειτουργίες κατά την κατάρτιση του φύλλου μερισμού δαπανών θα έχει ως αποτέλεσμα την ωραιοποίηση των δεικτών που αφορούν το μικτό και καθαρό περιθώριο κέρδους, γεγονός που παίζει σημαντικό ρόλο κατά την αξιολόγηση της αποτελεσματικότητας μιας οντότητας.

Σε κάθε περίπτωση, η σκόπιμη επιρροή της εικόνας των αποτελεσμάτων της λογιστικής μέσω της λογιστικής πρακτικής οδηγεί σε στρέβλωση και ασυμμετρία των παρεχόμενων πληροφοριών, με ό,τι αυτό συνεπάγεται για τη σωστή απόφαση, οδηγώντας αναπόφευκτα σε χαμηλής ποιότητας οικονομικές καταστάσεις, οι οποίες θα πρέπει να ληφθούν σοβαρά υπόψη από τους αρμόδιους.

Αναφέρεται ότι η απάτη έχει το ίδιο αντικείμενο με τη χειραγώγηση των κερδών, αλλά διαφέρει στην άποψη ότι η απάτη είναι έξω από τις γενικά αποδεκτές λογιστικές αρχές, ενώ η χειραγώγηση των κερδών είναι εντός των GAAP. Καθώς και οι δύο πρακτικές, η χειραγώγηση του κέρδους και η δόλια λογιστική μπορεί να είναι σκόπιμα δόλια, και καθώς η έννοια της πρόθεσης είναι δύσκολο να προσδιοριστεί, η διάκριση μεταξύ χειραγώγησης κέρδους και απάτης δεν μπορεί να προσδιοριστεί μόνο από τη διευθυντική πρόθεση. (Perols & Lougee, 2011).

Επομένως, αυξάνοντας τα δεδουλευμένα τους τα προηγούμενα έτη, οι εταιρείες θα πρέπει είτε να αντιμετωπίσουν τις συνέπειες της αντιστροφής των δεδουλευμένων είτε να διαπράξουν απάτη για να αντισταθμίσουν αυτές τις αναστροφές (Dechow, et al., 1996; Beneish 1997; Lee, et al., 1999). Η αύξηση των εσόδων του περασμένου έτους αυξάνοντας τα διακριτικά κέρδη θα μπορούσε επίσης να προκαλέσει απώλεια κερδών από τις επιχειρήσεις (Beneish, 1997). Έτσι, όταν οι διευθυντές έχουν να κάνουν με αντιστροφές κερδών και μειωμένη ευελιξία στη χειραγώγηση των κερδών, θα μπορούσαν να εμπλακούν σε δόλιες δραστηριότητες για να επιτύχουν τους στόχους που είχαν προηγουμένως επιτευχθεί με τη χειραγώγηση του κέρδους.

### 1.2.3. Τρόποι μέτρησης της χειραγώγησης κερδών

Τα δεδουλευμένα είναι η διαφορά μεταξύ του καθαρού εισοδήματος για την περίοδο και των ταμειακών ροών από λειτουργικές δραστηριότητες (Healy and Wahlen, 1999· Collins and Hribar, 2002). Η αρχή του δεδουλευμένου ορίζει μέσω της

αρχής αναγνώρισης εσόδων ότι τα έσοδα αναγνωρίζονται όταν τα αγαθά ή οι υπηρεσίες παραδίδονται στον πελάτη και το δεύτερο κριτήριο είναι η εύλογη προσδοκία ανάκτησης. Αντίστοιχα για τα έξοδα ορίζεται ότι τα έξοδα θα αναγνωρίζονται στη χρήση που θα συμβάλλουν στη δημιουργία των αντίστοιχων εσόδων (Μπάλλας και Χέβας, 2011).

Η λογιστική των δεδουλευμένων χρησιμοποιείται κυρίως στη χειραγώγηση των αποτελεσμάτων από τις διοικήσεις της εταιρείας χωρίς να παραβιάζονται βασικές λογιστικές αρχές, αλλά και χωρίς να τίθεται σε κίνδυνο η ομαλή λειτουργία της επιχείρησης. Παραδείγματα χειραγώγησης ενός λογιστικού αποτελέσματος βάσει δεδουλευμένων είναι η μεταβολή της ωφέλιμης ζωής των παγίων στοιχείων της εταιρείας. Εάν η διοίκηση θέλει να εμφανίσει χαμηλότερα κέρδη στην τρέχουσα περίοδο, μπορεί να μειώσει την ωφέλιμη ζωή των περιουσιακών της στοιχείων, έτσι το έξοδο απόσβεσης θα αυξηθεί και εάν το έξοδο αυτό συμπεριληφθεί στην κατάσταση λογαριασμού αποτελεσμάτων να μειώσει τα κέρδη της εταιρείας.

Διαφορετικά, η επιθυμία της εταιρείας να χειραγωγήσει τα κέρδη της προς τα πάνω θα οδηγήσει σε αύξηση της ωφέλιμης ζωής των περιουσιακών στοιχείων και κατά συνέπεια σε χαμηλότερη δαπάνη απόσβεσης στην κατάσταση λογαριασμού αποτελεσμάτων. Ένα άλλο ενδιαφέρον παράδειγμα είναι ο σχηματισμός προβλέψεων για επισφαλείς απαιτήσεις. Ένα απλοποιημένο μέτρο χειραγώγησης των κερδών είναι ο λόγος των επισφαλών απαιτήσεων προς τις συνολικές απαιτήσεις. Εάν μια εταιρεία εμφανίσει σημαντική αύξηση ή μείωση σε αυτό το ποσοστό τότε είναι προειδοποιητικό σημάδι χειραγώγησης των κερδών.

Πιο συγκεκριμένα, εάν μια εταιρεία θεωρήσει ότι η τρέχουσα χρήση πέτυχε τους στόχους των αναλυτών τότε θα μπορούσε να δημιουργήσει αυξημένη προβλεπόμενη δαπάνη για επισφαλείς απαιτήσεις όπου θα μείωνε τα κέρδη της εταιρείας. Κατά συνέπεια, το επόμενο έτος θα μπορούσε να χρεώσει τον λογαριασμό προβλέψεων και να εμφανίσει έσοδα από αχρησιμοποίητες προβλέψεις, αυξάνοντας τα κέρδη του επόμενου έτους.

Η εις βάθος και ακριβής ανάλυση των οικονομικών καταστάσεων της εταιρείας μπορεί να αποκαλύψει πρώιμα σημάδια οικονομικής δυσπραγίας ή πιθανής χειραγώγησης και με αυτόν τον τρόπο, να αποτρέψει αρνητικές συνέπειες για την εταιρεία και τα ενδιαφερόμενα μέρη της. Τα τελευταία πενήντα χρόνια, έχουν



αναπτυχθεί διάφορα μοντέλα που βασίζονται στην ανάλυση των οικονομικών καταστάσεων. Έτσι υπάρχουν: μοντέλο πρόβλεψης χρεοκοπίας (Altman, 1968), μοντέλα διαχείρισης κερδών (Jones, 1991; Dechow, Sloan and Sweeney, 1995; Kothari et al. 2005), ανίχνευση χειραγώγησης κερδών (Beneish, 1999) και λογιστική πρόβλεψη για ανακρίβειες (Dechow et al., 2011).

Ο MacCarthy (2017) υποστηρίζει ότι η εταιρεία που εκτίθεται σε ορισμένα οικονομικά προβλήματα είναι πιο πιθανό να εμπλακεί σε χειραγώγηση κερδών μέσω της αλλαγής των ποσοστών απόσβεσης, της αναβολής της αναγνώρισης των δαπανών, της πολύ νωρίς καταγραφής πωλήσεων, της καταγραφής πλασματικών πωλήσεων ή της χρήσης οποιασδήποτε άλλης τεχνικής δημιουργικής λογιστικής με στόχο την επίδειξη καλύτερων οικονομικών επιδόσεων. Μία από τις ευρέως χρησιμοποιούμενες μεθόδους ανίχνευσης απάτης στις οικονομικές καταστάσεις είναι το μοντέλο Beneish M-score, που προτείνεται από το Σύλλογο Πιστοποιημένων Ελεγκτών Απάτης, ως εργαλείο που χρησιμοποιείται από ελεγκτές και πιστοποιημένους εξεταστές απάτης.

Ο στόχος αυτού του μοντέλου, γνωστό ως M-score, είναι να διαφοροποιήσει τις εταιρείες των οποίων οι διευθυντές διαχειρίζονταν παράνομα τα κέρδη και εκείνων που έκαναν επιθετικές, αλλά νόμιμες, λογιστικές πρακτικές. Σε αντίθεση με τις μεθόδους διακριτικής αυτοτέλειας των δεδουλευμένων, αυτό το μοντέλο τόνισε ότι εκτός από τα συνολικά δεδουλευμένα, περισσότεροι υπάρχοντες παράγοντες ή μεταβλητές υποδηλώνουν την παρουσία δόλιας δραστηριότητας. Με άλλα λόγια, τα μοντέλα δεδουλευμένων επικεντρώνονταν στην ύπαρξη διαχείρισης κερδών, είτε νόμιμη είτε όχι, ενώ το μοντέλο Beneish προέβλεψε την πιθανότητα οι αποφάσεις της διοίκησης να παραβιάζουν τις Γενικά αποδεκτές λογιστικές αρχές.

Βασιζόμενο σε προηγούμενα μοντέλα και θεωρίες που σχετίζονται με τη διαχείριση κερδών, το M-score λαμβάνει υπόψη μια μεγάλη ποικιλία μεταβλητών για την αξιολόγηση της οικονομικής υγείας και την παροχή κινήτρων για τη διάπραξη απάτης. Ίσως, η ενισχυμένη προγνωστική του ικανότητα να είναι αποτέλεσμα των πέντε μεταβλητών που δεν σχετίζονται με δεδουλευμένα. Αυτοί οι δείκτες δίνουν στο M-score ένα πλεονέκτημα έναντι των παραδοσιακών μεθόδων δεδουλευμένων, καθώς αυτά τα μοντέλα έχουν ήδη ενσωματώσει τις τρεις άλλες μεταβλητές που χρησιμοποιούνται στο M-score μαζί με άλλους λόγους που σχετίζονται με τη χρήση δεδουλευμένων. Παρόλο που μπορεί να μην είναι και οι οκτώ μεταβλητές ατομικά

σημαντικές, παρέχουν συλλογικά ένα γενικό προφίλ της εταιρείας (Beneish, Lee, & Nichols, 2013).

Ο Harrington (2005) υποστηρίζει ότι οι ελεγκτές μπορούν να χρησιμοποιήσουν μεταβλητές στο μοντέλο M-score για την εκτέλεση της απαίτησης για να είναι εύλογα βέβαιοι ότι οι οικονομικές καταστάσεις είναι απαλλαγμένες από ουσιώδεις ανακρίβειες. Από την άλλη πλευρά, το μοντέλο βοηθά τους πιστοποιημένους ελεγκτές απάτης να εστιάσουν την έρευνα σε ύποπτες περιοχές. Οι Tarjo και Herawati (2015) εφάρμοσαν το μοντέλο M-score σε ένα δείγμα 70 ινδονησιακών εταιρειών (35 εταιρείες απάτης και 35 εταιρείες μη απάτης), ως βάση για τη δημιουργία ενός μοντέλου εξόρυξης δεδομένων, που καλύπτει την περίοδο από το 2001 έως το 2014 .

Τα ευρήματα της μελέτης δείχνουν ότι το μοντέλο ήταν σε θέση να εντοπίσει 27 από τις 35 εταιρείες απάτης. Από την άλλη πλευρά, για 28 από τις 35 εταιρείες χωρίς απάτη, το μοντέλο δεν έδειξε σημάδια χειραγώγησης των οικονομικών καταστάσεων. Σύμφωνα με τα ευρήματα, ο δείκτης μικτού περιθωρίου κέρδους, ο δείκτης αποσβέσεων, ο δείκτης εξόδων πωλήσεων και γενικής διοίκησης και ο δείκτης συνολικών δεδουλευμένων στο σύνολο του ενεργητικού επηρέασαν σημαντικά τον εντοπισμό απάτης στις οικονομικές καταστάσεις. Το μοντέλο M-score είχε λάβει ιδιαίτερη προσοχή όταν εφαρμόστηκε στις οικονομικές καταστάσεις της Enron, υποδεικνύοντας ότι τα σημάδια χειραγώγησης των κερδών θα μπορούσαν να είχαν ανακαλυφθεί ήδη από το 1997 (Mahama, 2015).

Η ανάλυση των οικονομικών καταστάσεων της Enron από το 1997 αποκάλυψε σημάδια χειραγώγησης σε τρεις δείκτες: δείκτη μικτού περιθωρίου, δείκτη ποιότητας περιουσιακών στοιχείων και δείκτη αύξησης πωλήσεων. Ο Warshavsky (2012) υποστηρίζει ότι η δυνατότητα εφαρμογής του μοντέλου M-score σε μια μεμονωμένη εταιρεία χρησιμοποιώντας μία ετήσια έκθεση, είναι ένα από τα σημαντικά δυνατά σημεία του μοντέλου. Ως εκ τούτου, το μοντέλο έχει χρησιμοποιηθεί ως βάση για την ανάπτυξη της λογιστικής παλινδρόμησης, με στόχο τη διερεύνηση της σημασίας των διαφόρων δεικτών για τον προσδιορισμό της πιθανότητας λογιστικών χειρισμών. Η ανάλυση περιελάμβανε 132 μεταποιητικές εταιρείες εισηγμένες στο Χρηματιστήριο της Κωνσταντινούπολης, για την περίοδο 2010-2012.

Οι Dani, Ismail και Kamarudin (2013) ερεύνησαν την ικανότητα των χρηματοοικονομικών δεικτών να ανιχνεύουν απάτη στις οικονομικές καταστάσεις στη

Μαλαισία, χρησιμοποιώντας δείγμα 122 εταιρειών (61 εταιρείες απάτης και 61 εταιρείες χωρίς απάτη), που κάλυπταν περίοδο 2003-2010. Η μελέτη διαπίστωσε ότι όλες οι μεταβλητές που χρησιμοποιούνται στο μοντέλο M-score, εκτός από τον δείκτη μικτού περιθωρίου κέρδους, έχουν σημαντική δύναμη να ανιχνεύουν δόλιες οικονομικές καταστάσεις.

Εκτός από τα μοντέλα ανίχνευσης απάτης στις οικονομικές καταστάσεις, υπάρχουν μοντέλα που αναπτύχθηκαν για την πρόβλεψη της χρεοκοπίας εταιρειών. Ένα τέτοιο μοντέλο αναπτύχθηκε από τον Altman το 1968. Από τότε, πολλές ερευνητικές μελέτες έχουν χρησιμοποιήσει το μοντέλο για να αναλύσουν την οικονομική κατάσταση της εταιρείας και την πιθανότητα χρεοκοπίας.

Οι Gerantonis, Vergos, and Christopoulos (2009), στην ερευνητική τους μελέτη, ανέλυσαν την ικανότητα του μοντέλου Altman Z-score στην πρόβλεψη της χρεοκοπίας εταιρειών του Χρηματιστηρίου Αθηνών την περίοδο 2002-2008. Τα αποτελέσματα έδειξαν ότι το Altman Z-score έχει τη δύναμη να προβλέψει την αποτυχία των εταιρειών, με μεγαλύτερο ποσοστό ακρίβειας ένα έως δύο χρόνια πριν συμβεί πραγματικά. Ο Kiaupaite-Grushniene (2016) χρησιμοποίησε το μοντέλο Altman Z-score για την ανάλυση της οικονομικής κατάστασης των γεωργικών εταιρειών στη Λιθουανία.

Τα ευρήματα δείχνουν ότι το μοντέλο προσδιόριζε σωστά τις εταιρείες που σχετίζονται με την οικονομική δυσπραγία, καθώς και τις εταιρείες που λειτουργούσαν ομαλά, χωρίς οικονομικές δυσκολίες. Η μελέτη παρέχει υποστήριξη στο μοντέλο Altman Z-score, επισημαίνοντας ότι μπορεί να χρησιμοποιηθεί ως πρακτικό εργαλείο για την αξιολόγηση του κινδύνου αφερεγγυότητας και τη λήψη κατάλληλων βημάτων διαχείρισης κινδύνου.

Στη μελέτη που διεξήχθη από τον Ofori (2016), τα μοντέλα M-score και Z-score εφαρμόστηκαν στις οικονομικές καταστάσεις της εταιρείας Enron για την περίοδο 1997-2001. Η ανάλυση αποκάλυψε ότι και τα δύο μοντέλα ήταν σε θέση να ανιχνεύσουν σημάδια χειραγώγησης κερδών και πιθανής χρεοκοπίας ήδη από το 1997.

Με βάση τη μελέτη που διεξήχθη από τους Lesáková, Gundová και Vinczeová (2020), οι εταιρείες στη Σλοβακία χρησιμοποιούν το μοντέλο Z-score για να κάνουν προβλέψεις σχετικά με τις μελλοντικές επιδόσεις. Οι Boda και Uradnicek (2016) ανέλυσαν τη φορητότητα του μοντέλου Z-score στο σλοβακικό επιχειρηματικό

περιβάλλον, όπου ανακάλυψαν ότι το μοντέλο είναι φορητό στη Σλοβακία και χρήσιμο στην πρόβλεψη οικονομικών δυσχερειών με ακρίβεια πρόβλεψης 75%-80%.

Ωστόσο, συμβουλεύουν να επανεκτιμηθούν οι συντελεστές εάν ο στόχος είναι να ταξινομηθούν όσο το δυνατόν καλύτερα οι οικονομικά αναξιοπαθόντες εταιρείες. Αυτό ευθυγραμμίζεται με τους Csikosova, Janoskova και Culkova (2019), οι οποίοι διεξήγαγαν έρευνα σε μετακομμουνιστικές χώρες, υποστηρίζοντας ότι είναι σκόπιμο να προσαρμόζονται οι συντελεστές του μοντέλου βαθμολογίας Z ανάλογα με τον κλάδο σε επιλεγμένες χώρες παρά τη σχετικά υψηλή ικανότητα πρόβλεψης του μοντέλου. Σύμφωνα με τους Bisogno, Restaino, and Di Carlo (2018) και Csikosova et al. (2019), το μοντέλο Z-score είναι ένα ευρέως χρησιμοποιούμενο και αναγνωρισμένο μέτρο οικονομικής δυσπραγίας στην υπάρχουσα βιβλιογραφία.

Μια άλλη μέθοδος που περιγράφεται για τον εντοπισμό της απάτης είναι η ψηφιακή ανάλυση που βασίζεται στο νόμο του Benford. Η έρευνα του Benford επικεντρώθηκε στη σύγκριση της πραγματικής συχνότητας ορισμένων ψηφίων σε διαφορετικές θέσεις σε ένα σύνολο δεδομένων με την αναμενόμενη συχνότητα (Roxas, 2011). Ένα προκαταρκτικό μοντέλο, που επιδιώκει να συνδυάσει έρευνα σε δεδουλευμένη βάση και προσθέτοντας αριθμητικές τιμές στις προηγούμενες ποιοτικές μελέτες, σχεδιάστηκε από τον Beneish το 1997 *«βασισμένο σε μεταβλητές που προορίζονται να συλλάβουν κίνητρα που μπορεί να ωθήσουν τις εταιρείες να παραβιάσουν τις Γενικά αποδεκτές λογιστικές αρχές»*, προβλέποντας έτσι την πιθανότητα χειραγώγησης σε τα χέρια των σκηνοθετών (Beneish, 1997).

## Κεφάλαιο 2<sup>ο</sup>: Αίτια Χειραγώγησης Κερδών

### 2.1. Αίτια χειραγώγησης

Πολλά κίνητρα έχουν αναγνωριστεί που περιλαμβάνουν εξομάλυνση εισοδήματος (Yoon and Miller, 2002b), έλεγχο ιδιοκτησίας (DeAngelo, 1986), προσφορές μετοχών (Rangan, 1998; Teoh et al., 1998; Yoon and Miller, 2002a) και πολιτικά κόστη (Jones, 1991). Οι Healy και Wahlen (1999) ορίζουν: *«Η διαχείριση των κερδών γίνεται όταν τα στελέχη χρησιμοποιούν προβλέψεις χρηματοοικονομικής*

*αναφοράς και διάρθρωση συναλλαγών για να αλλάξουν τις οικονομικές αναφορές για να παραπλανήσουν ορισμένα ενδιαφερόμενα μέρη σχετικά με τη θεμελιώδη οικονομική εκτέλεση της εταιρείας ή για να επηρεάσουν τα αποτελέσματα των συμβολαίων με βάση τα αναφερόμενα λογιστικά στοιχεία».*

Οι Siregar και O Utama (2008) σημειώνουν ότι η διαφορά μεταξύ δύο αντικρουόμενων αντιλήψεων σχετικά με τις πρακτικές διαχείρισης κερδών που εμφανίζονται από τις εταιρείες θα πρέπει να προσδιοριστεί: αποτελεσματική και ευκαιριακή διαχείριση κερδών. Η αποτελεσματική διαχείριση κερδών αναφέρεται στη βελτίωση της αξίας των πληροφοριών για τα κέρδη με τη μεταφορά εταιρικών πληροφοριών σε εξωτερικές οντότητες.

Ως εκ τούτου, ο κύριος μοχλός της διαχείρισης κερδών είναι να καταδείξει πώς μπορούν να επηρεαστούν οι χρήστες των οικονομικών καταστάσεων και των λογιστικών πληροφοριών για να επιτευχθεί μια ισορροπία μεταξύ απόδοσης και επιπέδου κινδύνου, ώστε να διασφαλιστεί ότι η εταιρεία παραμένει βιώσιμη στην ανταγωνιστική αγορά. Ενώ, με μια άλλη αντίληψη, την ευκαιριακή διαχείριση κερδών, η εταιρεία διαχειρίζεται τα κέρδη για να αυξήσει το προσωπικό συμφέρον για να επιτύχει περισσότερα κέρδη. Αυτό το κίνητρο διαχείρισης μπορεί να οδηγήσει σε άνιση κατανομή των πόρων και να παραπλανήσει τους επενδυτές και άλλους που ενδιαφέρονται για το αποτέλεσμα της επιχείρησης (Scott, 2015).

Συνεπώς, με βάση τα επιχειρήματα που παρέχονται από τις δύο αντιφατικές αντιλήψεις, η διαχείριση κερδών θα μπορούσε να είναι είτε αποτελεσματική απόδοση για την αύξηση της συγκεκριμένης εκτίμησης δεδομένων των κερδών προς τους εξωτερικούς φορείς είτε ευκαιριακή συμπεριφορά για την αύξηση του προσωπικού συμφέροντος των διευθυντών. Αρκετές μελέτες έχουν δείξει ότι κάνουν διάκριση μεταξύ των δύο. Για παράδειγμα, οι Collins και Reitenga (2003), βρήκαν ότι οι διευθυντές διαχειρίζονται ευκαιριακά τα κέρδη σε σχέση με την ημερομηνία απονομής όταν αποζημιώνονται με δικαιώματα προαίρεσης μετοχών. Δεδομένης της εντατικοποίησης του ενδιαφέροντος για τα λογιστικά κέρδη, οι διευθυντές έχουν ένα κίνητρο να είναι ανταγωνιστικοί στη χρήση λογιστικών κανόνων, ώστε να μην απογοητεύουν τους επενδυτές και τους αναλυτές.

Το Fiscal Agency Financial Report (2012) αναφέρεται σε διάφορα σκάνδαλα που σχετίζονται με τη χειραγώγηση διευθυντικών στελεχών με εταιρείες υψηλού

προφίλ που είχαν πολύ υψηλά κέρδη για μεγάλες περιόδους, συμπεριλαμβανομένων εταιρειών στην Ολλανδία και στη Γερμανία. Ως εκ τούτου, έχει δοθεί μεγάλη προσοχή στην αναφερόμενη ποιότητα κερδών της εταιρείας, η οποία αντικατοπτρίζει τα λειτουργικά έξοδα.

Κατά τον καθορισμό των τιμών των μετοχών, ενδέχεται να υπάρχουν προσωρινές εξαιρέσεις απόκλισης από τη σωστή τιμή των τιμών εάν η αγορά διακανονίσει τα αναφερόμενα έσοδα παρά την ποιότητα των κερδών της εταιρείας. Με άλλα λόγια, η μέτρηση της ποιότητας του κέρδους μπορεί να είναι μια προγνωστική δύναμη για μελλοντικές δραστηριότητες στις τιμές των μετοχών (Chan et al. 2006). Επιπλέον, μια πρόσφατη μελέτη που διεξήχθη από τον Scott (2015), δείχνει ότι η διαχείριση κερδών έχει πολλά πλεονεκτήματα, καθώς βελτιώνει την πληροφοριακή αξία των κερδών, μειώνει την εκτίμηση του κινδύνου και έχει επίσης θετικό αντίκτυπο στις τιμές των μετοχών.

Τέλος, καθορίζοντας ειδικά την επίδραση των εμφανίσεων διακυβέρνησης στα κίνητρα διαχείρισης κερδών, οι κώδικες εταιρικής διακυβέρνησης σε όλο τον κόσμο τονίζουν το ρόλο της διακυβέρνησης στη μείωση της ευκαιριακής χειραγώγησης των κερδών και διασφαλίζοντας ότι τα στοιχεία κερδών αποτελούν πραγματικές πληροφορίες για τις δραστηριότητες της εταιρείας (Lei and Liu 2007 ). Για να κατανοήσουμε τις αιτίες και τις επιπτώσεις της διαχείρισης κερδών στις τιμές των μετοχών, μελετάμε τη σχέση μεταξύ της διαχείρισης κερδών ως εξαρτημένης μεταβλητής, των αναμενόμενων αποδόσεων μετοχών και της εταιρικής διακυβέρνησης ως ανεξάρτητων μεταβλητών. Διαπιστώνουμε ότι η σχέση υπάρχει μεταξύ του επιπέδου διαχείρισης κερδών και των αναμενόμενων αποδόσεων των μετοχών και η διακριτική συσχέτιση των δεδουλευμένων εξαρτάται από τα αναφερόμενα κέρδη και την εταιρική διακυβέρνηση.

Προηγούμενες μελέτες ταξινομούν τη διαχείριση κερδών σε δύο μέρη: διαχείριση πραγματικών κερδών και διαχείριση δεδουλευμένων. Υποδηλώνει ότι η διοίκηση είναι ιδιαίτερα πρόθυμη να συμμετάσχει στη διαχείριση των πραγματικών κερδών, για παράδειγμα επηρεάζοντας τις λειτουργικές ταμειακές ροές παρά να διαχειριστεί τα οφέλη κατά τις προσαρμογές της διοίκησης σε ταξινομήσεις και λογιστικά σχέδια. Συνεπώς, φαίνεται να έρχεται σε αντίθεση με το υψηλό κόστος διαχείρισης του πραγματικού κέρδους. Άλλη μελέτη διαπιστώνει ότι η ισχύς της

διακυβέρνησης μειώνει τη βέβαιη συσχέτιση μεταξύ των προαιρετικών δεδουλευμένων και των εξόδων ελέγχου, επομένως, υποδηλώνοντας ότι τα κέρδη ασκούνται για να μεταφέρουν αυξητικό περιεχόμενο πληροφοριών (Dichev et al. 2012).

Ένα άλλο παράδειγμα της μελέτης εξετάζει την καταλληλότητα της αξίας των κερδών με βάση τη γενικά αποδεκτή λογιστική αρχή, τα διεθνή λογιστικά πρότυπα στις Ηνωμένες Πολιτείες και τη γερμανική λογιστική. Η μελέτη διαπίστωσε ότι τα κέρδη από τα διεθνή λογιστικά πρότυπα είναι προοδευτικά σημαντικά από αυτά που βασίζονται στη γερμανική γενικά αποδεκτή λογιστική. Η διαφορά στα επακόλουθα αυτών των δύο ερευνών μπορεί να ανακαλυφθεί στο ότι οι Barton et al. εξαλείφουν τους παράγοντες που δεν πληρούν τουλάχιστον ένα από τα κριτήρια-δείγμα. Ωστόσο, αυτές περιλαμβάνονται από άλλες μελέτες όπως οι Sloan (1996) και Chan et al. (2006).

Για να κατανοήσουμε πώς να ανιχνεύσουμε τη διαχείριση κερδών, πρέπει να κάνουμε σύγκριση μεταξύ δεδουλευμένων-μοντέλων για να βρούμε τα μοντέλα που είναι κατάλληλα στο πλαίσιο της διαχείρισης κερδών. Επομένως, μόνο η διαχείριση των δεδουλευμένων μπορεί να αντιμετωπιστεί και όποια πραγματική διαχείριση των κερδών παραλείπεται από τη δοκιμή (Ball και Shivakumar, 2008). Οι Ball et al. (2008) υποδεικνύουν ότι τα θεσμικά όργανα της χώρας διαδραματίζουν ουσιαστικό ρόλο στη μείωση του συμφέροντος της διαχείρισης κερδών ευκαιριακά και στη βελτίωση της ποιότητας της χρηματοοικονομικής αναφοράς.

Ενώ, υπάρχει μια άλλη άποψη ότι ακόμη και εταιρείες, όπως στο Χονγκ Κονγκ, στη Σιγκαπούρη και στη Μαλαισία, αναφέρουν κέρδη που δεν δείχνουν βελτίωση στο δημόσιο δίκαιο της χώρας. Μια άλλη μελέτη που διεξήχθη από τους Larcker και Richardson (2014), όταν μελέτησαν τη σύνδεση μεταξύ των αποδοχών και ενός αυτοαπασχολούμενου ελεγκτή, διαπίστωσαν ότι η ανεπάρκεια ενός αυτοαπασχολούμενου ελέγχου σχετίζεται με τη διαχείριση των κερδών.

Αρκετές μελέτες για παράδειγμα (Balsam 1998, Baker, Collins and Reitenga 2003) εξέτασαν τη σχέση μεταξύ των προαιρετικών δεδουλευμένων και της ευκαιριακής διαχείρισης κερδών. Ανακάλυψαν ότι η διαχείριση κερδών σχετίζεται σχετικά με το προσωπικό συμφέρον. Ως εκ τούτου, ακολουθώντας τις παραπάνω εξηγήσεις, ο σκοπός της παρουσίας της διαχείρισης κερδών τείνει να είναι περισσότερο ευκαιριακός παρά αποτελεσματικός στην εκτίμηση των σχετικών πληροφοριών.

Κατά τον καθορισμό των τιμών των μετοχών, στο βαθμό που η αγορά επικεντρώνεται στα δηλωθέντα κέρδη και αγνοώντας την ποιότητα των εταιρικών κερδών, πιθανότατα υπάρχει ακανόνιστη απόκλιση των τιμών από τις πραγματικές αξίες. Με άλλα λόγια, η ποιότητα των κερδών μπορεί να έχει προγνωστική επίδραση για μελλοντικές δραστηριότητες στις τιμές των μετοχών (Chan et al. 2006).

Ο Sloan (1996) πιστεύει ότι οι μετοχές με μεγάλα δεδουλευμένα, που σημαίνει ότι τα κέρδη είναι μεγαλύτερα παράλληλα με τα μετρητά από τις εργασίες, έχουν μικρότερη απόδοση και μικρότερη επίδραση από τις μετοχές με χαμηλά δεδουλευμένα, με αποτέλεσμα οι επενδυτές να εστιάζουν στα αναφερόμενα κέρδη και να παραπλανούνται προσωρινά. Για παράδειγμα, καθώς τα στελέχη αυξάνουν τα κέρδη πάνω από τα μετρητά από δραστηριότητες, τα δεδουλευμένα θα αυξηθούν. Τα υπερβολικά δεδουλευμένα μπορεί να υποδηλώνουν αύξηση ή μείωση των εισπρακτέων λογαριασμών ή των υποχρεώσεων των λογαριασμών αντίστοιχα σε σχέση με το αρχείο πωλήσεων.

Στρατηγικές διαχείρισης κερδών επισημαίνονται με τη μορφή:

**1) επιθετικής αναφοράς κερδών** (επιθετικότητα κερδών), συγκεκριμένα καθυστερώντας την αναγνώριση των τρεχόντων βαρών και ζημιών και ή επιταχύνοντας την αναγνώριση μελλοντικών εσόδων και κερδών (Bhattacharya, et al. 2003),

**2) αποφυγή αναφοράς ζημιών (αποφυγή ζημιών)**, δηλαδή αποφεύγοντας την αναφορά αρνητικών κερδών, αυξάνοντας την αναφορά κερδών και προβλέψεις κέρδους των αναλυτών (Leuz, et al. 2003),

**3) εξομάλυνση κερδών.** Συγκεκριμένα η χρήση της λογιστικής πολιτικής για την απόκρυψη κορυφαίων οικονομικών εκπλήξεων λειτουργικών ταμειακών ροών. Για παράδειγμα, η επιτάχυνση της αναγνώρισης μελλοντικών εσόδων για απόκρυψη κακών τρεχουσών επιδόσεων, έτσι ώστε να κάνουν τα αναφερόμενα κέρδη ότι δεν αντικατοπτρίζουν την πραγματική απόδοση (Leuz, et al. 2003, σ.510).

**3) “Μεγάλα Λουτρά” (Big Bath),** μια εκτίμηση πτώσης των εσόδων μιας επιχείρησης έχει αρνητικές συνέπειες στην τιμή της μετοχής της. Η τεχνική “Big Bath” χρησιμοποιείται με την λογική ότι εάν πρέπει να ανακοινωθούν δυσάρεστα νέα, (ζημιές



αποσυγχωνεύσεις, αναδιάρθρωση, απαξίωση των κεφαλαίων), η διοίκηση συνήθως επιλέγει να τα αναφέρει άμεσα ώστε, να διευκολυνθεί για μελλοντικές αυξήσεις κερδών.

Η στρατηγική του «μεγάλου λουτρού», μοιάζει με την εξομάλυνση κερδών, υπό την έννοια ότι συνεπάγεται τη συγκέντρωση των ζημιών σε μία φορολογική χρήση, έτσι ώστε να υπάρχει ομαλοποίηση του αποτελέσματος τις επόμενες χρονιές. Κατά την εφαρμογή της πραγματοποιούνται όσο το δυνατόν περισσότερες αποσβέσεις και διαγραφές μπορούν να γίνουν σε μία χρήση, με την πεποίθηση ότι, σε μία ήδη κακή περίοδο, δεν προκαλείται κάποια περαιτέρω ζημιά στην αξιοπιστία και τη φήμη της εταιρείας ή της διοίκησης. Είναι μια πρώτης τάξεως ευκαιρία για τις επιχειρήσεις να διαγράψουν παλιές «αμαρτίες».

Η περίοδος που επιλέγεται να εφαρμοστεί, ως επί το πλείστον χαρακτηρίζεται από πολύ χαμηλή απόδοση της εταιρείας. Συνήθως επιλέγονται περίοδοι ύφεσης, όπου και οι υπόλοιπες επιχειρήσεις δημοσιοποιούν χαμηλά κέρδη. Επιλέγονται, επίσης, περίοδοι μετά από μια εκτελεστική αλλαγή, ως ευθύνη για την απώλεια, η οποία μπορεί να αποδοθεί στον απελθόντα Διευθύνοντα Σύμβουλο. Υπήρξαν μερικές μελέτες σχετικά με το θέμα αυτό (Healy,1985, Pourciau,1993).

Η Pourciau εξετάζει το επίπεδο διαχείρισης κερδών όταν μια ξαφνική αλλαγή στην εκτελεστική εξουσία λαμβάνει χώρα, πράγμα το οποίο αποτελεί χαρακτηριστική περίπτωση στρατηγικής «μεγάλου λουτρού». Βρίσκει στοιχεία ότι η νεοεισερχόμενη εκτελεστική εξουσία υιοθετεί πολιτικές για τη μείωση των εσόδων κατά το πρώτο έτος, αύξηση των αποδοχών κατά τα επόμενα έτη, πράγμα που συνάδει απόλυτα με τη στρατηγική (Pourciau,1993).

## 2.2. Ασύμμετρη πληροφόρηση

Οι Joseph Stiglitz (1961), George Akerlof (1970) και Michael Spence (1973) είναι οι τρεις οικονομολόγοι των υποστηρικτών που ανέπτυξαν τη θεωρία της ασύμμετρης πληροφόρησης που επισημοποιήθηκε το 2001. Η ασύμμετρη πληροφόρηση είναι ένα πρόβλημα σε χρηματοπιστωτικές αγορές, όπως ο δανεισμός. Σε αυτές τις αγορές ο δανειολήπτης είναι περισσότερο ενημερωμένος για την οικονομική του κατάσταση παρά ο δανειστής.

Αυτό έχει ως αποτέλεσμα την αποτυχία της αγοράς. Σε ένα τέλειο περιβάλλον αγοράς, με άρτιες και ανέξοδες πληροφορίες διαθέσιμες και στα δύο μέρη και χωρίς αβεβαιότητες σχετικά με τις παρούσες και μελλοντικές συνθήκες συναλλαγών, τα μέρη δεν υποφέρουν από αδυναμία πληροφόρησης της αγοράς, των συνθηκών που επικρατούν.

Ωστόσο, οι πληροφορίες στον πραγματικό κόσμο δεν είναι ούτε τέλειες ούτε χωρίς κόστος, και επιπλέον, η αγορά χρηματοδότησης μικρών επιχειρήσεων χαρακτηρίζεται από κίνδυνο και αβεβαιότητα σχετικά με τις μελλοντικές συνθήκες. Οι πληροφορίες διανέμονται ασύμμετρα μεταξύ του δανειστή και του δανειολήπτη. Από την πλευρά των δανειστών, έχει ελλειπείς πληροφορίες σχετικά με την υποκείμενη ποιότητα του έργου και τη διαχείριση των μικρών επιχειρήσεων, γεγονός που προκαλεί το πρόβλημα της δυσμενούς επιλογής (Stiglitz και Weiss, 1981).

Επίσης, η διοίκηση μιας μικρής επιχείρησης μπορεί να αποτύχει να αποδώσει πλήρως τις δυνατότητές της, προκαλώντας το πρόβλημα του ηθικού κινδύνου. Το τελευταίο προκύπτει καθώς είναι πολύ δαπανηρό για τους δανειστές, ειδικά για τις τράπεζες, να παρακολουθούν αποτελεσματικά τα έργα των μικρών επιχειρήσεων, με αποτέλεσμα την ισορροπία των πιστώσεων και την έλλειψη χρηματοδότησης (Bester, 1987).

Το γενικό πρόβλημα της ασυμμετρίας πληροφόρησης μπορεί να εκδηλωθεί με έναν από τους τρεις τρόπους: (α) αποδοχή της αίτησης δανείου, αλλά με επιτόκιο υψηλότερο από το προσαρμοσμένο ως προς τον κίνδυνο, (β) αποδοχή αλλά με αυστηρές απαιτήσεις ασφάλειας, ή (γ) την πλήρη απόρριψη της αίτησης δανείου (Bester, 1987; Stiglitz, 1981).

Σύμφωνα με τα παραπάνω, αρκετοί συγγραφείς έχουν προτείνει ότι τα ιδιωτικά κεφάλαια VC, LBOs, BA και Self-financing είναι οι καταλληλότεροι χρηματοοικονομικοί μεσάζοντες για καταστάσεις όπου οι πληροφορίες είναι σημαντικά ασύμμετρες (Bernile, Cumming, Lyandres, 2007, Gompers, 1995). Αυτή η θεωρία έχει εφαρμοστεί τόσο στις Ηνωμένες Πολιτείες όσο και στην Ευρώπη. Αυτές οι μορφές χρηματοδότησης ήταν πολύ επιτυχημένες στις Ηνωμένες Πολιτείες, έχοντας τροφοδοτήσει την ανάπτυξη πολλών εταιρειών υψηλής τεχνολογίας. Οι γνωστές περιουσίες τέτοιων εγχειρημάτων όπως το Yahoo!, το eBay, η Microsoft και η Apple (Kocis, 2009).

### 2.3. Εταιρική διακυβέρνηση

Η πρακτική της εταιρικής διακυβέρνησης σε οργανισμούς έχει αναπτυχθεί ραγδαία τα τελευταία χρόνια και η σημασία της έχει τονιστεί σε όλο τον κόσμο. Έχει υιοθετηθεί ακόμη και από χώρες που δεν έχουν ακόμη ρυθμίσει την υιοθέτηση της εταιρικής διακυβέρνησης στους οργανισμούς τους. Ο λόγος για το παγκόσμιο ενδιαφέρον προς την εταιρική διακυβέρνηση είναι ότι στηρίζει το πλαίσιο λειτουργίας μιας εταιρείας. Ως εκ τούτου, η υιοθέτηση και εφαρμογή της πρακτικής αναμένεται να ωφελήσει τους ιδιοκτήτες, καθώς δεσμεύονται να χρησιμοποιούν τις αρχές και τους μηχανισμούς, το γεγονός αυτό με την ευρεία έννοια ισοδυναμεί με αποτελεσματική παρακολούθηση των δραστηριοτήτων μιας εταιρείας, ιδιαίτερα όσον αφορά τις αρχές της αποκάλυψης και διαφάνειας. (Grantham, (2020).

Κατά συνέπεια, κατά την υιοθέτηση και εφαρμογή εταιρικής διακυβέρνησης σε εταιρείες, αυτή η απόφαση μπορεί να έχει θετικό αντίκτυπο σε αποφάσεις που σχετίζονται με τους τρέχοντες επενδυτές, αφενός, και τους πιθανούς επενδυτές από την άλλη (Hebble and Ramaswamy, 2005). Η χρεοκοπία και η κατάρρευση μεγάλων αμερικανικών εταιρειών όπως η Worldcom, η Enron και η Adolphia, και η ευαισθητοποίηση του κοινού για αυτές τις οικονομικές καταστροφές οδήγησε τους επενδυτές να συνειδητοποιήσουν ολοένα και περισσότερο τους οργανισμούς που είναι γνωστοί για τις καλές πρακτικές για την επίτευξη και τη διατήρηση καλής φήμης. είναι καθοδήγηση για τους επενδυτές ώστε να προτιμούν να επενδύουν σε εταιρείες που υιοθετούν βέλτιστες πρακτικές ποιότητας.

Επιπλέον, καθώς οι πληροφορίες είναι διαθέσιμες, οι μέτοχοι και οι ιδιοκτήτες μπορούν να έχουν πρόσβαση και να αξιολογούν αποφάσεις σε καθημερινή βάση, επιπλέον της αξιολόγησης που διενεργούν οι αναλυτές (Alabdullah, Yahya and Thuramy 2014). Με αυτόν τον τρόπο, αναδεικνύεται ο σαφής και σημαντικός ρόλος του CG σε σχέση με την επίδραση αυτών των μηχανισμών στην απόδοση των εταιρειών (Alabdullah, 2016). Αρκετές μελέτες αποδεικνύουν τη σχέση μεταξύ της CG και της απόδοσης της εταιρείας, αλλά τα αποτελέσματα είναι ασυνεπή. Ορισμένοι αναφέρουν θετικά αποτελέσματα και άλλοι ανάμεικτα, δηλαδή αρνητικά και θετικά από την απόδοση της εταιρείας (Alabdullah et al., 2016).

Είναι επίσης σημαντικό να έχουμε κατά νου ότι η έννοια της εταιρικής διακυβέρνησης πλαισιώνεται στην επιχειρηματική ηθική. Η επιχειρηματική ηθική είναι η ηθική που εφαρμόζεται στον οργανωτικό τομέα, η οποία αναφέρεται στην ανθρώπινη ποιότητα, την αριστεία των ανθρώπων και τις πράξεις τους και στο πλαίσιο της εργασίας τους σε αυτούς. Οι ορθές πρακτικές επιχειρηματικής συμπεριφοράς ενσωματώνονται σε κώδικες δεοντολογίας, οι οποίοι εξετάζουν το σύνολο των αξιών που θεσπίζονται στο ίδιο σύστημα ή κώδικα προκειμένου να ωφεληθεί η εταιρεία στο σύνολό της.

Έτσι, η εταιρική διακυβέρνηση που πλαισιώνεται στον τομέα της επιχειρηματικής ηθικής ορίζεται ως το σύστημα με το οποίο οι εταιρείες κατευθύνονται και ελέγχονται, Cadbury (1992) και ενσωματώνονται στους λεγόμενους κώδικες χρηστής διακυβέρνησης. Με αυτόν τον τρόπο, στόχος όλων των κωδικών χρηστής διακυβέρνησης είναι η προστασία των μετόχων από την εξουσία των διαχειριστών, καθώς και η διασφάλιση ότι υπάρχει καλός έλεγχος των πρώτων έναντι των δεύτερων, αποφεύγοντας τα προβλήματα αντιπροσώπων που υπάρχουν μεταξύ τους. Σε αυτό το πλαίσιο, είναι η θεωρία της αντιπροσωπείας που μελετά τις σχέσεις μεταξύ μετόχων και διευθυντών και τις υποκείμενες συγκρούσεις συμφερόντων μεταξύ των δύο.

Επί του παρόντος, υπάρχουν διάφοροι μηχανισμοί ελέγχου, τόσο εξωτερικά (αγορά αγαθών και υπηρεσιών, κεφαλαιαγορά, αγορά εργασίας για διευθυντικά στελέχη και αγορά εταιρικού ελέγχου) όσο και εσωτερικού (διοικητικό συμβούλιο, σχεδιασμός συμβάσεων αποζημίωσης, γενική συνέλευση μετόχων και χρηματοοικονομική δομή). Όλες στοχεύουν στη μείωση των υφιστάμενων προβλημάτων αντιπροσωπείας, όπως η ευκαιριακή και ιδιοτελής κερδοφορία από τους διευθυντές (Dalton, et al., 1998).

Προκειμένου να συμβιβαστούν οι κοινοί στόχοι μεταξύ των μετόχων (εντολέας) και των διαχειριστών (πράκτορες), εμφανίζεται η φιγούρα του διοικητικού συμβουλίου. Είναι μια βασική οντότητα εντός των εσωτερικών μηχανισμών που χρησιμοποιούνται από τις εταιρείες για τον έλεγχο των στελεχών τους (Dalton, et al., 1998).

Οι διευθυντές που ανήκουν στα διοικητικά συμβούλια θα έχουν ένα επίπεδο πληροφόρησης σχετικά με τη σύνθεση και τα χαρακτηριστικά των εν λόγω συμβουλίων σε θέματα εταιρικής διακυβέρνησης. Ανάλογα με μια σειρά από

χαρακτηριστικά του διοικητικού συμβουλίου, καθορίζεται ένα επίπεδο κουλτούρας εταιρικής διακυβέρνησης, στο οποίο, σε υψηλότερο επίπεδο εταιρικής κουλτούρας, λιγότερα προβλήματα αντιπροσώπευσης μεταξύ μετόχων και στελεχών της εταιρείας. Στην πραγματικότητα, τα υπάρχοντα προβλήματα αντιπροσωπείας σε μια εταιρεία μπορούν να ελαχιστοποιηθούν.

Αφενός, μέσω του ελέγχου εσωτερικών μηχανισμών όπως αυτοί που σχετίζονται με τη σύνθεση του διοικητικού συμβουλίου (Baek, 2009) και, αφετέρου, ευνοώντας τη διαφάνεια των οργανισμών, μέσω της έκδοσης πιο επαρκών χρηματοοικονομικών-λογιστικών πληροφοριών (Fernández-Rodríguez, Gómez-Ansón and Cuervo-García, 2008). Η έκδοση κωδίκων καλής διακυβέρνησης από διαφορετικές χώρες βελτιώνει το επίπεδο της κουλτούρας εταιρικής διακυβέρνησης από τις εταιρείες (Zattoni και Coumo, 2008), γεγονός που ευνοεί την επίτευξη καλύτερων επιχειρηματικών αποτελεσμάτων (Alix Valenti, Luce and Mayfield, 2011).

Αυτό επιτυγχάνεται μέσω της συμμόρφωσης ή της επεξήγησης συστάσεων, οι οποίες υπαγορεύουν διαδικασίες που ευνοούν την αποκάλυψη περισσότερων και καλύτερων πληροφοριών για όλους τους εμπλεκόμενους παράγοντες (Van den Berghe, 2002· Monks and Minow, 2004). Με την απόκτηση καλύτερων αποτελεσμάτων, αφενός, και παράλληλα πληρέστερων πληροφοριών για την πραγματικότητα της εταιρείας, αφετέρου επιτυγχάνεται ο απώτερος στόχος των εταιρειών δημιουργίας αξίας.

Τα πρότυπα δεοντολογίας και οι κανονιστικές διατάξεις που περιλαμβάνονται στις εκθέσεις Εταιρικής Διακυβέρνησης είναι απαραίτητα για την αποφυγή εντάσεων μεταξύ των διευθυντών και των ιδιοκτητών εταιρειών. Αυτά είναι τα λεγόμενα προβλήματα αντιπροσώπευσης, που αναπτύχθηκαν στη θεωρία της αντιπροσωπείας από τους Jensen και Meckling (1976). Αυτή η θεωρία επεκτάθηκε αργότερα από τους Tosi και Gomez-Mejia (1994). Η θεωρία της αντιπροσωπείας είναι η πιο χρησιμοποιούμενη μέχρι σήμερα για να δικαιολογήσει τις σχέσεις μεταξύ της εταιρείας και των ομάδων συμφερόντων της (Hermalin, Weisbach, 2000) σε σύγκριση με τις υπόλοιπες υπάρχουσες θεωρίες (Jensen and Meckling 1976· Eisenhardt, 1989).

## 2.4. Εκπλήρωση στόχων και προσδοκιών

Οι οικονομικοί αναλυτές συνήθως προβλέπουν τα αναμενόμενα κέρδη των εταιρειών πριν από το τέλος του έτους σε τριμηνιαίες ή εξαμηνιαίες προβλέψεις. Οι επιχειρήσεις αναφέρουν ασυνήθιστα υψηλά κέρδη μόνο και μόνο για να ανταποκριθούν ή να ξεπεράσουν τις προβλέψεις των αναλυτών (Degeorge et al., 1999).

Οι διευθυντές που εκδίδουν ετήσιες προβλέψεις κερδών για τις εταιρείες τους χειραγωγούν αυτά τα κέρδη για να ικανοποιήσουν τις προβλέψεις τους. Κάνουν θετική χρήση των προαιρετικών δεδουλευμένων για να χειραγωγήσουν τα κέρδη προς τα πάνω όταν τα κέρδη είναι χαμηλότερα από τις προβλέψεις τους (Kasznik, 1999).

## 2.5. Οφέλη αύξησης / μείωσης του ρυθμιστικού κόστους

Οι κανονιστικές ρυθμίσεις μπορεί επίσης να αναγκάσουν τη διοίκηση να εμπλακεί σε χειραγώγηση κερδών. Συνήθως, οι επιχειρήσεις που είναι ευάλωτες σε αντιμονοπωλιακές έρευνες ή άλλες αρνητικές πολιτικές συνέπειες ή οι επιχειρήσεις που αναζητούν κρατικές επιδοτήσεις, έχουν τεράστια κίνητρα να χειραγωγήσουν τα κέρδη, ώστε να φαίνονται λιγότερο κερδοφόρες.

Ο ρυθμιστικός έλεγχος αυξάνει την πιθανότητα χειραγώγησης του κέρδους από επιχειρήσεις που επωφελούνται από την ενίσχυση ελέγχου των εισαγωγών με τη μορφή δασμολογικών αυξήσεων ή μειώσεων ποσοστώσεων. Οι επιχειρήσεις χειραγωγούν τα κέρδη για να πληρούν τις προϋποθέσεις για ενίσχυση κατά την εισαγωγή (Jones, 1991).

Επιπλέον, οι εταιρείες που χειραγωγούν τα κέρδη μειώνουν τα διακριτικά κέρδη κατά τη διάρκεια των ετών έρευνας (Cahan, 1992). Παράγοντες που αποθαρρύνουν τις ενδοεταιρικές πρακτικές χειραγώγησης κερδών είναι η εσωτερική δομή διαχείρισης της επιχείρησης, οι προηγούμενες λογιστικές αποφάσεις που έχουν ληφθεί από την επιχείρηση, περιορίζοντας τις μελλοντικές επιλογές και το κόστος που επιβάλλεται στην επιχείρηση (Becker et al., 1998).

## Κεφάλαιο 3<sup>ο</sup>: Κίνητρα Χειραγώγησης

### 3.1. Διευθυντικά (CEOs) κίνητρα στηριζόμενα σε bonus και αποζημιώσεις

Δεδομένης της ασυμμετρίας πληροφοριών μεταξύ των διευθυντών και των διαφόρων ενδιαφερομένων, η δημοσίευση οικονομικών πληροφοριών είναι ένα κρίσιμο μέσο για την προώθηση και τον έλεγχο της προόδου της επιχείρησης. Η αναφορά κερδών που προκύπτει από τις οικονομικές καταστάσεις αποτελεί μέρος των υποχρεωτικών πληροφοριών που γνωστοποιούν οι επιχειρήσεις και παρακολουθείται στενά από τους επενδυτές και τους οικονομικούς αναλυτές. Επιπλέον, τα κέρδη χρησιμοποιούνται ευρέως από τα ενδιαφερόμενα μέρη για την αξιολόγηση της απόδοσης των στελεχών και των εταιρικών επενδυτικών αποφάσεων. Λόγω της συνάφειάς τους με τα ενδιαφερόμενα μέρη, τα κέρδη χρησιμοποιούνται ευρέως για τον καθορισμό κριτηρίων απόδοσης στις συμβάσεις αποζημίωσης CEO (Dechow et al., 2010· Ibrahim and Lloyd, 2011).

Κατά συνέπεια, η χρήση κερδών σε συμβόλαια αποζημίωσης μπορεί να δώσει κίνητρα σε πιθανές πρακτικές διαχείρισης κερδών (Dechow et al., 2010). Πράγματι, το περιθώριο που έχουν οι διευθυντές στις αποφάσεις τους τους επιτρέπει να διαμορφώνουν τις λογιστικές πληροφορίες σε συμμόρφωση με το νομικό πλαίσιο (Schatt et al., 2018), γνωστό ως διαχείριση κερδών. Σύμφωνα με τον Schipper (1989), η διαχείριση κερδών είναι μια «σκοπίμη παρέμβαση στη διαδικασία εξωτερικής χρηματοοικονομικής αναφοράς με σκοπό την απόκτηση ενός ιδιωτικού κέρδους» (σελ. 92). Επιπλέον, οι Healy και Wahlen (1999) θεωρούν ότι «η διαχείριση κερδών συμβαίνει όταν τα διευθυντικά στελέχη χρησιμοποιούν κρίση στη χρηματοοικονομική αναφορά και στη διάρθρωση των συναλλαγών για να τροποποιήσουν τις οικονομικές αναφορές είτε για να παραπλανήσουν ορισμένους ενδιαφερόμενους σχετικά με την υποκείμενη οικονομική απόδοση της εταιρείας είτε για να επηρεάσουν τα συμβατικά αποτελέσματα που εξαρτώνται σε αναφερόμενους λογιστικούς αριθμούς» (σελ. 368).

Επιπλέον, οι Ronen και Yaari (2008, σ. 27) ορίζουν τη διαχείριση κερδών ως «μια συλλογή διοικητικών αποφάσεων που έχουν ως αποτέλεσμα τη μη αναφορά των πραγματικών βραχυπρόθεσμων κερδών που μεγιστοποιούν την αξία, όπως είναι γνωστό στη διοίκηση». Αυτοί οι συγγραφείς διακρίνουν μεταξύ τριών κατηγοριών παραγόντων

στους οποίους μπορεί να επικεντρωθεί η έρευνα διαχείρισης κερδών: διευθυντές, ενδιαφερόμενοι φορείς και φύλακες.

Προηγούμενες μελέτες κάνουν διάκριση μεταξύ δύο τύπων διαχείρισης κερδών (Bartov and Cohen, 2009· Cohen et al., 2008· Zang, 2012): λογιστική ή διαχείριση κερδών βάσει δεδουλευμένης βάσης και διαχείριση πραγματικών κερδών. Η διαχείριση κερδών βάσει δεδουλευμένης βάσης ορίζεται ως λογιστικές επιλογές που γίνονται για να επηρεάσουν την αναφορά κερδών (Beneish; 2001; Dechow and Skinner; 2000; Degeorge et al., 1999).

Σύμφωνα με τον Gunny (2010), η διαχείριση πραγματικών κερδών συμβαίνει όταν τα στελέχη αναλαμβάνουν ενέργειες που αλλάζουν το χρόνο διάρθρωσης μιας συναλλαγής λειτουργίας, επένδυσης ή/και χρηματοδότησης σε μια προσπάθεια να επηρεάσουν την παραγωγή του λογιστικού συστήματος. Πολυάριθμες μελέτες επιβεβαιώνουν την ευρεία χρήση του από στελέχη (Cohen et al., 2008; Graham et al., 2005; Enomoto et al., 2015; Ferentinou and Anagnostopoulou, 2016; Healy and Wahlen, 1999; Roychowdhury, 2006), αρκετές πραγματικές δραστηριότητες χειραγώγησης, όπως μη φυσιολογικά μετρητά από λειτουργίες, διακριτικές δαπάνες και υπερπαραγωγή (Cohen et al., 2008; Harris et al., 2019; Roychowdhury, 2006; Zang, 2012).

Άλλες μελέτες διαπιστώνουν ότι τα στελέχη αντικαθιστούν όλο και περισσότερο την διαχείριση κερδών βάσει δεδουλευμένης βάσης και διαχείριση πραγματικών κερδών (Graham et al., 2005; Cohen and Zarowin, 2010; Jungeun et al., 2012), δείχνοντας ότι τη διαχείριση πραγματικών κερδών είναι πιο επιβλαβές για την αξία της εταιρείας από τη διαχείριση κερδών βάσει δεδουλευμένης βάσης (Cohen et al., 2008 Cohen and Zarowin, 2010· Dechow et al., 2010· Eisele, 2012· Roychowdhury, 2006).

Πρώτον, η διαχείριση κερδών βάσει δεδουλευμένης βάσης και η διαχείριση πραγματικών κερδών έχουν διαφορετικές επιπτώσεις στις ταμειακές ροές. Για παράδειγμα, στην περίπτωση της διαχείρισης πραγματικών κερδών, η απόφαση για μείωση των τιμών για την επιτάχυνση των πωλήσεων και την αύξηση του κύκλου εργασιών έχει άμεση και αρνητική επίδραση στις ταμειακές ροές. Αντίθετα, η διαχείριση κερδών βάσει δεδουλευμένης βάσης επηρεάζει μόνο έμμεσα τις ταμειακές ροές, όπως στην περίπτωση της χρήσης διαχείρισης κερδών βάσει δεδουλευμένων για



την αποφυγή παραβίασης των όρων των συμβάσεων χρέους (Cohen and Zarowin, 2010; Burgstahler and Eames, 2003; Franz et al., 2014).

Κατά συνέπεια, οι δραστηριότητες της διαχείρισης πραγματικών κερδών παράγουν υψηλότερο κόστος από τη διαχείριση κερδών βάση δεδουλευμένης βάσης. Οι Mizik (2010) και Roychowdhury (2006) δείχνουν ότι η διαχείριση πραγματικών κερδών σχετίζεται με αποφάσεις διαχείρισης, οι οποίες δεν είναι βέλτιστες, γεγονός που μπορεί να οδηγήσει σε αποδυνάμωση της απόδοσης της εταιρείας. Στο πλαίσιο αυτό, ο Zang (2012) διαπιστώνει ότι η μείωση των δαπανών διαφήμισης οδηγεί σε μείωση των μελλοντικών ταμειακών ροών, όπως στην περίπτωση αδικαιολόγητων αυξήσεων σε αυτά τα έξοδα.

Δεύτερον, η διαχείριση πραγματικών κερδών θα μπορούσε να είναι πιο δύσκολο να ελεγχθεί μέσω διαφορετικών μηχανισμών διακυβέρνησης, όπως οι υποχρεωτικοί έλεγχοι, καθώς αφορά διαχειριστικές και όχι λογιστικές αποφάσεις (Schatt et al., 2018). Συνεπώς, η διαχείριση πραγματικών κερδών είναι πιο δύσκολο για τους επενδυτές και τις ρυθμιστικές αρχές να ανιχνευτεί (Zang, 2012, Schatt et al., 2018).

Τέλος, όπως υποστηρίζει ο Zang (2012), οι λογιστικές επιλογές γίνονται από τα στελέχη κατά την προετοιμασία των οικονομικών καταστάσεων στο τέλος του οικονομικού έτους, σε αντίθεση με τις διαχειριστικές αποφάσεις που σχετίζονται με το REM που λαμβάνουν χώρα κατά τη διάρκεια του οικονομικού έτους. Ένα παράδειγμα είναι η απόφαση για καθυστέρηση των διαφημιστικών δαπανών κατά τη διάρκεια της λογιστικής χρήσης.

Σύμφωνα με τη θεωρία της αντιπροσωπείας, οι μελέτες έχουν επικεντρωθεί σε κίνητρα διαχείρισης κερδών, όπως η αποζημίωση του CEO (Healy and Wahlen, 1999· Ibrahim and Lloyd, 2001). Ο Balsam (1998) ανέλυσε τον τρόπο με τον οποίο οι συνιστώσες των κερδών επηρεάζουν τις αμοιβές του Διευθύνοντος Συμβούλου, δείχνοντας ότι τα προαιρετικά δεδουλευμένα συνδέονται με την αποζημίωση του σε μετρητά (βασικός μισθός και μπόνους).

Πιο πρόσφατα, οι Carter et al. (2009) βρήκαν μια θετική σχέση μεταξύ της διαχείρισης κερδών και των μπόνους στελεχών σε επιχειρήσεις των ΗΠΑ. Άλλες μελέτες καταδεικνύουν τη μεγαλύτερη χρήση δεδουλευμένων σε εταιρείες με υψηλότερες αμοιβές μετοχικού κεφαλαίου (π.χ. Bergstresser και Philippon, 2006·

Cheng και Warfield, 2005). Στην Ιαπωνία, ο Shuto (2007) διαπίστωσε ότι τα προαιρετικά δεδουλευμένα συνδέονται θετικά και σημαντικά με την αποζημίωση των στελεχών, υποδηλώνοντας ότι τα στελέχη χρησιμοποιούν διακριτικά δεδουλευμένα για να αυξήσουν τις αμοιβές τους.

Ως εκ τούτου, ένας θεμελιώδης μοχλός της διαχείρισης των κερδών είναι η πίεση στα στελέχη να ανταποκρίνονται στα βραχυπρόθεσμα κριτήρια απόδοσης. Στο γαλλικό πλαίσιο, το επίπεδο αμοιβών κινήτρων στελεχών συνέχισε να αυξάνεται από τη δεκαετία του 2000, αλλά και οι απαιτήσεις για τη σύνδεση της αμοιβής των στελεχών με την απόδοση της εταιρείας (Broye et al., 2018). Πράγματι, η ετήσια έκθεση AMF (2017, σελ. 61) δείχνει ότι για ένα δείγμα 58 εταιρειών, το 97% εξαρτά την απόδοση του μπόνους στην επίτευξη ποσοτικοποιήσιμων στόχων.

Η σχέση μεταξύ αμοιβής κινήτρων Διευθύνοντος Συμβούλου και η διαχείριση πραγματικών κερδών ενδέχεται να επηρεαστεί από τον τύπο ιδιοκτησίας και τη δομή του κύριου μετόχου. Σύμφωνα με τη θεωρία της αντιπροσωπείας, η συγκέντρωση ιδιοκτησίας μπορεί να έχει δύο αντίθετα αποτελέσματα στην επίλυση συγκρούσεων αντιπροσώπων. Από τη μία πλευρά, η παρουσία ενός ελεγχόμενου μετόχου λειτουργεί ως μηχανισμός διακυβέρνησης για την παρακολούθηση των στελεχών και τον περιορισμό της διακριτικής τους εξουσίας (Demsetz και Lehn, 1985· Shleifer και Vishny, 1986).

Έτσι, η εταιρική παρακολούθηση από μεγαλύτερους επενδυτές μπορεί να μειώσει την ευκαιριακή συμπεριφορά των CEO (Cornett et al., 2008). Από την άλλη πλευρά, ο έλεγχος μέτοχος μπορεί να μπει στον πειρασμό να απαλλοτριώσει τα συμφέροντα των μετόχων μειοψηφίας, οδηγώντας σε αύξηση των πρακτικών διαχείρισης κερδών, ειδικά σε θεσμικά πλαίσια με χαμηλότερη προστασία των μικρομετόχων (La Porta et al., 1999; Fama and Jensen, 1983· Liu and Lu, 2007). Σε αυτή την περίπτωση, η συγκέντρωση ιδιοκτησίας οδηγεί στην περιχαράκωση του ελεγχόμενου μετόχου (Shleifer and Vishny, 1997).

Επιπλέον, ο τύπος της ελεγχόμενης ιδιοκτησίας μπορεί επίσης να επηρεάσει την επίλυση διενέξεων αντιπροσώπων. Συνεπώς, διαφορετικά κίνητρα μπορεί να επηρεάσουν τη σχέση μεταξύ αμοιβής κινήτρων και διαχείρισης κερδών. Επιπλέον, η ανάμειξη ενός ή περισσότερων ελεγχόντων μετόχων μπορεί να επηρεάσει την απόδοση της αμοιβής κινήτρων του Διευθύνοντος Συμβούλου (David et al., 1998· Tosi and

Gómez-Mejía, 1989). Επομένως, η συγκεντρωμένη ιδιοκτησία μπορεί να ενισχύσει ή να αποδυναμώσει την αναμενόμενη θετική άμεση επίδραση μεταξύ της αμοιβής κινήτρων Διευθύνοντος Συμβούλου και της REM. Για να προσδιορίσουμε καλύτερα το δυνητικό αποτέλεσμα μετριασμού, δοκιμάζουμε τον αντίκτυπο της συγκέντρωσης ιδιοκτησίας στη σχέση αμοιβών κινήτρων CEO-Σχέση με τη διαχείριση πραγματικών κερδών.

Οι θεσμικοί μέτοχοι μπορούν να προτείνουν τους δικούς τους υποψηφίους ως μέλη του διοικητικού συμβουλίου. Ως αποτέλεσμα, οι CEO περιορίζονται στην επιδίωξη προσωπικών στόχων (Dardour and Boussaada, 2017). Επιπλέον, είναι πιο ενεργοί στην παρακολούθηση της πολιτικής αμοιβών στελεχών και των επιπτώσεών της στους στόχους απόδοσης. Πράγματι, σε αυτή την περίπτωση, το κόστος της αντιπροσωπείας μπορεί να μειωθεί χρησιμοποιώντας εργαλεία διαφορετικά από τα σχέδια κινήτρων (Zattoni, 2007). Ωστόσο, η παρουσία ενός δεσπόζοντος μετόχου μπορεί να οδηγήσει σε απαλλοτρίωση των συμφερόντων των μετόχων μειοψηφίας ικανοποιώντας τα ιδιωτικά τους συμφέροντα, γεγονός που θα μπορούσε να αυξήσει τις δραστηριότητες διαχείρισης κερδών (Liu and Lu, 2007).

Επιπλέον, η πιθανότητα απαλλοτρίωσης των μειοψηφικών μετόχων μπορεί να ενισχυθεί στην περίπτωση ασθενούς νομικού περιβάλλοντος και έλλειψης προστασίας των επενδυτών (La Porta et al., 1999). Μελέτες στο πλαίσιο των ΗΠΑ δείχνουν ότι το REM σχετίζεται αρνητικά με το επίπεδο της θεσμικής ιδιοκτησίας (Roychowdhury, 2006; Zang, 2012). Ο Roychowdhury (2006) βρήκε επίσης μια αρνητική συσχέτιση μεταξύ της θεσμικής ιδιοκτησίας και της χειραγώγησης πραγματικών δραστηριοτήτων χρησιμοποιώντας μη φυσιολογικό κόστος παραγωγής και μη φυσιολογικές διακριτικές δαπάνες. Αυτό είναι συνεπές με τα ευρήματα των Mard και Marsat (2012) σχετικά με τη σχέση μεταξύ της διαχείρισης κερδών βάση δεδουλευμένης βάσης και των θεσμικών μετόχων στο γαλλικό πλαίσιο. Με βάση αυτά τα επιχειρήματα, αναμένουμε μια μετριαστική επίδραση της θεσμικής ιδιοκτησίας στη σχέση αμοιβών κινήτρων CEO-REM, χωρίς να προβλεφθεί το σημάδι αυτής της επίδρασης.

Η διαχείριση κερδών είναι πιο έντονη σε εταιρείες όπου το συνολικό ποσό της αποζημίωσης του Διευθύνοντος Συμβούλου είναι πιο στενά συνδεδεμένο με την αξία μετοχών και τα δικαιώματα προαίρεσης μετοχών. Μετά από χρόνια υψηλών κερδών,

οι εταιρείες, κατά μέσο όρο, παρουσίασαν απότομη πτώση στη συνολική απόδοση των μετόχων (Bergstresser & Philippon, 2006).

Οι CEOs στα τελευταία τους χρόνια μείωσαν τις δαπάνες για έρευνα και ανάπτυξη, προφανώς για να αυξήσουν τα αναφερόμενα κέρδη. Αυτή η συμπεριφορά είναι συνεπής με τη βραχυπρόθεσμη φύση της αμοιβής των περισσότερων CEOs σε συνδυασμό με τους βραχυπρόθεσμους στόχους τους (Dechow & Sloan, 1991). Οι διευθυντές χειραγωγούν τα κέρδη σε περιόδους κατά τις οποίες αυτοί ή οι εταιρείες τους πωλούν μετοχές σε κεφαλαιαγορές. Οι εταιρικοί διευθυντές ενεργούν ευκαιριακά γύρω από τις ημερομηνίες ανακοίνωσης κερδών για να αυξήσουν την αποζημίωση τους. Έτσι, ο χρόνος της ανταμοιβής συμπίπτει με τις ευνοϊκές τιμές των μετοχών για την επιχείρηση (Yermack, 1997).

Οι CEOs κάνουν εθελοντικές γνωστοποιήσεις κοντά στις ημερομηνίες ανταμοιβής τους, προκειμένου να μεγιστοποιήσουν την αποζημίωση των δικαιωμάτων προαίρεσης μετοχών. Οι προβλέψεις κερδών που εκδόθηκαν κατά τη διάρκεια των τριών μηνών πριν από τις προγραμματισμένες ανταμοιβές είναι σημαντικά λιγότερο αισιόδοξες και μεροληπτικές από αυτές που εκδόθηκαν για την ίδια εταιρεία κατά τη διάρκεια άλλων μηνών. Επίσης, οι προγραμματισμένες ημερομηνίες δικαιωμάτων προαίρεσης μετοχών ακολουθούνται από σημαντικές θετικές έκτακτες αποδόσεις (Aboody & Kasznick, 2000).

Προηγούμενες μελέτες εξετάζουν επίσης τον βαθμό στον οποίο οι συναλλαγές εμπιστευτικών πληροφοριών είναι ενημερωτικές. Αυτές οι μελέτες φαίνεται να δίνουν μικτά αποτελέσματα. Από τη μία πλευρά, έδειξαν ότι οι εμπιστευτικοί είναι καλύτερα ενημερωμένοι και κερδίζουν ανώτερες αποδόσεις (Jaffe 1974, Seyhun, 1998) και ότι «πουλούν» μια πρόβλεψη επικείμενης μείωσης των κερδών έως και δύο χρόνια πριν αναφερθεί η πτώση (Ke, et al., 2003).

Οι διευθυντές εταιρειών που μεγιστοποιούν το κέρδος είναι πιο πιθανό να πουλήσουν τις συμμετοχές τους και να ασκήσουν τα δικαιώματα ανατίμησης των μετοχών σε εταιρείες που ελέγχουν (Benish, 1999). Οι διευθυντές αυξάνουν τα χρηματικά μόνους τους μέσω της συνετής χρήσης των προαιρετικών δεδουλευμένων (Balsam, 1998).

### 3.2. Κίνητρα σχετικά με δανειακές συμβάσεις και κόστος δανεισμού

Οι προσπάθειες της εταιρείας να παραβιάσει τις συμφωνίες για το χρέος της παρέχουν στη διοίκησή της ένα άλλο κίνητρο για χειραγώγηση των κερδών. Για παράδειγμα, ένας δανειστής μπορεί να ορίσει μια τιμή για να διατηρήσει μια σύμβαση χρέους ή να επιβάλει όρια στις επενδυτικές και χρηματοδοτικές δραστηριότητες. Εάν ο δανειολήπτης παραβιάσει τη σύμβαση χρέους, ο δανειστής μπορεί να αυξήσει το επιτόκιο, το οποίο απαιτεί ως πρόσθετη οικονομική ασφάλεια, ή να τον καλέσει για άμεση αποπληρωμή του συμβολαίου (Mulford & Comiskey, 2002).

Οι συμβάσεις χρέους παρέχουν κίνητρα για χειραγώγηση των κερδών, είτε για μείωση της τιμής της σύμβασης χρέους βάση των περιορισμών της συμφωνίας, είτε για αποφυγή του κόστους παραβίασης των συμβατικών όρων (Beneish 2001). Όσο πιο κοντά βρίσκεται μια επιχείρηση στην παραβίαση των συμβάσεων χρέους, τόσο πιο πιθανό είναι για τους διευθυντές να υιοθετήσουν την αύξηση των κερδών μέσω λογιστικής επιλογής (Christie, 1990).

Οι εταιρικοί διευθυντές παραβιάζουν τις συμφωνίες χρέους στις ετήσιες εκθέσεις τους υιοθετώντας την αύξηση του εισοδήματος μέσω λογιστικών επιλογών κατά τα έτη πριν από την παραβίαση (DeFond & Jiambalvo, 1994). Οι κακοπληρωτές των συμβάσεων χρέους χειραγωγούν τα κέρδη σε μεταγενέστερα χρόνια, αντί για χρόνια πριν από την παραβίαση, υποδεικνύοντας ότι τα κέρδη δεν αποφεύγουν την παραβίαση της σύμβασης δανεισμού, αλλά προορίζονται να μειώσουν την πιθανότητα αθέτησης στο μέλλον (Sweeney, 1994).

Ωστόσο, άλλες έρευνες δεν βρίσκουν τέτοια στοιχεία χειραγώγησης των κερδών σε εταιρείες με δεσμευτικά συμβόλαια χρέους (Healy & Palepu, 1990). Οι διευθυντές λαμβάνουν μέτρα είτε για να μειώσουν τους λογιστικούς περιορισμούς που βασίζονται σε συμβάσεις χρέους είτε για να αποφύγουν το κόστος παραβίασης των συμβατικών όρων. Ένας ασυνήθιστα μικρός αριθμός δανείων με οικονομικά αποτελέσματα ακριβώς κάτω από τα όρια της συμφωνίας χρέους και ένας ασυνήθιστα υψηλός αριθμός δανείων με οικονομικά αποτελέσματα στο ή λίγο πάνω από το όριο της σύμβασης χρέους επιβεβαιώνουν τα παραπάνω (Dichev & Skinner, 2002).

Τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα και οι ασφαλιστικές εταιρείες είναι τομείς όπου οι διαχειριστές πρέπει να σταθμίσουν τα κίνητρα της χρηματοοικονομικής

αναφοράς έναντι των ρυθμιστικών περιορισμών. Για παράδειγμα, μελέτες σε ρυθμιζόμενα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα αναφέρουν ότι οι διευθυντές αντιμετωπίζουν πολλαπλά κίνητρα για τη χειραγώγηση των κερδών. Ειδικότερα, αυτές οι μελέτες δείχνουν ότι τα κίνητρα που συνδέονται με την τακτική μείωση κεφαλαίου και φόρου εξισορροπούνται από αυτά που συνδέονται με την αύξηση των κερδών. Έτσι, αυτές οι μελέτες παρέχουν γενικά στοιχεία που συνάδουν με την εξομάλυνση του εισοδήματος (Moyer, 1990; Beatty et al., 1995; Collins et al., 1995).

### 3.3. Κίνητρα προσφορά ιδίων κεφαλαίων μέσω δημόσιας εγγραφής (IPOs)

*«Η διαχείριση κερδών συμβαίνει όταν οι διευθυντές χρησιμοποιούν κρίση στη χρηματοοικονομική αναφορά και στη διάρθρωση των συναλλαγών για να τροποποιήσουν τις οικονομικές αναφορές είτε για να παραπλανήσουν ορισμένους ενδιαφερόμενους σχετικά με την υποκείμενη οικονομική απόδοση της εταιρείας είτε για να επηρεάσουν τα συμβατικά αποτελέσματα που εξαρτώνται από τους αναφερόμενους λογιστικούς αριθμούς». (Healy and Wahlen, 1999).*

Σε μια τυπική αρχική δημόσια προσφορά (IPO), οι ιδιώτες ιδιοκτήτες της εταιρείας είναι «καθαροί πωλητές», είτε πουλώντας απευθείας δευτερεύουσες μετοχές στην προσφορά είτε μέσω πώλησης πρωτογενών μετοχών, οι οποίες μειώνουν το ποσοστό των ιδίων κεφαλαίων που διατηρούν οι προηγούμενοι ιδιοκτήτες. Ως καθαροί πωλητές, οι ιδιοκτήτες και οι διευθυντές της επιχείρησης έχουν κίνητρα να «προσαρμόσουν το παράθυρο» ή να αυξήσουν τα αναφερόμενα κέρδη πριν από την προσφορά, προκειμένου να επιτύχουν την υψηλότερη πιθανή αρχική τιμή προσφοράς.

Ένα χρηματοπιστωτικό ίδρυμα αμοιβαίας ιδιοκτησίας, ωστόσο, μπορεί να έχει σημαντικά διαφορετικά κίνητρα. Δεδομένου ότι οι καταθέτες κατέχουν ουσιαστικά τα αμοιβαία ιδρύματα πριν από την αρχική δημόσια προσφορά, το ποσοστό της εταιρείας που ανήκει συνήθως στη διοίκηση είναι μικρό επειδή η ιδιοκτησία τους είναι περιορισμένη εκτός από τους μεμονωμένους ρόλους ως καταθέτης ή εργαζόμενος. Η διοίκηση των αμοιβαίων ιδρυμάτων συχνά αγοράζει σημαντικό μερίδιο της εταιρείας στην αρχική δημόσια προσφορά στην τιμή εγγραφής, καθιστώντας έτσι τα μέλη της διοίκησης «καθαρούς αγοραστές» της εταιρείας.

Ως εκ τούτου, οι διευθυντές έχουν το κίνητρο να ελαχιστοποιήσουν την αποτίμηση της επιχείρησης, έτσι ώστε οι διευθυντές και οι εμπιστευτικοί να μπορούν να αυξήσουν την αναλογική ιδιοκτησία τους στην επιχείρηση στη χαμηλότερη δυνατή τιμή. Επειδή τα άτομα στη διοίκηση συμμετέχουν επί ίσοις όροις με άλλους καταθέτες στις IPO αμοιβαίας οικονομίας, οι χαμηλότερες αρχικές τιμές εγγραφής ή αποτιμήσεις μπορούν να οδηγήσουν σε μεγαλύτερες αποδόσεις για τα στελέχη της οικονομίας στον ρόλο τους ως μέτοχοι της εταιρείας.

Επιπλέον, υπάρχει σύγκρουση συμφερόντων επειδή η διοίκηση μπορεί να αποκτήσει ένα δυσανάλογο μερίδιο της αξίας που δημιουργείται στην εταιρεία αμοιβαίων κεφαλαίων, εάν οι καταθέτες επιλέξουν να μην συμμετάσχουν στη μετατροπή. Δεδομένου ότι η διοίκηση ελέγχει αποτελεσματικά τόσο το χρονοδιάγραμμα της απόφασης όσο και την αναφορά χρηματοοικονομικών πληροφοριών, τα οικονομικά κίνητρα μπορεί να παρακινήσουν τη διοίκηση να παραπλανήσει τους καταθέτες σχετικά με την υποκείμενη χρηματοοικονομική κατάσταση ή απόδοση της επιχείρησης.

Σε αντίθεση με τα τυπικά σχήματα διαχείρισης κερδών που επιδιώκουν είτε να εξομαλύνουν είτε να αυξάνουν τα αναφερόμενα κέρδη, τα κίνητρα σε μια απασφάλιση είναι η μείωση των αναφερόμενων κερδών και των επιπέδων κεφαλαίου, οδηγώντας σε χαμηλότερες αποτιμήσεις στο IPO. Αν και η διαδικασία αξιολόγησης που επιβάλλεται από τους τραπεζικούς κανονισμούς θα μπορούσε να περιορίσει την ευκαιριακή διευθυντική συμπεριφορά, οι οικονομικές αποτιμήσεις IPO καθορίζονται γενικά χρησιμοποιώντας μοντέλα σχετικής αποτίμησης, συμπεριλαμβανομένων των πολλαπλασιαστών τιμής και τιμής προς κέρδη (Masulis, 1987, Unal, 1997).

Ως εκ τούτου, διακριτικές επιλογές που επηρεάζουν τους αναφερόμενους λογιστικούς αριθμούς είναι πιθανό να επηρεάσουν την αρχική αποτίμηση που καθορίστηκε για τη μετατροπή του. Ακολουθώντας τη βιβλιογραφία διαχείρισης κερδών για τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, εξετάζουμε τις προβλέψεις για ζημιές δανείων και τα αποθεματικά ζημιών δανείων ως υποδείξεις για τη διαχείριση κερδών δεδομένης της διακριτικής φύσης αυτών των λογαριασμών και της επίδρασής τους στην κατάσταση λογαριασμού αποτελεσμάτων και στον ισολογισμό. Διαπιστώνουμε κατά μέσο όρο ότι οι αμοιβαίες συναλλαγές αυξάνουν τις προβλέψεις για ζημιές δανείων και το επίπεδο των αποθεματικών ζημιών από δάνεια την περίοδο πριν από

την αποαλληλασφάλιση IPO, με αποτέλεσμα χαμηλότερη αναφερόμενη απόδοση επένδυσης και χαμηλότερη λογιστική αξία των ιδίων κεφαλαίων για αυτές τις εταιρείες.

Οι αμοιβαίες οικονομίες ξεκίνησαν ως μια μέθοδος συγκέντρωσης των αποταμιεύσεων των καταθετών (ονομάζονται επίσης μέλη) προκειμένου να δανειστούν κεφάλαια στα μέλη. Επειδή οι αμοιβαίοι οργανισμοί δεν εκδίδουν μετοχές, τα ίδια κεφάλαια στην εταιρεία είναι τα σωρευτικά κέρδη που αποκτά το ίδρυμα. Τα μέλη έχουν δικαιώματα ψήφου, αλλά το διοικητικό συμβούλιο ελέγχει συχνά το αμοιβαίο μέσω διαρκών πληρεξουσίων που υπογράφονται από την πλειοψηφία των καταθετών (Masulis, 1987).

Η πιθανότητα απώλειας ή κέρδους από αυτήν την ιδιοκτησία είναι επίσης περιορισμένη και λόγω της ασφάλισης των καταθέσεων, οι καταθέτες υφίστανται μικρό κίνδυνο κατά της πτώσης εάν το ίδρυμα αποτύχει. Τα μέλη επίσης δεν μπορούν να λάβουν πληρωμές σε μετρητά από τα τρέχοντα ή αδιάθετα κέρδη στην εταιρεία πέρα από τους τόκους που έχουν κερδίσει στους καταθετικούς λογαριασμούς τους. Παρά αυτή την περιορισμένη ιδιοκτησία, οι καταθέτες αναγνωρίζονται νομικά ως ιδιοκτήτες του αμοιβαίου ιδρύματος και οι καταθέτες που κλείνουν τους λογαριασμούς τους χάνουν τυχόν μελλοντικά δικαιώματα ιδιοκτησίας. Εξαιτίας κυρίως της απώλειας ορισμένων φορολογικών πλεονεκτημάτων και της επιθυμίας η διοίκηση να συγκεντρώσει εξωτερικό κεφάλαιο (Brown and Davis, 2009), οι οικονομίες άρχισαν να μετατρέπονται σε ιδρύματα που βασίζονται σε μετοχές.

Ο Williams (2006) απαριθμεί τα κύρια βήματα ως:

(1) έγκριση σχεδίου μετατροπής που εγκρίνεται από τα δύο τρίτα του διοικητικού συμβουλίου του ιδρύματος,

(2) υποβολή αίτησης για μετατροπή στο Office of Thrift Supervision (OTS),

(3) διεξαγωγή ψηφοφόρων για την έγκριση των μελών του σχεδίου μετατροπής,

(4) προσφορά αποθεμάτων σε μέλη του ιδρύματος κατά προτεραιότητα και

(5) πώληση τυχόν υπολειπόμενων μετοχών σε κοινοτική προσφορά ή εγγεγραμμένη δημόσια προσφορά στη σπάνια περίπτωση όπου δεν έχουν εγγραφεί από τα μέλη του ιδρύματος.



Όπως συζητήθηκε από τους Masulis (1987) (οικονομίες) και Mayers και Smith (2004) (εταιρείες αστικής ευθύνης), οι αλλαγές στην οργανωτική μορφή και συγκεκριμένα οι μετατροπές από την αμοιβαία μορφή σε ένα καταστατικό μετοχών μπορούν να παρέχουν ένα μοναδικό περιβάλλον για την εξέταση των κινήτρων. Όταν μια οικονομία, οι τραπεζικοί κανονισμοί απαιτούν μια εκτίμηση που καθορίζει την αξία της υποκείμενης απαίτησης μετοχικού κεφαλαίου των καταθετών.

Εάν η διαχείριση κερδών μπορεί να επηρεάσει την αποτίμηση αυτών των απαιτήσεων μετοχικού κεφαλαίου, τότε η διαχείριση της μετατρεπόμενης οικονομίας μπορεί να ωφεληθεί αναφέροντας χαμηλότερα κέρδη ή χαμηλότερη λογιστική αξία των ιδίων κεφαλαίων πριν από τη μετατροπή, επειδή η διοίκηση αγοράζει μετοχές στην τιμή προσφοράς και οι χαμηλότερες αποτιμήσεις μπορούν να ενισχύσουν τις αρχικές αποδόσεις για επενδυτές. Η διαφορετική δομή ιδιοκτησίας μεταξύ αμοιβαίας οικονομίας και τυπικών IPO παρέχει ένα φυσικό πείραμα για την αξιολόγηση των κινήτρων για τη διαχείριση των κερδών που περιβάλλουν την IPO.

Επιπλέον, η ρυθμιστική δομή για τα θέματα έχει ως αποτέλεσμα τη διαθεσιμότητα οικονομικών στοιχείων που αναφέρονται με συνέπεια τόσο πριν όσο και μετά την αρχική δημόσια προσφορά. Παρά την ρυθμιστική εποπτεία στον κλάδο των καταθέσεων, αρκετές μελέτες έχουν βρει στοιχεία διαχείρισης κερδών, ιδίως όσον αφορά τη χρήση προβλέψεων για ζημίες δανείων.

Προηγούμενη έρευνα έχει επίσης δείξει ότι υπάρχουν διάφορα κίνητρα για τη διαχείριση των κερδών, συμπεριλαμβανομένων αυτών γύρω από τις προσδοκίες της κεφαλαιαγοράς και των εκείνων, τα οποία βασίζονται σε συμβατικά αποτελέσματα. Για γεγονότα άντλησης κεφαλαίων, οι Teoh et al (1998a,b,c) και Erickson and Wang (1999) αναφέρουν αυξημένα δεδουλευμένα, με αποτέλεσμα αυξημένα κέρδη πριν από τις αρχικές δημόσιες προσφορές, έμπειρες προσφορές μετοχών και εξαγορές που χρηματοδοτούνται από μετοχές για μη καταθετικά ιδρύματα.

Κατά την ανασκόπηση αυτών των εγγράφων, οι Healy και Wahlen (1999) καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι ορισμένοι διευθυντές διογκώνουν τα αναφερόμενα κέρδη πριν από τις δημόσιες προσφορές μετοχών προκειμένου να επηρεάσουν τις προσδοκίες των επενδυτών για μελλοντική απόδοση και να αυξήσουν την τιμή προσφοράς. Τα κίνητρα συμβάσεων περιλαμβάνουν τη διαχείριση κερδών για την αποφυγή παραβίασης των συμβάσεων χρέους ή για την ενίσχυση της αποζημίωσης ή

της αντιληπτής διευθυντικής απόδοσης. Γενικά, τα κίνητρα γύρω από τα συμβατικά αποτελέσματα και την άντληση κεφαλαίων ενθαρρύνουν τους διευθυντές να βελτιώσουν ή να ενισχύσουν τα αναφερόμενα κέρδη.

Στην περίπτωση των αποαμοιβαιοποιήσεων, ωστόσο, οι διευθυντές έχουν ένα πρόσθετο κίνητρο για τον αποπληθωρισμός της αναφερόμενης απόδοσης πριν από τη μετατροπή, προκειμένου να μειώσουν την πραγματική τιμή προσφοράς. Αναφορικά με τους διευθυντές, οι οποίοι επιδιώκουν να μειώσουν τα αναφερόμενα κέρδη είναι παρόμοια με τη λογική που παρατηρήθηκε από τους Jones (1991), Perry and Williams (1994), Coles et al. (2006) και Gong et al. (2008). Ο Jones (1991) καταδεικνύει ότι οι εταιρείες διαχειρίζονται τα κέρδη προς τα κάτω μέσω διακριτικών δεδουλευμένων κατά τη διάρκεια ερευνών για την ελάφρυνση των εισαγωγών.

Οι Perry και Williams (1994) βρίσκουν ότι οι διευθυντές αυξάνουν τα προαιρετικά δεδουλευμένα το έτος πριν από τις ανακοινωθείσες εξαγορές από τη διοίκηση. Αυξάνοντας τα δεδουλευμένα, οι διαχειριστές αναφέρουν χαμηλότερα κέρδη στην περίοδο αμέσως, ωφελώντας έτσι τη διοίκηση που συμμετέχει στο MBO, η οποία μπορεί να είναι σε θέση να αγοράσει την εταιρεία σε χαμηλότερη αποτίμηση ή να δικαιολογήσει ευκολότερα τη δίκαιη προσφορά.

Σε σχετική εργασία που εξετάζει διευθυντικά κίνητρα με δικαιώματα προαίρεσης αγοράς μετοχών, οι Coles et al. (2006) διαπιστώνουν ότι οι εταιρείες διαχειρίζονται τα κέρδη προς τα κάτω, μέσω μειωμένων προαιρετικών δεδουλευμένων πριν από την επανέκδοση των ακυρωμένων δικαιωμάτων προαίρεσης μετοχών. Αν και οι διαχειριστές θα μπορούσαν να επωφεληθούν από μια μειωμένη τιμή μετοχής που χρησιμοποιείται για τον καθορισμό της τιμής άσκησης για τα δικαιώματα προαίρεσης, οι συγγραφείς διαπιστώνουν ότι η αγορά δεν ανταποκρίνεται στα μειωμένα κέρδη, δεδομένης της διαφάνειας της συναλλαγής.

Οι Gong et al. (2008) βρίσκουν στοιχεία ότι οι διευθυντές αποπληθωρίζουν τα κέρδη πριν από επαναγορές μετοχών στην ανοικτή αγορά και ότι το μέγεθος της καθοδικής διαχείρισης κερδών σχετίζεται με το ποσοστό των μετοχών που ξαναγοράζονται. Οι συγγραφείς υποστηρίζουν ότι οι διευθυντές επωφελούνται από την επαναγορά, επειδή τα συμφέροντά τους είναι πιο πιθανό να ευθυγραμμιστούν με τους υπόλοιπους μετόχους μέσω των ιδιοκτησιακών θέσεων και της μελλοντικής αποζημίωσης. Ενώ τα επιχειρήματα για την αποτελεσματικότητα της αγοράς

υποδηλώνουν ότι οι επενδυτές ξετυλίγουν τις διαφανείς προσπάθειες διαχείρισης κερδών, οι αποαλληλαλληλοποιήσεις διαφέρουν από αυτές τις άλλες περιπτώσεις, επειδή οι αξιώσεις ιδιοκτησίας δεν μπορούν να μεταβιβαστούν πριν από τη μετατροπή και δεν υπάρχει αγορά για τα ίδια κεφάλαια της εταιρείας πριν από την IPO.

Επομένως, οι εμπιστευτικοί δεν χρειάζεται να «ξεγελάσουν» την αγορά, αλλά χρειάζεται μόνο να επηρεάσουν τις ρυθμιστικές αρχές και τους εκτιμητές για να επωφεληθούν από την προηγούμενη διαχείριση κερδών. Στο πλαίσιο της διαδικασίας αξιολόγησης για έναν οργανισμό αποαλληλαλληλοποίησης, ο εκτιμητής επιλέγει ένα δείγμα συγκρίσιμων εταιρειών, τυποποιεί τις οικονομικές τους καταστάσεις και χρησιμοποιεί δείκτες αποτίμησης, συμπεριλαμβανομένων των πολλαπλασιαστών τιμής προς κέρδη και πολλαπλασιαστές τιμής προς λογιστική, για να αποκτήσει ένα αρχικό εύρος τιμών προσφοράς ( Unal, 1997).

Οι Maksimovic και Unal (1993) επισημαίνουν ότι *«[τ]η τιμή προσφοράς της δημόσιας προσφοράς πρέπει να βρίσκεται εντός του προηγούμενως εκτιμώμενου εύρους και καθορίζεται ακριβώς πριν από την προσφορά μέσω διαπραγμάτευσης μεταξύ της διοίκησης της οικονομίας, του αναδόχου και του εκτιμητή. . [και] πρέπει επίσης να εγκριθεί από το OTS αμέσως πριν από την έκδοση»*. Δεδομένης της χρήσης των δεικτών αποτίμησης για την εκτίμηση της αρχικής τιμής προσφοράς και αποτίμησης, οποιαδήποτε προηγούμενη προσαρμογή στα κέρδη της εκδότριας εταιρείας ή στη λογιστική αξία των ιδίων κεφαλαίων θα έχει άμεσο αντίκτυπο στην αποτίμηση της επιχείρησης και το ενδεχόμενο διοικητικού κέρδους σε βάρος άλλων διεκδικητών μετοχών στην αποαμοιβαίαση.

Μια σχετική ροή έρευνας IPO διερευνά την επιρροή των διαχειριστών στον καθορισμό των αρχικών τιμών προσφοράς και τον αντίκτυπο στις αποδόσεις της πρώτης ημέρας. Οι Alavi et al. (2008) τεκμηριώνουν ότι η μεγαλύτερη διευθυντική ιδιοκτησία πριν από την IPO μειώνει το ρητό κόστος της εισαγωγής στο χρηματιστήριο. Οι Ljungqvist και Wilhelm (2003) βρίσκουν ότι το ποσοστό των μετοχών που κατανέμονται σε φίλους και συγγενείς στις δημόσιες εγγραφές στο διαδίκτυο σχετίζεται θετικά με την υποτιμολόγηση, γεγονός που υποδηλώνει διοικητική επιρροή στη διαδικασία.

Από την άλλη πλευρά, οι Lowry και Murphy (2007) διερευνούν τα δικαιώματα προαίρεσης μετοχών εκτελεστικών εταιρειών που εκδίδονται στην τιμή προσφοράς

IPO και δεν βρίσκουν καμία σχέση μεταξύ των δικαιωμάτων προαίρεσης και της υποτιμολόγησης και καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι οι αξιώσεις για διευθυντική αναζήτηση στη βιβλιογραφία μπορεί να είναι υπερβολικές. Όσον αφορά τη μείωση της αμοιβαιοποίησης, ο Masulis (1987) υποστηρίζει ότι οι επενδυτές που πραγματοποιούν συναλλαγές στη δευτερογενή αγορά μετά την αρχική δημόσια προσφορά θα αποτιμήσουν πλήρως την καθαρή θέση της εταιρείας συν τα κέρδη από τη μετατροπή, με αποτέλεσμα θετικές αποδόσεις στους επενδυτές στην αρχική προσφορά.

Ο Masulis αναφέρει θετικές αρχικές αποδόσεις στους επενδυτές για το δείγμα αποαλληλαλληλοποιήσεων του από το 1976 έως το 1983 και οι Carow et al. (2007) παρέχουν στοιχεία ότι οι διαχειριστές επηρεάζουν τους όρους της προσφοράς μετατροπής και ότι τα μεγαλύτερα επίπεδα συμμετοχής της διοίκησης στην προσφορά συνδέονται με μικρότερα μεγέθη προσφοράς και μεγαλύτερες αρχικές αποδόσεις IPO. Αν και οι κανονιστικοί περιορισμοί θα μπορούσαν να μετριάσουν τον αντίκτυπο της διαχείρισης κερδών πριν από την IPO, δεν είναι σαφές ότι οι ρυθμιστικές αρχές που συνήθως ενδιαφέρονται για την ασφάλεια και την ευρωστία του τραπεζικού συστήματος θα ασχολούνται με τις εταιρείες που διαχειρίζονται τα κέρδη προς τα κάτω πριν από την προσφορά.

### 3.4. Εξαγορές άλλων εταιριών – συγχωνεύσεις

Ο κύριος στόχος κάθε οργανισμού είναι να έχει το μέγιστο κέρδος κάθε χρόνο για να αυξάνει τον πλούτο των μετόχων παρέχοντάς τους υψηλά μερίσματα. Κάθε οργανισμός υιοθετεί διαφορετικές τεχνικές και εργαλεία για να μεγιστοποιήσει το κέρδος του και να μπορεί να επιβιώσει στην ταχέως αναπτυσσόμενη αγορά. Υπάρχει ένα συγκεκριμένο γεγονός για το οποίο κάθε οργανισμός πρέπει να ανταποκριθεί αυθόρμητα προκειμένου να λάβει τα μέγιστα κέρδη, όπως η είσοδος σε νέες αγορές, η κυκλοφορία νέων προϊόντων, η αύξηση του χαρτοφυλακίου κ.λπ.

Οι επιχειρήσεις στη συνέχεια απαιτούν οικονομικούς πόρους για να επιτύχουν τους στόχους τους όσο το δυνατόν γρηγορότερα για να απολαύσουν ένα ορισμένο μονοπώλιο στην αγορά. Αυτά τα γεγονότα και οι συναλλαγές δημιουργούν έναν τεράστιο αριθμό προβλημάτων για τις επιχειρήσεις και τους οργανισμούς που

στερούνται ή αποτυγχάνουν να κανονίσουν χρηματοδότηση για να ανταποκριθούν στις απαιτήσεις της αναπτυσσόμενης αγοράς.

Οι μικροί ή λιγότερο προσανατολισμένοι στο κέρδος οργανισμοί δεν έχουν άλλη επιλογή παρά να εγκαταλείψουν την αγορά ή να συγχωνευθούν ή να εξαγοραστούν από υγιείς/καλές χρηματοοικονομικές εταιρείες. Οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές είναι πολύ εύκολες και αποτελούν τη μόνη επιλογή για μικρούς ή λιγότερο κερδοσκοπικούς οργανισμούς να παραμείνουν και να επιβιώσουν στην αναδυόμενη αγορά.

Οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές είναι μια παγκόσμια επιχειρηματική στρατηγική που επιτρέπει στις επιχειρήσεις να εισέλθουν σε νέες πιθανές αγορές ή σε μια νέα επιχειρηματική περιοχή. Συγχώνευση και εξαγορά δεν είναι οι ίδιες ορολογίες, αλλά συχνά χρησιμοποιούνται εναλλακτικά. Κατά την εξαγορά ένας οργανισμός αγοράζει ένα μέρος ή ολόκληρο έναν άλλο οργανισμό. Ενώ στη συγχώνευση δύο ή περισσότεροι από δύο οργανισμοί συνθέτουν έναν οργανισμό (Alao 2010). Συγχώνευση είναι η νομική δραστηριότητα κατά την οποία δύο ή περισσότεροι οργανισμοί συνδυάζονται και μόνο μία εταιρεία επιβιώνει ως νομική οντότητα (Horne & John 2004).

Σύμφωνα με τον ορισμό του Γεωργίου (2011) σε μια συγχώνευση, δύο ή περισσότερες εταιρείες προσεγγίζουν από κοινού και γίνονται μια ενιαία εταιρεία ενώ κατά την εξαγορά μεγάλη και οικονομικά υγιής επιχείρηση αγοράζει τη μικρή επιχείρηση. Ο Khan (2011) παρουσίασε έναν ορισμό της συγχώνευσης ως δύο ή περισσότερες εταιρείες κοντά μεταξύ τους και σχηματίζουν μία ή περισσότερες εταιρείες. Οι Durga, Rao και Kumar (2013) όρισαν τις συγχωνεύσεις και τις εξαγορές ως δραστηριότητες που περιλαμβάνουν εξαγορές, εταιρική αναδιάρθρωση ή εταιρικό έλεγχο που αλλάζει στη δομή ιδιοκτησίας των επιχειρήσεων.

Ο κύριος στόχος της εταιρείας πίσω από τη σύναψη της συμφωνίας συγχώνευσης και εξαγοράς είναι να συνεργαστεί με άλλες εταιρείες οι οποίες μπορεί να είναι πιο ωφέλιμες σε σύγκριση με την εργασία μόνη της σε μια αγορά. Επιπλέον, λόγω της συγχώνευσης και της εξαγοράς, η απόδοση των ιδίων κεφαλαίων και ο πλούτος των μετόχων αυξάνεται και μειώνονται τυχόν σχετικά έξοδα (λειτουργικό κόστος) και για την εταιρεία (Γεωργίου & Γεωργίου, 2011).

Για την επιβίωση στη γρήγορα αποδοτική αγορά, η μεγιστοποίηση του πλούτου των μετόχων είναι ο επόμενος σημαντικός στόχος της συγχώνευσης και της εξαγοράς. Η διοίκηση της εταιρείας είναι επίσης υπέρ της συγχώνευσης και της εξαγοράς καθώς οι εξουσίες τους θα αυξηθούν και θα μπορούν να επιτύχουν τόσο βραχυπρόθεσμους όσο και μακροπρόθεσμους στόχους της εταιρείας (Gattoufi et al, 2009).

Η συγχώνευση και η εξαγορά είναι ένα πολύ σημαντικό εργαλείο για την επέκταση των επιχειρήσεων σε διάφορες χώρες και οι ερευνητές από όλο τον κόσμο ενδιαφέρονται να εργαστούν σε αυτόν τον τομέα (Goyal και Joshi 2011). Αν πάμε στην ιστορία της συγχώνευσης και της εξαγοράς, οι συγχωνεύσεις και εξαγορές ξεκίνησαν από τις Ηνωμένες Πολιτείες τον 18ο αιώνα (Focarelli, Panetta and Salleo 2002). Η μέγιστη έρευνα σχετικά με τις συγχωνεύσεις και εξαγορές έχει γίνει στην αγορά των Ηνωμένων Πολιτειών και της Ευρώπης. Συγκριτικά λίγη ερευνητική εργασία είχε γίνει για Σ& Α στις αναπτυσσόμενες χώρες όπως το Πακιστάν, η Ινδία, η Μαλαισία και το Μπαγκλαντές κ.λπ.

Τις τελευταίες τρεις δεκαετίες, οι εταιρείες έχουν χρησιμοποιήσει εντατικά τις Συγχωνεύσεις και Εξαγορές (Σ&Ε) ως στρατηγικό εργαλείο για την εταιρική αναδιάρθρωση. Αρχικά, αυτή η τάση ενοποίησης περιοριζόταν στις ανεπτυγμένες χώρες, ιδιαίτερα στις ΗΠΑ και στο Ηνωμένο Βασίλειο. Ωστόσο, στη συνέχεια οι αναπτυσσόμενες χώρες άρχισαν να ακολουθούν το ίδιο μοτίβο. Η ανάπτυξη της τάσης μπορεί να κριθεί από το γεγονός ότι στις ΗΠΑ μόνο την τελευταία δεκαετία του εικοστού αιώνα σημειώθηκε τριπλάσια αύξηση στον αριθμό των συγχωνεύσεων και εξαγορών, ενώ έχει αναφερθεί πενταπλάσια αύξηση ως προς την αξία (Coopland, 2005).

### 3.5. Κίνητρα εξαγοράς μετοχών από τους ίδιους τους διευθυντές (MBOs)

Τα εταιρικά στελέχη που συμμετέχουν σε μια συναλλαγή εξαγοράς διαχείρισης («MBO») αντιμετωπίζουν μια δυαδικότητα, όπως η *doppelgänger*, ή διπλή, στη λογοτεχνική φαντασία. τους μετόχους των εταιρειών τους πάνω από τα προσωπικά τους συμφέροντα. Από την άλλη πλευρά, τα στελέχη αγοράζουν την επιχείρηση από αυτούς ακριβώς τους μετόχους και θα επωφεληθούν από αυτό με όρους που είναι αυτοεξυπηρετούμενοι.

Στην περίπτωση μιας συνήθους συναλλαγής σύγκρουσης συμφερόντων, η σύγκρουση μπορεί να αντιμετωπιστεί προσεκτικά με την υιοθέτηση διαδικασιών που διασφαλίζουν ότι ένας ουδέτερος υπεύθυνος λήψης αποφάσεων στην εταιρεία-στόχο έχει την εξουσία λήψης αποφάσεων για τη συναλλαγή. Η απομάκρυνση του ατόμου που βρίσκεται σε σύγκρουση από τη διαδικασία λήψης αποφάσεων αφαιρεί επίσης τη σύγκρουση συμφερόντων από τη σχετική εταιρική απόφαση. Η υπάρχουσα νομολογία αντιμετωπίζει τις συναλλαγές MBO με παρόμοιο τρόπο: Θεωρεί ότι οι εταιρείες που υποβάλλονται σε MBO που υιοθετούν μια ουδέτερη διαδικασία λήψης αποφάσεων ως εξυγίανση της σύγκρουσης συμφερόντων στη συναλλαγή.

Ένα MBO εμφανίζεται όταν τα στελέχη μιας εταιρείας, που αναφέρονται επίσης ως διοίκηση, ξεκινούν την εξαγορά της ίδιας εταιρείας που διευθύνουν. Από καθαρά τεχνική άποψη, τα MBO δεν διαφέρουν από οποιαδήποτε άλλη συναλλαγή συγχώνευσης και εξαγοράς: Αποτελούν ένα μέσο για την πραγματοποίηση της μεταβίβασης της ιδιοκτησίας μιας εταιρείας, του «στόχου», από τον πωλητή στον αγοραστή.

Αλλά από την άποψη της προστασίας των μετόχων, τα MBO εγείρουν ανησυχητικά ζητήματα. Σε ένα MBO, υπάρχει ουσιαστική επικάλυψη μεταξύ της ομάδας διαχείρισης της εταιρείας και της ομάδας αγοραστών που εξαγοράζει την εταιρεία. Ως συνέπεια ενός MBO, η διοίκηση αυξάνει σημαντικά το μετοχικό της συμφέρον στην επιχείρηση στην οποία εργαζόταν προηγουμένως, καθιστώντας έναν από τους σημαντικότερους υπόλοιπους ιδιοκτήτες της επιχείρησης. Ο στόχος σε μια MBO μπορεί να είναι μια ιδιωτική ή μια δημόσια εταιρεία πριν από τη συναλλαγή MBO.

Σε μια τέτοια κατάσταση, υπάρχει μια σύγκρουση, καθώς οι διαχειριστές από τη μια πλευρά έχουν καθήκον εμπιστοσύνης προς τους μετόχους να λάβουν την καλύτερη τιμή για την εξαγορά, ενώ ως αγοραστές οι διαχειριστές δεν θα ήθελαν να πληρώσουν υψηλό τίμημα εξαγοράς. Επομένως, οι διευθυντές έχουν ένα κίνητρο να μειώσουν τα αναφερόμενα κέρδη πριν από την απόκτηση.

Για τη διαχείριση εξαγορών επιχειρήσεων, οι πληροφορίες σχετικά με τα κέρδη της εταιρείας διαδραματίζουν σημαντικό ρόλο στην αποτίμηση των εξαγορών από τους διευθυντές, αν και οι διευθυντές των εταιρειών που πρόκειται να εξαγοραστούν επιλέγουν συστηματικά τη λογιστική σε δεδουλευμένη βάση για να υποτιμήσουν τα

αναφερόμενα έσοδα σε περιόδους πριν από την απόκτηση της εξαγοράς (DeAngelo, 1986).

Εξετάζοντας τα προαιρετικά δεδουλευμένα, υπάρχουν αδιάσειστα στοιχεία για μείωση της χειραγώγησης των κερδών πριν από την απόκτηση. Σε περίπτωση χειραγώγησης κερδών, εκκρεμεί εξαγορά από τη διοίκηση. Η διοίκηση έχει κίνητρο να μειώσει τα τρέχοντα κέρδη και έτσι να επιτύχει μια ευνοϊκή τιμή αγοράς. Τα αποτελέσματα καταδεικνύουν χειραγώγηση κερδών πριν από την εξαγορά από τη διοίκηση. Ακόμη και η διοίκηση επιχειρήσεων με υψηλή θεσμική ιδιοκτησία δεν είναι απίθανο να υιοθετήσει μια στρατηγική χειραγώγησης κερδών χωρίς να υποστηρίζει τον εποπτικό ρόλο των θεσμικών επενδυτών (Perry & Williams, 1994).

## Κεφάλαιο 4<sup>ο</sup>: Μέθοδοι Χειραγώγησης

### 4.1. Cookie Jar

Οι κανονισμοί GAAP των ΗΠΑ ορίζουν ότι πρέπει να δημιουργηθούν αποθεματικά για να διασφαλιστεί η πληρωμή μελλοντικών υποχρεώσεων (McKee, 2005). Αυτές οι υποχρεώσεις πρέπει να είναι μετρήσιμες, πρέπει να υπάρχει υψηλό επίπεδο βεβαιότητας σχετικά με τη μελλοντική πληρωμή της υποχρέωσης και η υποχρέωση οφείλει να σχετίζεται με ένα γεγονός στο παρελθόν.

Ακόμη και αν πληρούνται αυτά τα κριτήρια, η μελλοντική υποχρέωση θα πρέπει να εκτιμηθεί, καθώς στις περισσότερες περιπτώσεις δεν είναι σαφές ποιο θα είναι το κόστος. Το στοιχείο εκτίμησης δημιουργεί μια ευκαιρία χειραγώγησης των κερδών.

Δημιουργώντας ένα μεγαλύτερο αποθεματικό από αυτό που εκτιμάται ότι είναι απαραίτητο, τα έξοδα σε μια δεδομένη περίοδο μπορούν να αυξηθούν, γεγονός που μειώνει τα κέρδη, δημιουργώντας έτσι ένα αποθεματικό "cookie jar". Το αποθεματικό μπορεί στη συνέχεια να χρησιμοποιηθεί για την αύξηση των μελλοντικών κερδών. Τα αποθέματα δοχείων cookie χρησιμοποιούνται όταν οι επιχειρήσεις εμπλέκονται στις ακόλουθες δραστηριότητες (McKee, 2005):



- Εκτίμηση της απόδοσης των πωλήσεων και των δικαιωμάτων.
- Εκτίμηση για διαγραφές «επισφαλών χρεών».
- Εκτίμηση απόσβεσης αποθεμάτων.
- Η εκτίμηση του κόστους της εγγύησης.
- Εκτίμηση κόστους σύνταξης.
- Τερματισμός συνταξιοδοτικών προγραμμάτων.
- Η εκτίμηση του ποσοστού ολοκλήρωσης για μακροπρόθεσμες συμβάσεις.

#### 4.2. Big Bath

Η τεχνική αυτή τυγχάνει εφαρμογής σε κακές χρονιές για να αυξηθούν τα κέρδη σε καλές χρονιές (McKee, 2005). Πιο συγκεκριμένα, οι διευθυντές τείνουν να αυξάνουν τις δαπάνες σε κακές χρονιές, επειδή υποθέτουν ότι ένα μόνο έτος κακής απόδοσης δεν είναι τόσο επιβλαβές όσο αρκετά χρόνια κακής απόδοσης. Αυτή η τεχνική εφαρμόζεται συχνά όταν οι επιχειρήσεις εμπλέκονται σε δραστηριότητες αναδιάρθρωσης και επιβαρύνονται με υψηλό κόστος (Elliot & Shaw, 1988).

Οι τεχνικές «big bath» χρησιμοποιούνται συχνότερα όταν η αναδιοργάνωση των δραστηριοτήτων συμπίπτει με τη μετάβαση σε μια νέα ομάδα διαχείρισης (Argy et al., 1998). Τα λογιστικά πρότυπα αναφέρουν ότι οι τεχνικές "μεγάλου λουτρού" μπορούν να χρησιμοποιηθούν όταν η διοίκηση πρέπει να αναδιαρθρώσει ουσιαστικά τις δραστηριότητές της ή να διακόψει τις δραστηριότητες ή/και τις θυγατρικές για να παραμείνει ανταγωνιστική (McKee, 2005).

Σε τέτοιες περιπτώσεις, οι επιχειρήσεις επιτρέπεται να χρεώνουν τις ζημιές, οι οποίες σχετίζονται με αυτές τις δραστηριότητες έναντι των κερδών. Δεδομένου ότι το κόστος αναδιάρθρωσης πρέπει να εκτιμηθεί, προκύπτει μια ευκαιρία χειραγώγησης των κερδών. Η τεχνική αυτή χρησιμοποιείται στις παρακάτω περιπτώσεις (McKee, 2005):

- Πρόβλημα της αναδιάρθρωσης του χρέους.
- Απομείωση περιουσιακών στοιχείων και διαγραφή τους.

- Λειτουργίες διάθεσης.

### 4.3. Ο καθαρισμός των Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου

Η ιδέα πίσω από το επενδυτικό χαρτοφυλάκιο είναι ο συνδυασμός διαφορετικών επενδυτικών στόχων για να αποφευχθεί η συγκέντρωση υπερβολικού κινδύνου σε οποιονδήποτε στόχο με σκοπό τη διασπορά του συνολικού επενδυτικού κινδύνου. Οποιοσδήποτε συνδυασμός δύο ή περισσότερων τίτλων ή περιουσιακών στοιχείων μπορεί να ονομαστεί επενδυτικό χαρτοφυλάκιο. Πάνω από μισό αιώνα, το μοντέλο μέσης διακύμανσης Markowitz (1952), έχει γίνει μια παγκοσμίως κατανοητή τεχνική στον επενδυτικό τομέα.

Ωστόσο, αυτό το μοντέλο περιορίζεται από την αβεβαιότητα των εισροών, όπως οι αναμενόμενες αποδόσεις, οι τυπικές αποκλίσεις και ο πίνακας συσχέτισης. Πολλοί διαχειριστές περιουσιακών στοιχείων βασίζονται στη βάση του μοντέλου μέσης διακύμανσης Markowitz για να δημιουργήσουν ένα χαρτοφυλάκιο Αποτελεσματικών Συνόρων και να χρησιμοποιήσουν το ποσοστό απόδοσης και τη διακύμανση, ώστε αξιολογήσουν τη συνολική απόδοση και τον κίνδυνο του χαρτοφυλακίου. Παρ' όλα αυτά, αυτή η προσέγγιση προϋποθέτει ότι το ποσοστό απόδοσης και η διακύμανση κάθε επενδυτικού στόχου είναι γνωστά στην αρχή.

Από την άλλη πλευρά, η υπόθεση της αποδοτικής αγοράς είναι μια ιδέα που αναπτύχθηκε εν μέρει τη δεκαετία του 1960 από τον Eugene Fama και την υπερασπίστηκε ο Burton G. Malkiel (1973), και υποστηρίζει ότι οι χρηματοοικονομικές αγορές είναι «πληροφοριακά αποτελεσματικές» ή ότι οι τιμές σε διαπραγματεύσιμα περιουσιακά στοιχεία (π.χ. μετοχές, ομόλογα ή ακίνητα) αντανακλούν ήδη όλες τις γνωστές πληροφορίες, και αλλάζοντας αμέσως για να αντικατοπτρίζουν νέες πληροφορίες. Ως εκ τούτου, σύμφωνα με τη θεωρία, είναι αδύνατο να ξεπεράσεις σταθερά την αγορά χρησιμοποιώντας οποιαδήποτε πληροφορία ήδη γνωρίζει η αγορά, εκτός από την τύχη.

Ακολουθούν αυτή την τελευταία υπόθεση οι παθητικοί μάνατζερ, οι οποίοι πιστεύουν ότι είναι αδύνατο να προβλεφθεί ποιες μεμονωμένες συμμετοχές ή τμήμα της αγοράς θα έχουν καλύτερη απόδοση από άλλες, επομένως η στρατηγική χαρτοφυλακίου τους καθορίζεται στην αρχή του χαρτοφυλακίου και δεν μεταβάλλεται

στη συνέχεια. Πολλά παθητικά χαρτοφυλάκια είναι χαρτοφυλάκιο δεικτών, όπου το χαρτοφυλάκιο προσπαθεί να αντικατοπτρίσει την αγορά στο σύνολό της.

Ένα άλλο παράδειγμα παθητικής διαχείρισης είναι η μέθοδος «buy and hold» που χρησιμοποιείται από πολλά παραδοσιακά, όπου το χαρτοφυλάκιο έχει καθοριστεί από την αρχή. Σήμερα, υπάρχει πληθώρα δεικτών αγοράς στον κόσμο και χιλιάδες διαφορετικά αμοιβαία κεφάλαια δεικτών παρακολουθούν πολλά από αυτά.

Ένα από τα μεγαλύτερα μετοχικά αμοιβαία κεφάλαια, το Vanguard 500, είναι ένα αμοιβαίο κεφάλαιο παθητικής διαχείρισης. Οι δύο εταιρείες με τα μεγαλύτερα χρηματικά ποσά υπό διαχείριση, η Barclays Global Investors και η State Street Corp., συμμετέχουν κυρίως σε στρατηγικές παθητικής διαχείρισης. Σε αντίθεση με την υπόθεση της αποδοτικής αγοράς είναι οι ενεργοί διευθυντές, που πιστεύουν ότι με την επιλεκτική αγορά εντός μιας χρηματοοικονομικής αγοράς είναι δυνατό να ξεπεράσουν την αγορά στο σύνολό της.

Ως εκ τούτου, χρησιμοποιούν δυναμικές στρατηγικές χαρτοφυλακίου αγοράς και πώλησης επενδύσεων με μεταβαλλόμενες συνθήκες αγοράς. Οι επενδυτές ή τα αμοιβαία κεφάλαια που δεν φιλοδοξούν να δημιουργήσουν απόδοση μεγαλύτερη από έναν δείκτη αναφοράς θα επενδύουν συχνά σε ένα αμοιβαίο κεφάλαιο δείκτη που αναπαράγει όσο το δυνατόν περισσότερο τη στάθμιση της επένδυσης και τις αποδόσεις αυτού του δείκτη. αυτό ονομάζεται παθητική διαχείριση. Η ενεργητική διαχείριση είναι το αντίθετο της παθητικής διαχείρισης, επειδή στην παθητική διαχείριση ο διαχειριστής δεν επιδιώκει να ξεπεράσει τον δείκτη αναφοράς.

Συνεπώς, οι επενδύσεις σε άλλες εταιρείες γίνονται για τη δημιουργία μιας στρατηγικής συμμαχίας ή/και την επένδυση πλεονασματικού κεφαλαίου (McKee, 2005). Τέτοιες επενδύσεις κατηγοριοποιούνται ως παθητικές επενδύσεις όταν μια εταιρεία αποκτά λιγότερο από το είκοσι τοις εκατό των μετοχών μιας άλλης. Οι GAAP απαιτούν από τη διοίκηση να κατηγοριοποιήσει περαιτέρω τις παθητικές επενδύσεις είτε ως "ασφάλεια συναλλαγών" είτε ως "ασφάλεια διαθέσιμη προς πώληση".

#### 4.4. Τα λειτουργικά ενάντια στα μη λειτουργικά έσοδα

Η λογιστική διαχείρισης είναι ένας από τους σημαντικούς κλάδους της λογιστικής, που είναι χρήσιμος για την αξιολόγηση και τον έλεγχο της οικονομικής απόδοσης της επιχείρησης. Έχει χρησιμεύσει διάφορα εργαλεία και τεχνικές για τη μέτρηση της οικονομικής απόδοσης ενός επιχειρηματικού οργανισμού από τις οικονομικές του καταστάσεις.

Στην ερμηνεία και την ανάλυση των οικονομικών καταστάσεων χρησιμοποιούνται διάφορα είδη κερδών, δηλαδή μικτό κέρδος, λειτουργικό κέρδος, καθαρό κέρδος προ φόρων και καθαρό κέρδος μετά φόρων για τη σύγκριση και την ανάλυση τάσεων. Υπάρχουν και άλλα εργαλεία, όπως η ανάλυση δείκτη, η κατάσταση ροής κεφαλαίων, η ανάλυση μόχλευσης κ.λπ., που χρησιμοποιούνται επίσης για την αξιολόγηση της οικονομικής θέσης της επιχείρησης. Διαφορετικά είδη υπολογισμένων κερδών είναι χρήσιμα σε διάφορα εργαλεία και αναλύσεις.

Για παράδειγμα, το μικτό περιθώριο κέρδους είναι χρήσιμο για τη μελέτη της αναλογίας του άμεσου λειτουργικού κόστους προς τις καθαρές πωλήσεις. Είναι χρήσιμο να αξιολογείται και να εφαρμόζεται ο έλεγχος του άμεσου κόστους κατασκευής.

Το λειτουργικό περιθώριο κέρδους είναι χρήσιμο για την αξιολόγηση και τον έλεγχο των έμμεσων λειτουργικών εξόδων. Τέλος, το καθαρό περιθώριο κέρδους είναι χρήσιμο για την αξιολόγηση της συνολικής κερδοφορίας και τον έλεγχο των συνολικών εξόδων οποιασδήποτε επιχείρησης. Τα κέρδη μπορούν να ταξινομηθούν είτε ως λειτουργικά είτε ως μη λειτουργικά έσοδα. Οι επιχειρήσεις μπορούν να εμπλακούν σε χειραγώγηση κερδών, καθώς υπάρχουν γκρίζες ζώνες σχετικά με την ταξινόμηση των λειτουργικών εσόδων σε αυτές τις δύο κατηγορίες (McKee, 2005).

#### 4.5. Τα επενδυτικά αποτελέσματα και αποσβέσεις

Οι οικονομικές καταστάσεις είναι αναφορές που δείχνουν την οικονομική κατάσταση και τα λειτουργικά αποτελέσματα των επιχειρηματικών οντοτήτων. Οι οντότητες θα πρέπει να συγκρίνουν τους στόχους που είχαν τεθεί προηγουμένως με τα πραγματικά επιτευχθέντα αποτελέσματα και να λαμβάνουν και να εφαρμόζουν τις

απαιτούμενες αποφάσεις ανάλογα με την επάρκεια της επίτευξης της αναμενόμενης ανάπτυξης.

Το σύστημα αξιολόγησης της απόδοσης γίνεται σημαντικό σε αυτό το σημείο. Ο λόγος είναι ότι η διαχείριση απόδοσης στοχεύει στον καθορισμό στόχων, στην παρακολούθηση των επιτευγμάτων και στην αξιολόγηση των αποτελεσμάτων. Θα ήταν πιο υγιές και ρεαλιστικό για τη διεξαγωγή των επιχειρησιακών δραστηριοτήτων να λαμβάνονται αποφάσεις σύμφωνα με τα στοιχεία των οικονομικών καταστάσεων, επομένως η οικονομική ανάλυση θα πρέπει να γίνεται σε τακτά χρονικά διαστήματα.

Οι επιλεγμένες λογιστικές πολιτικές και η ανάλυση που θα γίνει θα αντικατοπτρίζουν τη λειτουργική απόδοση της οικονομικής οντότητας και επίσης θα δείχνουν την επιτυχία της στις οικονομικές καταστάσεις. Επιπλέον, οι οντότητες ενεργούν σύμφωνα με τις προηγουμένως καθορισμένες λογιστικές αρχές. Η υιοθέτηση διαφορετικών λογιστικών πολιτικών προκαλεί διαφορά στην αναφορά των ίδιων ακριβώς γεγονότων/γεγονότων. Για το λόγο αυτό, τα στοιχεία στις οικονομικές καταστάσεις είναι τα αποτελέσματα αυτών των λογιστικών πολιτικών. Η επιλογή των λογιστικών πολιτικών επηρεάζει τις αποφάσεις όλων των συμμετοχών της οντότητας.

Η λογιστική πολιτική θα καθορίζεται από αυτή την άποψη μέσω της γνώσης, της κατανόησης και της επίδρασης στο κέρδος και τη ζημία των μεθόδων απόσβεσης, οι οποίες θα είχαν σημαντική επίδραση στις οικονομικές καταστάσεις της οντότητας, για τον προσδιορισμό της σωστής μεθόδου για τον κλάδο στον οποίο δραστηριοποιείται η οικονομική οντότητα.

Οι αποσβέσεις χρησιμοποιούνται για τη διαγραφή περιουσιακών στοιχείων που παρέχουν μακροπρόθεσμο όφελος (McKee, 2005). Ένα έξοδο θεωρείται ότι αντικατοπτρίζει το όφελος που σχετίζεται με το περιουσιακό στοιχείο, το οποίο χρησιμοποιείται για μια συγκεκριμένη περίοδο. Η εκτεταμένη κρίση χρησιμοποιείται στις διαγραφές περιουσιακών στοιχείων, καθώς θα πρέπει να εκτιμηθούν παράγοντες όπως η ωφέλιμη ζωή ενός περιουσιακού στοιχείου.

Υπηρεσίες χειραγώγησης κερδών:

- Επιλογή μεθόδου απόσβεσης: Το αρχικό κόστος διαφέρει μεταξύ διαφορετικών μεθόδων απόσβεσης. Πιο συγκεκριμένα, η μείωση της μεθόδου της διπλής απόσβεσης που διπλασιάζει το αρχικό κόστος και

μειώνει το μελλοντικό κόστος σε σύγκριση με τη σταθερή μέθοδο απόσβεσης. Όταν η διοίκηση επιλέξει να χρησιμοποιήσει τη μέθοδο της διπλής απόσβεσης, τα τρέχοντα κέρδη θα μειωθούν ενώ τα μελλοντικά κέρδη θα ενισχυθούν.

- Η επιλογή της περιόδου απόσβεσης: Η εκτιμώμενη ωφέλιμη ζωή ενός περιουσιακού στοιχείου μπορεί να είναι σημαντικά μεγαλύτερη από την πραγματική φυσική ζωή. Αυτό θα ελαχιστοποιήσει τις αποσβέσεις τα πρώτα χρόνια, αλλά θα αυξήσει σημαντικά τις αποσβέσεις που πραγματοποιήθηκαν το τελευταίο έτος. Κατά συνέπεια, οι μελλοντικές δαπάνες θα αυξηθούν σημαντικά, ενώ οι τρέχουσες δαπάνες θα μειωθούν.
- Εκτίμηση υπολειμματικής αξίας: Όταν ένα περιουσιακό στοιχείο πωλείται ή διατίθεται στο τέλος της ωφέλιμης ζωής του, υπάρχει συχνά μια υπολειμματική αξία. Αυτή η υπολειμματική αξία υπολογίζεται όταν το περιουσιακό στοιχείο αποκτάται και υπολογίζονται οι αποσβέσεις. Δεδομένου ότι η υπολειμματική αξία μπορεί να υπάρξει μετά από δέκα ή περισσότερα χρόνια, η εκτίμηση αυτού του ποσού μπορεί να ποικίλλει πολύ. Επιπλέον, η εκτιμώμενη υπολειμματική αξία θα επηρεάσει τα περιοδικά έξοδα και κατά συνέπεια τα κέρδη. Μια υψηλή υπολειμματική αξία θα μειώσει τα έξοδα, ενώ μια χαμηλότερη θα αυξήσει την αξία των εξόδων διαγραφής ανά περίοδο.
- Αλλαγή σε μη λειτουργική χρήση: Μακροπρόθεσμες απαιτήσεις ενδέχεται να αναφέρονται είτε για λειτουργική είτε για μη λειτουργική χρήση. Όταν η επιχείρηση βρίσκεται σε κατάσταση μη λειτουργίας δεν είναι πλέον απαραίτητο να καταγράφονται τα έξοδα απόσβεσης.

#### 4.6 Η πρόωρη εξόφληση χρέους

Το μακροπρόθεσμο χρέος συνήθως καταγράφεται στην αποσβεσμένη λογιστική αξία (McKee, 2005). Η λογιστική αξία του μακροπρόθεσμου χρέους μπορεί να διαφέρει σημαντικά από την πληρωμή σε μετρητά που απαιτείται για την πρόωρη εξόφληση του χρέους. Πιο συγκεκριμένα, οποιοδήποτε κέρδος ή ζημία προκύψει από

την πρόωρη αποπληρωμή του χρέους θα επηρεάσει τα κέρδη. Επομένως, η διοίκηση μπορεί να χειραγωγήσει τα κέρδη χρονομετρώντας την πρόωρη αποπληρωμή του χρέους.

#### 4.7. Προσαρμογή των επενδυτικών δραστηριοτήτων

Προσαρμογή επένδυσης σημαίνει την πλασματική απόδοση επένδυσης του Προγράμματος (εάν υπάρχει) κατά τη σχετική περίοδο που καθορίζεται στην παρούσα ενότητα και υπολογίζεται συγκρίνοντας το επίπεδο του Δείκτη στο κλείσιμο της πρώτης ημέρας αυτής της περιόδου με το επίπεδο του Δείκτη στο κλείσιμο εργασιών την τελευταία ημέρα αυτής της περιόδου. Εάν κάποια από αυτές τις ημέρες δεν είναι ημέρα για την οποία αναφέρονται οι δείκτες που αποτελούν τον Δείκτη, χρησιμοποιείται το επίπεδο του Δείκτη στο κλείσιμο των εργασιών της προηγούμενης ημέρας για την οποία διαπραγματεύονται και λαμβάνοντας εύλογες προβλέψεις για επενδυτικά έξοδα. Ως «Δείκτης» νοείται ένας δείκτης, οποίος συμφωνήθηκε από τον Πωλητή και τον Αγοραστή κατά την Ημερομηνία Κλεισίματος και περιλαμβάνει την ίδια αναλογία και σύνθεση επενδύσεων στις οποίες επενδύονται τα περιουσιακά στοιχεία του Σχεδίου κατά την Ημερομηνία Κλεισίματος (Xu et al., 2007).

Εάν, σύμφωνα με την πράξη καταπιστεύματος, τους κανόνες του Σχεδίου και την ισχύουσα νομοθεσία, οι διαχειριστές του Σχεδίου μπορούν, χωρίς τη συγκατάθεση οποιουδήποτε άλλου μέρους, να απαιτήσουν από τον Αγοραστή ή/και τις Εταιρείες Pershing πληρωμή ή πληρωμές σε σχέση με υποχρηματοδότηση (εάν υπάρχει) του Προγράμματος κατά την Ημερομηνία Κλεισίματος (αγνοώντας για τον σκοπό του προσδιορισμού αυτής της υποχρηματοδότησης οποιαδήποτε αλλαγή στην επενδυτική πολιτική ή τις αξίες κατά ή μετά την Ημερομηνία κλεισίματος ή τυχόν αναδρομικές τροποποιήσεις που έγιναν στην πράξη καταπιστεύματος και στους κανόνες του Προγράμματος μετά από την Ημερομηνία κλεισίματος που έχουν ως αποτέλεσμα την αύξηση της υποχρηματοδότησης του Σχεδίου κατά την Ημερομηνία κλεισίματος) (η "Αίτηση των Καταπιστευματοδόχων") (McKee, 2005).

Εάν ο Αγοραστής ή/και οποιαδήποτε από τις Εταιρείες Pershing είναι, σύμφωνα με την πράξη καταπιστεύματος και τους κανόνες του το Σχέδιο και ο εφαρμοστέος νόμος, υποχρεωμένος να πληρώσει την απαίτηση των διαχειριστών, ο

πωλητής θα καταβάλει στον αγοραστή το ποσό κατά το οποίο η απαίτηση των διαχειριστών υπερβαίνει την προσαρμοσμένη Υποχρηματοδοτούμενη υποχρέωση, υπό τον όρο ότι ο Αγοραστής θα έχει κατέβαλε κάθε δυνατή προσπάθεια για να ελαχιστοποιήσει το ποσό της Ζήτησης των Καταπιστευματοδόχων και να εξασφαλίσει ότι η Απαίτηση των Καταπιστευματοδόχων καθορίζεται την ή πριν από τη δωδεκάμηνη επέτειο από την Ημερομηνία Λήξης (McKee, 2005).

## Κεφάλαιο 5<sup>ο</sup>: Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς και Τρόποι Αντιμετώπισης

### 5.1. Περιπτώσεις Χειραγώγησης με την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς της Αμερικής

Στην παρούσα ενότητα αποτυπώνονται ενδεικτικά περιπτώσεις χειραγώγησης κερδών από την αμερικανική αγορά, τις οποίες χειρίστηκε η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς της Αμερικής:

#### 1) XEROX (<https://www.sec.gov/litigation/litreleases/lr17465.htm>):

Η Xerox στο διάστημα μεταξύ 1997 και 2000 εξαπάτησε το κοινό εμφανίζοντας καλύτερα λογιστικά αποτελέσματα. Ο βασικός τρόπος εξαπάτησης ήταν η παραβίαση μιας εκ των βασικών λογιστικών αρχών: της αρχής του δεδουλευμένου.

Η εταιρεία λοιπόν με διάφορα λογιστικά τεχνάσματα εμφάνιζε τα έσοδα πριν αυτά καταστούν δεδουλευμένα. Το σημαντικότερο ήταν ότι η εταιρεία κατέγραφε τα έσοδα από τις μισθώσεις φωτοτυπικών - αναγνωρίζοντας τα ως «πωλήσεις» τη στιγμή που υπογραφόταν μια σύμβαση χρηματοδοτικής μίσθωσης, αντί να τα αναγνωρίζει καθ' όλη τη διάρκεια της σύμβασης. Έτσι, λοιπόν, σε μια τριετή σύμβαση, αντί τα έσοδα να κατανέμονται («σπάνε») σε όλη τη διάρκεια της τριετίας αυτά εμφανίζονταν στο πρώτο έτος, την ημερομηνία που «έκλεινε η πώληση», δηλαδή όταν υπογραφόταν η σύμβαση.

Ταυτόχρονα χρησιμοποιούσε τη λεγόμενη μέθοδο «cookie jar». Αυτό περιλάμβανε την ακατάλληλη απόκρυψη εσόδων από τον ισολογισμό και στη συνέχεια την εμφάνισή τους σε στρατηγικούς χρόνους, προκειμένου να ενισχυθούν τα καθυστερημένα κέρδη για ένα συγκεκριμένο τρίμηνο.



## 2) SUPERMICRO COMPUTER (<https://www.sec.gov/news/press-release/2020-190v>)

Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς των ΗΠΑ επέβαλε πρόστιμο στη SUPER MICRO COMPUTER ύψους 17,5 εκατομμυρίων δολαρίων για τη περίοδο 2014-2017 με την καταγγελία της αναγνώρισης πρόωρων εσόδων και υποτιμημένων εξόδων. Η SUPER MICRO COMPUTER επιτάχυνε ακατάλληλα την αναγνώριση εσόδων με διάφορους τρόπους. Συγκεκριμένα, εντοπίστηκαν περιπτώσεις πωλήσεων αγαθών πριν το πραγματικό χρόνο παράδοσης. Τιμολογούσαν τους πελάτες τους χωρίς να τους παραδίδουν τα αγαθά και τα έστελναν σε αποθήκες τρίτων ή τα αποθήκευαν στη δική τους, χωρίς την αντίστοιχη εξουσιοδότηση από το πελάτη τους. Επίσης εντοπίστηκαν περιπτώσεις όπου έστελναν εσφαλμένα συναρμολογημένα αγαθά στους πελάτες τους. Άλλοτε, έστελναν αγαθά σε πελάτες που δεν τα ήθελαν να τη συγκεκριμένη χρονική στιγμή, αλλά τον επόμενο μήνα. Όλα τα παραπάνω λάμβαναν χώρα κυρίως πριν το κλείσιμο των τριμηνιαίων καταστάσεων με σκοπό την αύξηση των εσόδων.

Αντίστοιχα η εταιρεία μείωνε ακατάλληλα τις υποχρεώσεις της που προκύπτανε από διάφορα προγράμματα μάρκετινγκ (προσυμφωνημένα) με τους συνεργάτες της, ώστε να αποφύγει την αναγνώριση εξόδων, που σχετίζονταν με το μάρκετινγκ. Το αποτέλεσμα αυτών των πρακτικών ήταν οι ανακριβείς χρηματοοικονομικές πληροφορίες. Επομένως, η αύξηση των εσόδων, σε συνδυασμό με τη μείωση των εξόδων οδηγούσε στη βελτίωση των οικονομικών καταστάσεων και στη παρουσίαση αυξημένων κερδών.

## 3) ENRON (<https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/other/top-accounting-scandals/>)

Σε ένα από τα πιο αμφιλεγόμενα λογιστικά σκάνδαλα της περασμένης δεκαετίας, ανακαλύφθηκε το 2001 ότι η εταιρεία χρησιμοποιούσε λογιστικά κενά για να κρύψει δισεκατομμύρια δολάρια επισφαλών χρεών, ενώ ταυτόχρονα διόγκωνε τα κέρδη της εταιρείας. Όταν το 2001 η Enron κήρυξε χρεοκοπία ύψους ενός τρισ. δολαρίων, τη μεγαλύτερη που είχε συμβεί ποτέ, χιλιάδες άτομα έχασαν τη θέση και τη σύνταξή τους, πέρα από τις απώλειες που υπέστησαν οι μέτοχοι (Nelken, 2007), με αποτέλεσμα το όνομα Enron να «έχει γίνει ένα σύμβολο για όλα τα μειονεκτήματα του αμερικανικού καπιταλισμού» (σ. 762).

Το σκάνδαλο είχε ως επακόλουθο οι μέτοχοι να χάσουν πάνω από 74 δισεκατομμύρια δολάρια, καθώς η τιμή της μετοχής της Enron κατέρρευσε από περίπου 90 δολάρια σε λιγότερο από 1 δολάριο μέσα σε ένα χρόνο. Μια έρευνα της SEC αποκάλυψε ότι ο διευθύνων σύμβουλος της εταιρείας, Jeff Skillings, και ο πρώην διευθύνων σύμβουλος, Ken Lay, είχαν κρατήσει δισεκατομμύρια δολάρια χρέους εκτός του ισολογισμού της εταιρείας. Επιπλέον, είχαν πιέσει την ελεγκτική εταιρεία της εταιρείας, Arthur Andersen, να αγνοήσει το θέμα.

**4) TCA (<https://www.sec.gov/litigation/litreleases/2020/lr24815.htm>)**

Η TCA Global Credit Fund GP, Ltd. («GP») είναι ο γενικός εταίρος στο Master Fundand Feeder Fund LP. Το κύριο κεφάλαιο επικεντρώθηκε αποκλειστικά στην επένδυση σε βραχυπρόθεσμες επενδύσεις με εξασφαλισμένο χρέος, σε επενδύσεις που σχετίζονται με μετοχές και στην παροχή επενδυτικής τραπεζικής υπηρεσίες έναντι αμοιβής σε μικρομεσαίες επιχειρήσεις. Τα ταμεία τροφοδοσίας επένδυσαν ουσιαστικά όλα του ενεργητικού τους στο κύριο ταμείο. Η TCA και η GP διόγκωσαν με δόλο την καθαρή αξία ενεργητικού των Ταμείων TCA ("NAV") και τα αποτελέσματα απόδοσης μέσω της καταγραφής μη δεσμευτικών συναλλαγών από το 2010 έως Δεκεμβρίου 2016 και μέσω καταγραφής δόλιων προμηθειών επενδυτικής τραπεζικής από τον Ιανουάριο του 2016 έως τον Νοέμβριο του 2019. Η TCA παραπλάνησε επίσης τους επενδυτές των TCA Funds σε σχέση με απόδοση των κεφαλαίων TCA με ακατάλληλη συμπερίληψη γραμματίου 34,3 εκατομμυρίων δολαρίων ως εισόδημα στις οικονομικές καταστάσεις του Master Fund 2015.

**5) Akazoo (<https://www.sec.gov/news/press-release/2021-216>)**

Η Akazoo SA παρουσιαζόταν ως εταιρεία με έδρα το Λουξεμβούργο, ενώ η πραγματική της διοίκηση ασκούταν από την Αθήνα. Παράλληλα, με την μήνυση που άσκησε η αμερικανική Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς υπέβαλε και έκτακτο αίτημα για το «πάγωμα» των περιουσιακών στοιχείων της Akazoo. Να σημειωθεί πως η μήνυση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς των ΗΠΑ είναι ανεξάρτητη από τις αγωγές που έχουν υποβάλει κατά της εταιρείας και της πρώην διοίκησής της εκατοντάδες επενδυτές. Από τις 20 Απριλίου, οπότε η Quintessential Capital Management (QCM), το αμερικανικό fund του Γκάμπριελ Γκρέγκο απεκάλυψε το «μαγείρεμα» των οικονομικών καταστάσεων της Akazoo έως και σήμερα έχουν κατατεθεί πλήθος αγωγών κατά στελεχών της για

παραποίηση οικονομικών καταστάσεων και εξαπάτηση των επενδυτών. Οι αγωγές υποστηρίζουν πως στο διάστημα μεταξύ 11 Σεπτεμβρίου 2019 (οπότε η Akazoo μπήκε στον Nasdaq) ως και τις 20 Απριλίου 2020 (οπότε αποκαλύφθηκε η υπόθεση από την QCM) οι κατηγορούμενοι έκαναν ψευδείς ή παραπλανητικές δηλώσεις και απέτυχαν να αποκαλύψουν ότι:

- Η Akazoo υπερεκτιμούσε τα έσοδα, τα κέρδη και τα διακρατούμενα μετρητά της.
- Η Akazoo κατείχε σημαντικά λιγότερα δικαιώματα διανομής μουσικής από ότι είχε δηλώσει και υπονοούσε.

**6) Amyris** (<https://www.sec.gov/litigation/admin/2021/34-93341.pdf>)

Η Amyris είναι μια εταιρεία του Ντέλαγουερ με την κύρια έδρα της Emeryville στη Καλιφόρνια και δραστηριοποιείται στην έρευνα και ανάπτυξη χημικών προϊόντων. Σε όλες τις σχετικές στιγμές, η μετοχή της Amyris καταχωρήθηκε στην Επιτροπή σύμφωνα με την Ενότητα 12(β) των Τίτλων Exchange Act του 1934 και διαπραγματεύεται στην NASDAQ Global Select Market κάτω από το ticker «AMRS». Κατά τα δύο πρώτα τρίμηνα του 2018, η Amyris αναγνώρισε εσφαλμένα ορισμένα δικαιώματα στα έσοδα που κατέστησαν ουσιωδώς ανακριβείς τις οικονομικές της καταστάσεις.

Αυτά τα έσοδα αναγνώρισης δημιούργησαν σφάλματα από αστοχίες εσωτερικού λογιστικού ελέγχου που οδήγησαν στη μη ύπαρξη σημαντικών πληροφοριών. Η Amyris απέτυχε να επινοήσει εσωτερικούς λογιστικούς ελέγχους για να παρέχει εύλογους τη διαβεβαίωση ότι οι σχετικές πληροφορίες κοινοποιήθηκαν στο λογιστικό προσωπικό της ώστε οι συναλλαγές, συμπεριλαμβανομένης της εκτίμησης των εσόδων από δικαιώματα θα μπορούσε να καταγραφεί σύμφωνα με τις Η.Π.Α αποδεκτές λογιστικές αρχές («GAAP»).

**7) Brian Quinn & David Skriloff** (<https://www.sec.gov/litigation/litleases/2020/lr24884.htm>)

Σύμφωνα με την τροποποιημένη καταγγελία της SEC, η Quinn βοήθησε στη διευκόλυνση μιας αντίστροφης συγχώνευσης μεταξύ μιας δημόσιας εταιρείας κελύφους που ελέγχεται κρυφά από τον Tobin και μιας ιδιωτικής εταιρείας συσκευασίας χύδην στην οποία ο Skriloff διετέλεσε Διευθύνων Σύμβουλος. Ο Skriloff, ο οποίος συνέχισε

ως Διευθύνων Σύμβουλος της ενοποιημένης οντότητας, Environmental Packaging, φέρεται να συγκέντρωσε χρήματα από επενδυτές, τα οποία οι κατηγορούμενοι χρησιμοποίησαν για να πληρώσουν έναν προωθητή μετοχών για να διαφημίσουν το απόθεμα της Environmental Packaging, ενώ δημιούργησε την εντύπωση ότι η σύσταση του υποστηρικτή προερχόταν από ουδέτερο τρίτο μέρος.

Ο Skriloff φέρεται επίσης να προσπάθησε να συγκαλύψει την πληρωμή στον χρηματοδότη ως μέρος μιας υποτιθέμενης συμφωνίας παροχής συμβουλών. Η τροποποιημένη καταγγελία ισχυρίζεται επίσης ότι, κατά τη διάρκεια της διαφημιστικής εκστρατείας, η τιμή των μετοχών της Environmental Packaging υπερδιπλασιάστηκε και ο Tobin επωφελήθηκε από την υψηλότερη τιμή της μετοχής. Σύμφωνα με την τροποποιημένη καταγγελία, ο Skriloff, ως Διευθύνων Σύμβουλος της Environmental Packaging, έκανε επίσης ανακρίβειες σε δημόσιες αναφορές που κατατέθηκαν στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς σχετικά με την αντίστροφη συγχώνευση και τη σύνδεση της εταιρείας με την προωθητική καμπάνια.

#### **8) BIT CONNECT (<https://www.sec.gov/news/press-release/2021-172>)**

Σύμφωνα με την καταγγελία της SEC, που κατατέθηκε στο Επαρχιακό Δικαστήριο των Ηνωμένων Πολιτειών για τη Νότια Περιφέρεια της Νέας Υόρκης, από τις αρχές του 2017 έως τον Ιανουάριο του 2018, οι κατηγορούμενοι διεξήγαγαν δόλια και μη καταχωρημένη προσφορά και πώληση τίτλων με τη μορφή επενδύσεων σε ένα "Πρόγραμμα Δανεισμού" που προσφέρεται από το BitConnect.

Η καταγγελία αναφέρει ότι για να παρακινήσουν τους επενδυτές να καταθέσουν κεφάλαια στο υποτιθέμενο Πρόγραμμα Δανεισμού, οι κατηγορούμενοι υποστήριξαν ψευδώς, μεταξύ άλλων, ότι η BitConnect θα αναπτύξει το υποτιθέμενο ιδιόκτητο "ρομπότ εμπορίας λογισμικού αστάθειας", που χρησιμοποιώντας τις καταθέσεις των επενδυτών, θα αποφέρει υπερβολικά υψηλές αποδόσεις.

Ωστόσο, η SEC ισχυρίζεται ότι διέλυσαν τα κεφάλαια των επενδυτών για δικό τους όφελος μεταφέροντας σε διευθύνσεις ψηφιακού πορτοφολιού, όπου ελέγχονται από αυτούς, τον κορυφαίο προωθητή τους στις ΗΠΑ. Περαιτέρω δημιούργησαν ένα δίκτυο υποστηρικτών σε όλο τον κόσμο και τους επιβράβευσαν για τις προσπάθειες προώθησης και την προβολή τους, καταβάλλοντας προμήθειες, ένα σημαντικό μέρος των οποίων απέκρυψαν από τους επενδυτές.

#### **9) BLOTICS Ltd (<https://www.sec.gov/news/press-release/2021-125>)**

Η απόφαση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς διαπιστώνει ότι η Bloties Ltd. με έδρα το Ηνωμένο Βασίλειο παραβίασε τις διατάξεις της ομοσπονδιακής νομοθεσίας για τις κινητές αξίες, παραλείποντας να αποκαλύψει την αποζημίωση που έλαβε από τους εκδότες των τίτλων ψηφιακών περιουσιακών στοιχείων που παρουσίασε. Σύμφωνα με την εντολή της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, το Coinschedule.com ήταν προσβάσιμο στις Ηνωμένες Πολιτείες από το 2016 έως τον Αύγουστο του 2019, διάστημα κατά το οποίο οι επισκέπτες των ΗΠΑ αποτελούσαν σημαντικό μέρος της διαδικτυακής του κίνησης.

Στους επισκέπτες του Coinschedule.com παρουσιάστηκαν λεπτομέρειες σχετικά με κάθε προσφορά ψηφιακού διακριτικού με προφίλ στα λεγόμενα "καταχώρισης", τα οποία περιλάμβαναν επίσης συνδέσμους προς τους ιστότοπους των εκδοτών και ένα "βαθμολόγιο εμπιστοσύνης" που η Coinschedule ισχυρίστηκε ότι αντικατόπτριζε την αξιολόγησή του για την αξιοπιστία και τον λειτουργικό κίνδυνο για κάθε προσφορά ψηφιακού διακριτικού που βασίζεται σε «ιδιόκτητο αλγόριθμο».

#### **10) BMW AG (<https://www.sec.gov/news/press-release/2020-223>)**

Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς ανακοίνωσε διευθετημένες κατηγορίες εναντίον της γερμανικής αυτοκινητοβιομηχανίας BMW AG και δύο θυγατρικών της στις ΗΠΑ για αποκάλυψη ανακριβών και παραπλανητικών πληροφοριών σχετικά με τον όγκο των λιανικών πωλήσεων της BMW στις ΗΠΑ, ενώ συγκέντρωσε περίπου 18 δισεκατομμύρια δολάρια από επενδυτές σε διάφορες προσφορές εταιρικών ομολόγων.

Σύμφωνα με την εντολή της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, από το 2015 έως το 2019, η BMW διόγκωσε τις αναφερόμενες λιανικές πωλήσεις της στην χώρα, γεγονός που βοήθησε τη BMW να κλείσει το χάσμα μεταξύ του πραγματικού όγκου λιανικών πωλήσεων και των εσωτερικών στόχων της και να διατηρήσει δημόσια μια ηγετική θέση λιανικών πωλήσεων σε σχέση με άλλες εταιρείες υψηλής ποιότητας. Με βάση την BMW of North America LLC (BMW NA, αυτή διατηρούσε αποθεματικό μη δηλωθέντων λιανικών πωλήσεων οχημάτων — που εσωτερικά αναφέρεται ως «τράπεζα» — το οποίο χρησιμοποίησε για την επίτευξη εσωτερικών μηνιαίων στόχων πωλήσεων ανεξάρτητα από το πότε πραγματοποιήθηκαν οι υποκείμενες πωλήσεις. Η BMW NA πλήρωσε τους αντιπροσώπους για να προσδιορίσουν λανθασμένα οχήματα ως δανειστές, έτσι ώστε η BMW να τα θεωρεί ότι έχουν πουληθεί σε πελάτες ενώ δεν τα είχαν κάνει.

Επιπλέον, διαπιστώνεται ότι η BMW NA προσάρμοσε ακατάλληλα το ημερολόγιο αναφοράς λιανικών πωλήσεων το 2015 και το 2017 για να επιτύχει τους εσωτερικούς στόχους πωλήσεων ή τις υπερβολικές τραπεζικές πωλήσεις λιανικής για μελλοντική χρήση. Ως αποτέλεσμα, σύμφωνα με την παραγγελία, οι πληροφορίες που παρείχε η BMW στους επενδυτές στις προσφορές ομολόγων από τη θυγατρική της BMW στις ΗΠΑ, BMW US Capital LLC, και σε οργανισμούς αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας περιείχαν σημαντικές ανακρίβειες και παραλείψεις σχετικά με τις λιανικές πωλήσεις οχημάτων της BMW στις ΗΠΑ.

## 5.2. Τρόποι αντιμετώπισης της χειραγώγησης

Υπάρχουν πολλοί λόγοι για τους οποίους οι διευθυντές διαχειρίζονται τα κέρδη. Σε θεμελιώδες επίπεδο, οι λόγοι σχετίζονται με την απόδοση της επιχείρησης σε σχέση με κάποιο σημείο αναφοράς. Αυτό το σημείο αναφοράς θα μπορούσε να είναι η απόδοση της προηγούμενης περιόδου (η επιθυμία να εμφανιστεί μια βελτιωτική τάση), οι προσδοκίες των αναλυτών (η επιθυμία να ανταποκριθούν ή να ξεπεράσουν τις προσδοκίες), το «μηδέν» (η επιθυμία να παραμείνουν κερδοφόροι) ή οποιοδήποτε σημείο αναφοράς καθορίζεται σε έναν διευθυντή, καθώς και η σύμβαση αποζημίωσης (η επιθυμία να τηρηθεί ένα όριο μπόνους). Η έλλειψη αυτών των σημείων αναφοράς μπορεί να είναι εξαιρετικά δαπανηρή, επειδή η σχέση μεταξύ της τιμής της μετοχής (ή της αποζημίωσης) και των κερδών είναι μη γραμμική γύρω από τα κριτήρια αναφοράς.

Μια επιχείρηση που χάνει έναν στόχο κερδών μόνο κατά ένα λεπτό μπορεί να δει την τιμή της μετοχής της να μειώνεται απότομα, ενώ μια επιχείρηση που ξεπερνά έναν στόχο κατά μερικά σεντς μπορεί να δει μια καλή ώθηση στην τιμή της μετοχής της. Όταν οι επιχειρήσεις είναι πολύ κοντά σε έναν στόχο, τα κίνητρα για να λάβουν κέρδη λίγο πάνω από τον στόχο γίνονται εξαιρετικά ισχυρά. Σε αυτές τις περιπτώσεις, οι εταιρείες θα προσπαθήσουν να χρησιμοποιήσουν κάποια μορφή ανοδικής διαχείρισης κερδών για να «ανεβάσουν» τα κέρδη πάνω από τον στόχο.

Η εύρυθμη λειτουργία της Κεφαλαιαγοράς διαδραματίζει κυρίαρχο ρόλο στη λειτουργία της αντίστοιχης οικονομίας. Αλλά αυτή η τακτική λειτουργία δεν είναι πάντα εγγυημένη σε απόλυτο βαθμό από τα διάφορα συστήματα αυτορρύθμισης των ανθρώπων που εμπλέκονται σε αυτήν.

Αντίθετα, σύμφωνα με το Σύνταγμα, ο ρόλος του εγγυητή είναι σημαντικός σε σχέση με τον σεβασμό των ατομικών δικαιωμάτων, καθώς και την παροχή ζωτικών υπηρεσιών. Ουσιαστικά, η εποπτεία πρέπει να διασφαλίζει τη φερεγγυότητα των εταιρειών που δραστηριοποιούνται στην Κεφαλαιαγορά, να διασφαλίζει την ακεραιότητα του χρηματοπιστωτικού συστήματος, καθώς και να προστατεύει τους επενδυτές από τη δραστηριότητα των διαμεσολαβητών και τα φαινόμενα κατάχρησης της αγοράς.

Τα συστήματα εποπτείας διαφέρουν ανάλογα με τις διαφορετικές έννομες τάξεις. Ουσιαστικά η εποπτεία γίνεται με βάση το είδος της εποπτευόμενης εταιρείας, με βάση το είδος της εποπτευόμενης δραστηριότητας, ενιαία και αφορά όλες τις εταιρείες που δραστηριοποιούνται στον χρηματοοικονομικό τομέα και τέλος με βάση τον εποπτικό σκοπό της προληπτικής και κατασταλτικής εποπτείας.

Στη χώρα μας η εποπτεία της κεφαλαιαγοράς είναι αποκλειστική αρμοδιότητα της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς. Εξαιρέση αποτελούν η Τράπεζα της Ελλάδος και το Χρηματιστήριο Αθηνών για ορισμένες περιπτώσεις που αφορούν Πιστωτικά Ιδρύματα και τη συμμόρφωσή τους σύμφωνα με την ισχύουσα Νομοθεσία για την Κεφαλαιαγορά.

Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς είναι ένα νομικό πρόσωπο δημοσίου δικαίου, το οποίο λειτουργεί για τη διασφάλιση του δημοσίου συμφέροντος, ενώ ταυτόχρονα είναι διοικητικά ανεξάρτητο. Ουσιαστικά δεν είναι ανεξάρτητη διοικητική αρχή, όπως ορίζεται ρητά στο Σύνταγμα. Όλες οι αρμοδιότητες της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς ασκούνται από το Διοικητικό Συμβούλιο και την Εκτελεστική Επιτροπή.

### 5.3. Η συμβολή των ελεγκτικών εταιρειών

Μετά από τόσα σκάνδαλα εταιρειών κολοσσών εύκολα αναρωτιέται κανείς για το ρόλο των ελεγκτικών εταιρειών. Οι ελεγκτικές εταιρείες έχουν στόχο να διασφαλίζουν την ορθότητα των οικονομικών καταστάσεων προκειμένου να έχουν ορθή εικόνα για την πορεία της εταιρείας τα ενδιαφερόμενα μέρη.(πελάτες προμηθευτές, δανειστές, μέτοχοι, εργαζόμενοι, κράτος).



Η Deloitte, η KPMG, η PricewaterhouseCoopers (PwC) και ο Ernst Young (EY), οι επονομαζόμενοι «Big Four», κυριαρχούν στον παγκόσμιο κλάδο ελέγχου, λογιστικής και εταιρικής συμβουλευτικής. Λειτουργώντας μέσω παγκόσμιων επαγγελματικών υπηρεσιών δικτύου, οι εταιρείες σε αυτά τα τέσσερα δίκτυα απασχολούν εκατοντάδες χιλιάδες υπαλλήλους σε όλο τον κόσμο και αποφέρουν δεκάδες δισεκατομμύρια έσοδα κάθε χρόνο (<https://www.whistleblowers.org/high-risk-of-fraud-in-auditing-and-accounting-firms/>).

Οι επενδυτές εξαρτώνται από τις Big Four για την παροχή λογιστικών υπηρεσιών και την παροχή ανεξάρτητων αξιολογήσεων των οικονομικών καταστάσεων. Ωστόσο, τα στοιχεία δείχνουν ότι αυτές οι υπηρεσίες μπορεί να μην είναι τόσο αξιόπιστες όσο ισχυρίζονται οι εταιρείες. Στο Ηνωμένο Βασίλειο, η Αρχή Ανταγωνισμού και Αγορών διαπίστωσε ότι το 2019 και οι τέσσερις δεν είχαν επιτύχει τους στόχους ποιότητας του ελέγχου.

Στοιχεία από το Public Company Accounting Oversight Board, τη ρυθμιστική αρχή ελέγχου των ΗΠΑ, υποδηλώνουν ότι οι ελεγκτικές εταιρείες αποτυγχάνουν με ανησυχητικά υψηλό ποσοστό, με το 20% των ελέγχων της Deloitte να κρίνονται ανεπαρκείς, μαζί με το 23,6% της PwC, το 27,3% της EY και το 50 % στην KPMG. Η έρευνα δείχνει επίσης ότι οι πολυεθνικές εταιρείες που προσλαμβάνουν τις Big Four χρησιμοποιούν περισσότερο τους φορολογικούς παραδείσους και ότι, όταν μια εταιρεία αναλαμβάνει μια εταιρεία Big Four, οι φορολογικές πρακτικές τους γίνονται πιο επιθετικές (<https://www.whistleblowers.org/high-risk-of-fraud-in-auditing-and-accounting-firms/>).

Ο υποχρεωτικός έλεγχος είναι μια νομικά υποχρεωτική αναθεώρηση των οικονομικών αρχείων. Ο ρόλος του υποχρεωτικού ελέγχου είναι να πιστοποιεί τις οικονομικές καταστάσεις εταιρειών ή δημόσιων φορέων. Ο έλεγχος παρέχει σε ενδιαφερόμενα μέρη, όπως επενδυτές και μετόχους, μια γνώμη σχετικά με την ακρίβεια των λογαριασμών των εταιρειών. Ως αποτέλεσμα, οι υποχρεωτικοί έλεγχοι συμβάλλουν στην εύρυθμη λειτουργία των αγορών βελτιώνοντας την εμπιστοσύνη στην ακεραιότητα των οικονομικών καταστάσεων.

Στον τομέα του υποχρεωτικού ελέγχου, οι στόχοι της Επιτροπής είναι:



- βελτίωση της ανεξαρτησίας των νόμιμων ελεγκτικών γραφείων και των ελεγκτών από την οντότητα που ελέγχεται
- ενίσχυση της πληροφοριακής αξίας για τους επενδυτές της έκθεσης ελέγχου
- βοήθεια στη διασυνοριακή παροχή υπηρεσιών υποχρεωτικού ελέγχου στην ΕΕ
- Συμβολή σε μια πιο δυναμική αγορά ελέγχου στην ΕΕ
- ενίσχυση της εποπτείας του ελέγχου
- προώθηση της σύγκλισης και της συνεργασίας με χώρες εκτός ΕΕ

Οι ισχύοντες κανόνες εγκρίθηκαν τον Απρίλιο του 2014. Στόχος τους είναι να βελτιώσουν τους υποχρεωτικούς ελέγχους στην ΕΕ ενισχύοντας την ανεξαρτησία των ελεγκτών και τον επαγγελματικό σκεπτικισμό τους απέναντι στη διοίκηση της ελεγχόμενης εταιρείας.

Στην περίπτωση των οντοτήτων δημοσίου συμφέροντος (ΟΔΣ), για παράδειγμα, οι ελεγκτές θα εναλλάσσονται σε τακτική βάση και δεν θα επιτρέπεται πλέον να παρέχουν ορισμένες μη ελεγκτικές υπηρεσίες στους πελάτες τους που διενεργούν ελέγχους. Οι ΟΔΣ είναι εισηγμένες εταιρείες, πιστωτικά ιδρύματα, ασφαλιστικές επιχειρήσεις ή άλλες επιχειρήσεις που ορίζονται από χώρες της ΕΕ ως δημόσιας σημασίας.

Αυτοί οι κανόνες συμβάλλουν στην ενίσχυση της ποικιλομορφίας στις αγορές ελέγχου και στην ενίσχυση της εμπιστοσύνης των επενδυτών στις χρηματοοικονομικές πληροφορίες των εταιρειών, γεγονός που με τη σειρά του βελτιώνει τις συνθήκες για διασυνοριακές επενδύσεις και οικονομική ανάπτυξη στην ΕΕ. Οι ισχύοντες κανόνες αποτελούνται από:

- τροποποιητική οδηγία (οδηγία 2014/56/ΕΕ) που καθορίζει το πλαίσιο για όλους τους υποχρεωτικούς ελέγχους, ενισχύει τη δημόσια εποπτεία του επαγγέλματος του ελεγκτή και βελτιώνει τη συνεργασία μεταξύ των αρμόδιων αρχών στην ΕΕ
- κανονισμός (Κανονισμός αριθ. 537/2014) που καθορίζει τις απαιτήσεις για υποχρεωτικούς ελέγχους οντοτήτων δημοσίου συμφέροντος (ΠΔΕ), όπως εισηγμένες εταιρείες, τράπεζες και ασφαλιστικές επιχειρήσεις.

Οι εταιρείες λειτουργούν ολοένα και περισσότερο σε παγκόσμια βάση και είναι εισηγμένες σε κεφαλαιαγορές σε διάφορες ηπείρους. Για να διασφαλιστεί ότι οι επενδυτές προστατεύονται από αποτελεσματική παγκόσμια εποπτεία των ελεγκτών, η ΕΕ συνεργάζεται διεθνώς για την εποπτεία των ελεγκτών.

Η ΕΕ έχει εκδώσει αρκετές αποφάσεις ισοδυναμίας, αναγνωρίζοντας ότι η δημόσια εποπτεία των ελεγκτών σε ορισμένες χώρες εκτός ΕΕ πληροί τις ίδιες απαιτήσεις που ισχύουν στην ΕΕ μέσω της οδηγίας για τον έλεγχο. Η ΕΕ έχει επίσης εκδώσει αρκετές αποφάσεις αναγνωρίζοντας ότι η εποπτική αρχή ελέγχου ορισμένων χωρών εκτός ΕΕ είναι επαρκής για την ανταλλαγή εγγράφων εργασίας ελέγχου με τις αρμόδιες αρχές των χωρών της ΕΕ.

#### 5.4. ΔΠΧΠ – Δημιουργική λογιστική

Σύμφωνα με τον Ian Griffiths (1986) κάθε εταιρεία στην χώρα του (Μεγάλη Βρετανία) παίζει κατά κάποιο τρόπο με τα κέρδη της. Κάθε σύνολο δημοσιευόμενων λογαριασμών βασίζεται σε βιβλία που έχουν μαγειρευτεί με προσοχή ή πλήρως ωραιολοποιηθεί. Τα στοιχεία που δίδονται στο επενδυτικό κοινό, έχουν όλα αλλαχθεί προκειμένου να διαφυλαχθεί ο ένοχος. Αυτή η εξαπάτηση γίνεται με τέλειο τρόπο ούτως ώστε να είναι πλήρως νόμιμη και καλείται Δημιουργική Λογιστική.

Σύμφωνα με τον John Fielding (1996), η δημιουργική λογιστική συνίσταται στην παραγωγή κερδών εκεί όπου δεν υπάρχουν. Αν και αυτό μπορεί μερικές φορές να γίνεται κατά τρόπο ο οποίος να μην βρίσκεται σε συμφωνία με λογιστικά πρότυπα, στις περισσότερες περιπτώσεις συνεπάγεται παραποίηση ή κατάχρησή τους.

Συνεπώς, η χειραγώγηση κερδών είναι η εξέταση της επιλογής των λογιστικών πολιτικών (διαχείριση κερδών, εξομάλυνση εσόδων, λογιστική μεγάλων λουτρών, λογιστικές μηχανογραφίες, κα), που χρησιμοποιούνται από τη διοίκηση στη διαδικασία κατάρτισης συναλλαγών και οικονομικών καταστάσεων μιας εταιρείας για την επίτευξη ορισμένων στόχων όπως: να επηρεάσει τα συμβατικά αποτελέσματα που εξαρτώνται από τα αναφερόμενα κέρδη (σύμβαση χρέους ή αποζημίωσης) και ή να επηρεάσει την αγοραία αξία της εταιρείας.

Αν και ο ορισμός έχει γίνει ευρέως αποδεκτός, είναι δύσκολο να εφαρμοστεί άμεσα χρησιμοποιώντας τα χαρακτηριστικά των λογιστικών ορισμών που αναφέρονται, επειδή περιλαμβάνει προθέσεις της διοίκησης που είναι δύσκολο να παρατηρηθούν. Ο ορισμός της χειραγώγησης κερδών είναι σημαντικός για τους οικονομολόγους επειδή επιτρέπει την κατανόηση του καθαρού εισοδήματος σε σχέση με τους επενδυτές, ενώ παράλληλα αποτελεί μία σύμβαση/συμφωνία, μια σκόπιμη παρέμβαση σε διαδικασίες εξωτερικής χρηματοοικονομικής αναφοράς, με σκοπό την απόκτηση ιδιωτικού κέρδους (Schipper, 1989).

## Συμπεράσματα

Η παρούσα διπλωματική εργασία εξέτασε τα αίτια των κινήτρων και των μεθόδων χειραγώγησης του κέρδους. Τα μοντέλα που προσδιορίζουν τη χειραγώγηση, τους τρόπους αντιμετώπισής της και τη σχέση χειραγώγησης και απάτης και πώς μετράται η χειραγώγηση. Αποτυπώθηκαν αποφάσεις της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς της Αμερικής σχετικά με τη χειραγώγηση κερδών και την απάτη, ενώ επισημάνθηκαν οι τρόποι αντιμετώπισης αυτού του φαινομένου.

Ένα μοντέλο ανίχνευσης χειραγώγησης κερδών με βάση τη λογιστική έχει ισχυρή ισχύ εκτός δείγματος για την πρόβλεψη των διατομεακών αποδόσεων. Οι εταιρείες με υψηλότερη πιθανότητα χειραγώγησης (M-score) κερδίζουν χαμηλότερες αποδόσεις σε κάθε δεκαδικό χαρτοφυλάκιο ταξινομημένο κατά μέγεθος, δεδουλευμένα και βραχυπρόθεσμα επιτόκια.

Κατά συνέπεια, η μεγαλύτερη διαχείριση κερδών θα οδηγήσει σε χαμηλότερες αποδόσεις των αποθεμάτων. Οι λογιστικές εκθέσεις δεν είναι η μόνη πηγή πληροφοριών που χρησιμοποιείται στις οικονομικές αποφάσεις. Όμως, οι μεγάλες εταιρείες επηρεάζουν τις οικονομικές επιδόσεις της εταιρείας.

Η αδυναμία της συναλλαγματικής ισοτιμίας καθιστά δύσκολο για τις εταιρείες να μπορέσουν να δημιουργήσουν το αναμενόμενο κέρδος και ταμειακές εισροές, καθώς και επενδυτές που δυσκολεύονται να κερδίσουν από τις μετοχές τους. Συνδεδεμένοι με την επιχειρηματική ηθική, η διαχείριση κερδών είναι ανήθικη εάν υπάρχει μια εικονική συναλλαγή εξαπατώντας σκόπιμα τους χρήστες των οικονομικών καταστάσεων της εταιρείας.

Στη μελέτη των μεθόδων χειραγώγησης βλέπουμε ότι ασχολούνται με όλο το φάσμα των τεχνικών λογιστικής και διαχείρισης μιας εταιρείας, ενώ τα μοντέλα προσδιορισμού χειραγώγησης προσπαθούν είτε να προσεγγίσουν και να εκτιμήσουν τη χειραγώγηση μέσω μη διακριτικών δεδουλευμένων και τη σχέση τους με τα συνολικά δεδουλευμένα ή να προσεγγίσουν τη χειραγώγηση συνδυαστικά με αριθμητικούς δείκτες.

Όσον αφορά τους τρόπους αντιμετώπισης της χειραγώγησης, οι απόψεις των ηλεκτρονικών ελεγκτών παίζουν σημαντικό ρόλο στην πρόληψη της χειραγώγησης. Οι μεγάλες ελεγκτικές εταιρείες θεωρείται ότι παρέχουν καλύτερη ποιότητα ελέγχου λόγω

του εύρους των υπηρεσιών τους σε διάφορους οικονομικούς τομείς, περιφερειακούς ή εθνικούς, καθώς και του οικονομικού κόστους που αναλαμβάνουν σε περίπτωση απόκρυψης μιας συμπεριφοράς. Επίσης, η υιοθέτηση ενός εναρμονισμένου παγκόσμιου λογιστικού συστήματος όπως τα ΔΠΧΠ θα συμβάλει στον περιορισμό της χειραγώγησης, εφόσον χρησιμοποιείται πλήρως από όλες τις χώρες και ορισμένες από τις ευπάθειές τους (όπως η εύλογη αξία) εξαλείφονται.

Η μελλοντική έρευνα θα μπορούσε να ασχοληθεί με τη χειραγώγηση των κερδών και των ιδίων κεφαλαίων στο πλαίσιο των συγχρηματοδοτούμενων επενδύσεων, καθώς και τη χειραγώγηση της αποτίμησης με βάση την εύλογη αξία των παγίων και των αποθεμάτων. Θα μπορούσε επίσης να διερευνηθεί ο ρόλος και οι προσπάθειες των Επιτροπών Κεφαλαιαγοράς στον περιορισμό της χειραγώγησης, καθώς και η σχέση μεταξύ προβλέψεων και χειραγώγησης.

## Βιβλιογραφία

Abu Bakar, D. B., & bin Yahya, M. H. (2021). Impact of Financial Information Fraudulence to Financial Distress in Malaysia. *Turkish Journal of Computer and Mathematics Education (TURCOMAT)*, 12(6), 896–914. <https://doi.org/10.17762/turcomat.v12i6.23>

Altman, E. I. (1968). Financial Distress, Discriminant Analysis and the Prediction of Corporate Bankruptcy. *The Journal of Finance*, 23(4), 589–609.

Altman, E., I. (1983). *Corporate Financial Distress: A Complete Guide to Predicting, Avoiding, and Dealing with Bankruptcy (Frontiers in Finance Series)* (1st ed.). Wiley.

Alao, R. O. (2010). Mergers and Acquisitions (M&As) in the Nigerian Banking Industry: An Advocate of three Mega Banks. *European Journal of Social Sciences*, 15(4), 554-563.

Association of Certified Fraud Examiners. (2020). Report to the Nations 2020 Global Study on Occupational Fraud and Abuse. <https://acfepublic.s3-us-west-2.amazonaws.com/2020-Report-to-the-Nations.pdf>

Akerlof, G. (1970). The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism. *The Quarterly Journal Of Economics*, 84(3), 488.

Adigüzel, H. (2013), « Corporate Governance, Family Ownership and Earnings Management: Emerging Market Evidence », *Accounting and Finance Research*, vol. 2, n° 4, p. 17–33. [10.5430/afr.v2n4p17](https://doi.org/10.5430/afr.v2n4p17)

Ali, A., Chen, T.Y., et Radhakrishnan, S. (2007), « Corporate Disclosures by Family Firms », *Journal of accounting and economics*, vol. 44, n° 1-2, p. 238-286. [10.2139/ssrn.897817](https://doi.org/10.2139/ssrn.897817)

Almadi M. et Lazic P. (2016), « CEO Incentive Compensation and Earnings Management: The Implications of Institutions and Governance Systems », *Management Decision*, vol. 54, n° 10, p. 2447–2461.

Ahmed, A., Takeda, C., Thomas, S., 1999. Bank loan loss provisions: A reexamination of capital management, earnings management and signaling effects. *Journal of Accounting and Economics* 28, 1–25.

Alavi, A., Pham, P., Pham, T., 2008. Pre-IPO ownership structure and its impact on the IPO process. *Journal of Banking and Finance* 32, 2361–2375.

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

Beatty, A., Ke, B., Petroni, K., 2002. Earnings management to avoid earnings decline across publicly and privately held banks. *The Accounting Review* 77, 547–570.

Beaver, W., Eger, C., Ryan, S., Wolfson, M., 1989. Financial reporting, supplemental disclosures, and bank share prices. *Journal of Accounting Research* 27, 157–178.

Beaver, W., Engel, E., 1996. Discretionary behavior with respect to allowances for loan losses and the behavior of security prices. *Journal of Accounting and Economics* 22, 177–206.

Brown, C., Davis, K., 2009. Capital management in mutual financial institutions. *Journal of Banking and Finance* 33, 443–455.

Balsam S. (1998), « Discretionary Accounting Choices and CEO Compensation », *Contemporary Accounting Research*, vol. 15, p. 229–252. [10.1111/j.1911-3846.1998.tb00558.x](https://doi.org/10.1111/j.1911-3846.1998.tb00558.x)

Bartov E. (1993), « The Timing of Asset Sales and Earnings Manipulation », *The Accounting Review*, vol. 68, n° 4, p. 840–855.

Bartov E. et Cohen D.A. (2009), « The “Numbers Game” In the Pre- and Post-Sarbanes-Oxley Eras », *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, vol. 24, n° 4, p. 505–534. [10.2139/ssrn.954857](https://ssrn.com/abstract=102139)

Bebchuk L.A. et Fried J.M. (2004), « *Pay Without Performance: The Unfulfilled Promise of Executive Compensation* », Harvard University Press, UC Berkeley Public Law Research Paper No. 537783.

Bebchuk L.A., Fried J.M. et Walker, D.I. (2002), « Managerial Power and Rent Extraction in The Design of Executive Compensation » (No. w9068), *National Bureau of Economic Research*. [10.2139/ssrn.316590](https://ssrn.com/abstract=102139)

Beneish M.D. (2001), « Earnings Management: A Perspective », *Managerial Finance*, vol. 27, n° 12, p. 3–17. [10.1108/03074350110767411](https://doi.org/10.1108/03074350110767411)

Ben-Nasr H., Boubakri, N. et Cosset, J.-C. (2009), « Ownership Structure and Earnings Management Quality: Evidence from Newly Privatized Firms ». *Cahier de Recherche*.

Bergstresser D. et Philippon T. (2006), « CEO Incentives and Earnings Management », *Journal of Financial Economics*, vol. 80, n° 3, p. 511–529. [10.1016/j.jfineco.2004.10.011](https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2004.10.011)

Bertrand M. et Schoar A. (2006), « The Role of Family in Family Firms », *Journal of Economic Perspectives*, vol. 20, p. 73–96. [10.1257/jep.20.2.73](https://doi.org/10.1257/jep.20.2.73)

Black F. et Scholes M. (1973), « The Pricing of Options and Corporate Liabilities », *Journal of Political Economy*, vol. 81, p. 637–654. [10.1086/260062](https://doi.org/10.1086/260062)

Boncori A.L. et Cadet I. (2013), « Le comply or explain, un avatar de l'accountability », *Revue Française de Gestion*, vol. 8, p. 35–55. [10.3166/rfg.237.35-55](https://doi.org/10.3166/rfg.237.35-55)

Broye G., Giacomo A.D. et Prinz E. (2018), « Pratiques de divulgation des éléments de rémunération des dirigeants et incidence de l'actionnariat familial », *Finance Contrôle Stratégie*, NS-4. [10.4000/fcs.2650](https://doi.org/10.4000/fcs.2650)

Burgstahler D. et Eames M.J. (2003), « Earnings Management to Avoid Losses and Earnings Decreases: Are Analysts Fooled? », *Contemporary Accounting Research*, vol. 20, n° 2, p. 253–294. [10.1506/BXXP-RGTD-HOPM-9XAL](https://doi.org/10.1506/BXXP-RGTD-HOPM-9XAL)

Burns N. et Kedia S. (2008), « Executive Option Exercises and Financial Misreporting », *Journal of Banking & Finance*, vol. 32, n° 5, p. 845–857. [10.1016/j.jbankfin.2007.06.004](https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2007.06.004)

Bester, H. (1987). The Role of Collateral in credit markets with imperfect information, *European Economic Review*, 31, 887-889.

Beneish, M. D. (1999). The Detection of Earnings Manipulation. *Financial Analysts Journal*, 55(5), 24–36. <https://doi.org/10.2469/faj.v55.n5.2296>

Bisogno, M., & De Luca, R. (2015). Financial Distress and Earnings Manipulation: Evidence from Italian SMEs. *Journal of Accounting and Finance*, 4(1), 42–51.

Bisogno, M., Restaino, M., & Di Carlo, A. (2018). Forecasting and preventing bankruptcy: A conceptual review. *African Journal of Business Management*, 12(9), 231–242. <https://doi.org/10.5897/ajbm2018.8503>

Boda, M., & Úradníček, V. (2016). The Portability of Altman's Z-score Model to Predicting Corporate Financial Distress of Slovak Companies. *Technological and Economic Development of Economy*, 22(4), 532–553. <https://doi.org/10.3846/20294913.2016.1197165>

Campa, D., & Camacho-Miñano, M. D. M. (2014). Earnings management among bankrupt non-listed firms: evidence from Spain. *Spanish Journal of Finance and Accounting Revista Española de Financiación y Contabilidad*, 43(1), 3–20. <https://doi.org/10.1080/02102412.2014.890820>

Chen, Y., Chen, C., & Huang, S. (2010). An Appraisal of Financially Distressed Companies' Earnings Management. *Pacific Accounting Review*, 22(1), 22–41. <https://doi.org/10.1108/01140581011034209>

Chan, Y., Siegel, D., & Thakor, A. (1990). Learning, Corporate Control and Performance Requirements in Venture Capital Contracts. *International Economic Review*, 31(2), 365.

Csiksova, A., Janoskova, M., & Culkova, K. (2019). Limitation of Financial Health Prediction in Companies from Post-Communist Countries. *Journal of Risk and Financial Management*, 12(1), 15. <https://doi.org/10.3390/jrfm12010015>



Carter M.E., Lynch L. et Zechman S. (2009), « Changes in Bonus Contracts in the Post-Sarbanes-Oxley Era », *Review of Accounting Studies*, vol. 14, n° 4, p. 480–506. [10.1007/s11142-007-9062-z](https://doi.org/10.1007/s11142-007-9062-z)

Cheng Q., Lee J., et Shevlin T. (2016), « International Governance and Real Earnings Management », *The Accounting Review*, vol. 91, n° 4, p. 1051–1085.

Cheng Q., et Warfield T.D. (2005), « Equity Incentives and Earnings Management », *The Accounting Review*, vol. 80, p. 441–476. [10.2308/accr.2005.80.2.441](https://doi.org/10.2308/accr.2005.80.2.441)

Chi W., Lisic L.L. et Pevzner M. (2011), « Is Enhanced Audit Quality Associated with Greater Real Earnings Management? », *Accounting Horizons*, vol. 25, n° 2, p. 315–335. [10.2308/acch-10025](https://doi.org/10.2308/acch-10025)

Clarke D.C. (2003), « Corporate Governance in China: An Overview », *China Economic Review*, vol. 14, p. 494–507. [10.2139/ssrn.424885](https://doi.org/10.2139/ssrn.424885)

Cohen D.A., Dey A. et Lys T.Z. (2008), « Real and Accrual-Based Earnings Management in The Pre- and Post-Sarbanes-Oxley Periods », *The Accounting Review*, vol. 83, p. 757–787. [10.2308/accr.2008.83.3.757](https://doi.org/10.2308/accr.2008.83.3.757)

Cohen D.A. et Zarowin P. (2010), « Accrual-Based and Real Earnings Management Activities Around Seasoned Equity Offerings », *Journal of Accounting and Economics*, vol. 50, p. 2–19. [10.1016/j.jacceco.2010.01.002](https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2010.01.002)

Cornett M.M., Marcus A.J. et Tehranian H. (2008), « Corporate Governance and Pay-For-Performance: The Impact of Earnings Management », *Journal of Financial Economics*, vol. 87, n° 2, 357–373. [10.1016/j.jfineco.2007.03.003](https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2007.03.003)

Croci E., Gonenc H. et Ozkan N. (2012), CEO Compensation, Family Control, and Institutional Investors in Continental Europe, *Journal of Banking & Finance*, vol. 36, n° 12, p. 3318–3335. [10.1016/j.jbankfin.2012.07.017](https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2012.07.017)

Cuomo F., Mallin C. et Zattoni A. (2015), Corporate Governance Codes: A Review and Research Agenda, *Corporate Governance: An International Review*, vol. 24, n° 3, p. 222–241. [10.1111/corg.12148](https://doi.org/10.1111/corg.12148)

Cupertino C.M., Martinez A.L. et Costa Jr. N.C.A.D. (2016), Consequences for Future Return with Earnings Management Through Real Operating Activities, *Revista Contabilidade & Finanças*, vol. 27, n° 71, p. 232–242. [10.1590/1808-057x201602520](https://doi.org/10.1590/1808-057x201602520)

Carow, K., Cox, S., Roden, D., (2007). The role of insider influence in mutual-to-stock conversions. *Journal of Money, Credit, and Banking* 39, 1285–1304.

Carow, K., Cox, S., Roden, D., (2009). Demutualizations: Determinants and consequences of the mutual holding company choice. *Journal of Banking and Finance* 33, 1454–1463.

Coles, J., Hertzels, M., Kalpathy, S., (2006). Earnings management around employee stock option reissues. *Journal of Accounting and Economics* 41, 173–200.

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

Cook, R., (1977). Detection of influential observations in linear regression. *Technometrics* 19, 15–18.

Cornett, M., McNutt, J., Tehranian, H., (2009). Corporate governance and earnings management at large US bank holding companies. *Journal of Corporate Finance* 15, 412–430.

Dahl, D., O’Keefe, J., Hanweck, G., (1999). *The influence of examiners and auditors on loan loss recognition*. FDIC Banking Review (March), 10–25.

Dewenter, K., Hess, A., (2006). *International evidence on relationship and transactional banks as delegated monitors*. Working Paper, University of Washington.

Dunham, C., (1985). Mutual-to-stock conversions by thrifts: Implications for soundness. *New England Economic Review (January/February)*, 31–45.

Dardour A. et Boussaâda R. (2015), Gouvernance d’entreprise et rémunération des dirigeants en France, *Revue Française de Gouvernance d’Entreprise*, vol. 15, p. 93–110.

Dardour A. et Boussaada R. (2017), CEO Compensation and State Ownership in French Listed Companies, *Management International*, vol. 21, n° 2, p. 135–151. [10.7202/1052693ar](https://doi.org/10.7202/1052693ar)

Dardour A., Husser J. et Hollandts X. (2015), CEO Compensation and Board Diversity: Evidence from French Listed Companies, *Revue de Gestion des Ressources Humaines*, vol. 4, p. 30–44. [10.3917/grhu.098.0030](https://doi.org/10.3917/grhu.098.0030)

Dardour A., Toumi, N.B.F. et Boussaâda R. (2018), Composition du conseil d’administration et divulgation d’informations RSE, *Finance Contrôle Stratégie (NS-4)*. [10.4000/fcs.2674](https://doi.org/10.4000/fcs.2674)

David P. Kochhar, R. et Levitas E. (1998), The Effect of Institutional Investors on the Level and Mix Of CEO Compensation, *Academy of Management Journal*, vol. 41, p. 200–208. [10.5465/257102](https://doi.org/10.5465/257102)

Dechow P., Ge W. et Schrand C. (2010), Understanding Earnings Quality: A Review of the Proxies, their Determinants and their Consequences, *Journal of Accounting and Economics*, vol. 50, n° 2, p. 344–401. [10.1016/j.jacceco.2010.09.001](https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2010.09.001)

Dechow P.M. et Skinner D.J. (2000), Earnings Management: Reconciling the Views of Accounting Academics, Practitioners, and Regulators, *Accounting Horizons*, vol. 14, n° 2, p. 235–250. [10.2139/ssrn.218959](https://doi.org/10.2139/ssrn.218959)

Degeorge F., Patel J. et Zeckhauser R. (1999), Earnings Management to Exceed Thresholds, *The Journal of Business*, vol. 72, n° 1, p. 1–33. [10.1086/209601](https://doi.org/10.1086/209601)

Demsetz H. et Lehn K. (1985), The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences, *Journal of Political Economy*, vol. 93, p. 1155–1177. [10.1086/261354](https://doi.org/10.1086/261354)

Dimitropoulos P.E. et Asteriou, D. (2010). « The Effect of Board Composition on the Informativeness and Quality of Annual Earnings: Empirical Evidence from Greece », *Research in International Business and Finance*, vol. 24, n° 2, p. 190–205. [10.1016/j.ribaf.2009.12.001](https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2009.12.001)

Ding R., Li, J. et Wu Z. (2018), « Government Affiliation, Real Earnings Management, and Firm Performance: the Case of Privately Held Firms », *Journal of Business Research*, vol. 83, p. 138–150. [10.1016/j.jbusres.2017.10.011](https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2017.10.011)

Ding, Y., Zhang, H., & Zhang, J. (2007). « Private vs State Ownership and Earnings Management: Evidence from Chinese Listed Companies », *Corporate Governance: An International Review*, vol. 15, n° 2, p. 223–38. [10.1111/j.1467-8683.2007.00556.x](https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2007.00556.x)

Dalnial, H., Kamaluddin, A., Sanusi, Z. M., & Khairuddin, K. S. (2014). Accountability in Financial Reporting: Detecting Fraudulent Firms. *Procedia - Social and Behavioral Sciences*, 145, 61–69. <https://doi.org/10.1016/j.sbspro.2014.06.011>

Dani, R. M., Ismail, W. A. W., & Kamarudin, K. A. (2013). Can Financial Ratios Explain the Occurrence of Fraudulent Financial Statements? The 5th International Conference on Financial Criminology (ICFC), N/A(N/A), 345–354.

Dechow, P. M., Ge, W., Larson, C. R., & Sloan, R. G. (2011). Predicting Material Accounting Misstatements. *Contemporary Accounting Research*, 28(1), 17–82. <https://doi.org/10.1111/j.1911-3846.2010.01041.x>

Dechow, P. M., Sloan, R. G., & Sweeney, A. P. (1995). Detecting Earnings Management. *American Accounting Association*, 70(2), 193–225. <https://www.jstor.org/stable/248303?seq=1>

Dichev, I. D., & Dechow, P. M. (2002). The Quality of Accruals and Earnings: The Role of Accrual Estimation Errors. *The Accounting Review*, 77, 35–59. <https://doi.org/10.2139/ssrn.277231>

Djuric, D., & Jovanovic, V. (2019). Too big to fail? The Agrokor case and its impact on West Balkan economies. *International Insolvency Review*, 28(1), 22–43. <https://doi.org/10.1002/iir.1327>

European Commission. (2019, May). Analytical Report - Commission Opinion on Bosnia and Herzegovina's application for membership of the European Union (COM(2019) 261 final).

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

Eisele A. (2012), « *Target Shooting? Benchmark-Driven Earnings Management in Germany* », PhD dissertation, University of St. Gallen, Germany.

Enomoto M., Kimura, F. et Yamaguchi, T. (2015), Accrual-Based and Real Earnings Management: An International Comparison for Investor Protection, *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, vol. 11, n° 3, p. 183–198.

Faccio M. et Lang, L. (2002), The Ultimate Ownership of Western European Corporations, *Journal of Financial Economics*, vol. 65, n° 3, p. 365–395. [10.1016/S0304-405X\(02\)00146-0](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(02)00146-0)

Fama F. et Jensen M.C. (1983), « Separation of Ownership and Control », *Journal of Law & Economics*, vol. 26, p. 301–326. [10.2139/ssrn.94034](https://doi.org/10.2139/ssrn.94034)

Farooqi J., Harris O. et Ngo T. (2014), Corporate Diversification, Real Activities Manipulation, and Firm Value, *Journal of Multinational Financial Management*, vol. 27, p. 130–151. [10.1016/j.mulfin.2014.06.010](https://doi.org/10.1016/j.mulfin.2014.06.010)

Ferentinou, A.C. et Anagnostopoulou S.C. (2016), Accrual-Based and Real Earnings Management Before and after IFRS Adoption: The Case of Greece, *Journal of Applied Accounting*, vol. 17 n° 1, p. 2–23.

Franz D.R., Hassabelnaby H.R. et Lobo G.J. (2014), « Impact of Proximity to Debt Covenant Violation on Earnings Management », *Review of Accounting Studies*, vol. 19, n° 1, p. 473–505. [10.1007/s11142-013-9252-9](https://doi.org/10.1007/s11142-013-9252-9)

Friesen, G., Swift, C., (2009). Overreaction in the thrift IPO aftermarket. *Journal of Banking and Finance* 33, 1285–1298.

Fronseca, A., Gonzalez, F., (2008). Cross-country determinants of bank income smoothing by managing loan-loss provisions. *Journal of Banking and Finance* 32, 217–228.

González, J. S., et García-Meca, E. (2014). Does Corporate Governance Influence Earnings Management in Latin American Markets?, *Journal of Business Ethics*, vol. 21, n° 3, p. 419-440.

Graham J.R., Harvey C.R. et Rajgopal S. (2005), The Economic Implications of Corporate Financial Reporting, *Journal of Accounting and Economics*, vol. 40, n° 1, p. 3–73.

Gunny K.A. (2010), The Relation Between Earnings Management Using Real Activities Manipulation and Future Performance: Evidence from Meeting Earnings Benchmarks, *Contemporary Accounting Research*, vol. 27, n° 3, p. 855–888.

Gattoufi, S., Al-Muharrami, S., & Al-Kiyumi, A. (2009). The impact of mergers and acquisitions on the efficiency of GCC banks. *Banks and Bank Systems*, 4(4), 94-101.

Goyal, D. K. A., & Joshi, V. (2011). Mergers in Banking Industry of India: Some Emerging Issues. *Asian Journal of Business and Management Sciences*, 1(2), 157-165.

Gerantonis, N., Vergos, K., & Christopoulos, A. G. (2009). Can Altman Z-score Models Predict Business Failures in Greece. *Research Journal of International Studies*, 12(N/A), 21–28.

Georgios, K., & Georgios, H. (2011). Du Pont Analysis of a Bank Merger and Acquisition between Laiki Bank from Cyprus and Marfin Investment Group from Greece. Is there an increase of profitability of the new bank? Kyriazopoulos-Hadjimanolis, MIBES 2011 – Oral, 157-176.

Grove, H., Cook, T., Streeper, E., & Throckmorton, G. (2010). Bankruptcy and Fraud Analysis: Shorting and Selling Stocks. *Journal of Forensic & Investigative Accounting*, 2(2), 276–293.

Gong, G., Louis, H., Sun, A., (2008). Earnings management and firm performance following open-market repurchases. *Journal of Finance* 63, 947–986.

Hasan, I., Wall, L., (2004). Determinants of the loan loss allowance: Some cross-country comparisons. *The Financial Review* 39, 129–152.

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

Harrington, C. (2005). *Detecting Financial Statement Fraud*. New Perspectives - Association of Healthcare Internal Auditors, 26–27.

Horne, J. C. V., & John M. Wachowicz, J. (2004). *Fundamentals of Financial Management* (12th ed.): Prentice Hall.

Harris J. et Bromley P. (2007), Incentives to Cheat: The Influence of Executive Compensation and Firm Performance on Financial Misrepresentation, *Organization Science*, vol. 18, n° 3, p. 350–367. [10.1287/orsc.1060.0241](https://doi.org/10.1287/orsc.1060.0241)

Harris O., Karl J.B. et Lawrence E. (2019), CEO Compensation and Earnings Management: Does Gender Really Matters?, *Journal of Business Research*, vol. 98, p. 1–14. [10.1016/j.jbusres.2019.01.013](https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2019.01.013)

Haw I.-M., Ho S.S. et Li A.Y. (2011), Corporate Governance and Earnings Management by Classification Shifting, *Contemporary Accounting Research*, vol. 28, n° 2, p. 517–553. [10.1111/j.1911-3846.2010.01059.x](https://doi.org/10.1111/j.1911-3846.2010.01059.x)

Healy P.M. et Wahlen J.M. (1999), A Review of the Earnings Management Literature and its Implications for Standard Setting, *Accounting Horizons*, vol. 13, n° 4,

p. 365–383.

[10.2308/acch.1999.13.4.365](https://doi.org/10.2308/acch.1999.13.4.365)

Hope O.-K., Thomas W.B. et Vyas D. (2013), Financial Reporting Quality of US Private and Public Firms, *The Accounting Review*, vol. 88, n° 5, p. 1715–1742.

Ibrahim S. et Lloyd C. (2011), The Association Between Non-Financial Performance Measures in Executive Compensation Contracts and Earnings Management, *Journal of Accounting and Public Policy*, vol. 30, n° 3, p. 256–274.  
[10.1016/j.jaccpubpol.2010.10.003](https://doi.org/10.1016/j.jaccpubpol.2010.10.003)

Izquierdo, S., & Izquierdo, L. (2007). The impact of quality uncertainty without asymmetric information on market efficiency. *Journal Of Business Research*, 60(8), 858-867.

Jones, J. J. (1991). Earnings Management During Import Relief Investigations. *Journal of Accounting Research*, 29(2), 193. <https://doi.org/10.2307/2491047>

Jones, M. (2005). *Accounting for Non-Specialists*. John Wiley & Sons.

Jensen M.C. et Meckling W.H. (1976), « Theory of The Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure », *Journal of Financial Economics*, vol. 13, p. 305–360. [10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)

Jouber H. et Fakhfakh H. (2014), « The Association between CEO Incentive Rewards and Earnings Management: Do Institutional Features Matter? », *EuroMed Journal of Business*, vol. 9, n° 1, p. 18–36. [10.1108/EMJB-11-2012-0019](https://doi.org/10.1108/EMJB-11-2012-0019)

Jungeun C., Jaimin G. et Jaehong L. (2012), « Chaebol Firms' Real and Accrual-Based Earnings Management in the Pre-and Post-Asian Financial Crisis Periods », *Journal of Modern Accounting and Auditing*, vol. 8, n° 7, p. 915–931.

Khan, A. A. (2011). Merger and Acquisitions (M&As) in the Indian Banking Sector in Post Liberalization Regime. *International Journal of Contemporary Business Studies*, 2(11), 31-45.

Kiaupaite-Grushniene, V. (2016, December). Altman Z-score Model for Bankruptcy Forecasting of the Listed Lithuanian Agricultural Companies. In J. Alver (Ed.), *5th International Conference on Accounting, Auditing, and Taxation: Advances in Economics, Business and Management Research* (pp. 222–234). Atlantis Press. <https://doi.org/10.2991/icaat-16.2016.23>

Kothari, S., Leone, A. J., & Wasley, C. E. (2005). Performance matched discretionary accrual measures. *Journal of Accounting and Economics*, 39(1), 163–197. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2004.11.002>

Kihlstrom, R., & Laffont, J. (1979). A General Equilibrium Entrepreneurial Theory of Firm Formation Based on Risk Aversion. *Journal Of Political Economy*, 87(4), 719-748.



Kubičková, D., & Nulíček, V. (2019). The Prediction Ability of New Bankruptcy Models in National Environment. Proceedings of the International Scientific Conference Hradec Economic Days 2019 Part I. Published. <https://doi.org/10.36689/uhk/hed/2019-01-050>

Kanagaretnam, K., Krishnan, G., Lobo, G., (2008). Is the market valuation of banks' loan loss provision conditional on auditor reputation? *Journal of Banking and Finance* 33, 1039–1047.

Karaoglu, N., (2005). Regulatory capital and earnings management in banks: The case of loan sales and securitizations. Working Paper, FDIC Center for Financial Research, No. 2005-05.

Liu, C., Ryan, S., (1995). The effect of loan portfolio composition on the market reaction to and anticipation of loan loss provisions. *Journal of Accounting Research* 33, 77–94.

Liu, C., Ryan, S., Wahlen, J., (1997). Differential valuation implications of loan loss provisions across banks and fiscal quarters. *The Accounting Review* 72, 133– 146.

Liu, C., Ryan, S., (2006). Income smoothing over the business cycle: Change in banks' coordinated management of provisions for loan losses and loan charge-offs from the pre-1990 bust to the 1990s boom. *The Accounting Review* 81, 421– 441.

Ljungqvist, A., Wilhelm, W., (2003). IPO pricing in the dot-com bubble. *Journal of Finance* 58, 723–752.

Lowry, M., Murphy, K., (2007). Executive stock options and IPO underpricing. *Journal of Financial Economics* 85, 39–65.

Lesáková, U., Gundová, P., & Vinczeová, M. (2020). The practice of use of models predicting financial distress in Slovak companies. *Journal of Eastern European and Central Asian Research (JEECAR)*, 7(1), 122–136. <https://doi.org/10.15549/jeecar.v7i1.369>

Leland, H., & Pyle, D. (1977). Informational Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation. *The Journal of Finance*, 32(2), 371.

Liou, F., & Yang, C. (2008). Predicting Business Failure Under the Existence of Fraudulent Financial Reporting. *International Journal of Accounting & Information Management*, 16(1), 74–86. <https://doi.org/10.1108/18347640810887771>

La Porta R., Lopez-de-Silanes F. et Shleifer A. (1999), Corporate Ownership Around the World, *The Journal of Finance*, vol. 54, p. 471–518.

Labelle R. et Schatt A. (2005), Structure de Propriété Et Communication Financière des Entreprises Françaises, *Finance-Contrôle-Stratégie*, vol. 8. n° 3, p. 77-104.

Larcker D.F., Richardson S.A. et Tuna I. (2007), Corporate Governance, Accounting Outcomes, and Organizational Performance, *The Accounting Review*, vol. 82, n° 4, p. 963–1008.

Leggett D.M., Parsons L.M. et Reitenga A.L. (2016), Real Earnings Management and Subsequent Operating Performance, *IUP Journal of Operations Management*, vol. 15, n° 4, p. 7–32. [10.2139/ssrn.1466411](https://doi.org/10.2139/ssrn.1466411)

Leuz C., Nanda D. et Wysocki P.D. (2003), Earnings Management and Investor Protection: An International Comparison, *Journal of Financial Economics*, vol. 69, n° 3, p. 505–527. [10.1016/S0304-405X\(03\)00121-1](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(03)00121-1)

Liang H., Renneboog L. et Sun S.L. (2015), The Political Determinants of Executive Compensation: Evidence from an Emerging Economy, *Emerging Markets Review*, vol. 25, p. 69–91. [10.1016/j.ememar.2015.04.008](https://doi.org/10.1016/j.ememar.2015.04.008)

Liu Q. et Lu Z.J. (2007), Corporate Governance and Earnings Management in the Chinese Listed Companies: A Tunneling Perspective, *Journal of Corporate Finance*, vol. 13, n° 5, p. 881–906. [10.1016/j.jcorpfin.2007.07.003](https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2007.07.003)

Mard Y. et Marsat S. (2012). Gestion des résultats comptables et structure de l'actionnariat : le cas français, *Comptabilité-Contrôle-Audit*, vol. 18, n° 3, p. 11–42. [10.3917/cca.183.0011](https://doi.org/10.3917/cca.183.0011)

Martinez I. et Serve S. (2011), The Delisting Decision: The Case of Buyout Offer with Squeeze-Out (BOSO), *International Review of Law and Economics*, vol. 31, n° 4, p. 228–239. [10.2139/ssrn.1833608](https://doi.org/10.2139/ssrn.1833608)

Martínez-Ferrero J., Rodríguez-Ariza L. et Bermejo-Sánchez M. (2016), Is Family Ownership Of a Firm Associated with the Control of Managerial Discretion and Corporate Decisions? *Journal of Family Business Management*, vol. 6, n° 1, <https://doi.org/10.1108/JFBM-06-2015-0022>.

Mizik N. (2010), The Theory and Practice of Myopic Management, *Journal of Marketing Research*, vol. 47, n° 4, p. 594–611. [10.1509/jmkr.47.4.594](https://doi.org/10.1509/jmkr.47.4.594)

Moradi M., Zamanirad M. et Salehi M. (2015), Analysis of Incentive Effects of Managers' Bonuses on Real Activities Manipulation Relevant to Future Operating Performance, *Management Decision*, vol. 53, n° 2, p. 432–450. [10.1108/MD-04-2014-0172](https://doi.org/10.1108/MD-04-2014-0172)

Malkiel, B. (1973). *A Random Walk Down Wall Street*. W. W. Norton & Company.

Markowitz, H. (1952). *Portfolio selection*. *Journal of Finance*, vol. 7(1), pp. 77–91. American Finance Association.

MacCarthy, J. (2017). Using Altman Z-score and Beneish M-score Models to Detect Financial Fraud and Corporate Failure: A Case Study of Enron Corporation.



International Journal of Finance and Accounting, 6(6), 159–166.  
<https://doi.org/10.5923/j.ijfa.20170606.01>

McKee, T.E. (2005). *Earnings Management: an executive perspective*. South Western, Division of Thomson Learning, Stamford, Connecticut, United States of America

Mahama, M. (2015). Detecting Corporate Fraud and Financial Distress Using the Altman and Beneish Models. *International Journal of Economics, Commerce and Management*, 3(1), 1–18.

Myers, S., & Majluf, N. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal Of Financial Economics*, 13(2), 187-221.

Maksimovic, V., Unal, H., (1993). Issue size choice and “underpricing” in thrift mutual-to-stock conversions. *Journal of Finance* 48, 1659–1692.

Masulis, R., (1987). Changes in ownership structure: Conversions of mutual savings and loans to stock charter. *Journal of Financial Economics* 18, 29–59.

Mayers, D., Smith, Jr.C., (2004). Incentives for managing accounting information: Property-liability insurer stock-charter conversions. *The Journal of Risk and Insurance* 71, 213–251.

Moyer, S., (1990). Capital adequacy ratio regulations and accounting choices in commercial banks. *Journal of Accounting and Economics* 13, 123–154.

Nichols, D., Wahlen, J., Wieland, M., (2009). Publicly traded versus privately held: Implications for conditional conservatism in bank accounting. *Review of Accounting Studies* 14, 88–122.

Ofori, E. (2016). Detecting Corporate Financial Fraud Using Modified Altman Z-Score and Beneish M-Score. The Case of Enron Corp. *Research Journal of Finance and Accounting*, 7(4), 59–65.

Ogachi, D., Ndege, R., Gaturu, P., & Zoltan, Z. (2020). Corporate Bankruptcy Prediction Model, a Special Focus on Listed Companies in Kenya. *Journal of Risk and Financial Management*, 13(3), 47–61. <https://doi.org/10.3390/jrfm13030047>

Perols, J. L., & Lougee, B. A. (2011). The Relation Between Earnings Management and Financial Statement Fraud. *Advances in Accounting*, 27(1), 39–53. <https://doi.org/10.1016/j.adiac.2010.10.004>

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

Petersen M.A. (2009), Estimating Standard Errors in Finance Panel Data Sets: Comparing Approaches, *Review of Financial Studies*, vol. 22, n° 1, p. 435–480. DOI : [10.1093/rfs/hhn053](https://doi.org/10.1093/rfs/hhn053)

Poonawala S.H. et Nagar N. (2019), Gross Profit Manipulation Through Classification Shifting, *Journal of Business Research*, vol. 94, p. 81–88. [10.1016/j.jbusres.2018.09.013](https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2018.09.013)

Ronen J. et Yaari V. (2008), « *Earnings Management* », Springer US.

Roychowdhury S. (2006), Earnings Management Through Real Activities Manipulation, *Journal of Accounting and Economics*, vol. 42, n° 3, p. 335–370. [10.2139/ssrn.477941](https://doi.org/10.2139/ssrn.477941)

Roa, S.D., & Kumar, R.p. (2013). Financial performance evaluation of Indian commercial banks during before and after mergers. *Reffered Journal of CMR College of Engineering & Technology*, 117.

Scholes, M., Wilson, G., Wolfson, M., (1990). Tax planning, regulatory capital planning, and financial reporting strategy for commercial banks. *Review of Financial Studies* 3, 625–650.

Smith, D., Underwood, J., (1997). Mutual savings associations and conversion to stock form. Office of Thrift Supervision: Washington D.C.

Sloan, R. G. (1996). Do Stock Prices Fully Reflect Information in Accruals and Cash Flows about Future Earnings? *The Accounting Review*, 71(3), 289–315.

Svabova, L., Kramarova, K., Chutka, J., & Strakova, L. (2020). Detecting Earnings Manipulation and Fraudulent Financial Reporting in Slovakia. *Oeconomia Copernicana*, 11(3), 485–508. <https://doi.org/10.24136/oc.2020.020>

Spence, M. (1973). Job Market Signaling. *The Quarterly Journal Of Economics*, 87(3), 355.

Stigler, G. (1961). The Economics of Information. *Journal Of Political Economy*, 69(3), 213-225.

Stiglitz, J. a. (1981). Credit Rationing in Markets with Imperfect Information. *THE AMERICAN Economic Review*, 393-410.

Schatt A., Bessieux-Ollier, C. et Poretti C. (2018), « La gestion des résultats par les nouveaux dirigeants: Quels enjeux pour les conseils administration? » *Revue Française de Gouvernance d'Entreprise*, vol. 19, p. 69–89.

Schipper K. (1989), Commentary on Earnings Management, *Accounting Horizons*, vol. 3, n° 4, p. 91–102.

Shleifer A. et Vishny R.W. (1986), Large Shareholders and Corporate Control, *Journal of Political Economy*, vol. 94, p. 461–488. [10.1086/261385](https://doi.org/10.1086/261385)

Shleifer A. et Vishny R.W. (1997), A Survey of Corporate Governance, *Journal of Finance*, vol. 52, p. 737–783. [10.1111/j.1540-6261.1997.tb04820.x](https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1997.tb04820.x)

Shuto A. (2007), Executive Compensation and Earnings Management: Empirical Evidence from Japan, *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, vol. 16, n° 1, p. 1–26. [10.1016/j.intaccudtax.2007.01.004](https://doi.org/10.1016/j.intaccudtax.2007.01.004)

Tabassum N., Kaleem A. et Nazir M.S. (2015), Real Earnings Management and Future Performance, *Global Business Review*, vol. 16, n° 1, p. 21–34. [10.1177/0972150914553505](https://doi.org/10.1177/0972150914553505)

Tosi H. L. et Gómez-Mejía L.R. (1989), The Decoupling of CEO Pay and Performance: An Agency Theory Perspective, *Administrative Science Quarterly*, vol. 34, p. 169–189. [10.2307/2989894](https://doi.org/10.2307/2989894)

Teoh, S., Welch, I., Wong, T., (1998a). Earnings management and the long-run market performance of initial public offerings. *Journal of Finance* 53, 1935–1974.

Teoh, S., Welch, I., Wong, T., (1998b). Earnings management and the underperformance of seasoned equity offerings. *Journal of Financial Economics* 50, 63–99.

Teoh, S., Wong, T., Rao, G., (1998c). Are accruals during initial public offerings opportunistic? *Review of Accounting Studies* 3, 175–208.

Tarjo, & Herawati, N. (2015). Application of Beneish M-Score Models and Data Mining to Detect Financial Fraud. *Procedia - Social and Behavioral Sciences*, 211, 924–930. <https://doi.org/10.1016/j.sbspro.2015.11.122>

Unal, H., (1997). Regulatory misconceptions in pricing thrift conversions: A closer look at the appraisal process. *Journal of Financial Services Research* 11, 239–254.

Veider, V., et Matzler, K. (2016), The Ability and Willingness of Family-Controlled Firms to Arrive at Organizational Ambidexterity, *Journal of Family Business Strategy*, vol. 7, n° 2, p. 105-116. [10.1016/j.jfbs.2015.10.001](https://doi.org/10.1016/j.jfbs.2015.10.001)

Wang D. (2006), Founding Family Ownership and Earnings Quality, *Journal of Accounting Research*, vol. 44, n° 3, p. 619–655. [10.1111/j.1475-679X.2006.00213.x](https://doi.org/10.1111/j.1475-679X.2006.00213.x)

Wahlen, J., (1994). The nature of information in commercial bank loan loss disclosures. *The Accounting Review* 69, 455–478.

Williams, J., (2006). *Savings Institutions: Mergers, Acquisitions, and Conversions*. Law Journal Press, New York (Chapter 7).

Warshavsky, M. (2012). Analyzing Earnings Quality as a Financial Forensic Tool. *Financial Valuation and Litigation Expert Journal*, N/A (39), 16–20.

Zang A.Y. (2012), Evidence on the Trade-Off Between Real Activities Manipulation and Accrual-Based Earnings Management, *The Accounting Review*, vol. 87, n° 2, p. 675–703. [10.2308/accr-10196](https://doi.org/10.2308/accr-10196)

Zattoni A. (2007), Stock Incentive Plans in Europe: Empirical Evidence and Design Implications, *Corporate Ownership and Control*, vol. 4, p. 56–64. [10.22495/cocv4i4p5](https://doi.org/10.22495/cocv4i4p5)

Zattoni A. et Minichilli A. (2009), The Diffusion of Equity Incentive Plans in Italian Listed Companies: What is the Trigger? *Corporate Governance: An International Review*, vol. 17, p. 224–237. [10.1111/j.1467-8683.2009.00732.x](https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2009.00732.x)

Διαδίκτυο

NWC, Διαθέσιμο στο: <https://www.whistleblowers.org/high-risk-of-fraud-in-auditing-and-accounting-firms/>