

*ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΜΑΚΕΔΟΝΙΑΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ &  
ΚΟΙΝΩΝΙΚΩΝ ΕΠΙΣΤΗΜΩΝ*

*Η ΕΠΙΔΡΑΣΗ ΤΩΝ ΜΗΧΑΝΙΣΜΩΝ ΕΤΑΙΡΙΚΗΣ  
ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗΣ ΣΤΗΝ ΧΕΙΡΑΤΩΤΗΣΗ ΛΟΤΙΣΤΙΚΩΝ  
ΚΕΡΔΩΝ*

*ΕΜΠΕΙΡΙΚΗ ΠΡΟΣΕΤΤΙΣΗ ΤΗΣ ΧΕΙΡΑΤΩΤΗΣΗΣ  
ΛΟΤΙΣΤΙΚΩΝ ΚΕΡΔΩΝ ΑΠΟ ΤΙΣ ΕΛΛΗΝΙΚΕΣ  
ΕΠΕΙΧΗΡΗΣΕΙΣ ΜΕ ΤΗΝ ΧΡΗΣΗ ΤΩΝ DISCRETIONARY  
ACCRUALS*

*ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΟ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΣΠΟΥΔΩΝ  
ΛΟΤΙΣΤΙΚΗΣ & ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ*

*Θεσσαλονίκη, Νοέμβριος 2007*

ΣΥΝΟΨΗ	4
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΠΡΩΤΟ</b>	
1.1 Τι είναι η Χειραγώγηση των Λογιστικών Κερδών	7
1.2 Κίνητρα της Χειραγώγησης των Λογιστικών Κερδών	8
1.3 Λογιστική Επιλογή	10
1.4 Accruals και Λογιστική των Accruals	11
1.4.1 Η σημασία των Accruals	12
1.4.2 Ο Ρόλος των Accruals	13
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΔΕΥΤΕΡΟ</b>	
2.1 Ορισμός Εταιρικής Διακυβέρνησης	13
2.2 Ο ρόλος της Εταιρικής Διακυβέρνησης ως προς την Χειραγώγηση των Λογιστικών Κερδών	15
2.3 Επιστημονικές έρευνες με θέμα τα Συστήματα Εταιρικής Διακυβέρνησης	17
2.4 Πώς εφαρμόζεται η Εταιρική Διακυβέρνηση στην Ελλάδα	20
2.5 Πραγματική ή επιφανειακή εφαρμογή των διατάξεων του Ν. 3016/2002	24
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΤΡΙΤΟ</b>	
3.1 Πώς προσεγγίζουν οι ερευνητές το θέμα της Χειραγώγησης των Λογιστικών Κερδών	25
3.2 Έρευνες	27
3.2.1 Τα μέσα ανίχνευσης των πρακτικών Χειραγώγησης των Λογιστικών Κερδών	27
3.2.2 Χειραγώγηση των Λογιστικών Κερδών & Εταιρική Διακυβέρνηση	31
3.2.3 Τι εξυπηρετεί η Χειραγώγηση των Λογιστικών Κερδών στις περιπτώσεις Συγχωνεύσεων & Εξαγορών	33
3.2.4 Χειραγώγηση των Λογιστικών Κερδών μέσω των Accruals	34
3.2.5 Κριτική των μοντέλων Accruals	36
3.3 Μοντέλα Discretionary Accruals	41
3.3.1 Το μοντέλο της De Angelo	42
3.3.2 Το μοντέλο του Healy	42
3.3.3 Το μοντέλο του Jones	43

<i>3.3.4 Το τροποποιημένο μοντέλο του Jones</i>	<i>44</i>
<i>3.3.5 Το βιομηχανικό μοντέλο</i>	<i>44</i>

**ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΤΕΤΑΡΤΟ**

<i>4.1 Ερευνητική Προσέγγιση</i>	<i>45</i>
----------------------------------	-----------

**ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΠΕΜΠΤΟ**

<i>5.1 Εμπειρικά Αποτελέσματα</i>	<i>49</i>
-----------------------------------	-----------

**ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΕΚΤΟ**

<i>6.1 Συμπεράσματα – Επίλογος</i>	<i>53</i>
------------------------------------	-----------

<i>ΑΡΘΡΟΓΡΑΦΙΑ</i>	<i>55</i>
--------------------	-----------

<i>ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ</i>	<i>60</i>
------------------	-----------

## ΣΥΝΟΨΗ

Ένα από τα πολυσυζητημένα θέματα της τελευταίας κυρίως δεκαετίας είναι το θέμα της χειραγώγησης των λογιστικών κερδών, γνωστή ως earnings management στη διεθνή ακαδημαϊκή κοινότητα. Πολυσυζητημένο, εξαιτίας των λογιστικών σκανδάλων που προέκυψαν τα τελευταία χρόνια κυρίως στις ΗΠΑ με τις γνωστές υποθέσεις της Enron, της Xerox, της Worldcom, της Merc και άλλων, αλλά και στην Ευρώπη με γνωστές αυτές της Parmalat και της Tyco. Το θέμα της χειραγώγησης των λογιστικών κερδών είναι σοβαρό διότι όπως αποδείχθηκε από τις διάφορες εισαγγελικές έρευνες, εμπλέκονται όχι μόνο τα στελέχη της επιχείρησης που παραποιεί τα οικονομικά στοιχεία της, αλλά και εταιρείες ορκωτών λογιστών, καθώς και χρηματοπιστωτικοί οίκοι.

Η παρατηρούμενη έξαρση των λογιστικών σκανδάλων, θορύβησε την κοινή γνώμη και τους αρμόδιους κρατικούς φορείς οι οποίοι με τη σειρά τους, άρχισαν να αναμορφώνουν και να βελτιώνουν το πλαίσιο της εταιρικής διακυβέρνησης. Τα περισσότερα κράτη θέσπισαν νόμους περί εταιρικής διακυβέρνησης, (όπως και η Ελλάδα το 2002 θέσπισε τον νόμο 3016) προκειμένου να ρυθμίσουν τα αντικρουόμενα συμφέροντα μεταξύ στελεχών και μετόχων, καθώς επίσης και να περιορίσουν την εκμετάλλευση των μετοχικών κεφαλαίων από τα στελέχη για την εξυπηρέτηση των προσωπικών τους συμφερόντων. Η θλιβερή διαπίστωση που προκύπτει στη συνέχεια, από την παράθεση των ερευνών που έχουν γίνει για την εταιρική διακυβέρνηση, είναι ότι η εφαρμογή των νομοθετικών διατάξεων περί εταιρικής διακυβέρνησης είναι τυπική μάλλον παρά ουσιαστική.

Η παρούσα εργασία έχει σκοπό να εξετάσει το θέμα της χειραγώγησης των λογιστικών αποτελεσμάτων από τις ελληνικές εισηγμένες επιχειρήσεις όταν αυτή πραγματοποιείται με τη χρήση των discretionary accruals και να τη συγκρίνει με την εφαρμογή των διατάξεων περί εταιρικής διακυβέρνησης. Υπάρχει ποικιλία επιστημονικών ερευνών την οποία και θα παρουσιάσω στη συνέχεια. Είναι ιδιαίτερα σημαντικό όμως να τονίσω ότι η έρευνα των Patricia M. Dechow, Richard D. Sloan και Ammy P. Sweeney (1995) με τίτλο Detecting Earnings Management, η οποία αξιολογεί τα εναλλακτικά μοντέλα discretionary accruals που υπάρχουν ως προς την ικανότητα τους να ανιχνεύουν την χειραγώγηση των λογιστικών αποτελεσμάτων αποτέλεσε την εναρκτήριο δύναμη για την δική μου έρευνα. Πιο συγκεκριμένα, θα εφαρμόσω την ίδια τακτική προσαρμοσμένη στα ελληνικά δεδομένα, προκειμένου να διαπιστώσω κατά πόσο πραγματοποιήθηκε χειραγώγηση των

λογιστικών αποτελεσμάτων από τις ελληνικές επιχειρήσεις που είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών τα τελευταία χρόνια. Η προαναφερθείσα έρευνα των Patricia M. Dechow, Richard D. Sloan και Ammy P. Sweeney συγκρίνει το πόσο συγκεκριμένα και δυνατά είναι τα αποτελέσματα των στατιστικών τεστ που βασίζονται στα δεδομένα που προκύπτουν από τα πέντε βασικά μοντέλα discretionary accruals που υπάρχουν. Το κύριο συμπέρασμα της έρευνας είναι ότι η τροποποιημένη έκδοση του μοντέλου του Jones (modified Jones) εμφανίζει τη μεγαλύτερη δύναμη στην ανίχνευση της χειραγώγησης των λογιστικών κερδών.

Εν προκειμένω θα χρησιμοποιήσω τα μοντέλα Jones και modified Jones λαμβάνοντας ως δείγμα όλες τις ελληνικές εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών επιχειρήσεις για μια περίοδο οχτώ ετών (1996 – 2004). Ο λόγος επιλογής των δύο παραπάνω μοντέλων είναι ότι όπως προκύπτει από την επιστημονική αρθρογραφία το τροποποιημένο μοντέλο του Jones (modified Jones) παράγει τα ορθότερα αποτελέσματα, συγκριτικά με τα υπόλοιπα μοντέλα ενώ «διορθώνει» τα σφάλματα του απλού μοντέλου Jones. Η εργασία παρέχει συστηματική εξέταση της χειραγώγησης των λογιστικών αποτελεσμάτων από τις επιχειρήσεις, η οποία πραγματοποιείται μέσω του επιδέξιου χειρισμού των discretionary accruals.

Στο πρώτο κεφάλαιο, θα οριοθετηθεί η έννοια της χειραγώγησης των λογιστικών αποτελεσμάτων καθώς επίσης θα δοθούν τα κίνητρα της και οι πρακτικές οι οποίες χρησιμοποιούνται από τα στελέχη προκειμένου να επιτευχθούν οι τιθέμενοι στόχοι. Επιπλέον, θα αναφερθώ συγκεκριμένα στη έννοια των discretionary accruals και της λογιστικής των discretionary accruals και θα αναλύσω τη σημασία και τον ρόλο των δύο αυτών εννοιών.

Στο δεύτερο κεφάλαιο, θα ασχοληθώ με την έννοια της εταιρικής διακυβέρνησης, τον ρόλο της, τα συστήματα εταιρικής διακυβέρνησης, ενώ παράλληλα θα παρουσιάσω ορισμένες σημαντικές έρευνες ξένων αλλά και Ελλήνων επιστημόνων, δίνοντας έμφαση στην εφαρμογή της εταιρικής διακυβέρνησης στην χώρα μας και στο πως αυτή προλαμβάνει ή όχι φαινόμενα χειραγώγησης των λογιστικών κερδών.

Στο τρίτο κατά σειρά κεφάλαιο, θα παρουσιάσω αντιπροσωπευτικό δείγμα ερευνών που έχουν ως αντικείμενο μελέτης τους την χειραγώγηση των λογιστικών αποτελεσμάτων και δει τη χειραγώγηση των λογιστικών αποτελεσμάτων όταν αυτή διενεργείται με discretionary accruals. Το κεφάλαιο αυτό θα ολοκληρωθεί με την παράθεση των κυριότερων στοιχείων των πέντε βασικών μοντέλων που υπάρχουν και χρησιμοποιούνται για την ανίχνευση πρακτικών χειραγώγησης των λογιστικών αποτελεσμάτων. Η γνώση των ερευνών αυτών είναι εξέχουσας σημασίας για κάθε νέο

ερευνητή καθώς αποτελούν τις βάσεις και του δίνουν προσανατολισμό ως προς το τι και πώς να ερευνηθεί.

Στο τέταρτο κεφάλαιο, θα αναπτύξω την μεθοδολογία την οποία θα χρησιμοποιήσω προκειμένου να μελετήσω το δείγμα που προανέφερα, θα παρουσιάσω τα μοντέλα και τις μεταβλητές τους καθώς επίσης θα αναλύσω την ποιότητα των δεδομένων του δείγματος που συνέλεξα.

Στο πέμπτο κεφάλαιο, θα παρουσιάσω τα εμπειρικά αποτελέσματα που θα προκύψουν από την διενεργηθείσα έρευνα ενώ δεν θα παραλείψω να τα αναλύσω και να τα συγκρίνω με αυτά άλλων σπουδαίων ερευνών.

Στο έκτο κεφάλαιο, θα ολοκληρώσω την εργασία μου με την παράθεση των συμπερασμάτων και των προτάσεων για μελλοντική έρευνα στα πλαίσια της ελληνικής πραγματικότητας.

## 1.1 ΤΙ ΕΙΝΑΙ Η ΧΕΙΡΑΓΩΓΗΣΗ ΤΩΝ ΛΟΓΙΣΤΙΚΩΝ

### ΚΕΡΔΩΝ

Η χειραγώγηση των λογιστικών κερδών, αναφέρεται στον σκόπιμο «χειρισμό» των στοιχείων των χρηματοοικονομικών καταστάσεων, όπως η υπερτίμηση στοιχείων του ενεργητικού, των πωλήσεων και των κερδών, ή η υποτίμηση των υποχρεώσεων, των εξόδων ή των ζημιών, με σκοπό να δημιουργηθεί η επιθυμητή εικόνα για την κατάσταση της επιχείρησης.

Στο παρελθόν οι λογιστικές παρατυπίες είχαν ως κύριο σκοπό την φορολογική ελάφρυνση των επιχειρήσεων μέσω της εμφάνισης μικρότερων κερδών γεγονός που επιτυγχάνονταν με την παρουσίαση επίπλαστων εξόδων. Τα κίνητρα και οι στόχοι που εξυπηρετούσε όμως η χειραγώγηση των λογιστικών αποτελεσμάτων άλλαξαν με την είσοδο πολλών επιχειρήσεων στη χρηματαγορά. Ο νέος στόχος είναι η αύξηση των εσόδων και η γρήγορη ανάπτυξή τους ώστε να επιτευχθεί η επιθυμητή αύξηση των κερδών, μέσω της προσέλκυσης ξένων κεφαλαίων.

Στην υπάρχουσα αρθρογραφία, γύρω από το θέμα της παραποίησης των λογιστικών καταστάσεων για την εν λόγω πράξη, χρησιμοποιούνται όροι όπως αλλοίωση της ορθής εικόνας των χρηματοοικονομικών καταστάσεων, χειραγώγηση των λογιστικών κερδών / του αποτελέσματος, λογιστική διαχείριση των αποτελεσμάτων, δημιουργική λογιστική, επινοητική λογιστική, εξομάλυνση των αποτελεσμάτων χρήσης ή ακόμα ωραιοποίηση και διαχείριση τους. Στην Ελλάδα η έννοια του earnings management είναι κυρίως γνωστή ως χειραγώγηση των λογιστικών αποτελεσμάτων και για τον λόγο αυτό θα χρησιμοποιήσω αυτό τον όρο.

Ένας πιο επίσημος ορισμός θα λέγαμε ότι δίνεται στο αναπροσαρμοσμένο Διεθνές Ελεγκτικό Πρότυπο Νο 240, το οποίο αναφέρεται σε θέματα παραποιήσεων και λαθών των χρηματοοικονομικών καταστάσεων. Ορίζεται ότι παραποίηση είναι η εκούσια, εσκεμμένη ενέργεια από ένα ή περισσότερα άτομα της διοίκησης, των εργαζομένων, ή τρίτου μέρους που έχουν ως αποτέλεσμα την ψευδή παρουσίαση των χρηματοοικονομικών καταστάσεων.

Σύμφωνα με τους Akers D. Michael, Giacominio E. Don & Bellovary L. Jodi (2007), η χειραγώγηση των λογιστικών κερδών αναγνωρίζεται ως προσπάθειες από τα στελέχη να επηρεάσουν ή να χειραγωγήσουν τα αναφερόμενα στις χρηματοοικονομικές καταστάσεις κέρδη με τη χρήση ειδικών λογιστικών μεθόδων.

Η επιλογή λογιστικών διαδικασιών, εντός των ορίων των γενικά αποδεκτών λογιστικών αρχών, με στόχο να εμφανισθεί το επιθυμητό επίπεδο κερδών, είναι γνωστή ως χειραγώγηση κερδών (Κουμανάκος, Σηριόπουλος και Γεωργόπουλος, 2005).

Σύμφωνα με τους Paul M. Healy και James M. Wahlen (1999), η χειραγώγηση των λογιστικών κερδών προκύπτει όταν τα στελέχη χρησιμοποιούν την προσωπική τους κρίση στη σύνταξη των χρηματοοικονομικών καταστάσεων ώστε να παραπλανήσουν τους μετόχους σχετικά με την υποβόσκουσα χρηματοοικονομική πορεία της επιχείρησης.

Επιπρόσθετα, σύμφωνα με τον Sweeney P. Amy (1998), ο όρος χειραγώγηση των λογιστικών αποτελεσμάτων, καλύπτει μια ευρεία ποικιλία νόμιμων και παράνομων ενεργειών από μέρους της διοίκησης, οι οποίες επηρεάζουν τα κέρδη μιας επιχείρησης.

Η Schipper (1999) έδωσε έναν από τους δημοφιλέστερους ορισμούς για τη χειραγώγηση των λογιστικών κερδών χαρακτηρίζοντας την ως σκόπιμη παρέμβαση στην κατάρτιση των δημοσιευόμενων χρηματοοικονομικών καταστάσεων, με σκοπό να παρακολουθούν τα στελέχη τα προσωπικά τους οφέλη (πράξη ακριβώς αντίθετη από το να προάγουν την ουδέτερη εξέλιξη της διαδικασίας).

Όσον αφορά την υπόθεση της λογιστικής απάτης μέσω της παραποίησης των οικονομικών καταστάσεων, αν εξεταστεί στο σύνολό της, αυτή δεν μένει μόνο στα στενά πλαίσια της επιχείρησης. Ιστορικά το φαινόμενο της λογιστικής απάτης συνδέεται με πολιτικές, οικονομικές και κοινωνικές παραμέτρους. Για μια σε βάθος εξέταση του φαινομένου πρέπει να ληφθούν υπόψη η φύση του οικονομικού συστήματος, τα συστατικά της λογιστικής απάτης (η ανατομία της), το περιβάλλον καθώς και οι δομές της κοινωνίας (Bayou et al., 2001), κάτι που ξεφεύγει από το σκοπό της παρούσης εργασίας.

## **1.2 ΚΙΝΗΤΡΑ ΤΗΣ ΧΕΙΡΑΓΩΓΗΣΗΣ ΤΩΝ ΛΟΓΙΣΤΙΚΩΝ ΚΕΡΔΩΝ**

Ποικίλα είναι τα κίνητρα τα οποία οδηγούν τα στελέχη να χειραγωγούν τα λογιστικά αποτελέσματα. Όπως προκύπτει από την επιστημονική αρθρογραφία και βιβλιογραφία, σε επίπεδο επιχείρησης, τα βασικότερα κίνητρα είναι η πίεση που ασκείται στα στελέχη από τις προσδοκίες που υπάρχουν για τα μελλοντικά κέρδη ή από τους στόχους που τίθενται σχετικά με την διαμόρφωση της τιμής της μετοχής. Επιπλέον, η ευκαιρία που προκύπτει, για παράδειγμα από τον χαλαρό εσωτερικό



έλεγχο, μπορεί να βάλει σε πειρασμό τα στελέχη, μιας και οι προσαυξήσεις των μισθών τους εξαρτώνται άμεσα από τα αποτελέσματα των χρηματοοικονομικών καταστάσεων. Η ανύπαρκτη εταιρική διακυβέρνηση ή η εταιρική διακυβέρνηση η οποία προσπερνά την ουσία και προσκολλάται στον τύπο, αποτελεί ακόμα ένα κίνητρο για την χειραγώγηση των λογιστικών αποτελεσμάτων από τα στελέχη τα οποία σε πολλές περιπτώσεις δρουν ανεξέλεγκτα. Τέλος, σύμφωνα με τους Fields, Lys, και Vincent (2001) η εξαπάτηση των επενδυτών και η πίεση να συνάδουν τα αποτελέσματα της επιχείρησης με αυτά των χρηματοοικονομικών αναλυτών (εισηγμένες επιχειρήσεις) ωθούν τα στελέχη σε χρήση παράνομων λογιστικών τακτικών. Πολλές επιτυχημένες διοικήσεις θεωρούν ότι ο στρατηγικός συγχρονισμός των επενδύσεων, των πωλήσεων, των δαπανών, και των αποφάσεων χρηματοδότησης είναι μια σημαντική και απαραίτητη στρατηγική για τα στελέχη που ενδιαφέρονται να μεγιστοποιήσουν την αξία των μετόχων.

Σύμφωνα με τη διεθνή βιβλιογραφία η παραποίηση οικονομικών καταστάσεων αφορά όλους τους κλάδους των επιχειρήσεων αλλά οι μεγαλύτερες επιπτώσεις αναφέρονται στους κλάδους αξιοποίησης ακινήτων (real estate), στη βιομηχανία, στις τράπεζες, στις εταιρείες πετρελαιοειδών, στον κατασκευαστικό κλάδο και στον κλάδο υγείας (Wells, 1997). Περιπτώσεις παραποίησης κάνουν την εμφάνισή τους τελευταία και στον κλάδο της ψηφιακής (νέας) οικονομίας. Το παραπάνω φαινόμενο εμφανίζεται σε όλο και περισσότερες χώρες μέσω της παγκοσμιοποιημένης οικονομίας και του διεθνούς εμπορίου (Vanasco, 1998).

Σύμφωνα με τους Lorraine Magrath και Leonard G. Weld (2002), ο πρώην πρόεδρος της επιτροπής SEC Arthur Levitt, στην ομιλία του περί "παιχνιδιών αριθμών" το 1998, εξέφρασε την ανησυχία του ότι πάρα πολλά στελέχη, ελεγκτές, και αναλυτές παρακινούνται από την επιθυμία τους να ικανοποιήσουν τις προσδοκίες σχετικά με τα κέρδη αγνοούν τις ορθές επιχειρησιακές πρακτικές. Απαίτησε μια θεμελιώδη αλλαγή νοοτροπίας εκ μέρους της εταιρικής διακυβέρνησης και ολόκληρης της οικονομικής κοινότητας. Γενικά, οι προσδοκίες των αναλυτών και οι προβλέψεις της κάθε επιχείρησης τείνουν να εξετάσουν δύο σημαντικότερα συστατικά της χρηματοοικονομικής απόδοσης: το εισόδημα και τα λειτουργικά κέρδη. Η πίεση να ικανοποιηθούν οι προσδοκίες που σχετίζονται με το εισόδημα είναι ιδιαίτερα έντονη και μπορεί να είναι ο πρωταρχικός καταλύτης που οδηγεί τους κορυφαίους διευθυντές στη χειραγώγηση των λογιστικών κερδών, πρακτική που οδηγεί με τη σειρά της σε αμφισβητήσιμες ή ψευδείς πρακτικές αναγνώρισης εισοδήματος.

Σύμφωνα με την επιτροπή SEC, σε πολλές περιπτώσεις, μόλις οι καταχρηστικές διοικητικές πρακτικές αποτελεσμάτων γίνουν πάγια πρακτική σε μια επιχείρηση, τα στελέχη ξοδεύουν πολύ

χρόνο επινοώντας μεθόδους για να εξασφαλίσουν ότι οι καταχρηστικές πρακτικές θα συνεχιστούν χωρίς να ανακαλυφθούν. Επειδή οι τρίτοι δεν μπορούν να παρατηρήσουν τις διοικητικές καθημερινές δραστηριότητες, οι επενδυτές και οι ελεγκτές πρέπει να κοιτούν προσεκτικά για προειδοποιητικά σημάδια ότι η χειραγώγηση των λογιστικών κερδών είναι παρούσα. Τέτοια προειδοποιητικά σημάδια κρύβονται στις ροές μετρητών που δεν συσχετίζονται με τα κέρδη, στα εισπρακτέα που δεν συσχετίζονται με τα εισοδήματα, στις προβλέψεις που δεν συσχετίζονται με τα στοιχεία των ισολογισμών και στις αποδοχές που με συνέπεια και ακρίβεια ικανοποιούν τις προσδοκίες των αναλυτών.

Τα στελέχη που είναι «αρμόδια» για τη χειραγώγηση των λογιστικών αποτελεσμάτων είναι προσηλωμένα στο «κρύψιμο» τέτοιων δραστηριοτήτων, ιδιαίτερα όταν οι εν λόγω πρακτικές κλιμακώνονται πέρα από την ανάρμοστη αναγνώριση εισοδήματος. Τα αποτελέσματα διαφόρων ερευνών της επιτροπής SEC δείχνουν ότι όταν τα στελέχη συμμετέχουν σε καταχρηστικές πρακτικές χειραγώγησης των λογιστικών αποτελεσμάτων, αρχίζουν να παραπλανούν τους ελεγκτές, τους αναλυτές, τους επενδυτές, και τους συναδέλφους τους προκειμένου να καλύψουν αυτές τις ύποπτες δραστηριότητες.

Τα τελευταία χρόνια, έχουν αναπτυχθεί πολλές διαδικασίες και εξελιγμένες τεχνικές οι οποίες περιλαμβάνουν υποδείγματα που βοηθούν τους ελεγκτές στην ανίχνευση πρακτικών λογιστικής διαχείρισης των λογιστικών κερδών. Τα υποδείγματα αυτά χρησιμοποιούν μεταβλητές ποσοτικές και ποιοτικές με τη βοήθεια εξελιγμένων τεχνικών της στατιστικής και της επιχειρησιακής έρευνας, όπως πολυμεταβλητών παλινδρομήσεων, πολυκριτήριακής ανάλυσης, ευφυών συστημάτων και υβριδικών συστημάτων (Bell et al., 1993; Green and Choi, 1997; Fanning and Cogger, 1998; Spathis 2000; Spathis 2002; Spathis, Doumplos and Zopounidis, 2002)

### **1.3 Η ΛΟΓΙΣΤΙΚΗ ΕΠΙΛΟΓΗ**

Η χειραγώγηση των λογιστικών κερδών έχει αποτελέσει τον πυρήνα ποικίλων μελετών την τελευταία εικοσαετία, όμως η σκοπιά εξέτασης διαφέρει κατά πολύ, μιας και υπάρχει δυνατότητα να μελετηθεί από μακροοικονομική, μικροοικονομική ή ακόμα και κοινωνική άποψη όσον αφορά τα αίτια, τα φαινόμενα και τις επιπτώσεις της εν λόγω πρακτικής. Κατά καιρούς, το θέμα της χειραγώγησης των λογιστικών κερδών έχει εξεταστεί αναφορικά με τον κλάδο της επιχείρησης, τα στοιχεία από τη χρηματιστηριακή αγορά όπως οι κινήσεις και οι τιμές μετοχής, την εταιρεία

ελεγκτών, το είδος γνώμης των ελεγκτών, τον αριθμό των ανεξάρτητων μελών Δ.Σ. της επιχείρησης, τη συχνότητα αλλαγών των οικονομικών στελεχών, την ύπαρξη αλλά και το βαθμό λειτουργίας του εσωτερικού ελέγχου, το μέγεθος και την πολυπλοκότητα των συναλλαγών σε σχέση με τις συνεργαζόμενες επιχειρήσεις, καθώς και αναφορικά με τις λογιστικές μεθόδους και τις πρακτικές που χρησιμοποιούνται.

Με τον όρο πρακτική αναφέρομαι στην τεχνική που χρησιμοποιούν τα στελέχη προκειμένου να διαχειριστούν τα αποτελέσματα. Οι πρακτικές λογιστικής που εφαρμόζονται προς εξαπάτηση των τρίτων περιλαμβάνουν τις αναδιαρθρωτικές δαπάνες, τις προβλέψεις, τη δημιουργική λογιστική αποκτήσεων, και το χειρισμό των GAAP είναι πολύ δύσκολο να ανιχνευτούν από τους τρίτους.

Στην αρθρογραφία συναντούμε την έννοια της λογιστικής επιλογής (accounting choice) ο ορισμός της οποίας κατά τους Thomas D. Fields, Thomas Z. Lys και Linda Vincent (2001) είναι ο ακόλουθος «μια λογιστική επιλογή είναι οποιαδήποτε απόφαση της οποίας πρωταρχικός στόχος είναι να επηρεάσει (τον τύπο ή την ουσία) του εξαγομένου, από το λογιστικό σύστημα, αποτελέσματος με ένα συγκεκριμένο τρόπο, συμπεριλαμβανομένων των χρηματοοικονομικών καταστάσεων που δημοσιεύονται σύμφωνα με τα λογιστικά πρότυπα. Στην παρούσα εργασία, θα εξειδικεύσω τη μελέτη μου στην περίπτωση που οι πρακτικές χειραγώγησης των λογιστικών κερδών χρησιμοποιούν τα accruals, μέσω της χειραγώγησης των οποίων επιτυγχάνουν τα ανάλογα επιθυμητά αποτελέσματα.

## **1.4 ACCRUALS ΚΑΙ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗ ΤΩΝ ACCRUALS**

Εύλογο είναι λοιπόν να ξεκινήσουμε με τον προσδιορισμό της έννοιας των accruals και της Λογιστικής των accruals. Όταν μιλάμε για accruals αναφερόμαστε στο αποτέλεσμα του ετεροχρονισμού που υπάρχει μεταξύ λογιστικών εγγραφών και ταμειακών εισπράξεων – πληρωμών. Τα accruals αποτελούν ουσιαστικά κέρδη που δεν έχουν εισπραχθεί και ορίζονται συνήθως ως :

$$\text{TOTACC}_{it} = \text{NI}_{it} - \text{CFO}_{it}$$

όπου  $\text{NI}_{it}$  = καθαρά κέρδη και

$\text{CFO}_{it}$  = λειτουργικές ταμειακές ροές

Τα accruals περιλαμβάνουν :

- 1) τα έσοδα και έξοδα της περιόδου, που ενώ αναγνωρίζονται στα λογιστικά κέρδη δεν έχουν εισπραχθεί ή πληρωθεί,
- 2) τα έξοδα και έσοδα της περιόδου, που δεν έχουν αναγνωριστεί στα λογιστικά κέρδη, γιατί έχουν προπληρωθεί ή προεισπραχθεί και
- 3) τα έξοδα και έσοδα, που έχουν αναγνωριστεί σε προηγούμενες χρήσεις, αλλά πληρώνονται ή εισπράττονται στη χρήση αυτή.

Αντίστοιχα με τον όρο Λογιστική των Accrual εννοούμε την γνωστή αρχή του δεδουλευμένου, η οποία είναι μια μέθοδος λογιστικής παρακολούθησης των συναλλαγών μιας επιχείρησης, σύμφωνα με την οποία τα έσοδα και τα έξοδα αναγνωρίζονται στη χρήση που πραγματοποιούνται, ανεξάρτητα από το πότε εισπράττονται ή πληρώνονται.

Πιο συγκεκριμένα, όσον αφορά τα έσοδα αυτά σύμφωνα με την αρχή της πραγματοποίησης των εσόδων πραγματοποιούνται όταν παραδοθεί το προϊόν στον αγοραστή ή ολοκληρωθεί η παροχή της υπηρεσίας και υπάρχει βεβαιότητα είσπραξης. Ταυτόχρονα, τα έξοδα σύμφωνα με την αρχή του δεδουλευμένου, επιβαρύνουν τη χρήση, στην οποία συμβάλλουν στην πραγματοποίηση εσόδων. Είναι η πιο συχνά χρησιμοποιούμενη λογιστική μέθοδος, σύμφωνα με την οποία τα έσοδα καταγράφονται όταν κερδίζονται και τα έξοδα όταν προκύπτουν, αντιτίθεται στη λογιστική που βασίζεται στα μετρητά, σύμφωνα με την οποία το εισόδημα καταγράφεται όταν εισπράττεται και τα έξοδα όταν πληρώνονται. Υπό τη μέθοδο των accrual, οι επιχειρήσεις διχάζονται ως προς το πότε τα έσοδα και τα έξοδα αναγνωρίζονται, αλλά υπάρχουν κανόνες για την αναγνώριση.

Με τον όρο Accruals principle αναφερόμαστε στην αρχή των δεδουλευμένων τόκων στα έσοδα και έξοδα. Είναι το σύστημα καταχώρησης των εσόδων και εξόδων, με βάση το οποίο η λογιστική εγγραφή γίνεται την περίοδο της απόκτησης ή της πραγματοποίησης της συναλλαγής και όχι την ημερομηνία είσπραξης ή πληρωμής.

#### 1.4.1 Η Σημασία των Accruals

Σύμφωνα με το Συμβούλιο Χρηματοοικονομικών Λογιστικών Προτύπων (Financial Accounting Standards Board), «η πληροφόρηση για τα κέρδη της εταιρείας που βασίζεται στην αρχή του δεδουλευμένου, παρέχει μία καλύτερη εκτίμηση της τρέχουσας και αναμενόμενης ικανότητας της εταιρείας να παράγει θετικές ταμειακές ροές, απ' ότι η πληροφόρηση που περιορίζεται στις χρηματοοικονομικές διαστάσεις των ταμειακών εισροών και εκροών». Επιπλέον, τα λογιστικά

κέρδη διαφέρουν από τις ταμειακές ροές κατά το ποσό των accruals. Άρα, η μεγαλύτερη ικανότητα των ιστορικών κερδών, σε σχέση με τις ιστορικές ταμειακές ροές, ως προς την πρόβλεψη των μελλοντικών ταμειακών ροών, αποδίδεται στα accruals.

#### 1.4.2 Ο Ρόλος των Accruals

Γενικότερα θα μπορούσαμε να πούμε ότι τα accruals επιτελούν δύο βασικές λειτουργίες. Η πρώτη είναι να μεταφέρουν την αναγνώριση των ταμειακών ροών στο χρόνο, όπως για παράδειγμα τις πωλήσεις με πίστωση, συσχετίζοντας έτσι τα έξοδα με τα έσοδα εκείνα, τα οποία προκύπτουν από τη διενέργεια αυτών των εξόδων. Η δεύτερη λειτουργία είναι να επιτρέπουν την αναγνώριση κερδών και ζημιών, που προκύπτουν εξαιτίας μη αναμενόμενων αναθεωρήσεων των μελλοντικών ταμειακών ροών. Δυστυχώς, η αναγνώριση αυτή γίνεται με ασύμμετρο τρόπο (αρχή της συντηρητικότητας). Ως αποτέλεσμα, τα accruals μειώνουν στα πλαίσια των λογιστικών κερδών, το «θόρυβο» που χαρακτηρίζει τις ταμειακές ροές, οδηγώντας έτσι στην κατασκευή ενός καλύτερου μέτρου της απόδοσης της επιχείρησης.

## 2.1 ΟΡΙΣΜΟΣ ΕΤΑΙΡΙΚΗΣ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗΣ

Γενικότερα, θα μπορούσα να αναφερθώ στην εταιρική διακυβέρνηση (Corporate Governance) ως το πλαίσιο που καθορίζει τις σχέσεις μεταξύ των τριών συστατικών στοιχείων της σύγχρονης επιχείρησης, δηλαδή των μετόχων, των διευθυντικών στελεχών (management), και του διοικητικού συμβουλίου.

Σύμφωνα με τους Foerster Stephen, Huen Brian (2004), η εταιρική διακυβέρνηση αναφέρεται στη διαδικασία κατά την οποία οι μέτοχοι προσπαθούν να διασφαλίσουν ότι τα στελέχη των επιχειρήσεων στις οποίες έχουν επενδύσει επιτυγχάνουν ικανοποιητικές αποδόσεις. Αναφέρεται στο πρόβλημα αντιπροσώπευσης όπου οι μέτοχοι είναι απόλυτοι κύριοι των επιχειρήσεων και πιέζουν τα στελέχη να λαμβάνουν αποφάσεις προς την ικανοποίηση του συμφέροντος των μετόχων και όχι το προσωπικό τους.

Σύμφωνα με τον Μπουντουράκη (2003), η εταιρική διακυβέρνηση αποτελεί ένα σύνολο νομικών θεσμικών και εθιμικών ρυθμίσεων, οι οποίες πρέπει να χαρακτηρίζουν τη δραστηριότητα κυρίως των εισηγμένων στα χρηματιστήρια επιχειρήσεων αλλά όχι μόνον αυτών.

Επιπλέον, σύμφωνα με τους Stilpon Nestor, John Thompson (2000), εταιρική διακυβέρνηση είναι το αποτέλεσμα των σχέσεων και επαφών μεταξύ των συμμετεχόντων σε μια επιχείρηση (μέτοχοι, πιστωτές, εργαζόμενοι, διοίκηση και τρίτοι). Αυτό που επιδιώκεται με τη βέλτιστη εταιρική διακυβέρνηση είναι η ελαχιστοποίηση του κόστους που προκύπτει από τις συγκρούσεις συμφερόντων των παραπάνω ομάδων ατόμων. Όπως είναι λογικό, με τη ρύθμιση των σχέσεων μεταξύ των παραπάνω μερών ελαχιστοποιούνται οι πιθανότητες ύπαρξης φαινομένων λογιστικής απάτης, εφόσον οι εν λόγω ρυθμίσεις δεν μείνουν σε θεωρητικό επίπεδο αλλά εφαρμοστούν με συνέπεια και συνέχεια.

Η ρύθμιση των δικαιωμάτων αλλά και των υποχρεώσεων των τριών αυτών πλευρών αποτελεί αντικείμενο συστηματικού προβληματισμού σε όλες τις αναπτυγμένες οικονομίες. Και ενώ διαφορετικές χώρες έχουν υιοθετήσει διαφορετικά συστήματα εταιρικής διακυβέρνησης, είναι βέβαιο πως η έλλειψη ενός συγκροτημένου και εφαρμόσιμου πλαισίου που να ρυθμίζει την εταιρική διακυβέρνηση αποτελεί ασυγχώρητη παράλειψη του νομοθέτη.

Οι αρχές της εταιρικής διακυβέρνησης αποτελούν ένα δυναμικό εργαλείο το οποίο προσφέρει πολύτιμη και ουσιαστική καθοδήγηση κατά την υλοποίηση στόχων και θέτει τη βάση για τη χάραξη του στρατηγικού σχεδιασμού.

1. Αναγνώριση και προστασία των δικαιωμάτων των μετόχων, των συνεργατών και των εργαζομένων.
2. Διαφάνεια αναφορικά με την οικονομική εικόνα, την απόδοση, την ιδιοκτησία και τη διοίκηση της επιχείρησης.
3. Υπευθυνότητα του Διοικητικού Συμβουλίου για την εποπτεία της διαχείρισης και την ισότιμη μεταχείριση των μετόχων.

Συμπερασματικά, από την παρατήρηση του τι συμβαίνει στον επιχειρηματικό κόσμο προκύπτει το συμπέρασμα ότι στις σύγχρονες επιχειρήσεις τα συμφέροντα των μεγαλομετόχων, μικρομετόχων, διευθυντικών στελεχών και πιστωτών δεν ταυτίζονται πάντοτε. Αντιθέτως, εκδηλώνονται συχνά συγκρούσεις συμφερόντων ανάμεσα στις παραπάνω ομάδες με αρνητικές συνέπειες στη λειτουργία της επιχείρησης, που σε μερικές περιπτώσεις οδηγούν στην κατάρρευση της. Τα συστήματα εταιρικής διακυβέρνησης επιδιώκουν να περιορίσουν τα σχετικά προβλήματα αλλά αδυνατούν να τα εξαλείψουν τελείως. Τα τελευταία δέκα χρόνια, υπό την πίεση δυσμενών επιχειρηματικών εξελίξεων στη Βρετανία και σε άλλες χώρες, ξεκίνησε από τη Βρετανία μια πρωτοβουλία μεταρρύθμισης του συστήματος εταιρικής διακυβέρνησης των Βρετανικών

επιχειρήσεων που μεταδόθηκε σύντομα σε πολλές χώρες σε όλες τις Ηπείρους. Τα εμπειρικά ευρήματα ενισχύουν την άποψη πως οι μεταρρυθμίσεις έχουν θετικές επιπτώσεις στη λειτουργία των επιχειρήσεων.

## 2.2 Ο ΡΟΛΟΣ ΤΗΣ ΕΤΑΙΡΙΚΗΣ

### ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗΣ ΩΣ ΠΡΟΣ ΤΗΝ ΧΕΙΡΑΓΩΓΗΣΗ

#### ΤΩΝ ΛΟΓΙΣΤΙΚΩΝ ΚΕΡΔΩΝ

Σύμφωνα με την σύγχρονη χρηματοοικονομική θεωρία, η ύπαρξη αποτελεσματικού συστήματος εταιρικής διακυβέρνησης αποτελεί ένα σημαντικό βήμα στην εμπέδωση εμπιστοσύνης μεταξύ επενδυτών και στελεχών (managers) μιας επιχείρησης και συμβάλλει κατ' αυτόν τον τρόπο στην δημιουργία πιο μακροπρόθεσμων επενδυτικών ροών κεφαλαίων προς τις επιχειρήσεις. Με άλλα λόγια επιμηκύνεται ο χρονικός ορίζοντας μιας επένδυσης, γεγονός που δημιουργεί μεγαλύτερη σταθερότητα και πιο ομαλό χρηματοοικονομικό περιβάλλον με ευεργετικές συνέπειες στις αποδόσεις και στα αποτελέσματα των επιχειρήσεων.

Μέσω των διαφόρων μηχανισμών εταιρικής διακυβέρνησης πρέπει να δοθούν κίνητρα στα στελέχη ώστε η επίτευξη των ιδίων συμφερόντων των στελεχών να προκύπτει μέσω της επίτευξης των συμφερόντων των μετόχων. Πιο απλά δηλαδή πρέπει να δοθούν κίνητρα στα στελέχη, ώστε αυτά να προάγουν το συμφέρον των μετόχων. Σύμφωνα με την βιβλιογραφία τα κίνητρα χωρίζονται σε θετικά και αρνητικά. Ορισμένα παραδείγματα θετικών κινήτρων είναι οι προαγωγές στην ιεραρχία της επιχείρησης, οι ανταμοιβές και η αναγνώριση για την καλή απόδοση, η αυτονομία, η πρωτοβουλία, η συμμετοχή στη λήψη αποφάσεων, η ελευθερία δράσης και φυσικά τα μπόνους. Αντίστοιχα, παραδείγματα αρνητικών κινήτρων είναι ο φόβος απόλυσης, η παροχή περιορισμένων εξουσιοδοτήσεων και η περιορισμένη συμμετοχή στη λήψη αποφάσεων, ο υποβιβασμός και η έλλειψη επιπλέον παροχών πέρα του μισθού.

Σύμφωνα με τους Snape, Redman, Bamber (1994) τα κίνητρα έχουν τα αναμενόμενα θετικά αποτελέσματα στη συμπεριφορά των στελεχών όταν αυτά σχετίζονται με τους στόχους που μπορούν να επηρεάσουν τα στελέχη, όταν δεν υπάρχουν αδικαιολόγητες καθυστερήσεις των υποσχεθεισών παροχών και όταν αποτελούν μεγάλο ποσοστό της συνολικής αποζημίωσης, ώστε η μη επίτευξη των στόχων να μειώνει αισθητά το ποσό αποζημίωσης.

Επομένως, όταν τα κίνητρα είναι σωστά σχεδιασμένα, τα στελέχη απορροφώνται στην επίτευξη των τιθέμενων στόχων που θα οδηγήσουν με τη σειρά τους στην απόλαυση του υποσχεθέντος. Μέγιστη προσοχή πρέπει να δοθεί ώστε να μην συσχετίζεται το κίνητρο με τα λογιστικά αποτελέσματα – την κερδοφορία, διότι με τον τρόπο αυτό τα στελέχη θα απορροφηθούν σε πρακτικές χειραγώγησης λογιστικών κερδών. Θα αναλωθούν δηλαδή στο να εμφανίσουν τα επιθυμητά λογιστικά αποτελέσματα (χωρίς αυτά απαραίτητα να ανταποκρίνονται στην πραγματικότητα), θα λάβουν το μόνους σαν να επιτευχθήκαν οι στόχοι και με τον τρόπο αυτό θα ζημιώσουν πολύ περισσότερο την επιχείρηση.

Αυτό είναι το σημείο στο οποίο πρέπει να παρεμβαίνουν οι μηχανισμοί της εταιρικής διακυβέρνησης προκειμένου να ελέγχουν την δράση των στελεχών και να αποτρέπουν την εμφάνιση φαινομένων χειραγώγησης των λογιστικών αποτελεσμάτων.

Οι μέτοχοι δεν πρέπει να παραβλέπουν τη σχέση μεταξύ επίδοσης της επιχείρησης και αποζημίωσης των στελεχών όταν επιθυμούν να εξετάσουν εάν οι αποφάσεις των στελεχών λαμβάνονται προς επιδίωξη των συμφερόντων των μετόχων ή των ίδιων. Αν τα μόνους και η αποζημίωση σχεδιασθεί από την επιτροπή προσδιορισμού των αμοιβών, η επιτροπή θα πρέπει να προσέξει ώστε οι στόχοι που θα τεθούν και οι οποίοι εάν τελικά επιτευχθούν θα οδηγήσουν στην απόλαυση του μόνους, να μην είναι ανέφικτοι αλλά ούτε και εύκολα επιτεύξιμοι.

Σύμφωνα με τους Finkelstein και Hambrick (1988), η αμοιβή των στελεχών συνδέεται έμμεσα με την επίδοση καθώς επιδρά στην απόφαση των στελεχών να έλθουν και να παραμείνουν στην επιχείρηση. Επιπρόσθετα, ο χρονικός ορίζοντας, η έκθεση στον κίνδυνο και η ενδεχόμενη επίδοση των πακέτων αποζημίωσης ασκούν επιδράσεις στις στρατηγικές αποφάσεις που καλούνται να λάβουν τα στελέχη, οι οποίες με τη σειρά τους καθορίζουν την επίδοση της επιχείρησης. Πολύ σημαντικό επίσης, είναι ότι τα στελέχη προκειμένου να λάβουν υψηλή αμοιβή, ενδέχεται να προβούν σε πρακτικές χειραγώγησης των λογιστικών κερδών, που με τη σειρά της μπορεί μακροπρόθεσμα να δράσει αρνητικά στην επίδοση της επιχείρησης.

Ένα ακόμη σημείο στο οποίο πρέπει να δοθεί προσοχή είναι οι αποφάσεις που λαμβάνουν τα στελέχη όταν αυτά κατέχουν μεγάλο αριθμό μετοχών. Μια άποψη είναι ότι τα στελέχη τα οποία κατέχουν μεγάλο αριθμό μετοχών επιλέγουν δραστηριότητες με μειωμένο κίνδυνο. Τα στελέχη δηλαδή αναπτύσσουν συμπεριφορά γνωστή ως «μυωπική», δηλαδή τα στελέχη δεν επιλέγουν μακροπρόθεσμες και αβέβαιες επενδύσεις όπως έρευνα και ανάπτυξη, εκπαίδευση των εργαζομένων ή διαφήμιση όταν επιθυμούν την επίτευξη βραχυπρόθεσμων στόχων. Η μυωπική συμπεριφορά



μπορεί να μεταφραστεί σε χειραγώγηση λογιστικών κερδών, αν σκεφτούμε ότι τα στελέχη προκειμένου να μην θέσουν σε κίνδυνο τα κεφάλαια τους θέτουν τροχοπέδη στην μακροχρόνια ανάπτυξη της επιχείρησης.

Σύμφωνα με τον Bushee J. B. (1998) όταν η θεσμική ιδιοκτησία (institutional ownership), της οποίας ρόλος είναι η μείωση της «μυωπικής» συμπεριφοράς είναι μεγάλη, δεν επιτρέπεται στα στελέχη να προχωρήσουν σε περικοπές των κονδυλίων έρευνας και ανάπτυξης.

Οι μέχρι σήμερα έρευνες (ορισμένες από τις οποίες θα μελετήσουμε στο τρίτο κεφάλαιο της παρούσης εργασίας) έχουν αποδείξει ότι όσο πιο αποτελεσματικά είναι τα συστήματα εταιρικής διακυβέρνησης τόσο πιο ανταγωνιστική είναι η θέση της εταιρείας και κατά επέκταση της οικονομίας στον παγκόσμιο στίβο. Με αλλά λόγια υπάρχει μια βαθύτερη σχέση μεταξύ ανταγωνιστικότητας, παραγωγικότητας, εταιρικής διακυβέρνησης, και μακροοικονομικών επιδόσεων. Η καλύτερευση των δομών της εταιρικής διακυβέρνησης, αυξάνει την ανταγωνιστικότητα της επιχείρησης, δημιουργεί πρόσθετο πλούτο για τους μέτοχούς της, ενώ ταυτόχρονα μειώνει το κόστος κεφαλαίου. Μ' αυτό τον τρόπο συντελείται η μεγιστοποίηση των επιδόσεων των οικονομικών μονάδων και διευκολύνεται μακροπρόθεσμα η άριστη κατανομή των πόρων.

## 2.3 ΕΠΙΣΤΗΜΟΝΙΚΕΣ ΕΡΕΥΝΕΣ ΜΕ ΘΕΜΑ ΤΑ

### ΣΥΣΤΗΜΑΤΑ ΕΤΑΙΡΙΚΗΣ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗΣ

Τα συστήματα εταιρικής διακυβέρνησης, έχουν σαν βασικό στόχο τη διασφάλιση διαφανούς, χρηστής και αποτελεσματικής διοίκησης που μεγιστοποιεί την οικονομική αξία της επιχείρησης, προστατεύοντας ταυτοχρόνως τα συμφέροντα όλων των μετόχων και των πιστωτών (Τραυλός, 2003). Το κέντρο ενδιαφέροντος των σύγχρονων συστημάτων εταιρικής διακυβέρνησης είναι το διοικητικό συμβούλιο, η οργάνωσή του, και η εξασφάλιση ανεξαρτησίας του από μεγαλομετόχους και ανώτατα διευθυντικά στελέχη της επιχείρησης. Σύμφωνα με τον Τραυλό (2002), τα συστήματα εταιρικής διακυβέρνησης έχουν ως βασικό στόχο την προστασία των επενδυτών (μετόχων και πιστωτών) των εισηγμένων επιχειρήσεων σε χρηματιστήρια. Η ύπαρξη συστημάτων εταιρικής διακυβέρνησης επιδρά με θετικότατο τρόπο στις επιχειρήσεις και στην οικονομία κάθε χώρας. Συγκεκριμένα, έρευνα της εταιρείας συμβούλων Μακ Κίνσεϊ, το 2000, βασισμένη σε 200 θεσμικούς επενδυτές από όλο τον κόσμο, αποκαλύπτει πως τουλάχιστον το 75% των θεσμικών επενδυτών

λαμβάνει υπόψη, για τη διαμόρφωση των επενδυτικών του επιλογών, εξίσου σοβαρά τα συστήματα εταιρικής διακυβέρνησης των επιχειρήσεων στις οποίες επενδύει τα κεφάλαια του αλλά και τα αντίστοιχα χρηματοοικονομικά αποτελέσματα. .

Σύμφωνα με μια έρευνα της Gee and Co. Ltd (1992), υιοθετώντας τις προτάσεις της Επιτροπής Cadbury της Μεγάλης Βρετανίας που περιλαμβάνονται στον Κώδικα Βέλτιστης Συμπεριφοράς που εκδόθηκε τον Δεκέμβριο του 1992, οι περισσότερες χώρες προέβησαν σε θεσμικές μεταρρυθμίσεις που μεταξύ άλλων προβλέπουν:

(i) Διαφορετικά άτομα για τις θέσεις του Προέδρου του διοικητικού συμβουλίου και του διευθύνοντος συμβούλου.

(ii) Συμμετοχή στα διοικητικά συμβούλια των επιχειρήσεων μη εκτελεστικών μελών, δηλαδή συμβούλων που δεν έχουν σχέση εξαρτημένης εργασίας με την επιχείρηση. Σε μερικές χώρες, όπως και η Ελλάδα, προβλέπεται και η συμμετοχή ενός αριθμού ανεξαρτήτων συμβούλων, δηλαδή συμβούλων που δεν έχουν στενούς συγγενικούς δεσμούς με τον διευθύνοντα σύμβουλο ή με τους μεγαλομετόχους.

(iii) Θέσπιση επιτροπής εσωτερικού ελέγχου που θα απαρτίζεται κατά πλειοψηφία από μη εκτελεστικά μέλη του διοικητικού συμβουλίου.

(iv) Θέσπιση επιτροπής καθορισμού αμοιβών διευθυντικών στελεχών που θα απαρτίζεται αποκλειστικά ή κύρια από μη εκτελεστικά μέλη του διοικητικού συμβουλίου.

Η κεντρική ιδέα πίσω από τις παραπάνω προτάσεις είναι πως όσο ενισχύεται η ανεξαρτησία του διοικητικού συμβουλίου έναντι των στελεχών τόσο θωρακίζεται το διοικητικό συμβούλιο στην άσκηση του εποπτικού και ελεγκτικού του ρόλου επί των διευθυντικών στελεχών της επιχείρησης, με αποτέλεσμα τη βελτίωση των οικονομικών αποτελεσμάτων ή την αντικατάσταση των ανεπαρκών στελεχών. Η σχετική υπόθεση επαληθεύεται από πρόσφατα ερευνητικά πορίσματα.

Για παράδειγμα, οι Dahya, McConnell και Τραυλός (2002) μελέτησαν την επίδραση της υιοθέτησης του Κώδικα στη λειτουργία των επιχειρήσεων της Βρετανίας. Οι συγγραφείς, έθεσαν προς διερεύνηση την υπόθεση πως η σχέση ανάμεσα σε μη εθελούσιες αποχωρήσεις (απολύσεις) ανωτάτων διευθυντικών στελεχών και σε εταιρική αποδοτικότητα θα είναι ισχυρότερη στην εποχή μετά την έκδοση του Κώδικα. Πράγματι, τα αποτελέσματα της έρευνας, βασισμένα σε ένα τυχαίο δείγμα 460 εταιρειών εισηγμένων στο Χρηματιστήριο του Λονδίνου (1989-1995), κατέληξαν μεταξύ άλλων, στα παρακάτω συμπεράσματα:

- Παρατηρήθηκε αύξηση στις μη εθελούσιες αποχωρήσεις ανωτάτων διευθυντικών στελεχών μετά την έκδοση του Κώδικα, ιδιαίτερα στις επιχειρήσεις που συμμορφώθηκαν με τις βασικές υποδείξεις του Κώδικα.

- Στις επιχειρήσεις που υιοθέτησαν τις βασικές προτάσεις του Κώδικα, κυρίως σε όσες αυξήθηκε το ποσοστό των μη εκτελεστικών μελών του διοικητικού συμβουλίου, παρατηρήθηκε αύξηση του συντελεστή συσχέτισης ανάμεσα σε αποχωρήσεις ανωτάτων στελεχών και εταιρική αποδοτικότητα.

Περαιτέρω, οι McKnight, Μυλωνάς και Τραυλός (2003) διερεύνησαν τη σχέση ανάμεσα στην εταιρική αξία και την υιοθέτηση του Κώδικα Βέλτιστης Συμπεριφοράς από επιχειρήσεις εισηγμένες στο Χρηματιστήριο του Λονδίνου την περίοδο 1989-1996. Τα ευρήματά τους συνοψίζονται ως εξής:

(i) Η εταιρική αξία αυξάνεται όταν οι επιχειρήσεις θεσπίζουν επιτροπή εσωτερικού ελέγχου ή/και επιτροπή καθορισμού αμοιβών διευθυντικών στελεχών.

(ii) Η εταιρική αξία μειώνεται όταν στις επιτροπές εσωτερικού ελέγχου ή/και καθορισμού αμοιβών διευθυντικών στελεχών συμμετέχουν κορυφαία διευθυντικά στελέχη.

(iii) Η εταιρική αξία αυξάνεται όσο αυξάνεται, πέρα κάποιου ορίου, το ποσοστό συμμετοχής στο διοικητικό συμβούλιο των μη-εκτελεστικών μελών.

Κάποιες μεταρρυθμίσεις αναφέρονται στις σχέσεις ανάμεσα σε θεσμικούς επενδυτές και στις επιχειρήσεις που επενδύουν οι θεσμικοί επενδυτές. Για παράδειγμα, η Επιτροπή Εταιρικής Διακυβέρνησης (Committee on Corporate Governance, UK 1998) της Βρετανίας ενθαρρύνει την ενεργό συμμετοχή των μετόχων (shareholder activism) στις εταιρικές υποθέσεις με τους εξής τρόπους:

- Την ανάπτυξη εκ μέρους των θεσμικών επενδυτών πολιτικής συμμετοχής στις ψηφοφορίες των επιχειρήσεων, στις οποίες έχουν επενδύσει.

- Την ανάπτυξη πιο στενής επικοινωνίας και συμμετοχής στη λήψη αποφάσεων ανάμεσα στις επιχειρήσεις και στους βασικούς τους θεσμικούς επενδυτές.

Η σχετική εμπειρική έρευνα των Solomon and Solomon (1999) διαπιστώνει πως τα διευθυντικά στελέχη των επενδυτικών εταιρειών ότι αυτά:

- Υιοθετούν την ενεργό συμμετοχή των μετόχων, έχουν αναπτύξει πολιτικές συμμετοχής στις ψηφοφορίες των επιχειρήσεων, στις οποίες επενδύουν και υποστηρίζουν τη γνωστοποίηση αυτών των πολιτικών στους πελάτες τους.

- Ενθαρρύνουν την ανάπτυξη στενών και μακροπρόθεσμων σχέσεων επικοινωνίας και συμμετοχής στη λήψη αποφάσεων με τις επιχειρήσεις, στις οποίες επενδύουν.
- Υποστηρίζουν τη χάραξη επενδυτικών στρατηγικών με μακροπρόθεσμες προοπτικές σε αντίθεση με τις βραχυπρόθεσμες προοπτικές.
- Έχουν καλωσορίσει τις πρόσφατες μεταρρυθμίσεις στη Βρετανία σχετικά με την εταιρική διακυβέρνηση και έχουν υποστηρίξει πως οι σχετικές μεταρρυθμίσεις έχουν θετικές επιδράσεις τόσο στους θεσμικούς επενδυτές, όσο και στις επιχειρήσεις, στις οποίες επενδύουν.
- Έχουν εκφράσει κάποιο προβληματισμό σχετικά με την υλοποίηση των μεταρρυθμίσεων από τις μικρές επιχειρήσεις.

## 2.4 ΠΩΣ ΕΦΑΡΜΟΖΕΤΑΙ Η ΕΤΑΙΡΙΚΗ

### ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ

Οι ανάγκες επενδυτικών κεφαλαίων των ελληνικών επιχειρήσεων μέσα στο σύγχρονο παγκοσμιοποιημένο πλαίσιο τις υποχρεώνει να στραφούν στις κεφαλαιαγορές προσφέροντας νέους μετοχικούς τίτλους. Αυτή η διευρυμένη προσφορά μετοχικών τίτλων προς το ευρύ επενδυτικό κοινό συντελεί στην αλλαγή του χαρακτήρα της ιδιοκτησίας τους. Η πολυμετοχική ιδιοκτησία συνεπάγεται τον διαχωρισμό μεταξύ της ιδιοκτησίας και ελέγχου καθώς και την ανάδειξη των στελεχών (managers) των επιχειρήσεων. Ο διαχωρισμός μεταξύ ιδιοκτησίας και ελέγχου των επιχειρήσεων συνοδεύεται από την εμφάνιση ενός σημαντικού προβλήματος, το οποίο προκύπτει από την δυνατότητα που έχουν τα στελέχη να κυβερνούν την επιχείρηση στο πλαίσιο της εξουσίας που τους παρέχεται, προς ίδιον όφελος και όχι προς αυτό των μετόχων ιδιοκτητών.

Στην Ελλάδα, αυτό το πρόβλημα πήρε μια κάπως πιο διαφορετική μορφή από αυτή που αναφέραμε, τα στελέχη (managers) και οι μέτοχοι που ελέγχουν την πλειοψηφία των μετοχών της επιχείρησης ουσιαστικά ταυτίζονται: αυτό δημιουργεί προβλήματα στην μειωηφούσα κατηγορία επενδυτών-μετόχων. Τα προβλήματα μπορούν να εστιαστούν σε δυο κυρίως πλευρές:

1) Στα θέματα που σχετίζονται με την πληροφόρηση, είτε αυτή αφορά τα χρηματοοικονομικά δεδομένα της επιχείρησης, είτε αφορά τα επιχειρηματικά σχέδια της επιχείρησης, όπως επίσης και το θέμα της κατάχρησης της εσωτερικής πληροφόρησης από την πλευρά των στελεχών (managers).

2) Στην ισότιμη και δίκαιη αντιμετώπιση των μετόχων.

Μία από τις πρώτες έρευνες που πραγματοποιήθηκαν αναφορικά με το θέμα της εταιρικής διακυβέρνησης στην Ελλάδα, είναι αυτή των Φλώρου και Γαλαρνιώτη (2006) οι οποίοι χρησιμοποιώντας τον ελληνικό κώδικα του 1999, τον νόμο 3016/2002 περί εταιρικής διακυβέρνησης και τον αγγλικό κώδικα του 2000 συγκέντρωσαν τις μεταβλητές τους. Το κύριο αποτέλεσμα της έρευνας τους ήταν ότι το συνολικό σκορ εταιρικής διακυβέρνησης για όλες τις επιχειρήσεις του δείγματος ήταν 54,98% ποσοστό που ίσως δεν ήταν πολύ ενθαρρυντικό όμως σύμφωνα με τους ερευνητές δικαιολογείται από το γεγονός ότι ο νόμος περί εταιρικής διακυβέρνησης (3016/2002), το 2003 που πραγματοποιήθηκε η έρευνα ήταν πρόσφατος.

Επιπλέον, στην ελληνική ακαδημαϊκή αρθρογραφία συναντούμε την έρευνα των Ξανθάκη, Τσιπούρη και Σπανού (2005), η οποία βασίστηκε στον ελληνικό κώδικα του 1999. Οι ερευνητές μελέτησαν ένα δείγμα αποτελούμενο από τις είκοσι μεγαλύτερες επιχειρήσεις του ΧΑΑ (FTSE/ASE 20), από τα ετήσια δελτία των οποίων περισυνέλεξαν τις απαραίτητες πληροφορίες για τα έτη 2001, 2002 και 2003. Υπέβαλαν το δείγμα σε 54 ερωτήσεις. Η έρευνα κατέληξε στο συμπέρασμα ότι το συνολικό σκορ εταιρικής διακυβέρνησης είναι για το 2001 77,8% και για το 2002 81,1%, υποδεικνύοντας ότι σταδιακά οι ελληνικές επιχειρήσεις συμμορφώνονται προς την τήρηση ορθών πρακτικών εταιρικής διακυβέρνησης.

Οι Ζοπουνίδης, Σπάθης και Δουμπού (2002), αναφέρουν χαρακτηριστικά ότι τα στελέχη των εισηγμένων κυρίως επιχειρήσεων λειτουργούν ως «όργανα παραγωγής λογιστικών αριθμών», είτε με τη θέληση τους είτε χωρίς αυτήν και ως εκ τούτου η έκδοση και η δημοσίευση παραποιημένων οικονομικών καταστάσεων είναι γεγονός. Οι επιτροπές ελέγχου των εν λόγω επιχειρήσεων στην πραγματικότητα δεν λειτουργούν. Στα διοικητικά συμβούλια αυτών των επιχειρήσεων συμμετέχουν με υψηλό ποσοστό εξωτερικά στελέχη, τα οποία στην ουσία δεν συμμετέχουν στη διοίκηση. Οι επιχειρήσεις αυτές στην πλειονότητα τους διοικούνται από στελέχη με στενές οικογενειακές σχέσεις όπου τις αποφάσεις λαμβάνουν συγγενικά πρόσωπα.

Στο σημείο αυτό αξίζει να αναφέρουμε τις έρευνες που πραγματοποιήθηκαν από το Οικονομικό Πανεπιστήμιο Αθηνών και την ελεγκτική εταιρία Grant Thornton (2005 & 2006). Η εν λόγω έρευνες μελέτησαν το θέμα της εταιρικής διακυβέρνησης για το σύνολο των εισηγμένων τα έτη 2005 και 2006, χρησιμοποιώντας το ίδιο ερωτηματολόγιο και για τις δύο υπό μελέτη χρονιές. Οι έρευνες βασίστηκαν στο θεσμικό πλαίσιο περί Εταιρικής Διακυβέρνησης (Ν 3016/2002), στις Αρχές Εταιρικής Διακυβέρνησης στην Ελλάδα υπό τον συντονισμό της επιτροπής Κεφαλαιαγοράς (1999) καθώς επίσης και στις διεθνείς πρακτικές (Sarbanes – Oxley Act 2002, The Combined Code on

Corporate Governance) Πιο συγκεκριμένα, η πρώτη έρευνα πραγματοποιήθηκε το διάστημα 01/02/2005 έως 30/06/2005 με τελικό δείγμα 110 επιχειρήσεων, ενώ για τη δεύτερη δεν δίνονται συγκεκριμένες ημερομηνίες και το τελικό δείγμα ήταν 80 επιχειρήσεις. Οι έρευνες καταλήγουν στο ότι οι περισσότερες επιχειρήσεις έχουν επιτροπή ελέγχου που όμως δεν αποτελείται από τον αριθμό μη εκτελεστικών μελών που απαιτείται από τον νόμο ενώ επίσης σχεδόν όλες οι επιχειρήσεις παρέχουν ισότιμη, έγκαιρη και χαμηλού κόστους πληροφόρηση στους μετόχους. Παράλληλα, και τα δύο έτη μόλις 3 στις 10 επιχειρήσεις δηλώνουν ότι έχουν υιοθετήσει πλήρως τις αρχές εταιρικής διακυβέρνησης, αλλά παρατηρείται ότι τα διοικητικά συμβούλια δεν ανταποκρίνονται στον εποπτικό τους ρόλο και η αναλογία εκτελεστικών και μη εκτελεστικών μελών του, που ορίζεται από τον νόμο (Ν 3016/2002), δεν τηρείται από την πλειοψηφία των επιχειρήσεων. Επιπρόσθετα, τα αποτελέσματα υποδεικνύουν σημαντική πρόοδο αφού όλο και περισσότερες επιχειρήσεις συστήνουν επιτροπή αποδοχών και προσδιορίζουν στον εσωτερικό κανονισμό λειτουργίας τους αναλυτικά όλα τα σημεία που ορίζει ο νόμος περί εταιρικής διακυβέρνησης.

Στην Ελλάδα η έννοια της εταιρικής διακυβέρνησης δυστυχώς δεν είναι ευρέως διαδεδομένη. Σε αυτό συντέινε το γεγονός ότι για την μέση ελληνική επιχείρηση οι μέτοχοι, τα στελέχη, και το διοικητικό συμβούλιο είναι ένα και το αυτό, με συνέπεια η ρύθμιση των σχέσεων μεταξύ των τριών πλευρών να καθίσταται προβληματική. Η ωρίμανση της κεφαλαιαγοράς τα τελευταία χρόνια, αλλά και η κρίση του 1999, οδήγησε στην μεγαλύτερη ευαισθητοποίηση του νομοθέτη αλλά και της αγοράς γύρω από τα ζητήματα εταιρικής διακυβέρνησης, όμως ο προβληματισμός αυτός έχει οδηγήσει μόνο στην εκπόνηση κάποιων σωστών συστάσεων από την αρμόδια υποεπιτροπή της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, καθώς και στη λήψη λίγων αποσπασματικών μέτρων, που σε καμία περίπτωση δεν αντιμετωπίζουν το θέμα συνολικά (Μητσοτάκης Κυριάκος, 2001).

Για τις εισηγμένες στο Χρηματιστήριο επιχειρήσεις, η υιοθέτηση αυστηρών κανόνων εταιρικής διακυβέρνησης είναι περίπου μονόδρομος, όχι διότι αυτό απαιτείται από το υφιστάμενο θεσμικό πλαίσιο, αλλά επειδή αργά ή γρήγορα η ίδια η αγορά θα ανταμείψει εκείνες τις επιχειρήσεις, που θα ρυθμίζουν με το βέλτιστο τρόπο τις σχέσεις μεταξύ μετόχων, στελεχών, και διοικητικού συμβουλίου. Πρακτικές όπως η ανάδειξη του διοικητικού συμβουλίου σε κύριο πόλο λήψης αποφάσεων που αφορούν τη στρατηγική της επιχείρησης και ο διορισμός ανεξάρτητων, μη εκτελεστικών μελών στο διοικητικό συμβούλιο θα αποτελούν ολοένα και πιο πολύ αντικείμενο διαφοροποίησης μεταξύ των εισηγμένων επιχειρήσεων. Όπως προαναφέραμε, πρόσφατη έρευνα της εταιρίας McKinsey (2001) κατέδειξε ότι οι ξένοι θεσμικοί επενδυτές είναι διατεθειμένοι να

πληρώσουν ένα premium, που ξεπερνά το 20%, για επιχειρήσεις με σωστές πρακτικές εταιρικής διακυβέρνησης.

Η βελτίωση των πρακτικών εταιρικής διακυβέρνησης αφορά όμως εξίσου και τις μη εισηγμένες επιχειρήσεις. Η συμμετοχή εταιρειών venture capital στο μετοχικό κεφάλαιο μη εισηγμένων επιχειρήσεων είναι συνήθως το πρώτο βήμα προκειμένου οι επιχειρήσεις αυτές να εξοικειωθούν με τις σύγχρονες πρακτικές εταιρικής διακυβέρνησης και να προετοιμασθούν για τις υποχρεώσεις τους όταν θα εισέλθουν στην κεφαλαιαγορά.

Στη χώρα μας οι σχετικές μεταρρυθμίσεις εισήχθησαν με το Νόμο 3016/2002, ο οποίος αναφέρθηκε και προηγουμένως. Επίσης υπάρχει η ευρωπαϊκή Οδηγία (2003/51/EC) η οποία θεσμοθετεί υπέρ της διαφάνειας και του ελέγχου των εταιρικών οικονομικών δεδομένων. Ο Νόμος 3016/2002 κινείται πολύ κοντά στο πλαίσιο του Κώδικα Βέλτιστης Συμπεριφοράς της Επιτροπής Cadbury. Οι νόμοι 3016 και 3090 του 2002 ορίζουν ότι κάθε εταιρεία που είναι εισηγμένη στο χρηματιστήριο, οφείλει να τηρεί κάποιους κανόνες συμπεριφοράς ώστε να μην παρατηρείται η εκμετάλλευση της μειοψηφίας των μετόχων από τους μεγαλο-μέτοχους. Πιο συγκεκριμένα, ο νόμος 3016/2002, εισάγει θέματα διοίκησης και λειτουργίας ανωνύμων εταιρειών που έχουν εισηγμένες μετοχές, ή άλλες κινητές αξίες τους, σε οργανωμένη χρηματιστηριακή αγορά που λειτουργεί στη χώρα μας. Ο νόμος ορίζει ότι πρώτηστη υποχρέωση των μελών του διοικητικού συμβουλίου αποτελεί η διαρκής επιδίωξη ενίσχυσης της μακροχρόνιας οικονομικής αξίας της επιχείρησης και η προάσπιση του γενικού επιχειρησιακού συμφέροντος. Τα μέλη του διοικητικού συμβουλίου απαγορεύεται να επιδιώκουν συμφέροντα αντίθετα προς τα συμφέροντα της επιχείρησης. Επιπλέον, σύμφωνα με τον νόμο το διοικητικό συμβούλιο καθορίζει τις αμοιβές των διευθυντικών στελεχών Στο διοικητικό συμβούλιο της κάθε επιχείρησης πρέπει να υπάρχουν δύο τουλάχιστον ανεξάρτητα μέλη μεταξύ των μη εκτελεστικών μελών (μη εκτελεστικά μέλη 1/3 του συνολικού αριθμού των μελών), καθώς και οργανωμένος εσωτερικός έλεγχος. Η διενέργεια εσωτερικού ελέγχου πραγματοποιείται από μια ειδική υπηρεσία της επιχείρησης, στην οποία απασχολείται τουλάχιστον ένα φυσικό πρόσωπο πλήρους και αποκλειστικής απασχόλησης, το οποίο δεν υπάγεται ιεραρχικά σε καμιά άλλη υπηρεσιακή μονάδα της επιχείρησης και ορίζεται από το διοικητικό συμβούλιο. Επιπρόσθετα η εταιρεία υποχρεούται να διατηρεί ιστοσελίδα στο διαδίκτυο στην οποία να αναγράφονται όλα τα οικονομικά και άλλα στοιχεία που ενδιαφέρουν τους μετόχους.

Σε γενικές γραμμές ο Νόμος 3016/2002 αποτελεί στέρεο βήμα προς τη σωστή κατεύθυνση και όπως προκύπτει από τις έρευνες που αναφέραμε στην υποενοότητα αυτή, εφαρμόζεται ολοένα και

περισσότερο. Το φαινόμενο όμως που παρατηρείται είναι ότι η εφαρμογή του νόμου 3016/2002, προς το παρόν τουλάχιστον, παραμένει σε τυπικό επίπεδο παραβλέποντας το πνεύμα και την ουσία του νόμου.

## 2.5 ΠΡΑΓΜΑΤΙΚΗ Ή ΕΠΙΦΑΝΕΙΑΚΗ

### ΕΦΑΡΜΟΤΗ ΤΩΝ ΔΙΑΤΑΞΕΩΝ ΤΟΥ Ν. 3016/2002

Στο σημείο αυτό θα ήθελα να παρουσιάσω την πρόσφατη καυστική άποψη του Εγγλέζου Μπάμπη (2006), ο οποίος εκφράζει τις υποψίες του ότι ο θεσμός εταιρικής διακυβέρνησης υφίσταται σε θεωρητική και όχι σε πρακτική βάση όπως θα έπρεπε και αυτό διότι τα ανεξάρτητα μέλη των διοικητικών συμβουλίων για παράδειγμα, στη συντριπτική τους πλειοψηφία, μόνο ανεξάρτητα δεν είναι, αφού διορίζονται από το ίδιο το διοικητικό συμβούλιο της επιχείρησης μαζί με έναν ικανοποιητικό μισθό υπό μορφή οδοιπορικών. Αποτέλεσμα να διορίζονται σαν ανεξάρτητα μέλη άτομα που ελάχιστη σχέση έχουν με τα δρώμενα στην επιχείρηση και να απουσιάζουν επιδεικτικότητας από τις γενικές συνελεύσεις των επιχειρήσεων. Επιπρόσθετα, τονίζει ότι οι ιστοσελίδες των επιχειρήσεων ελάχιστα ενημερώνονται και η πληροφόρηση των επενδυτών είναι επιεικώς απαράδεκτη.

Αξίζει να αναφέρουμε ότι σε μια πρόσφατη έρευνα που έκανε ο Σύνδεσμος Επενδυτών & Διαδικτύου-ΣΕΔ ([www.sed.gr](http://www.sed.gr)), η συντριπτική πλειοψηφία των ιστοσελίδων των εισηγμένων επιχειρήσεων, βρίσκεται σε κατάσταση «εγκατάλειψης» και ουδείς από τις εποπτικές αρχές ενδιαφέρεται για την βελτίωση αυτής της κατάστασης, ενώ ταυτόχρονα η ιστοσελίδα της ίδιας της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς (<http://www.hcmc.gr/index2.htm>) στο πεδίο «Ενεργός εποπτεία» και ειδικά στις «Καταγγελίες Επενδυτών» είναι εδώ και επτά χρόνια «υπό κατασκευή» και έχει σταματήσει στο έτος 2000!

Αρκετές διεθνείς εταιρείες έχουν προσπαθήσει κατά το παρελθόν να κάνουν έρευνα για την Εταιρική Διακυβέρνηση στη χώρα μας. Τα αποτελέσματα συνήθως δεν ανακοινώνονται, γιατί απλούστατα στην πράξη διαπιστώνεται ότι δεν υπάρχει εταιρική διακυβέρνηση με την ουσιαστική έρευνα του όρου.

Η τελευταία ανακοίνωση έρευνας για την εταιρική διακυβέρνηση έγινε από την Grand Thorton και κατέδειξε αυτά ακριβώς που γνωρίζουν όλοι όσοι ασχολούνται με την κεφαλαιαγορά: Ότι η Εταιρική Διακυβέρνηση εφαρμόζεται μόνο για να τηρείται ο τύπος του νόμου και σε καμία



περίπτωση το πνεύμα και η ουσία που είναι η έγκαιρη και έγκυρη ενημέρωση των επενδυτών και η συμμετοχή των μετόχων μειοψηφίας στη λήψη των αποφάσεων.

Ενώ αυτά συμβαίνουν στην Ελλάδα του 2007, έρευνες που διεξάγονται παγκοσμίως αποδεικνύουν ότι η χρηστή εφαρμογή της εταιρικής διακυβέρνησης, αποβαίνει τελικά προς όφελος των ίδιων των επιχειρήσεων, καθώς αυξάνει την κερδοφορία τους και βοηθάει πολύ στην οικονομική τους ανάπτυξη. Με την ολοκλήρωση της έρευνας μου θα είμαι σε θέση να εξαγάγω ορισμένα συμπεράσματα σχετικά με το αν ο ρόλος της εταιρικής διακυβέρνησης έχει εκπληρωθεί στην περίπτωση των ελληνικών εισηγμένων επιχειρήσεων.

### 3.1 ΠΩΣ ΠΡΟΣΕΓΓΙΖΟΥΝ ΟΙ ΕΡΕΥΝΗΤΕΣ ΤΟ ΘΕΜΑ ΤΗΣ ΧΕΙΡΑΓΩΓΗΣ ΤΩΝ ΛΟΓΙΣΤΙΚΩΝ ΚΕΡΔΩΝ

Η έρευνα γύρω από το θέμα της χειραγώγησης των λογιστικών αποτελεσμάτων εστίασε κυρίως στην ανίχνευση του κατά πόσο οι πρακτικές χειραγώγησης είναι υπαρκτές. Οι ερευνητές έχουν εξετάσει με τη χρήση πολλών μοντέλων, δείγματα αποτελούμενα από δεδομένα διαχειριστικών χρήσεων επιχειρήσεων στις οποίες τα κίνητρα για χειραγώγηση των λογιστικών κερδών αναμένονται να είναι υψηλά. Οι μελέτες έδειξαν ότι διάφοροι είναι οι λόγοι οι οποίοι οδηγούν σε χειραγώγηση των λογιστικών αποτελεσμάτων, ορισμένοι από τους οποίους είναι ο επηρεασμός των προσδοκιών της αγοράς κεφαλαίου και της αξιολόγησης και η αύξηση της διοικητικής αποζημίωσης. Απαρχή των εν λόγω πρακτικών ήταν η χρήση της προσωπικής κρίσης των στελεχών στην σύνταξη των χρηματοοικονομικών καταστάσεων με σκοπό να αλλάξουν τις οικονομικές εκθέσεις είτε για να παραπλανήσουν ορισμένους μετόχους για την ελλοχεύουσα οικονομική επίδοση της επιχείρησης, είτε για να επηρεάσουν τα οικονομικά αποτελέσματα που προκύπτουν από υπογεγραμμένα συμβόλαια οι αποδόσεις των οποίων εξαρτώνται από τους λογιστικούς αριθμούς που αναφέρονται στις χρηματοοικονομικές καταστάσεις.

Τέσσερα είναι τα βασικά ερωτήματα που απασχολούν τους ερευνητές:

- 1) Ποιά κίνητρα οδηγούν στη χειραγώγηση των κερδών;
- 2) Ποιές αυξήσεις (accruals) φαίνεται να διαχειρίζονται;

- 3) Ποιό είναι το μέγεθος της συχνότητας της χειραγώγησης των λογιστικών κερδών;
- 4) Ποιές είναι οι οικονομικές συνέπειες της χειραγώγησης των λογιστικών κερδών;

Οι έρευνες γύρω από το θέμα της χειραγώγησης των λογιστικών αποτελεσμάτων απασχολεί όχι μόνο τους ακαδημαϊκούς αλλά βεβαίως τον νομοθέτη και τους ρυθμιστές των διεθνών λογιστικών προτύπων. Με την απάντηση αυτών των ερωτήσεων, οι ρυθμιστές των διεθνών λογιστικών προτύπων θα είναι σε θέση να αξιολογήσουν τα αποτελέσματα των διεθνών προτύπων λογιστικής που απαιτούν την κρίση της διοίκησης. Εάν υπάρχουν περιοχές όπου η χειραγώγηση των λογιστικών αποτελεσμάτων είναι συνηθισμένη και έχει σημαντικά αποτελέσματα, οι ρυθμιστές θα είναι σε θέση να τροποποιήσουν τα υπάρχοντα πρότυπα και να επεκτείνουν τις απαιτήσεις κοινοποίησης ώστε να ενισχύσουν την αξιοπιστία των οικονομικών εκθέσεων.

Για τους νομοθέτες και τους ρυθμιστές, η έρευνα έχει επιβεβαιώσει τις υποψίες τους ότι η χειραγώγηση των λογιστικών κερδών είναι ένα πρόβλημα που χρειάζεται προσοχή. Αλλά προτού να μπορέσουν να προσπαθήσουν αυτοί οι ρυθμιστές να διορθώσουν την κατάσταση, θα πρέπει να κάνουν εκτενή έρευνα για να καθορίσουν ποια λογιστικά πρότυπα χειραγωγούνται, τη συχνότητα και την επίδραση της χειραγώγησης των λογιστικών κερδών, και ποιοι παράγοντες μπορούν να την περιορίσουν.

Η πλειοψηφία των μελετών που έχουν γίνει σχετικά με την χειραγώγηση των λογιστικών αποτελεσμάτων δεν βοηθά τους ρυθμιστές να απαντήσουν σε αυτές τις ερωτήσεις. Η έρευνα που έχει γίνει αποδεικνύει ότι τα κέρδη χειραγωγούνται αλλά δεν τεκμηριώνει την έκταση και το μέγεθος της. Αυτό δεν βοηθά τους ρυθμιστές να ξέρουν εάν τα τρέχοντα πρότυπα λογιστικής διευκολύνουν αποτελεσματικά την επικοινωνία με τους επενδυτές ή εάν ενθαρρύνουν τη χειραγώγηση. Ο κύριος λόγος που είναι δύσκολο να τεκμηριωθεί η έκταση και το μέγεθος της χειραγώγησης των λογιστικών αποτελεσμάτων είναι ότι οι ερευνητές πρέπει πρώτα να καθορίσουν ποια πρέπει να είναι τα κέρδη πριν από την χειραγώγηση. Μια προσέγγιση που έχει χρησιμοποιηθεί είναι να προσδιοριστούν οι όροι κατά τους οποίους τα κίνητρα των στελεχών για χειραγώγηση των λογιστικών αποτελεσμάτων είναι υψηλά.

Οι περισσότερες έρευνες που μελετούν την χειραγώγηση των λογιστικών αποτελεσμάτων με επιλογή μιας συγκεκριμένης λογιστικής μεθόδου έχουν υπόψη τους ότι η επιλογή της μεθόδου γίνεται με βάση τον σκοπό που θέλουν να πετύχουν τα στελέχη. Ως αποτέλεσμα, το να μελετάται μόνο μια επιλογή τη φορά, ίσως οδηγήσει σε λανθασμένα αποτελέσματα σε σχέση με αυτά που θα

προέκυπταν αν λαμβάνονταν υπόψη η ποικιλία των λογιστικών επιλογών που χρησιμοποιούν τα στελέχη. Η πιο συνηθισμένη μέθοδος που χρησιμοποιείται από τους ερευνητές, ώστε να αποφευχθεί το παραπάνω πρόβλημα είναι να εξετασθεί η καθαρή επίδραση όλων των λογιστικών επιλογών στα accruals των επιχειρήσεων που εξετάζονται για την περίοδο που μελετάται.

## **3.2 ΕΡΕΥΝΕΣ**

Έχουν πραγματοποιηθεί πάρα πολλές έρευνες με θέμα τη χειραγώγηση των λογιστικών αποτελεσμάτων τόσο από ξένους όσο και από Έλληνες επιστήμονες τις οποίες θα αναφέρω, εστιάζοντας στις έρευνες που μελετούν discretionary accruals. Θα οργανώσω την παράθεση των ερευνών χωρίζοντας τις σε θεματικές ενότητες. Με τον τρόπο αυτό θα γίνει περισσότερο αντιληπτό αυτό που έχουμε επισημάνει ήδη πολλές φορές, δηλαδή ότι το θέμα της χειραγώγησης των λογιστικών κερδών προσεγγίζεται από τους επιστήμονες από πολλές διαφορετικές σκοπιές.

### **3.2.1. ΤΑ ΜΕΣΑ ΔΙΕΥΚΡΥΝΣΗΣ ΤΩΝ ΠΡΑΚΤΙΚΩΝ ΧΕΙΡΑΓΩΓΗΣΗΣ ΤΩΝ ΛΟΓΙΣΤΙΚΩΝ ΚΕΡΔΩΝ**

Στην ενότητα αυτή θα παραθέσω ορισμένες έρευνες οι οποίες μελέτησαν την ύπαρξη του φαινομένου της χειραγώγησης των λογιστικών κερδών και τα μέσα που χρησιμοποιήθηκαν από τα στελέχη προκειμένου να επιτύχουν τους στόχους τους.

Ο Παναγιώτης Κούρτης (2004), μελέτησε τις αυξήσεις κεφαλαίου με παραπλανητικά στοιχεία. Εξέτασε τα δημοσιευμένα οικονομικά στοιχεία ενός δείγματος τριάντα τριών (33) επιχειρήσεων για την περίοδο 1997-2002. Η περίοδος 1997-2002 επιλέχθηκε διότι σύμφωνα με τον Κούρτη, την περίοδο αυτή παρατηρήθηκαν σημαντικές αυξήσεις κεφαλαίων στο ελληνικό Χρηματιστήριο, ενώ διατυπώθηκαν υπαινιγμοί για την ποιότητα των οικονομικών στοιχείων πάνω στα οποία στηρίχθηκαν οι αυξήσεις. Το συμπέρασμα αυτό θα διανθίσω και εγώ στο τέλος της εργασίας μου έχοντας πραγματοποιήσει την έρευνα μου για τις ελληνικές εισηγμένες την περίοδο 1996-2004. Από τις τριάντα τρεις επιχειρήσεις οι είκοσι επτά ήταν εισηγμένες στο ΧΑΑ, οι υπόλοιπες έξι δεν ήταν

εισηγμένες στο ΧΑΑ, αλλά από αυτές οι τρεις είχαν εκφράσει την πρόθεση να εισαχθούν και είχαν πραγματοποιήσει ορισμένες προκαταρκτικές ενέργειες, ενώ οι υπόλοιπες τρεις όχι.

Το υπόδειγμα που χρησιμοποιήθηκε ήταν το Beneish<sup>1</sup>. Το υπόδειγμα βασίζεται στον υπολογισμό και στην αξιοποίηση συγκεκριμένων σχέσεων μεταξύ των δημοσιευμένων οικονομικών στοιχείων των επιχειρήσεων και τη διαχρονική εξέλιξή τους, με στόχο τη διερεύνηση της πιθανότητας «καλλωπισμού» τους, σύμφωνα με τις επιθυμίες της διοικήσεως.

$$M = -6,056 + 0,823X1 + 0,906X2 + 0,0593X3 + 0,717X4 + 0,107X5$$

Σύμφωνα με τον Beneish, αν το άθροισμα της παραπάνω σχέσης είναι μεγαλύτερο του 2,22, η επιχείρηση είναι πιθανό να έχει προβεί σε ωραιοποίηση των οικονομικών της στοιχείων.

Οι δείκτες που χρησιμοποιήθηκαν για το σκοπό αυτό είναι:

- X1= Οι απαιτήσεις ως ποσοστό στο σύνολο των εσόδων.
- X2= Η μεταβολή των εσόδων από έτος σε έτος.
- X3= Η μεταβολή του μικτού κέρδους διαχρονικά.
- X4= Η εξέλιξη των αποσβέσεων.
- X5= Το ποσοστό των μη ενσώματων ακινητοποιήσεων ως προς το σύνολο των παγίων

Τα αποτελέσματα της έρευνας ήταν ότι είκοσι τρεις από τις τριάντα τρεις επιχειρήσεις (ποσοστό 69,7%) πραγματοποίησαν αύξηση κεφαλαίου το έτος 1999 που υπερβαίνει το 50% των υφισταμένων ιδίων κεφαλαίων. Οι αυξήσεις αυτές ήταν της τάξεως του 61% έως και 1.105%. Όσον αφορά τις υπόλοιπες έξι επιχειρήσεις, οι οποίες δεν ήταν εισηγμένες στο Χρηματιστήριο, οι μεν τρεις, οι οποίες δημοσίως είχαν μπει στη λίστα για μελλοντική αύξηση κεφαλαίου, παρουσιάζονται να έχουν τεχνητά χειραγωγήσει τα οικονομικά τους στοιχεία τα έτη της αναμονής τους στη λίστα για την περίοδο 2000-2002. Αντίθετα, καμία από τις τρεις επιχειρήσεις που δεν είχαν εκφράσει την επιθυμία να κάνουν αύξηση κεφαλαίου μέσω του χρηματιστηρίου δεν παρουσιάζονται να πραγματοποιούν επιληψιμες παρεμβάσεις στα οικονομικά τους στοιχεία, σύμφωνα πάντα με το υιοθετούμενο υπόδειγμα.

---

<sup>1</sup> Το «Υπόδειγμα Beneish» αναπτύχθηκε το 1997 με τη δημοσίευση σχετικού άρθρου στο περιοδικό «Journal of Accounting and Public Policy» με τίτλο «Detecting GAAP Violation: Implications for assessing earnings management among firms with extreme financial performance».

Οι Ζοπουνίδης Κωνσταντίνος, Σπάθης Χαράλαμπος και Μιχάλης Δούμπου (2002) χρησιμοποίησαν ένα τυχαίο δείγμα, το οποίο αποτελούταν από εβδομήντα έξι επιχειρήσεις εισηγμένες στο ΧΑΑ, προκειμένου να καταλήξουν στα μέσα με τα οποία μπορούν οι άμεσα ενδιαφερόμενοι να διαπιστώσουν την ύπαρξη ή μη πρακτικών χειραγώγησης των λογιστικών αποτελεσμάτων. Από αυτές τις επιχειρήσεις οι τριάντα οχτώ είχαν παραποιημένες οικονομικές καταστάσεις και οι τριάντα οχτώ δεν είχαν.

Οι ερευνητές επέλεξαν δέκα δείκτες, οι οποίοι δίνουν χρήσιμη και μη επικαλυπτόμενη πληροφόρηση και είναι οι εξής:

(α) Η δανειακή επιβάρυνση της επιχείρησης που αφορά το σύνολο των υποχρεώσεων προς τα ίδια κεφάλαια και το σύνολο των υποχρεώσεων προς το σύνολο του ενεργητικού.

(β) Οι απαιτήσεις προς τις πωλήσεις και τα αποθέματα προς τις πωλήσεις.

(γ) Η αποδοτικότητα μετρούμενη βάσει των δεικτών καθαρά κέρδη προς σύνολο ενεργητικού, μικτά κέρδη προς σύνολο ενεργητικού, πωλήσεις προς σύνολο ενεργητικού και καθαρά κέρδη προς πωλήσεις.

(δ) Η ρευστότητα, όπως αυτή αποτυπώνεται στον δείκτη του κεφαλαίου κίνησης προς το σύνολο του ενεργητικού.

(ε) Το μέγεθος της επιχείρησης (σύνολο του ενεργητικού).

Σύμφωνα με τα αποτελέσματά της (βλέπε παρακάτω πίνακα), κρίσιμοι δείκτες, οι οποίοι συμβάλλουν αποφασιστικά στον έγκαιρο εντοπισμό επιχειρήσεων που αναμένεται να παραποιήσουν τις οικονομικές καταστάσεις τους είναι: (α) το σύνολο υποχρεώσεων προς σύνολο ενεργητικού (συντελεστής βαρύτητας 34,97%), (β) τα αποθέματα προς τις πωλήσεις (συντελεστής βαρύτητας 32,46%) και (γ) τα καθαρά κέρδη προ φόρων προς το σύνολο του ενεργητικού (συντελεστής βαρύτητας 9,31%). Στην ανάλυση που πραγματοποιήθηκε, οι δείκτες αυτοί διέθεταν υψηλότερα επίπεδα βαρύτητας για τον εντοπισμό επιχειρήσεων που παραποιούν τις οικονομικές καταστάσεις. Οι παραπάνω δείκτες με τους αντίστοιχους λογαριασμούς μπορούν να λειτουργήσουν για τους ελεγκτές ως προειδοποιητικά σήματα “red flags”, ώστε να εστιάσουν την προσοχή τους σε αυτούς κατά την ελεγκτική διαδικασία.

ΔΕΙΚΤΕΣ	ΠΕΡΙΓΡΑΦΗ	ΒΑΡΗ
ΣΥ/ΙΚ	Σύν. Υποχρ./ Ίδια Κεφάλαια	1,12
ΠΩΛ/ΣΕ	Πωλήσεις/ Σύν. Ενεργητ.	2,59
ΚΚ/ΠΩΛ	Καθαρά Κέρδη/ Πωλήσεις	1,48
ΑΠΑΙΤ/ΠΩΛ	Απαιτήσεις/ Πωλήσεις	5,66
ΚΚ/ΣΕ	Καθαρά Κέρδη/Σύν. Ενεργητ.	9,31
ΚΚΙΝ/ΣΕ	Κεφαλαίο Κινησης/Συν. Ενεργητ.	6,13
ΜΚ/ΣΕ	Μικτά Κέρδη/ Σύνολο Ενεργητ.	3,12
ΑΠΟΘ/ΠΩΛ	Αποθέματα/Πωλήσεις	32,46
ΣΥ/ΣΕ	Σύνολο Υποχρ./Σύνολο Ενεργητ.	34,97
Log. ΣΕ	Λογαριθμ. Σύνολου Ενεργητικού	3,16

Το θέμα της χειραγώγησης των λογιστικών κερδών (επινοητική λογιστική) στην Ελλάδα απασχόλησε τον Μπαραλέξη (2004), ο οποίος με χρήση ερωτηματολογίου εξέτασε τις απόψεις σε δείγμα ορκωτών ελεγκτών και φοροτεχνικών σχετικά με τις πρακτικές χειραγώγησης των λογιστικών αποτελεσμάτων. Μεταξύ των άλλων αποτελεσμάτων βρέθηκε ότι, οι πλέον συχνοί λογιστικοί χειρισμοί αυξήσεων / μειώσεων των αποτελεσμάτων αναφέρονται στις προβλέψεις για επισφαλείς απαιτήσεις και αποζημιώσεις προσωπικού, στις αποσβέσεις, στο χαρακτηρισμό εξόδων που αφορούν πάγια σε κόστος κτήσης τους, στην αποτίμηση των αποθεμάτων καθώς και σε άλλες κινήσεις όπως καταχώρηση εσόδων / εξόδων όχι στη σωστή χρήση.

Γενικότερα, οι τρίτοι μπορούν να κερδίσουν μεγάλη αξία από μια προσεκτική εκτίμηση των πληροφοριών που υπάρχουν στις χρηματοοικονομικές καταστάσεις. Πρότερη έρευνα από τους Dechow, Sloan and Sweeney το 1996 και τους Bradshaw, Richardson και Sloan το 2001 κατέληξε στο συμπέρασμα ότι οι πληροφορίες που προκύπτουν από τα accruals (αυξήσεις) είναι ένα κλειδί για τον εντοπισμό της χειραγώγησης των λογιστικών κερδών.

### 3.2.2 ΧΕΙΡΑΓΩΓΗΣΗ ΤΩΝ ΛΟΓΙΣΤΙΚΩΝ ΚΕΡΔΩΝ & ΕΤΑΙΡΙΚΗ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗ

Θα ήθελα να ξεκινήσω την παρουσίαση των ερευνών αυτής της ενότητας αρχίζοντας από μια έρευνα της οποίας το αποτέλεσμα μου προξένησε ιδιαίτερη εντύπωση. Οι ερευνητές Barth E. Mary, Landsman R. Wayne και Lang H. Mark, (2005) συνέκριναν τα χαρακτηριστικά των λογιστικών δεδομένων των επιχειρήσεων που υιοθέτησαν τα Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα (ΔΛΠ), με ένα αντίστοιχο δείγμα δεδομένων προερχόμενο από επιχειρήσεις που δεν είχαν υιοθετήσει τα ΔΛΠ. Σκοπός τους ήταν να ερευνήσουν εάν το να συντάσσονται οι χρηματοοικονομικές καταστάσεις βασιζόμενες στα ΔΛΠ σχετίζεται με προβλέψιμες διαφορές στην λογιστική ποιότητα και στο κόστος κεφαλαίου. Σύμφωνα με τους ερευνητές οι επιχειρήσεις που υιοθετούν τα ΔΛΠ χειραγωγούν λιγότερο τα κέρδη τους, ενώ παράλληλα, τα λογιστικά τους δεδομένα είναι υψηλότερης ποιοτικής αξίας. Επιπρόσθετα, η λογιστική των επιχειρήσεων οι οποίες υιοθετούν τα ΔΛΠ είναι υψηλότερης ποιότητας από αυτή που είχαν οι ίδιες επιχειρήσεις πριν από την υιοθέτηση των ΔΛΠ, γεγονός που σημαίνει ότι η υιοθέτηση των ΔΛΠ σχετίζεται με βελτίωση στην ποιότητα της λογιστικής. Τα αποτελέσματα στα οποία καταλήγουν οι ερευνητές παρέχουν αδύναμη απόδειξη ότι από την υιοθέτηση των ΔΛΠ οι επιχειρήσεις μπορεί να απολαύσουν χαμηλότερο κόστος κεφαλαίου μετά την υιοθέτηση σε σχέση με τις επιχειρήσεις που δεν τα υιοθετούν. Το γενικότερο συμπέρασμα είναι ότι η λογιστική ποιότητα βελτιώνεται με την υιοθέτηση των ΔΛΠ. Το συμπέρασμα αυτό έρχεται σε αντίθεση με την γενικότερη αντίληψη ότι τα ΔΛΠ αφήνουν μεγάλη ελευθερία στον συντάκτη των χρηματοοικονομικών καταστάσεων. Ελευθερία την οποία ο τελευταίος μπορεί να εκμεταλλευτεί προκειμένου να ωραιοποιήσει τα αποτελέσματα του. Βέβαια εάν η εφαρμογή των ΔΛΠ συνκερασθεί με την ουσιαστική εφαρμογή των όσων προστάζει η εταιρική διακυβέρνηση τότε μπορούμε να δεχθούμε ότι οι λογιστικές πληροφορίες που θα παρέχονται στους χρήστες των χρηματοοικονομικών καταστάσεων θα είναι όχι μόνο αναλυτικές (ΔΛΠ) αλλά και αξιόπιστες (εταιρική διακυβέρνηση).

Οι Biao Xie, Wallace N. Davidson, και Peter J. DaDalt (2003), εξέτασαν τον ρόλο του διοικητικού συμβουλίου, της επιτροπής ελέγχου και της κοινότητας των στελεχών στην αποτροπή της χειραγώγησης των λογιστικών αποτελεσμάτων. Το συμπέρασμα της έρευνας ήταν ότι η σύσταση του διοικητικού συμβουλίου γενικότερα και της επιτροπής ελέγχου ειδικότερα, σχετίζεται άμεσα με την πιθανότητα μια επιχείρηση να προβεί σε πρακτικές χειραγώγησης των λογιστικών

κερδών της, διαστρεβλώνοντας έτσι τα μεγέθη των χρηματοοικονομικών καταστάσεων της. Τα μέλη του διοικητικού συμβουλίου και της επιτροπής ελέγχου που λειτουργούν σύμφωνα με όσα προστάζει η εταιρική διακυβέρνηση σχετίζονται με επιχειρήσεις οι οποίες εντέλει εμφανίζουν μικρότερα μεγέθη discretionary accruals. Επιπλέον, η συχνότητα με την οποία διενεργούνται οι συναντήσεις του διοικητικού συμβουλίου και της επιτροπής ελέγχου σχετίζονται με μειωμένα επίπεδα discretionary accruals.

Σε μια μελέτη των Begley et al., που πραγματοποιήθηκε στις Η.Π.Α. το 1999 εξετάστηκαν οι περιπτώσεις παραποιημένων καταστάσεων επιχειρήσεων για τη δεκαετία 1987-1997. Τα βασικότερα αποτελέσματα της έρευνας ήταν ότι η παραποίηση των οικονομικών καταστάσεων παρατηρείται κυρίως σε μικρές και μεσαίου μεγέθους επιχειρήσεις, ότι κατευθύνεται κυρίως από τη διοίκηση της επιχείρησης με άμεσα εμπλεκόμενο τον οικονομικό διευθυντή της, ότι οι επιτροπές ελέγχου αυτών των επιχειρήσεων είναι αδρανείς και αρκετά μέλη του διοικητικού τους συμβουλίου δεν συμμετέχουν στη διοίκησή της αλλά εμφανίζονται ως «εξωτερικοί σύμβουλοι». Επιπλέον, σημαντικό ποσοστό των μελών του διοικητικού συμβουλίου ταυτίζεται με τους κύριους μετόχους και σε αρκετές περιπτώσεις η επιχείρηση διοικείται από μέλη της ίδιας οικογένειας. Στις επιχειρήσεις αυτές συνυπάρχουν καταστάσεις οικονομικής δυσχέρειας (financial distress) που αρκετές οδηγήθηκαν σε χρεοκοπία, σε σημαντικές αλλαγές στη μετοχική σύνθεση και σε ασυνήθιστες κινήσεις «παιχνίδια» με τις μετοχές της επιχείρησης στο χρηματιστήριο.

Ο Healy (1985) τόνισε ότι τα στελέχη επιλέγουν τα τρέχοντα discretionary accruals ώστε να μεγιστοποιήσουν τόσο το μόνους που θα πάρουν την τρέχουσα χρήση όσο και αυτό της επόμενης. Όταν τα κέρδη αναμένονται να μειωθούν μεταξύ του ανώτερου και κατώτερου σημείου, τα στελέχη προσφεύγουν σε επιλογές αύξησης του εισοδήματος. Όταν όμως τα κέρδη αναμένονται είτε να αυξηθούν πάνω από το ανώτερο έως τώρα όριο, είτε να μειωθούν κάτω από το έως τώρα κατώτερο όριο, τα στελέχη μετατοπίζουν το εισόδημα σε μελλοντικές περιόδους ώστε να μεγιστοποιήσουν την αποζημίωση περισσότερων περιόδων. Τα αποτελέσματα του Healy για το ανώτερο και κατώτερο όριο αποτέλεσαν ορόσημο για πολλές έρευνες με παρόμοιο αντικείμενο μελέτης, παρόλο που έπασχε από ανεπάρκειες. Οι ανεπάρκειες αυτές συμπεριλαμβάνουν την χρήση των total accruals αντί των discretionary accruals.

Ο Guidry et al. (1999) ενίσχυσαν με τα αποτελέσματα της έρευνας τους την υπόθεση του Healy σχετικά με τα μόνους, χρησιμοποιώντας εσωτερικά δεδομένα από διάφορες επιχειρησιακές ενότητες μέσα στην ίδια επιχείρηση. Από την άλλη πλευρά οι Gaver et al. (1995) κατέληξαν σε



αποτελέσματα αντικρουόμενα με αυτά του Healy. Το συμπέρασμα τους ήταν ότι όταν τα κέρδη πριν τα discretionary accruals πέσουν κάτω από το κατώτερο όριο, τα στελέχη συλλέγουν accruals που αυξάνουν το εισόδημα και αντίστροφα.

Οι Gaver και Gaver (1998), διαπίστωσαν ότι η αποζημίωση των CEO ακολουθεί ασύμμετρη κατανομή. Η αποζημίωση των CEO με μετρητά σχετίζεται θετικά με κέρδη που υπερβαίνουν το όριο ενώ μειώνονται όταν έχουμε ζημίες, γεγονός που ενισχύει το σημαινόμενο του Healy σχετικά με τα κίνητρα των στελεχών για την επιλογή της χρονικής στιγμής που θα αναγνωρίσουν τα κέρδη ή τις ζημίες.

Οι Burgstahler και Dichev (1997) ανέφεραν ότι τα στελέχη χειραγωγούν προφανώς τα κέρδη τους προκειμένου να αποφύγουν μειώσεις στα κέρδη και ζημίες. Για να εξηγήσουν τα αποτελέσματα τους βασίζονται στη θεωρία του κόστους των συναλλαγών και όχι σε ευκαιριακές επιχειρηματικές στρατηγικές.

Οι Holthausen et al.(1995), ενίσχυσαν την υπόθεση του Healy μόνο σχετικά με το ανώτερο όριο. Δεν βρήκαν αποδείξεις ότι τα στελέχη χειραγωγούν τα κέρδη προς τα κάτω όταν αυτά είναι κάτω από το κατώτερο όριο που είναι απαραίτητο να επιτευχθεί προκειμένου τα στελέχη να πάρουν μπόνους, και έτσι κατέληξαν σε διαφορετικά συμπεράσματα σχετικά με τα κίνητρα των στελεχών να χειραγωγούν τα κέρδη. Ο Healy όρισε την «περιοχή» των μπόνους (ανώτερο, κατώτερο ή ενδιάμεσα), ενώ οι Holthausen et al. είχαν πραγματικά δεδομένα σχετικά με τα μπόνους. Επιπλέον, ο Healy χρησιμοποίησε τα total accruals αντί για τα discretionary accruals, τη στιγμή που οι Holthausen et al. χρησιμοποίησαν το τροποποιημένο μοντέλο του Jones (modified Jones), προκειμένου να υπολογίσουν τα discretionary accruals. Τα δεδομένα του Healy αφορούν την περίοδο 1930-1980 και οι Holthausen et al. αντιπαραθέτουν ότι τα μεγέθη των μπόνους άλλαξαν σημαντικά την δεκαετία 1970- 1980. Οι παραπάνω διαφορές δικαιολογούν τα διαφορετικά αποτελέσματα μεταξύ των ερευνών.

### **3.2.3. ΤΙ ΕΞΥΠΗΡΕΤΕΙ Η ΧΕΙΡΑΓΩΓΗΣΗ ΤΩΝ ΛΟΤΙΣΤΙΚΩΝ ΚΕΡΑΩΝ ΣΤΙΣ ΠΕΡΙΠΤΩΣΕΙΣ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ & ΕΞΑΤΟΡΩΝ**

Η ενότητα που ακολουθεί, συμπεριλαμβάνει ενδεικτικά δύο έρευνες από μια μεγάλη κατηγορία ερευνών, οι οποίες μελετούν το πώς χρησιμοποιούνται οι τεχνικές χειραγώγησης των

λογιστικών κερδών από τα στελέχη επιχειρήσεων που βρίσκονται ένα στάδιο πριν ή μετά την εξαγορά ή τη συγχώνευση.

Η πρώτη έρευνα είναι τριών Ελλήνων ερευνητών, (Κουμανάκος Ευάγγελος, Σηριόπουλος Κώστας, Γεωργόπουλος Αντώνιος (2005)), οι οποίοι είχαν σκοπό να ερευνήσουν εάν οι εξαγοράζουσες επιχειρήσεις που είναι εισηγμένες στο χρηματιστήριο Αθηνών, έχοντας ολοκληρώσει τις συγχωνεύσεις και τις εξαγορές την περίοδο 2001-2003, τείνουν να χειραγωγούν τα λογιστικά κέρδη προς τα πάνω πριν την έναρξη και την ολοκλήρωση της συναλλαγής. Στην εν λόγω έρευνα δόθηκε βαρύτητα στα discretionary accruals ως μέτρο χειραγώγησης των κερδών από την διοίκηση. Προκειμένου να υπολογισθούν τα discretionary και non-discretionary συστατικά των συνολικών accruals, χρησιμοποιήθηκε το μοντέλο του Jones και το τροποποιημένο μοντέλο του Jones. Τα αποτελέσματα παρείχαν αδύναμη απόδειξη – αδύνατα στοιχεία για τα χειραγωγημένα accruals που αναφέρονται από τα στελέχη τον χρόνο πριν την ανακοίνωση και την ολοκλήρωση της συμφωνίας. Τα αποτελέσματα φαίνεται να συμφωνούν με αυτά των Erickson και Wang (1999) που δεν βρήκαν κανένα στοιχείο διαχείρισης αποδοχών προ-συγχώνευσης από ένα δείγμα εξαγοραζόμενων acquiring εταιριών που ήταν αναμειγμένες με συγχωνεύσεις μετρητών. Το μοντέλο του Jones, ακόμα κι αν θεωρείται αποτελεσματικό στη διάκριση ανώμαλων και κανονικών αυξήσεων, αποδείχθηκε να έχει ορισμένες ανεπάρκειες, ενώ ταυτόχρονα τα στοιχεία και ο αριθμός των επιχειρήσεων που χρησιμοποιήθηκαν θα μπορούσε να θεωρηθεί μικρός.

Οι Perry και Williams (1994) κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι οι λογιστικές επιλογές των στελεχών την διαχειριστική χρήση που προηγείται της ανακοίνωσης της πρόθεσης της διοίκησης να εξαγορασθεί η επιχείρηση από μια άλλη, έχουν ως σκοπό να μειώσουν τα εμφανιζόμενα κέρδη με την ελπίδα να μειωθεί η τιμή της μετοχής και η εξαγορά να μην είναι πλέον ελκυστική.

### **3.2.4. ΧΕΙΡΑΓΩΓΗΣΗ ΤΩΝ ΛΟΓΙΣΤΙΚΩΝ ΚΕΡΔΩΝ ΜΕΣΩ ΤΩΝ ACCRUALS**

Στην προτελευταία θεματική κατηγορία των ερευνών θα παρουσιάσω έρευνες οι οποίες μελέτησαν την χειραγώγηση των λογιστικών κερδών μέσω της τεχνικής των accruals.

Η έρευνα των Scott Richardson, İrem Tuna και Min Wu (2002), είχε σκοπό να εξετάσει τη χρησιμότητα των λογιστικών πληροφοριών στην πρόβλεψη της χειραγώγησης των λογιστικών

αποτελεσμάτων. Εξετάστηκε ένα περιεκτικό δείγμα 440 επιχειρήσεων από το 1971 έως το 2000 που ανασυντάξαν τις χρηματοοικονομικές τους καταστάσεις. Διαπιστώθηκε ότι οι επιχειρήσεις που επανασυντάσσουν τις χρηματοοικονομικές τους καταστάσεις έχουν υψηλές προσδοκίες για την μελλοντική αύξηση των κερδών και υψηλότερα επίπεδα ανεξόφλητου χρέους. Η Επιτροπή SEC λαμβάνοντας υπόψη τις ουσιαστικές δαπάνες για την διενέργηση έρευνας, ανέλαβε μόνο τις έρευνες για τις επιχειρήσεις όπου η πιθανότητα επιτυχίας από μια ανασύνταξη των χρηματοοικονομικών καταστάσεων είναι αρκετά υψηλή. Επίσης διαπιστώθηκε ότι ένα αρχικό κίνητρο για τη χειραγώγηση των κερδών είναι η επιθυμία να προσελκυθεί εξωτερική χρηματοδότηση με χαμηλότερο κόστος. Επιπλέον, τα στοιχεία έδειξαν ότι οι επιχειρήσεις που ανασυντάσσουν τις χρηματοοικονομικές τους καταστάσεις προσπαθούν να διατηρήσουν μια σειρά διαδοχικών θετικών αυξήσεων των κερδών και διαδοχικών θετικών αυξήσεων των αποδοχών. Η έρευνα έδειξε ότι οι πιέσεις της αγοράς είναι κίνητρο για την υιοθέτηση από μέρους των επιχειρήσεων επιθετικών λογιστικών πολιτικών, ενώ τέλος, κατέληξε στο ότι τα accruals, και πιο συγκεκριμένα τα λειτουργικά και επενδυτικά accruals, είναι βασικοί δείκτες της χειραγώγησης των κερδών. Πιο συγκεκριμένα, παρατηρήθηκε ότι οι επιχειρήσεις που καλέστηκαν να ανασυντάξουν τις χρηματοοικονομικές καταστάσεις εμφάνιζαν πολλά accruals σε σχέση με τις επιχειρήσεις των οποίων οι χρηματοοικονομικές καταστάσεις θεωρήθηκαν φερέγγυες.

Αξίζει να επισημάνουμε ότι ενώ οι Feroz και Park (1991) και οι Palmrose και Sholz (2000) κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι οι ανασύνταξη των χρηματοοικονομικών καταστάσεων και τα μέτρα περιορισμού της λογιστικής διαμόρφωσης των αποτελεσμάτων από την SEC είναι πολυδάπανα και ως τέτοια δεν πρέπει να ακολουθούνται, λίγες έρευνες εξέτασαν τους καθοριστικούς παράγοντες της ελλοχεύουσας πρακτικής χειραγώγησης λογιστικών κερδών. Οι Dechow, Sloan και Sweeney το 1996 εξετάζοντας ένα δείγμα 66 επιχειρήσεων που βρίσκονταν υπό την επιτήρηση της SEC κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι οι επιχειρήσεις διαμέσου των αυξήσεων (accruals) προσπαθούσαν να ωραιοποιήσουν την εικόνα τους ώστε να αντλήσουν εξωτερικά κεφάλαια.

Τα κέρδη και η λογιστική αξία χρησιμοποιούνται συνήθως ως βάση για την αποτίμηση της επιχείρησης. Εντούτοις, η αξιοπιστία των κερδών, όπως υποδεικνύεται από τη διαχείριση αποδοχών, μπορεί να έχει επιπτώσεις στη σχετικότητα της στον καθορισμό της αξίας. Η Catherine Whelan (2004), εξέτασε τη σύνδεση μεταξύ της χειραγώγησης των λογιστικών αποτελεσμάτων και της αποτίμησης της επιχείρησης με το να αξιολογεί τον αντίκτυπο της χειραγώγησης των κερδών

στην σχετικότητα κερδών – λογιστικής αξίας. Τρεις διαφορετικές πηγές διαχείρισης κερδών ερευνώνται: συνολικές διακριτικές αυξήσεις (total discretionary accruals), βραχυπρόθεσμες διακριτικές αυξήσεις (shortterm discretionary accruals), και μακροπρόθεσμες διακριτικές αυξήσεις (longterm discretionary accruals). Οι συνολικές διακριτικές αυξήσεις υπολογίζονται χρησιμοποιώντας το μοντέλο του Jones (Jones 1991). Τα νέα μοντέλα αναπτύσσονται για να υπολογίσουν τις βραχυπρόθεσμες και μακροπρόθεσμες διακριτικές αυξήσεις. Αυτά τα μοντέλα, επιτρέπουν την έρευνα του διαφορικού αντίκτυπου της χειραγώγησης των κερδών μέσω του βραχυπρόθεσμου σε αντιπαράθεση με τη χειραγώγηση των κερδών μέσω των μακροπρόθεσμων διακριτικών αυξήσεων. Η αρχική πρόταση είναι ότι η χειραγώγηση των κερδών μέσω των μακροπρόθεσμων διακριτικών αυξήσεων ασκεί μεγαλύτερη επίδραση στην σχετικότητα μεταξύ κερδών - λογιστικής αξίας από ότι η χειραγώγηση των κερδών μέσω των βραχυπρόθεσμων διακριτικών αυξήσεων. Το αποτέλεσμα της έρευνας είναι ότι για τις επιχειρήσεις των οποίων οι διακριτικές αυξήσεις (discretionary accruals) οδηγούν στο συμπέρασμα ότι διενεργείται χειραγώγηση των αποτελεσμάτων, η σχετικότητα μεταξύ κερδών και αξίας αναμένεται να είναι χαμηλότερη απ'ότι για τις επιχειρήσεις που δεν χειραγωγούν τα κέρδη τους. Επιπλέον, με την ύπαρξη χειραγώγησης των λογιστικών κερδών, αναμένεται ότι θα υπάρξει μια μετατόπιση της εμπιστοσύνης για την αποτίμηση της επιχείρησης, από τα κέρδη στη λογιστική αξία.

### **3.2.5. ΚΡΙΤΙΚΗ ΤΩΝ ΜΟΝΤΕΛΩΝ ACCRUALS**

Τελευταία και πιο διανθισμένη κατηγορία ερευνών, η κατηγορία που περιέχει ορισμένες από τις σημαντικότερες έρευνες οι οποίες μελέτησαν την αποτελεσματικότητα των βασικών μοντέλων accruals και τα συνέκριναν. Η χρήση των discretionary accruals στον έλεγχο για την ύπαρξη πρακτικών χειραγώγησης των λογιστικών αποτελεσμάτων είναι διαδεδομένη (Defond και Jiambalvo (1994), Rees, Gill και Gore (1996), και Teoh, Welch, και Wong, (1998)). Το συμπέρασμα στο οποίο καταλήγουν οι περισσότερες είναι ότι το τροποποιημένο μοντέλο του Jones είναι το πιο αξιόπιστο.

Η ανάλυση της χειραγώγησης των λογιστικών αποτελεσμάτων, συχνά επικεντρώνεται στη χρήση από μέρος της διοίκησης των discretionary accruals. Μια τέτοια έρευνα απαιτεί την ύπαρξη ενός μοντέλου που να αξιολογεί τα discretionary συστατικά του αναφερόμενου, στις χρηματοοικονομικές καταστάσεις, εισοδήματος – αποτελέσματος. Τα υπάρχοντα μοντέλα ποικίλουν από απλά μοντέλα στα οποία τα discretionary accruals μετρούνται ως total accrual, μέχρι πιο σύνθετα μοντέλα τα οποία προσπαθούν να διαχωρίσουν τα total accrual σε discretionary και

nondiscretionary συστατικά. Δεν υπάρχει, ωστόσο συστηματική απόδειξη που να αφορά την διαφορά στην απόδοση των μοντέλων αυτών σχετικά με την ανίχνευση των πρακτικών χειραγώγησης των λογιστικών κερδών.

Οι Harald Aaker και Froystein Gjesdal (2007), παρουσίασαν την αξιολόγηση των εναλλακτικών μοντέλων accrual στην αξιολόγηση της χειραγώγησης των λογιστικών αποτελεσμάτων. Το δείγμα που χρησιμοποίησαν αποτελούνταν από εξαιρετικά ομογενείς επιχειρήσεις. Τα αποθέματα, που αποτελούν το πιο προφανές εργαλείο για την χειραγώγηση των κερδών, είχαν ύψος περίπου 50% της αξίας του Ισολογισμού. Εισηγάγαν, άμεση αποτίμηση των αποθεμάτων, το οποίο απαιτεί την ύπαρξη περιεκτικών στοιχείων παραγωγής που δεν συμπεριλαμβάνονται στις χρηματοοικονομικές καταστάσεις. Ο αντίκτυπος στα κέρδη που προκλήθηκε από την αλλαγή στην αποτίμηση ρυθμίζεται για τις αλλαγές στα παραγωγικά κόστη και παρέχει αβίαστη αξιολόγηση της χειραγώγησης των λογιστικών αποτελεσμάτων. Σε αντίθεση με προηγούμενες μελέτες, αυτό έδωσε τη δυνατότητα στους ερευνητές να ελέγξουν εναλλακτικά μοντέλα discretionary accrual σε πραγματικές περιπτώσεις, όπου είναι γνωστό ότι τα αποτελέσματα χειραγωγούνται. Η έρευνα κατέληξε στα εξής συμπεράσματα: πρώτον, τα μοντέλα accrual εμφανίζονται περισσότερο ευαίσθητα σε μέτριες αλλά και σημαντικές αποκλίσεις στις αποδόσεις των επιχειρήσεων. Δεύτερον, τα τροποποιημένα μοντέλα WC-Jones (κεφάλαιο κίνησης) δεν είναι πάντα καλύτερα από τα WC-Jones. Βελτίωση ενός χαρακτηριστικού (π.χ. ταμειακές ροές) προκαλεί επιδείνωση σε άλλο (π.χ. κέρδη). Τρίτο συμπέρασμα της έρευνας είναι ότι το μοντέλο που αποδίδει καλύτερα είναι ένα καινοτόμο μοντέλο πλήρως διαφορετική δομή από το τροποποιημένο WC-Jones.

Οι Keith Jones, Gopal V. Krishnan, και Kevin Melendrez (2007), εξέτασαν την συσχέτιση μεταξύ της ύπαρξης και του μεγέθους ενός γεγονότος απάτης που υπερτόνισε τα κέρδη, όπως οι ανασυντάξεις των χρηματοοικονομικών καταστάσεων, μελετώντας τα εννέα ανταγωνιζόμενα μοντέλα των discretionary accruals (πέντε βασικά και τέσσερα τροποποιημένα) καθώς και τις αξιολογήσεις των λαθών M-score των accruals (Dechow και Dichev 2002, McNichols 2002, Beneish (1997 και 1999)). Χρησιμοποίησαν τον αριθμό των χρηματοοικονομικών καταστάσεων όπου ανασυντάχθηκαν τα κέρδη τους προς τα κάτω, ως αποτέλεσμα της ανακάλυψης της απάτης. Κατέληξαν στο ότι όταν τα συνολικά accruals σχετίζονται με την ύπαρξη απάτης, τα discretionary accruals που προκύπτουν από το μοντέλο του Jones, το μοντέλο του modified Jones, και από τα μοντέλα που συσχετίζουν τις αποδόσεις, δεν υποδεικνύουν την απάτη. Τα λάθη M-score στην αξιολόγηση των accrual έχουν επεξηγηματική αξία της απάτη στα συνολικά accruals. Επιπρόσθετα,

κατέληξαν στο ότι τα κοινώς χρησιμοποιούμενα μέτρα των discretionary accruals, η αξιολόγηση των λαθών accrual, και το M-score, σχετίζονται με το μέγεθος της απάτης. Μόνο τα λάθη αξιολόγησης των accrual είναι συνεπώς συσχετισμένα με την ύπαρξη της απάτης.

Η αδυναμία των μοντέλων accrual “οδήγησε τους ερευνητές να αμφισβητήσουν την αξιοπιστία του αναδύομένου σώματος των εμπειρικών στοιχείων των σχετικών με την διαχείριση και τη χειραγώγηση των κερδών” (Peasnell et al., 2000, σελ. 313). Στο ίδιο μοτίβο ο McNichols (2000) υποστηρίζει ότι «Μέχρι σήμερα, η συνολική αρθρογραφία σχετικά με τα accruals δεν ξεκαθάρισε το τοπίο γύρω από τους παράγοντες οι οποίοι εξηγούν τα accruals. Έτσι είναι πολύ δύσκολο να είναι βέβαιο ότι οι εκτιμήσεις των διακριτικών αυξήσεων (discretionary accruals) είναι ορθές και επομένως οδηγούν σε ορθά συμπεράσματα.»

Οι S.P. Kothari, Andrew J. Leone, και Charles E. Wasley (2004), αναφέρουν ότι προηγούμενες έρευνες δείχνουν ότι τα υπάρχοντα μοντέλα discretionary accrual είναι αναρμόδια όταν το δείγμα που εξετάζουν αποτελείται από επιχειρήσεις με ασυνήθιστη απόδοση. Εν τούτοις, έρευνες σχετικές με τη χειραγώγηση των λογιστικών αποτελεσμάτων και με την αποτελεσματικότητα της αγοράς χρησιμοποιούν αυτά τα μοντέλα. Οι S.P. Kothari, Andrew J. Leone, και Charles E. Wasley εξέτασαν τις προδιαγραφές και την δύναμη των τεστ που βασίζονται στα performance-matched discretionary accruals, και έκαναν συγκρίσεις με τεστ που χρησιμοποιούν τα παραδοσιακά μέτρα για τα discretionary accrual, όπως για παράδειγμα τα μοντέλα Jones και modified-Jones. Η συσχέτιση της απόδοσης με το ROA ελέγχει τον αντίκτυπο της απόδοσης στα μετρημένα discretionary accruals. Τα αποτελέσματα υποδεικνύουν ότι τα μέτρα που χρησιμοποιούν την συσχέτιση της απόδοσης με άλλους παράγοντες ενισχύουν την αξιοπιστία των συμπερασμάτων που προκύπτουν από τις σχετικές έρευνες με την χειραγώγηση των λογιστικών αποτελεσμάτων.

Ο Huai Zhang (2002) αξιολόγησε μια περιεκτική λίστα μέτρων που προτείνονται για την ανίχνευση πρακτικών χειραγώγησης των λογιστικών αποτελεσμάτων στην περίπτωση που τα στελέχη χειραγωγούν τα κέρδη για να αυξήσουν τα EPS. Σύμφωνα με τον Zhang η αναβεβλημένη φορολογική δαπάνη είναι δυνατό να ανιχνεύσει την ύπαρξη χειραγώγησης των αποτελεσμάτων στην περίπτωση που υπάρχει πρακτική αύξησης των EPS, ενώ την ίδια στιγμή τα μοντέλα discretionary accruals δεν μπορούν. Επιπλέον ανάλυση δείχνει ότι οι επιχειρήσεις χειραγωγούν τις «κακές» δαπάνες χρέους για να αυξήσουν τα αναφερόμενα στις χρηματοοικονομικές καταστάσεις EPS. Η εκπληκτική απόδοση των αναβαλλόμενων φορολογικών δαπανών μπορεί να αιτιολογηθεί με το ότι οι αναβαλλόμενες φορολογικές δαπάνες είναι ικανότερες στην ανίχνευση πρακτικών χειραγώγησης

των λογιστικών αποτελεσμάτων διαμέσου «κακών» δαπανών χρέους από ότι είναι τα discretionary accruals. Τα παραπάνω αποτελέσματα αποδεικνύουν τη σπουδαιότητα να εξετάζονται συγκεκριμένα accruals, όπως υποστηρίζουν οι Healy και Wahlen (1999).

Τα τρέχοντα accruals είναι πιο ευμετάβλητα από τα μη τρέχοντα accruals, και εμφανίζονται να είναι αρκετά υπεύθυνα για την διακύμανση των συνολικών accruals σύμφωνα με τους Thomas και Zhang (2000). Για να βελτιωθούν τα μοντέλα των discretionary accrual, οι Bernard και Skinner (1996) και ο McNichols (2000) πρότειναν να εστιάσουν σε στενότερο πεδίο όπου οι ευκαιρίες για σχεδιασμό μοντέλων είναι περισσότερες. Αυτό ίσως σημαίνει να μοντελοποιούνται τα accruals σε συγκεκριμένους κλάδους (Beaver και Engel, 1996) ή να μοντελοποιούνται συγκεκριμένα συστατικά τους (Mc Nichols και Wilson, 1998).

Όπως αναφέρθηκε προηγουμένως, έγινε όλο και περισσότερο συνηθισμένο να εστιάζουν οι ερευνητές στα τρέχοντα accruals. Ο Benish (1998) υποστήριξε ότι η χειραγώγηση των λογιστικών αποτελεσμάτων μέσω των υποτιμημένων accrual είναι πιθανό να έχει περιορισμένη «επιτυχία» λόγω της διαφάνειας και της προβλεψιμότητάς της πρακτικής αυτής.

Σύμφωνα με τους Wayne R. Guay, S. P. Kothari, και Ross L. Watts (1996), πραγματοποιώντας έρευνα σχετικά με τον ρόλο των accruals στην αποτίμηση της αγοράς κεφαλαίου καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι τα accruals δίνουν τη δυνατότητα στα στελέχη να βελτιώσουν τις ταμειακές ροές ως μέτρο απόδοσης της επιχείρησης. Χρησιμοποίησαν βασισμένα στην αγορά τεστ των discretionary accrual μοντέλων και κατέληξαν στο ότι μόνο τα μοντέλα του Jones και modified Jones αξιολογούν ορθά τα discretionary accruals που έχουν τις ιδιότητες των accruals ως αποτέλεσμα της ευκαιριακής διοίκησης ή των accruals που ενισχύουν τα κέρδη ως μέτρο απόδοσης, ενώ τα αποτελέσματα με τη χρήση των άλλων μοντέλων εξαρτώνται πολύ από το δείγμα, τόσο ώστε τα αποτελέσματα να μην είναι ασφαλή. Επίλογος της παραπάνω έρευνας είναι η προτροπή προς τους μελλοντικούς ερευνητές να χρησιμοποιήσουν μοντέλα τα οποία να λαμβάνουν υπόψη τα κίνητρα των διευθυντών και τις επιστροφές των discretionary accruals, ώστε τα discretionary accruals να υπολογισθούν ορθότερα..

Οι Guay et al. (1996) εξέτασαν τα αποτελέσματα των πέντε βασικών μοντέλων discretionary accruals σε σύγκριση με τα αποτελέσματα ενός τυχαίου μοντέλου και δεν κατέληξαν σε ισχυρή απόδειξη ότι κάποιο από τα μοντέλα είναι αποτελεσματικό στο να ανιχνεύει τα non- discretionary accruals συστατικά των accruals. Πιο σημαντικό ακόμα είναι το γεγονός ότι βρήκαν ότι τα βασικά μοντέλα κατά μέσο όρο δεν λειτουργούν καλύτερα από το τυχαίο μοντέλο που μελέτησαν.

Οι Kang και Sivaramakrishnan (1995), πρότειναν μια πολυμεταβλητή προσέγγιση για να μετρηθούν τα δύο συνθετικά των accruals, discretionary και non-discretionary accruals, ή αλλιώς τη χειραγωγημένη και τη μη χειραγωγημένη μερίδα των κερδών και τελικά συμπέραναν ότι το μοντέλο τους είναι ισχυρότερο από το μοντέλο του Jones (1991) στην ανίχνευση πρακτικών χειραγώγησης των λογιστικών αποτελεσμάτων. Ωστόσο η προσέγγιση τους δεν ελέγχθηκε διεξοδικά ούτε υιοθετήθηκε ευρέως από άλλους ερευνητές.

Στον βαθμό που η χρήση των discretionary accruals εξυπηρετεί ως λύση στο πρόβλημα των ποικίλων πρακτικών χειραγώγησης, είναι σημαντικό να καθορίσουμε εάν οι υπάρχουσες μέθοδοι έρευνας είναι αρκετά ισχυρές ώστε να ανιχνεύσουν την τυχούσα χειραγώγηση κερδών όταν και μόνο όταν υφίσταται. Η Dechow et al. (1995) συνέκρινε την ικανότητα ποικίλων μοντέλων βασισμένων στην αγορά, να ανιχνεύσουν την ύπαρξη πρακτικών χειραγώγησης λογιστικών κερδών. Τα αποτελέσματα υπέδειξαν ότι τα μοντέλα αυτά ανιχνεύουν την ύπαρξη πρακτικών χειραγώγησης λογιστικών αποτελεσμάτων αλλά ωστόσο έχουν μικρή δύναμη.

Όπως ανέφερα και στην σύνοψη της παρούσας εργασίας οι Patricia M. Dechow, Richard D. Sloan και Ammy P. Sweeney (1995) διενέργησαν μια έρευνα της οποίας τη μεθοδολογία θα δανειστώ προκειμένου να πραγματοποιήσω και την δική μου έρευνα. Η εν λόγω έρευνα αξιολογεί τα εναλλακτικά μοντέλα discretionary accruals που υπάρχουν ως προς την ικανότητα τους να ανιχνεύουν την χειραγώγηση από τα στελέχη των λογιστικών αποτελεσμάτων. Η αξιολόγηση συγκρίνει το πόσο συγκεκριμένα και δυνατά είναι τα αποτελέσματα των στατιστικών τεστ που βασίζονται στα δεδομένα που προκύπτουν από τα μοντέλα discretionary accruals. Η έρευνα καταλήγει στο αρχικό συμπέρασμα ότι όλα τα μοντέλα εμφανίζονται να είναι κατάλληλα – να δίνουν συγκεκριμένα αποτελέσματα- όταν αναφέρονται σε ένα τυχαίο δείγμα διαχειριστικών χρήσεων των επιχειρήσεων, ενώ όλα τα μοντέλα οδηγούν σε τεστ με μικρή δύναμη ανίχνευσης της χειραγώγησης των αποτελεσμάτων ακόμα και αν αυτή αφορά μεγάλα οικονομικά μεγέθη. Τέλος όλα τα μοντέλα απορρίπτουν την μηδενική υπόθεση ( $H_0$  = μη ύπαρξη λογιστικής διαχείρισης των αποτελεσμάτων) σε ποσοστά που υπερβαίνουν τα συγκεκριμένα επίπεδα των τεστ όταν εφαρμόζονται σε δείγματα εταιριών με ακραίες αποδόσεις. Τα αποτελέσματα υπογραμμίζουν την σπουδαιότητα του ελέγχου της χρηματοοικονομικής απόδοσης όταν ελέγχεται το δείγμα των επιχειρήσεων για ύπαρξη ή μη πρακτικών χειραγώγησης των λογιστικών αποτελεσμάτων. Από τα αποτελέσματα της έρευνας υπερτονίζεται ότι η τροποποιημένη έκδοση του μοντέλου του Jones



(modified Jones) εμφανίζει τη μεγαλύτερη δύναμη στην ανίχνευση της χειραγώγησης των αποτελεσμάτων.

Σύμφωνα με τους Patricia M. Dechow, Richard D. Sloan και Ammy P. Sweeney, η αξιολόγηση της σχετικής απόδοσης των ανταγωνιζόμενων μοντέλων γίνεται μέσω της σύγκρισης, της συγκεκριμενοποίησης και της δύναμης των κοινά χρησιμοποιούμενων στατιστικών τεστ. Το πόσο συγκεκριμένα είναι τα στατιστικά τεστ αξιολογείται με την εξέταση της συχνότητας με την οποία παράγουν λάθη του τύπου 1. Λάθη του τύπου 1 προκύπτουν όταν η μηδενική υπόθεση, ότι τα αποτελέσματα δεν χειραγωγούνται συστηματικά, σε απάντηση του ερεθίσματος που αναγνωρίζεται από τον αναλυτή-ερευνητή, απορρίπτεται όταν η μηδενική υπόθεση είναι σωστή. Παράλληλα, η δύναμη των στατιστικών τεστ αξιολογείται με τη συχνότητα με την οποία παράγουν λάθη τύπου 2. Τα λάθη του τύπου δύο προκύπτουν όταν η μηδενική υπόθεση ότι τα αποτελέσματα δεν χειραγωγούνται συστηματικά σε απάντηση του ερεθίσματος που αναγνωρίζεται από τον αναλυτή-ερευνητή δεν απορρίπτεται όταν η μηδενική υπόθεση είναι λάθος.

Η μεθοδολογία την οποία ακολούθησα στην έρευνα μου πηγάζει από την μεθοδολογία της παραπάνω έρευνας, με τη διαφορά ότι θα μελετηθούν τα μοντέλα Jones και modified Jones. Προτού προχωρήσω στην παρουσίαση της έρευνας θα ήταν σκόπιμο να παρουσιάσω τα πέντε μοντέλα discretionary accruals για τα οποία έγινε ήδη πολύς λόγος.

### **3.3 ΜΟΝΤΕΛΑ DISCRETIONARY ACCRUALS**

Το συνηθισμένο σημείο εκκίνησης για την μέτρηση των discretionary accruals είναι τα nondiscretionary accruals. Για να υπολογίσουμε τα discretionary accruals χρησιμοποιούμε ένα μοντέλο ώστε να υπολογίσουμε τα nondiscretionary accruals που αν τα αφαιρέσουμε από τα total accruals που έχουμε ήδη υπολογίσει παίρνουμε τα discretionary accruals. Τα περισσότερα μοντέλα απαιτούν τουλάχιστον τον υπολογισμό μιας παραμέτρου, η οποία υπολογίζεται με τη χρήση της περιόδου που μελετείται, κατά τη διάρκεια της οποίας δεν προβλέπεται ότι υπάρχει συστηματική χειραγώγηση των λογιστικών αποτελεσμάτων. Υπάρχουν πέντε βασικά μοντέλα discretionary accruals τα οποία ανταγωνίζονται μεταξύ τους, ως προς το ποιο παρέχει τον ορθότερο υπολογισμό.

### 1. Το μοντέλο της De Angelo.

Το μοντέλο αυτό δημιουργήθηκε το 1986 και χρησιμοποιεί τα συνολικά δεδουλευμένα (total accruals) της τελευταίας περιόδου ( $TA_{t-1}$ ) χωρίς να λαμβάνει υπόψη τα «παρελθόντα» στοιχεία του Ενεργητικού ( $A_{t-2}$ ) ως μέτρο των μη διακριτών δεδουλευμένων (nondiscretionary accruals). Έτσι, το μοντέλο των μη διακριτών δεδουλευμένων ( $NDA_t$ ) εκφράζεται μαθηματικά ως εξής :

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

### 2. Το μοντέλο του Healy

Ο Healy (1985) χρησιμοποίησε τα συνολικά δεδουλευμένα ( $TA_t$ ) χωρίς να λάβει υπόψη το συνολικό ενεργητικό  $A_{t-1}$  της προηγούμενης περιόδου ως μέτρο των μη διακριτών δεδουλευμένων (nondiscretionary accruals). Για τον λόγο αυτό, το μοντέλο των μη διακριτών δεδουλευμένων για την χρονιά  $t$  διαμορφώνεται ως εξής:

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

όπου  $NDA_t$  είναι τα μη διακριτά δεδουλευμένα της χρονιάς  $t$  αφού αφαιρέσουμε τα συνολικά στοιχεία,  $n$  είναι ο αριθμός των ετών της περιόδου εκτίμησης, και  $t$  είναι το έτος βάσης για τα χρόνια ( $t-n, t-n+1, \dots, t-1$ ) τα οποία περιλαμβάνονται στην περίοδο εκτίμησης. Η διακριτή αναλογία των δεδουλευμένων είναι η διαφορά μεταξύ συνολικών στοιχείων στην χρονιά  $t$  αφού αφαιρεθούν τα  $A_{t-1}$  και το  $NDA_t$ . Παρόλο που στο μοντέλο της De Angelo, στο οποίο η περίοδος εκτίμησης των μη διακριτών στοιχείων περιορίζεται στην προηγούμενη περίοδο παρατήρησης, μπορεί να προκύψει μια ειδική περίπτωση του μοντέλου του Healy, τα δύο μοντέλα είναι λίγο διαφορετικά. Αξίζει να υπογραμμίσουμε ότι στο μοντέλο της De Angelo υπάρχει η υπόθεση ότι το NDA ακολουθεί μια τυχαία κατανομή, στο μοντέλο του Healy υπάρχει η υπόθεση ότι το NDA ακολουθεί μια κανονική (μέση) κατανομή.

## 3. Το μοντέλο του Jones

Ο Jones (1991) προσπάθησε να ελέγξει τα αποτελέσματα των «αλλαγών» στις χρηματοοικονομικές καταστάσεις μιας επιχείρησης σχετικά με τα μη διακριτά δεδουλευμένα (nondiscretionary accruals). Το μοντέλο του Jones για τα μη διακριτά δεδουλευμένα το έτος που εξετάζεται είναι:

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

Όπου  $NDA_t$  είναι τα μη διακριτά δεδουλευμένα (nondiscretionary accruals) μιας χρονιάς  $t$  αφού αφαιρέσουμε το σύνολο του ενεργητικού,  $\Delta REV_t$  είναι τα έσοδα (κύκλος εργασιών) του έτους  $t$  μείον τα έσοδα του έτους  $t-1$ ,  $PPE_t$  είναι ο πάγιος εξοπλισμός στο τέλος του έτους  $t$ ,  $A_{t-1}$  είναι το σύνολο του ενεργητικού στο τέλος του χρόνου  $t-1$ , και  $\alpha_1, \alpha_2, \alpha_3$  είναι οι συγκεκριμένες παράμετροι της επιχείρησης.

Εκτιμήσεις σχετικά με τις συγκεκριμένες παραμέτρους της επιχείρησης  $\alpha_1, \alpha_2$  και  $\alpha_3$  προκύπτουν από την παρατήρηση των τιμών που δίνει το ακόλουθο μοντέλο όταν αυτό εφαρμόζεται την περίοδο εκτίμησης.

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

Όπου  $\alpha_1, \alpha_2$  και  $\alpha_3$  υπολογίζονται με τη μέθοδο ελαχίστων τετραγώνων, το  $TA_t$  είναι τα συνολικά δεδουλευμένα της χρονιάς  $t$  (total accruals) και  $\varepsilon_t$  είναι το σφάλμα/ λάθος που αντιπροσωπεύει τη συγκεκριμένη αναλογία διακριτών δεδουλευμένων (discretionary accruals) της επιχείρησης το έτος  $t$ . Οι υπόλοιπες μεταβλητές έχουν την ίδια ερμηνεία με προηγουμένως.

Μια υπόθεση του μοντέλου του Jones είναι ότι τα έσοδα είναι μη διακριτά. Εάν γίνεται χειραγώγηση των λογιστικών αποτελεσμάτων μέσω των διακριτών εσόδων, τότε το μοντέλο του Jones θα απομακρύνει μέρος των χειραγωγημένων αποτελεσμάτων από τα discretionary accruals (λάθος τύπου 2). Αξίζει να σημειώσουμε ότι ο Jones αναγνωρίζει τον περιορισμό του μοντέλου του (Jones 1991, υποσημείωση 31). Το παραπάνω πρόβλημα έρχεται να διορθώσει το τροποποιημένο μοντέλο του Jones.

#### 4. Το τροποποιημένο μοντέλο του Jones.

Το τροποποιημένο μοντέλο του Jones (modified Jones), σχεδιάστηκε ώστε να εξαλείψει την υποτιθέμενη τάση του μοντέλου του Jones να μετράει τα διακριτά δεδουλευμένα (discretionary accruals) με λάθη όταν η διάκριση αφορά την αναγνώριση του εισοδήματος. Στο τροποποιημένο μοντέλο, τα μη διακριτά δεδουλευμένα (nondiscretionary accruals) καθορίζονται κατά τη διάρκεια του έτους (π.χ. το έτος στο οποίο υποτίθεται ότι λαμβάνει χώρα η χειραγώγηση των λογιστικών κερδών) με βάση την ακόλουθη σχέση:

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

Όπου  $\Delta RECT$  είναι η μεταβολή των εισπρακτέων (τα καθαρά εισπρακτέα στο έτος  $t$  μείον τα καθαρά εισπρακτέα το έτος  $t-1$ ), και οι άλλες μεταβλητές έχουν την ίδια εξίσωση με προηγούμενως. Είναι πολύ σημαντικό να σημειώσουμε ότι οι εκτιμήσεις των όρων  $\alpha_1$ ,  $\alpha_2$  και  $\alpha_3$  είναι ίδιες με αυτές που παρατηρήθηκαν από το αυθεντικό-απλό μοντέλο του Jones. Η μόνη ρύθμιση σχετικά με το αυθεντικό μοντέλο του Jones είναι ότι η αλλαγή στο εισόδημα είναι ρυθμισμένη για την αλλαγή στα εισπρακτέα του έτους που μας ενδιαφέρει (π.χ. το έτος στο οποίο υποτίθεται ότι λαμβάνει χώρα η χειραγώγηση των λογιστικών κερδών).

#### 5. Το βιομηχανικό μοντέλο

Το βιομηχανικό μοντέλο αποδυναμώνει την υπόθεση ότι τα μη διακριτά στοιχεία (nondiscretionary accruals) είναι συνεχή κατά τη διάρκεια του χρόνου. Αντί να προσπαθήσει να μοντελοποιήσει την ειδοποιό διαφορά των μη διακριτών δεδουλευμένων ευθέως, το βιομηχανικό μοντέλο υποθέτει ότι η μεταβολή της ειδοποιούς διαφοράς των μη διακριτών δεδουλευμένων είναι κοινή κατά μήκος των επιχειρήσεων στην ίδια βιομηχανία - στον ίδιο κλάδο. Το βιομηχανικό μοντέλο για τα μη διακριτά δεδουλευμένα είναι το εξής:

$$NDA_t = \beta_1 + \beta_2 \text{median}_j(TA_t / A_{t-1})$$

Όπου το  $NDA_t$  υπολογίζεται όπως στην εξίσωση του αυθεντικού-απλού μοντέλου του Jones, με τα συνολικά δεδουλευμένα διότι δεν είναι άμεσα παρατηρήσιμο, και ο όρος  $median_j(TA_t / A_{t-1})$  είναι ο μέσος όρος των συνολικών δεδουλευμένων (total accruals) του έτους  $t$  εφόσον αφαιρεθούν τα συνολικά στοιχεία.

#### 4.1 ΕΡΕΥΝΗΤΙΚΗ ΠΡΟΣΕΓΓΙΣΗ

Όπως αναφέρθηκε στην εισαγωγή της εργασίας μου, θα προσπαθήσω να εξετάσω την ύπαρξη χειραγώγησης λογιστικών αποτελεσμάτων από τις διοικήσεις των εισηγμένων στο ελληνικό χρηματιστήριο εταιριών για την περίοδο 1996-2004. Προκειμένου να εξεταστεί το προαναφερθέν δείγμα θα χρησιμοποιήσω τα διάσημα μοντέλα Jones και modified Jones, με τον τρόπο που αυτά χρησιμοποιούνται από τους Patricia M. Dechow, Richard D. Sloan και Ammy P. Sweeney στην έρευνα τους με τίτλο Detecting Earnings Management.. Θα υπολογίσω αρχικά τα total accruals (TA) και κατόπιν τα nondiscretionary accruals (NDA), βασιζόμενη στα μοντέλα Jones και modified Jones.

Πιο συγκεκριμένα, σύμφωνα με το μοντέλο του Jones υπολογίζω τα nondiscretionary accruals (NDA) με τον ακόλουθο τύπο

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

Όπου

$NDA_t$  είναι τα μη διακριτά δεδουλευμένα (nondiscretionary accruals) μιας χρονιάς  $t$  αφού αφαιρέσουμε το σύνολο του Ενεργητικού,

$\Delta REV_t$  είναι τα έσοδα (κύκλος εργασιών) του έτους  $t$  μείον τα έσοδα του έτους  $t-1$ ,

$PPE_t$  είναι ο πάγιος εξοπλισμός στο τέλος του έτους  $t$ ,

$A_{t-1}$  είναι το συνολικό ενεργητικό στο τέλος του χρόνου  $t-1$ ,

και  $\alpha_1, \alpha_2, \alpha_3$  είναι οι συγκεκριμένες παράμετροι του δείγματος, οι οποίες υπολογίζονται με τη μέθοδο των ελαχίστων τετραγώνων, εφαρμόζοντας την ακόλουθη εξίσωση, τις οποίας όλες οι μεταβλητές έχουν παρουσιασθεί παραπάνω.

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

Στον ακόλουθο πίνακα φαίνονται οι τιμές  $\alpha_1$ ,  $\alpha_2$ ,  $\alpha_3$  για κάθε μελετούμενο έτος.

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
$\alpha_1$	1,578,040.00	1,839,640.00	2,420,670.00	3,154,580.00	3,531,530.00	4,354,190.00	4,411,500.00	3,256,860.00	
$\alpha_2$		86,154.01	88,156.96	152,602.49	225,235.68	227,667.48	324,314.92	289,926.05	541,636.94
$\alpha_3$		279,939.03	383,263.29	436,766.37	574,068.36	773,266.06	856,322.50	913,838.74	1,236,800.00

Με το μοντέλο modified Jones υπολογίζω τα nondiscretionary accruals (NDA) με τον ακόλουθο τύπο

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

Όπου  $\Delta RECT$  είναι τα καθαρά εισπρακτέα στο έτος  $t$  μείον τα καθαρά εισπρακτέα το έτος  $t-1$ , ενώ οι άλλες μεταβλητές έχουν την ερμηνεία με το απλό μοντέλο του Jones.

Εφόσον υπολογίσω τα nondiscretionary accruals (NDA), θα συνεχίσω με τον υπολογισμό των total accruals (TA), τα οποία υπολογίζονται χρησιμοποιώντας τον εξής τύπο

$$TA_t = \Delta CA_t - \Delta Cash_t - \Delta CL_t + \Delta DCL_t - DEP_t$$

Ο τύπος αυτός χρησιμοποιήθηκε σε προηγούμενες μελέτες από τους Healy (1985) και Jones (1991). Οι μεταβλητές που τον συστήνουν ερμηνεύονται ως εξής:

$\Delta CA$  = η μεταβολή στο κυκλοφορούν ενεργητικό

$\Delta CL$  = η μεταβολή στις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις

$\Delta Cash$  = η μεταβολή στα μετρητά και στα ισοδύναμα μετρητών

$\Delta STD$  = η μεταβολή του τραπεζικού χρέους που συμπεριλαμβάνεται στις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις

$Dep$  = τα έξοδα των αποσβέσεων του τρέχοντος έτους

Χρησιμοποιώντας καθένα από τα ανταγωνιζόμενα μοντέλα, έχουμε υπολογίσει τα nondiscretionary accruals καθώς επίσης και τα total accruals από τον γενικό τύπο που δώσαμε

παραπάνω. Επομένως, τα discretionary accruals (DA) υπολογίζονται αφαιρώντας τα nondiscretionary accruals (NDA) από τα total accruals (TA).

$$DA_{it} = TA_{it} - NDA_{it}$$

Έχοντας υπολογίσει τα discretionary accruals (DA) θα προχωρήσω στην εφαρμογή της εξίσωσης βάση της οποίας θα καταλήξω στο συμπέρασμα εάν το μελετώμενο δείγμα έχει υποστεί λογιστική διαχείριση των αποτελεσμάτων που εμφανίζονται στις χρηματοοικονομικές καταστάσεις. Θα εφαρμόσουμε την ακόλουθη εξίσωση:

$$DA_{it} = a_i + b_i * PART_{it} + e_{it}$$

Όπου  $DA_{it}$  είναι το μέτρο για τα discretionary accruals (DA) που υπολόγισα με κάθε ένα από τα μοντέλα Jones και modified Jones,

$PART$  είναι μια μεταβλητή την οποία θέτω ίση με 1 εάν θεωρήσω ότι το συγκεκριμένο έτος συμβαίνει χειραγώγηση των κερδών και 0 εάν θεωρήσω ότι δεν υπάρχει χειραγώγηση.

$b_i$  ο συντελεστής του  $PART$  παρέχει μια εκτίμηση του μεγέθους της χειραγώγησης των λογιστικών αποτελεσμάτων που αντιπροσωπεύεται από το  $PART$

$e_{it}$  (standard error) είναι το λάθος του συντελεστή του  $PART$

Και  $a_i$  είναι το ύψος των discretionary accruals (DA) όταν δεν συμβαίνει χειραγώγηση των λογιστικών αποτελεσμάτων.

Η μηδενική υπόθεση της μη ύπαρξης χειραγώγησης των λογιστικών αποτελεσμάτων ( $b_i = 0$ ) ελέγχεται με την διενέργεια του t-test.

Για την εκπόνηση της έρευνας μου, χρησιμοποίησα δείγμα 446 εταιρειών, δηλαδή όλων των εισηγμένων στην ελληνική χρηματαγορά την περίοδο 1996-2004. Από τον ακόλουθο πίνακα λαμβάνουμε πληροφορίες σχετικά με τη σύσταση των κλάδων. Παρατηρούμε ότι το δείγμα προκύπτει από επιχειρήσεις που ενυπάρχουν σε 62 κλάδους. Οι κλάδοι με τις περισσότερες επιχειρήσεις είναι ο «Ρουχισμός & Αξεσουάρ» (33), τα «Τρόφιμα» (26), οι «Διάφορες» (83) και οι «Κατασκευές» (27). Αναλυτικά υπάρχουν όλες οι επιχειρήσεις στο παράρτημα της παρούσης εργασίας.

ΚΛΑΔΟΙ		ΚΛΑΔΟΙ	
ΑΛΟΥΜΙΝΙΟ	6	ΞΕΝΟΔΟΧΕΙΑ	4
ΑΝΑΨΥΚΤΙΚΑ	1	ΟΙΚΙΑΚΟΣ ΕΞΟΠΛΙΣΜΟΣ	2
ΑΠΟΣΤΑΣΗ & ΟΙΝΟΠΑΡΑΓΩΓΗ	3	ΟΡΥΧΕΙΑ	2
ΒΑΣΙΚΑ ΧΗΜΙΚΑ	5	ΠΑΙΧΝΙΔΙΑ	1
ΓΕΝΙΚΕΣ ΑΣΦΑΛΕΙΕΣ	1	ΠΡΟΜΗΘΕΥΤΕΣ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑΣ	2
ΓΕΩΡΓΙΑ & ΑΛΙΕΙΑ	11	ΡΟΧΙΣΜΟΣ & ΑΞΕΣΟΥΑΡ	33
ΔΙΑΔΙΚΤΥΟ	1	ΣΤΑΘΕΡΗ ΤΗΛΕΦΩΝΙΑ	2
ΔΙΑΦΗΜΙΣΗ	2	ΤΗΛΕΟΡΑΣΗ - ΨΥΧΑΓΩΓΙΑ	4
ΔΙΑΦΟΡΕΣ	83	ΤΡΑΠΕΖΕΣ	17
ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗ ΑΚΙΝΗΤΗΣ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΣ	8	ΤΡΟΦΙΜΑ	26
ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ	1	ΤΥΧΕΡΑ ΠΑΙΧΝΙΔΙΑ	4
ΔΙΥΛΙΣΤΗΡΙΑ	1	ΥΔΡΕΥΣΗ	2
ΕΙΔΗ ΠΡΟΣΩΠΙΚΗΣ ΦΡΟΝΤΙΔΑΣ	5	ΥΛΙΚΑ ΣΥΣΚΕΥΑΣΙΑΣ	7
ΕΚΔΟΣΕΙΣ	10	ΥΛΙΚΟ ΥΠΟΛΟΓΙΣΤΩΝ	5
ΕΜΠΟΡΙΚΑ ΟΧΗΜΑΤΑ & ΦΟΡΤΗΓΑ	3	ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ ΑΝΑΨΥΧΗΣ	2
ΕΞΕΙΔΙΚΕΥΜΕΝΑ ΧΗΜΙΚΑ	8	ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ ΜΕΤΑΦΟΡΩΝ	3
ΕΞΕΙΔΙΚΕΥΜΕΝΟ ΛΙΑΝΙΚΟ ΕΜΠΟΡΙΟ	11	ΥΠΟΔΗΜΑΤΑ	5
ΕΞΟΠΛΙΣΜΟΣ ΤΗΛΕΠΙΚΟΙΝΩΝΙΩΝ	4	ΧΑΛΥΒΑΣ	9
ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΕΣ ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ	1	ΑΣΦΑΛΕΙΕΣ ΙΔΙΟΚΤΗΣΙΑΣ & ΖΗΜΙΩΝ	4
ΕΠΙΠΛΑ	4	ΓΕΝΙΚΟ ΕΜΠΟΡΙΟ	1
ΕΣΤΙΑΣΗ	3	ΔΙΑΡΚΗ ΚΑΤΑΝΑΛΩΤΙΚΑ ΑΓΑΘΑ	9
ΗΛΕΚΤΡΙΚΑ ΜΕΡΗ & ΕΞΟΠΛΙΣΜΟΣ	2	ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΑΚΙΝΗΤΗΣ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΣ	2
ΗΛΕΚΤΡΙΣΜΟΣ	2	ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ	15
ΙΑΤΡΙΚΕΣ ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ	5	ΛΙΑΝΙΚΟ & ΧΟΝΔΡΙΚΟ ΕΜΠΟΡΙΟ ΤΡΟΦΙΜΩΝ	2
ΙΑΤΡΙΚΟΣ ΕΞΟΠΛΙΣΜΟΣ	1	ΜΗΧΑΝΗΜΑΤΑ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΟΥ ΕΞΟΠΛΙΣΜΟΥ	8
ΚΑΠΝΟΣ	2	ΟΙΚΟΔΟΜΙΚΑ ΥΛΙΚΑ & ΕΞΑΡΤΗΜΑΤΑ	14
ΚΑΤΑΣΚΕΥΕΣ	27	ΤΑΞΙΔΙΑ & ΤΟΥΡΙΣΜΟΣ	8
ΚΙΝΗΤΗ ΤΗΛΕΦΩΝΙΑ	1	ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ Η/Υ	15
ΛΟΓΙΣΜΙΚΟ	10	ΥΠΟΣΤΗΡΙΚΤΙΚΕΣ ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ	5
ΜΕΣΙΤΕΣ ΑΣΦΑΛΙΣΕΩΝ	1	ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΑ ΠΡΟΪΟΝΤΑ	2
ΜΗ ΣΙΔΗΡΟΥΧΑ ΜΕΤΑΛΛΑ	3	ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΙΚΕΣ ΜΙΣΘΩΣΕΙΣ	5



## 5.1 ΕΜΠΕΙΡΙΚΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ

Γενικότερα, για το δείγμα θα μπορούσα να πω ότι από όλες τις εξεταζόμενες χρονιές, το 1999 σε όλες τις εξεταζόμενες μεταβλητές έχει τις περισσότερες παρατηρήσεις. Το γεγονός αυτό είναι λογικό αν σκεφτεί κανείς ότι το έτος 1999 οι επιχειρήσεις που διαπραγματεύονταν στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών ήταν περισσότερες από κάθε άλλη χρονιά. Θεωρώ επομένως πολύ πιθανό το δείγμα μου να επηρεαστεί από τις ακραίες τιμές του 1999 οι οποίες θα επηρεάσουν με τη σειρά τους, τους μέσους όρους των μεταβλητών που υπολογίζω. Αξίζει να αναφέρω ότι ομαλοποίησα τα δεδομένα με ειδικό πρόγραμμα αντί να εξαιρέσω απλά τις ακραίες τιμές, ώστε να μην μειώσω τον αριθμό των παρατηρήσεων και έμμεσα και την αντιπροσωπευτικότητα του δείγματος.

Μελετώντας το δείγμα καταλήγω σε συμπεράσματα σχετικά με τον μέσο όρο, την ελάχιστη και τη μέγιστη τιμή, την διακύμανση και τον αριθμό των παρατηρήσεων κάθε μεταβλητής. Οι παρατηρήσεις αυτές παρουσιάζονται στους ακόλουθους πίνακες.

	ΜΕΣΟΣ ΟΡΟΣ	MIN	MAX	ΔΙΑΚΥΜΑΝΣΗ	ΠΑΡΑΤΗΡΗΣΕΙΣ
<b>ATit-1</b>	416,641,426.35	86,251.62	35,488,085,960.38	2,129,063,610.62	2,818.00
<b>PPE</b>	79,173,618.13	1,000.00	7,715,633,582.65	401,905,166.16	2,630.00
<b>ΔREV</b>	7,447,491.96	-181,230,151.29	581,836,000.00	34,960,142.11	2,459.00
<b>ΔRECT</b>	3,273,424.07	-310,262,423.80	354,225,527.47	31,319,984.35	2,812.00
<b>ΔCA<sub>t</sub></b>	5,380,510.40	-431,788,358.44	809,177,038.88	57,061,857.21	2,750.00
<b>ΔCash<sub>t</sub></b>	891,603.88	-137,527,665.59	191,121,738.96	16,673,724.07	2,807.00
<b>ΔCL<sub>t</sub></b>	3,565,628.86	-283,724,705.23	468,877,000.00	36,993,963.45	2,789.00
<b>ΔSTD<sub>t</sub></b>	3,176,243.62	-231,347,820.11	486,855,872.00	31,416,042.33	2,098.00

Ιδιαίτερα χαρακτηριστικό είναι το γεγονός ότι οι διακυμάνσεις των μεταβλητών είναι ιδιαίτερα υψηλές. Το παραπάνω συμπέρασμα μπορεί να προκύψει και από μια απλή παρατήρηση της μέγιστης (max) και της ελάχιστης (min) τιμής. Η υψηλή διακύμανση δικαιολογείται εν μέρει αν λάβω υπόψη

ότι οι μεταβλητές μου αφορούν μεταβολές. Όπως προανέφερα η ύπαρξη ακραίων τιμών μεταξύ των ετών, οι οποίες προέρχονται κυρίως από την χρηματιστηριακή κρίση του 1999, κάνουν την παρουσία τους αισθητή. Ένα ακόμα συμπέρασμα σχετικά με το δείγμα είναι ότι ο αριθμός των παρατηρήσεων είναι για όλες τις μεταβλητές περίπου στα ίδια επίπεδα. Το δείγμα δηλαδή παρουσιάζει σχετική ομοιογένεια.

Εφαρμόζοντας το μοντέλο του Jones, όπως αυτό περιγράφηκε παραπάνω, και εν συνεχεία τη βασική εξίσωση:

$$DA_{it} = a_i + b_i \cdot PART_{it} + e_{it}$$

καταλήγω σε τιμές για τον συντελεστή  $b_i$ , ο οποίος αντιπροσωπεύει τη χειραγώγηση των κερδών, οι οποίες έχουν ορισμένα χαρακτηριστικά. Πιο συγκεκριμένα, σε επίπεδο σημαντικότητας  $\alpha = 0,05$  και επτά (7) βαθμούς ελευθερίας, το  $b_i$  έχει μέσο όρο 0,2097250 και τυπική απόκλιση 0,0904281. Από τα δεδομένα αυτά προκύπτει απόρριψη της μηδενικής υπόθεσης, δηλαδή η ανάλυση του δείγματος χρησιμοποιώντας το μοντέλο του Jones μας οδηγεί στο συμπέρασμα ότι οι επιχειρήσεις χειραγωγούν τα κέρδη τους. Σε απόρριψη της μηδενικής υπόθεσης καταλήγουμε και όταν η ανάλυση γίνεται σε επίπεδο σημαντικότητας  $\alpha = 0,01$  με τους ίδιους βαθμούς ελευθερίας.

Jones	$\alpha=0,05$ B.E.=N-1	$\alpha=0.01$ B.E.=N-1
ΜΕΣΗ ΑΠΟΔΟΣΗ	0.2097250	0.2097250
ΤΥΠΙΚΗ ΑΠΟΚΛΙΣΗ	0.0904281	0.0904281
ΡΙΖΑ ΗΜΕΡΩΝ N	2.8284271	2.8284271
t statistic	6.5598154	6.5598154
t a/2	2.3646243	3.4994833
(t a/2)	-2.3646243	-3.4994833
Ho: -t a/2 < t < t a/2	FALSE	FALSE

Εφαρμόζοντας τώρα το τροποποιημένο μοντέλο του Jones (Modified Jones), ο συντελεστής  $b_i$  που αντιπροσωπεύει τη χειραγώγηση των λογιστικών κερδών έχει μέσο όρο 0,3174125 και τυπική διακύμανση 0,1331794. Σε επίπεδο σημαντικότητας  $\alpha = 0,05$  με επτά βαθμούς ελευθερίας το

τροποποιημένο μοντέλο του Jones (Modified Jones), καταλήγει σε απόρριψη της μηδενικής υπόθεσης, υποδεικνύοντας δηλαδή ότι η χειραγώγηση των λογιστικών κερδών από τις εισηγμένες στο χρηματιστήριο επιχειρήσεις για την περίοδο 1996-2004 είναι υπαρκτή. Απόρριψη της μηδενικής υπόθεσης έχουμε και σε επίπεδο σημαντικότητας  $\alpha = 0,01$  και επτά βαθμούς ελευθερίας.

<b>Modified Jones</b>	<b><math>\alpha=0,05</math> B.E=N-1</b>	<b><math>\alpha=0.01</math> B.E.=N-1</b>
ΜΕΣΗ ΑΠΟΔΟΣΗ	0.3174125	0.3174125
ΤΥΠΙΚΗ ΑΠΟΚΛΙΣΗ	0.1331794	0.1331794
ΡΙΖΑ ΗΜΕΡΩΝ N	2.8284271	2.8284271
t statistic	6.7411164	6.7411164
t a/2	2.3646243	3.4994833
(t a/2)	-2.3646243	-3.4994833
Ho: -t a/2 < t < t a/2	FALSE	FALSE

Καταλήγουμε δηλαδή στο συμπέρασμα ότι τα αποτελέσματα τα οποία προκύπτουν από την εφαρμογή των δύο μοντέλων υποδεικνύουν την ύπαρξη χειραγώγησης των λογιστικών κερδών. Στο τρίτο κεφάλαιο παρουσιάσαμε πολλές έρευνες οι οποίες είχαν ως στόχο να συγκρίνουν τα βασικά μοντέλα ως προς την ικανότητα τους να δίνουν ορθά αποτελέσματα. Γενικότερο συμπέρασμα των ερευνών ήταν ότι η δύναμη των τεστ είναι χαμηλή όταν υπάρχει χειραγώγηση των κερδών σε μεγάλο βαθμό. Επίσης, όταν οι επιχειρήσεις του δείγματος έχουν ακραίες χρηματοοικονομικές αποδόσεις τα χρησιμοποιούμενα τεστ δεν ενδείκνυνται για να μελετήσουν την ύπαρξη πρακτικών χειραγώγησης λογιστικών κερδών. Σύμφωνα με την ομόφωνη άποψη της ακαδημαϊκής κοινότητας το τροποποιημένο μοντέλο του Jones (Modified Jones), δίνει τα πιο ισχυρά αποτελέσματα για τη χειραγώγηση των λογιστικών αποτελεσμάτων. Σύμφωνα με την έρευνα των Patricia M. Dechow, Richard D. Sloan και Ammy P. Sweeney στην οποία στήριξα την δική μου έρευνα, όλα τα μοντέλα οδηγούν σε τεστ με μικρή δύναμη ανίχνευσης της χειραγώγησης των αποτελεσμάτων ακόμα και αν αυτή αφορά μεγάλα οικονομικά μεγέθη. Τέλος όλα τα μοντέλα απορρίπτουν την μηδενική υπόθεση (Ho = μη ύπαρξη λογιστικής διαχείρισης των αποτελεσμάτων) σε ποσοστά που υπερβαίνουν τα συγκεκριμένα επίπεδα των τεστ όταν εφαρμόζονται σε δείγματα εταιριών με ακραίες αποδόσεις, όπως και το δικό μου.

Αν βασιστούμε δηλαδή στα παραπάνω συμπεράσματα, προκύπτει το συμπέρασμα ότι παρόλο που η εφαρμογή των δύο μοντέλων απορρίπτει την μηδενική υπόθεση, ενδεχομένως τα αποτελέσματα αυτά να μην είναι αληθή. Ωστόσο, το αποτέλεσμα που προέρχεται από την εφαρμογή των δύο μοντέλων (ότι δηλαδή τα λογιστικά κέρδη χειραγωγούνται) δεν είναι σοκαριστικό, δεδομένης της ιδιαίτερης κατάστασης που υπήρχε στην χρηματαγορά το 1999. Ίσως ορισμένοι διαφωνήσουν ισχυριζόμενοι ότι το 1999 αποτελεί μόνο μια από τις οχτώ εξεταζόμενες χρονιές, όμως θα ήταν ίσως αφελές να πιστέψουμε ότι μια τόσο ισχυρή κρίση υπήρξε μια χρονιά και κατόπιν «εξαφανίστηκε». Σίγουρα πρόκειται για μια κατάσταση της οποίας σημάδια προυπήρχαν του 1999 και σίγουρα δεν σταμάτησαν κατόπιν. Ίσως ελαττώθηκαν μετά το 2002 με την ψήφιση του νόμου 3016/2002 περί εταιρικής διακυβέρνησης και άλλων μέτρων που ελήφθησαν μετά τη χρηματιστηριακή κρίση από το κράτος αλλά και από την επιτροπή κεφαλαιαγοράς, αλλά σίγουρα δεν εξαφανίσθηκαν. Κατά την διάρκεια της μελετούμενης οχταετίας οι επιχειρήσεις είχαν ακραίες χρηματοοικονομικές αποδόσεις δηλαδή από το ανώτατο επίπεδο των αποδόσεων το 1999 πολλές καταβαθρώθηκαν μετά την κρίση, γεγονός που με κάνει να μην αποκλείω την μικρή πιθανότητα λάθους, παρότι τα αποτελέσματα μου είναι λογικά.

Έρευνες με τις οποίες θα μπορούσα να συγκρίνω άμεσα τα αποτελέσματα μου δεν υπάρχουν, δεδομένου ότι οι υπάρχουσες έρευνες μελετούν βέβαια τη χειραγώγηση των λογιστικών κερδών, όχι όμως με τη χρήση των discretionary accruals. Υπάρχει όμως μια έρευνα, την οποία ανέφερα στο τρίτο κεφάλαιο, η οποία όμως δεν καταλήγει σε στατιστικά σημαντικό συμπέρασμα σχετικά με τη χειραγώγηση των λογιστικών κερδών. Η εν λόγω έρευνα των Κουμανάκος Ευάγγελος, Σηριόπουλος Κώστας και Γεωργόπουλος Αντώνιος (2005) μελέτησε εάν οι εξαγοράζουσες επιχειρήσεις που είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών, έχοντας ολοκληρώσει τις συγχωνεύσεις και τις εξαγορές την περίοδο 2001-2003, τείνουν να χειραγωγούν τα λογιστικά αποτελέσματα προς τα πάνω πριν την έναρξη και την ολοκλήρωση της συναλλαγής. Στην εν λόγω έρευνα δόθηκε βαρύτητα στα discretionary accruals ως μέτρο χειραγώγησης των κερδών από την διοίκηση. Προκειμένου να υπολογισθούν τα discretionary και non-discretionary συστατικά των συνολικών accruals, χρησιμοποιήθηκε το μοντέλο του Jones και το τροποποιημένο μοντέλο του Jones (Modified Jones).

Γενικότερα, οι έρευνες που μελέτησαν την ύπαρξη χειραγώγησης των λογιστικών κερδών στην Ελλάδα κατέληξαν στο συμπέρασμα της σαφούς υπαρκτότητας του φαινομένου

αυτού.[Μπαραλέξης (2001), Ζοπουνίδης Κωνσταντίνος, Σπάθης Χαράλαμπος και Μιχάλης Δούμπου (2002), Παναγιώτης Κούρτης (2004)].

Μελέτες από Έλληνες ερευνητές γύρω από θέμα της εταιρικής διακυβέρνησης στην Ελλάδα [Τραυλός (2003), Φλώρου και Γαλαρνιώτης (2003), Ξανθάκης, Τσιπούρης και Σπανός (2005), Ζοπουνίδης, Σπάθης και Δουμπού (2002), Οικονομικό Πανεπιστήμιο Αθηνών και ελεγκτική εταιρία Grant Thornton (2005 & 2006)], κατέληξαν στο γενικότερο συμπέρασμα ότι η εταιρική διακυβέρνηση στην Ελλάδα ασθενεί. Ασθενεί, διότι η εφαρμογή της από την ψήφιση του νόμου 3016/2002 και έπειτα, είναι σταδιακή και σε ορισμένες περιπτώσεις πρόκειται για τυπική και όχι ουσιαστική εφαρμογή των διατάξεων του νόμου. Καταλήγω επομένως στο συμπέρασμα ότι τουλάχιστον μέχρι το 2002 στην Ελλάδα υπήρχε πρόσφορο έδαφος για πρακτικές χειραγώγησης των λογιστικών κερδών το οποίο σίγουρα οι ελληνικές επιχειρήσεις δεν άφησαν ανεκμετάλλευτο.

## **ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ - ΕΠΙΛΟΓΟΣ**

Σκοπός της προσπάθειας μου ήταν να διαπιστώσω εάν το μελετούμενο δείγμα όλων των εισηγμένων επιχειρήσεων κατά τη διάρκεια της χρονικής περιόδου 1996-2004 είχε υποστεί χειραγώγηση από τα στελέχη και ποιος ο ρόλος της νομοθετημένης εταιρικής διακυβέρνησης στην κατάσταση αυτή. Η σύνδεση μεταξύ των δύο αυτών πλευρών (χειραγώγηση λογιστικών κερδών – εταιρική διακυβέρνηση) έγινε με την αντιπαράθεση ερευνών γύρω από τα δύο αυτά θέματα συμπεριλαμβανομένης και της παρούσης.

Όπως περιέγραψα στο προηγούμενο κεφάλαιο τα αποτελέσματα υποδεικνύουν την ύπαρξη προσπάθειας από μέρους των στελεχών να χειραγωγήσουν τα λογιστικά κέρδη, μιας και απορρίπτουν την μηδενική υπόθεση για μη ύπαρξη χειραγώγησης των λογιστικών κερδών. Η ύπαρξη χειραγώγησης των λογιστικών κερδών όμως θεωρείται βέβαιη σύμφωνα με τους Έλληνες ερευνητές και ακαδημαϊκούς, γεγονός που ισχυροποιεί και τα αποτελέσματα της παρούσας έρευνας.

Όπως διαφαίνεται από τις ερευνητικές προσπάθειες με θέμα την εφαρμογή της εταιρικής διακυβέρνησης στην Ελλάδα, το διάστημα από το 2002 και έπειτα η εταιρική διακυβέρνηση κερδίζει έδαφος όμως η ουσιαστική εφαρμογή της πάσχει επιτρέποντας στα στελέχη των επιχειρήσεων να δρουν ελεύθερα έναντι κυρίως των μακροπρόθεσμων συμφερόντων των μετόχων. Είναι λογικό ότι προκειμένου να περιοριστούν τέτοιου είδους λογιστικές πρακτικές είναι

απαραίτητος ο έλεγχος ως προς την ουσία των πραγμάτων και όχι ως προς την τυπική τήρηση των νομοθετικών διατάξεων περί εταιρικής διακυβέρνησης.

Επιλογικά, θα ήθελα να επισημάνω ότι το ερευνητικό πεδίο γύρω από τη χειραγώγηση των λογιστικών αποτελεσμάτων με τη χρήση των discretionary accruals στην Ελλάδα είναι σε παρθενικό στάδιο. Όπως προκύπτει από την παράθεση των ερευνών, η οποία διενεργήθηκε στο τρίτο κυρίως κεφάλαιο, οι έρευνες στην Ελλάδα εστιάζουν κυρίως στους λόγους για τους οποίους τα στελέχη προβαίνουν σε χειραγώγηση των λογιστικών τους αποτελεσμάτων καθώς επίσης και στο πως οι άμεσα ενδιαφερόμενοι (μέτοχοι, δυνητικοί επενδυτές, χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί, κράτος και τρίτοι) μπορούν να αντιληφθούν την ύπαρξη τέτοιων πρακτικών. Σε ελάχιστες έρευνες αναφέρονται τα accruals και ο τρόπος που αυτά χρησιμοποιούνται από τα στελέχη προκειμένου να εκπληρώσουν τους επιθυμητούς στόχους.

Επομένως, το θέμα ενδείκνυται για μελέτη, δεδομένου ότι τα discretionary accruals προτιμώνται από τα στελέχη προκειμένου να ωραιοποιήσουν τα αποτελέσματα της επιχείρησης. Είναι πολύ σημαντικό να βρεθεί το κατάλληλο ερευνητικό μοντέλο (με ελαχιστοποιημένες πιθανότητες λάθους), που να πιστοποιήσει με τα αποτελέσματά του την όντως βεβαιούμενη από τους ελεγκτικούς φορείς, χειραγώγηση των λογιστικών κερδών, ώστε να χρησιμοποιηθεί ως μέτρο πίεσης ενάντια στις πρακτικές ωραιοποίησης των χρηματοοικονομικών καταστάσεων προς παραπλάνηση κυρίως των μετόχων.

## ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

Akers D. Michael, Giacominio E. Don & Bellovary L. Jodi, 2007. Earnings Management and Its Implications Educating the Accounting Profession The New York State Society of CPAs.

Aaker H., F. Gjesdal, 2007. Detecting True Earnings Management and Evaluating Discretionary Accrual Models, *Journal of Accounting Research* 37, 134-142.

Barth M.E., McNichols M.F., 1994. Estimation and market valuation of environmental liabilities relating to superfund sites. *Journal of Accounting Research (Suppl.)* 32, 177-209.

Barth M.E., Elliott J.A., Fin M.W., 1999. Market rewards associated with patterns of increasing earnings. *Journal of Accounting Research* 37, 387-413.

Barth E. Mary, Landsman R. Wayne, Lang H. Mark, 2005. International Accounting Standards and Accounting Quality, Social Science Research Network.

Begley, J., Feltham, G., 1999. An empirical examination of the relation between debt contracts and management incentives. *Journal of Accounting and Economics* 27, 229-259.

Benish, M.D. (1998). Discussion of Are accruals during initial public offerings opportunistic?, *Review of Accounting Studies* 3:209-221.

Bernard V. L. , D. J. Skinner, 1996. What motivates managers' choice of discretionary accruals?, *Journal of Accounting and Economics*, τεύχος 22, σελ. 313-325.

Biao Xie, Wallace N. Davidson, III and Peter J. DaDalt, 2003. Earnings management and corporate governance: the role of the board and the audit committee, *Journal of Corporate Finance* Volume 9, Issue 3, Pagesa295-316.

Bugshan T. O., 2005. Corporate Governance, Earnings Management, and the Information Content of Accounting Earnings: Theoretical Model and Empirical Test.

Bushee, B.J. (1998), The influence of institutional investors on myopic R&D investment behaviour, *The Accounting Review*, Vol. 73 No.3, pp.305-33.

Burgstahler, D., Dichev, I., 1997. Earnings management to avoid earnings decreases and losses. *Journal of Accounting and Economics* 24, 99-126.

Dechow, P., Sloan R., Sweeney, A., 1995. Detecting earnings management, *The Accounting Review* 70, 193-225.

DeFond, M.L., Jiambalvo, J., 1994. Debt covenant violation and manipulation of accruals. *Journal of Accounting and Economics* 17, 145-176.

Εγγλέζου Μπάμπη, 2006. «Η Εταιρική Διακυβέρνηση στο απόσπασμα» Περιοδικό «Οικονομία».

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

Feroz, E., Park, K., Pastena, V., 1991. The financial and market effects of the SECs accounting and auditing enforcement releases. *Journal of Accounting Research* 29 (Suppl.), 107-142.

Fields D. Thomas, Lys Z. Thomas, Vincent Linda, 2000. Empirical research on accounting choice, *Journal of Accounting and Economics* 31, 255-307.

Florou A., Galarniotis A., 2006. Benchmarking greek corporate governance against different standards, *Corporate Governance and International Review*, Vol. 15, Iss.5 p.979-998.

Foerster S., Huen B., 2004. Does corporate governance matter to Canadian investors?, *Canadian investment review*, Vol. 17, Issue 3.

Gaver, J., Gaver, K., Austin, J., 1995. Additional evidence on bonus plans and income management. *Journal of Accounting and Economics* 19, 3-28.

Gaver, J., Gaver, K., 1998. The relation between nonrecurring accounting transactions and CEO cash compensation. *The Accounting Review* 73, 235-253.

Guay W., Kothari S.P., Watts R., 1996. A market-based evaluation of discretionary accrual models, *Journal of Accounting Research* 34(Suppl.) 83-105.

Guidry, F., Leone, A.J., Rock, S., 1999. Earnings-based bonus plans and earnings management by business-unit managers. *Journal of Accounting and Economics* 26, 113-142.

Healy, P., 1985. The impact of bonus schemes on the selection of accounting principles. *Journal of Accounting and Economics* 7, 85-107.

Healy M. Paul, Wahlen M. James, 1999. A review of the earnings management literature and its implications for standard setting.

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

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

Jones K., G. V. Krishnan, K. Melendrez, 2007. Do models of discretionary accruals detect actual cases of fraudulent and restated earnings? An empirical evaluation. *Journal of Accounting Research* 21, 154-172.



Ζοπουνίδης Κ., Σπαθής Χ., Δούμπος Μ., 2002. Οι λαθροχειρίες των Ισολογισμών και οι δυνάμεις των ελεγκτών, Οικονομικός Ταχυδρόμος, τεύχος 38, σελ. 58-59.

Kang, S-H., Sivaramakrishnan, K., 1995. Issues in testing earnings management and an instrumental variable approach. *Journal of Accounting Research* 33, 353-367.

Kothari, S.P, Leone, A.J. and Wasley, C.E. (2004), Performance matched discretionary accrual measures, *Journal of accounting and economics*, 39,163-197.

Koumanakos Evangelos, Siriopoulos, Costas, Georgopoulos Antonios, 2005. Firm acquisitions and earnings management: evidence from Greece, *Managerial Auditing Journal*, volume 20.

Κούρτης Π., 2004. Αυξήσεις κεφαλαίου με παραπλανητικά στοιχεία, Οικονομικός Ταχυδρόμος, τεύχος 9, σελ. 23.

Magrath L., Weld L.G., 2002. Abusive Earnings Management and Early Warnings Signs, *The CPA Journal*.

McNichols, 2000. Evidence of earnings management from the provision for bad debts, *Journal of Accounting Research (Suppl.)*, 1-40.

Μητσοτάκης Κυριάκος, 2001. Εταιρική διακυβέρνηση στην Ελλάδα, Εφημερίδα «Το Βήμα».

Μπαλαλέξης Σπύρος, 2004. The a priori relevance of earnings management to greek financial reporting. *Fourtyh Asia Pacific interdisciplinary research in Accounting Conference*.

Μπουντουράκης Θ., 2003. Εταιρική Διακυβέρνηση, Εφημερίδα «Το Βήμα».

Nestor S., Thompson J., 2000. Corporate governance patterns in OECD Economies: is convergence under way? *Journal of Accounting Research* 32, 193-228.

Οικονομικό πανεπιστήμιο Αθηνών & Grant Thornton, 2005 & 2006, Έρευνα Εταιρικής Διακυβέρνησης 2005 και 2006, [www.grant-thornton.gr](http://www.grant-thornton.gr).

Palmrose Z-V., Scholtz, S., 2000. Restated financial statements and auditor litigation. Working paper, University of Southern California and university of Kansas.

Peasnell, K.V., Pope, P.F. and Young, S. 2000. Detecting earnings management using cross-sectional models, *Accounting and Business Research*, Vol. 30. No. 4 pp. 313-326.

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

Pope P., Florou A. 2003. Η διαφάνεια των αμοιβών των στελεχών, Οικονομικός Ταχυδρόμος, Τεύχος 50, σελ.63.

Rees, L., Gilla, S., Gore, R., 1996. An investigation of asset write-downs and concurrent abnormal accruals, *Journal of Accounting Research* 34 (Suppl.), 157-169.

Report on the Financial Aspects of Corporate Governance (With the Code of Best Practice), Gee and Co. Ltd. London. 1992.

Richardson S., I. Tuna, M. Wu, 2002. Predicting earnings management: The case of earnings restatements.

Σπαθή Χ., 2002. Εμπειρική διερεύνηση της παραποίησης οικονομικών καταστάσεων, *Λογιστής*, τεύχος 570, σελ. 1286-1294.

Schipper K., 1999. Implications of requirement to discuss quality (not just acceptability) of reporting on accounting research and the decision making of standard setter, regulators, management, audit committees and auditors, Address at the 1999 AAA/FASB Financial Reporting Issues Conference.

Spathis, Doumpos and Zopounidis, 2002, *The European Accounting Review*, 11, 3, 509-535.

Shane P., 2000. Earnings Management and Market Anomalies, *Journal of Accounting Research* 12, 142-157.

Solomon A.& J.F. Solomon, 1999. Empirical Evidence of Long-termism and Shareholder Activism in UK Unit Trusts, *Corporate Governance*, 7/3, σ.σ. 25-59.

Teoh, S.H, Welch, I. and Wong T.J (1998a), Earnings Management and the Long-Run Market Performance of Initial Public Offerings, *The Journal of Finance*, Vol. LIII, NO. 6, December 1998, pp. 1935-1974.

Teoh, S.H, Welch, I. and Wong T.J (1998b), Earnings Management and the post-issue performance of seasoned equity offerings, *The Journal of Financial Economics* (oktober), 50: 63-99

Τραυλός Ν., 2003. Συστήματα εταιρικής διακυβέρνησης: Τι είναι και τι επιτυγχάνουν, Athens laboratory of business administration.

Travlos N.G., Dahya J., & J. McConnell, 2002. The Cadbury Committee, corporate performance, and top management turnover, *Journal of Finance*, LVII/I, σ.σ. 461-483.

Travlos N., McKnight P., & N. Milonas, 2003. The Cadbury Code: Reforms and Corporate Performance, Working Paper, ALBA.

Whelan C., 2004. Impact of earnings management on the value-relevance of earnings and book value: a comparison of short-term and long-term discretionary accruals, *Journal of Accounting Research* 7, 24-47.

Xanthakis M., Tsipori L., Spanos L. 2005. The construction of a corporate governance rating system for a small capital market: Methodology and applications in the greek market, working paper, University of Athens.

## ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

Monks R., Minow N. (1995). *Corporate Governance*, Blackwell Business

## ΙΣΤΟΣΕΛΙΔΕΣ

[www.thecorporatelibrary.com](http://www.thecorporatelibrary.com)  
[www.businessweek.com](http://www.businessweek.com)  
[www.issproxy.com](http://www.issproxy.com)  
[www.sed.gr](http://www.sed.gr)  
<http://www.hcmc.gr/index2.htm>

**7.1 ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ**

<b>ΕΠΩΝΥΜΙΑ</b>	<b>ΚΛΑΔΟΣ</b>
ALFA ALFA ENERGY A.E.	-ΒΑΣΙΚΑ ΧΗΜΙΚΑ
ALFA ALFA ΣΥΜΜΕΤΟΧΕΣ Α.Ε.	-ΑΛΟΥΜΙΝΙΟ
ALPHA FINANCE A.E.	-ΔΙΑΦΟΡΕΣ
ALPHA LEASING A.E.	ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΙΚΕΣ ΜΙΣΘΩΣΕΙΣ & ΔΙΑΦ/ΜΕΝΕΣ ΣΥΜΜΕΤΟΧΕΣ
ALPHA TRUST ΩΡΙΩΝ Δ.Α.Ε.Ε.Χ.	-ΔΙΑΦΟΡΕΣ
ALPHA TRUST-ASSET MANAGER FUND A.E.E.X.	-ΔΙΑΦΟΡΕΣ
ALPHA TRUST-ΑΝΔΡΟΜΕΔΑ Α.Ε.Ε.Χ.	ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ
ALPHA ΑΣΤΙΚΑ ΑΚΙΝΗΤΑ Α.Ε.	-ΔΙΑΧ. ΑΚΙΝΗΤΗΣ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΣ
ALPHA ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ Α.Ε.	-ΔΙΑΦΟΡΕΣ
ALPHA ΤΡΑΠΕΖΑ Α.Ε.	-ΤΡΑΠΕΖΕΣ
ALSINCO Α.Ε.Μ.Ε.Τ.ΕΙΔ.ΕΝΔ.-ΥΠΟΔ.&ΔΕΡ.ΕΙΔΩΝ	-ΡΟΥΧΙΣΜΟΣ & ΑΞΕΣΟΥΑΡ
ALTEC Α.Β.Ε.Ε.	ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ ΗΛΕΚΤΡΟΝΙΚΩΝ ΥΠΟΛΟΓΙΣΤΩΝ
ALTIUS ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ Α.Ε.Ε.Χ.	ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ
ARROW Α.Ε. ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ	ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ
AS ΕΜΠΟΡ.-BIOM .ΕΤ. Η/Υ ΠΑΙΧΝΙΔΙΩΝ Α.Ε.	-ΕΞΕΙΔΙΚΕΥΜΕΝΟ ΛΙΑΝΙΚΟ ΕΜΠΟΡΙΟ
ASPIS BANK ΑΝΩΝΥΜΗ ΤΡΑΠΕΖΙΚΗ ΕΤΑΙΡΙΑ	-ΤΡΑΠΕΖΕΣ
ΑΤΤΙΚΑ ΑΝΩΝΥΜΟΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ	ΤΑΞΙΔΙΑ ΚΑΙ ΤΟΥΡΙΣΜΟΣ
AUTO HELLAS Α.Ε.	ΤΑΞΙΔΙΑ ΚΑΙ ΤΟΥΡΙΣΜΟΣ
ΑΧΟΝ Α.Ε. ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ	-ΙΑΤΡΙΚΕΣ ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ
BLUE STAR ΝΑΥΤΙΛΙΑΚΗ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΙΑ	ΤΑΞΙΔΙΑ ΚΑΙ ΤΟΥΡΙΣΜΟΣ
BYTE COMPUTER Α.Β.Ε.Ε.	ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ ΗΛΕΚΤΡΟΝΙΚΩΝ ΥΠΟΛΟΓΙΣΤΩΝ
C.A.P. COSMETICS Α.Β.Ε.Ε.	-ΔΙΑΦΟΡΕΣ
CENTRIC ΠΟΛΥΜΕΣΑ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ	-ΛΟΓΙΣΜΙΚΟ
CHIPITA INTERNATIONAL S.A.	-ΤΡΟΦΙΜΑ
COCA-COLA ΕΛΛ. ΕΤ. ΕΜΦΙΑΛΩΣΕΩΣ Α.Ε.	-ΑΝΑΨΥΚΤΙΚΑ
COMPUCON ΕΦΑΡΜΟΓΕΣ ΥΠΟΛΟΓΙΣΤΩΝ Α.Β.Ε.Ε.	-ΛΟΓΙΣΜΙΚΟ
COMPUTER LOGIC	-ΔΙΑΦΟΡΕΣ
CONNECTION Α.Ε.Β.Ε.Ε.	-ΡΟΥΧΙΣΜΟΣ & ΑΞΕΣΟΥΑΡ
COSMOS ΑΝ.ΒΙΟΜ. ΕΜΠ/ΚΗ,ΚΛΩΣΤ.&ΜΕΤ/ΚΗ ΕΤ.	-ΡΟΥΧΙΣΜΟΣ & ΑΞΕΣΟΥΑΡ
COSMOTE ΚΙΝΗΤΕΣ ΤΗΛΕΠΙΚΟΙΝΩΝΙΕΣ Α.Ε.	-ΚΙΝΗΤΗ ΤΗΛΕΦΩΝΙΑ
CPI Α.Ε. ΗΛΕΚΤΡΟΝΙΚΩΝ ΥΠΟΛΟΓΙΣΤΩΝ	-ΥΛΙΚΟ ΥΠΟΛΟΓΙΣΤΩΝ
CROWN HELLAS CAN Α.Ε. ΒΙΟΜ. ΚΥΤΙΩΝ	-ΥΛΙΚΑ ΣΥΣΚΕΥΑΣΙΑΣ
CYCLON ΕΛΛΑΣ Α.Β.Ε. ΕΠΕΞ.&ΕΜΠ.ΛΠΠ.&ΠΕΤΡ.	-ΕΞΕΙΔΙΚΕΥΜΕΝΑ ΧΗΜΙΚΑ
D.I.S.	-ΔΙΑΦΟΡΕΣ
DATAMEDIA Α.Ε.	ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ ΗΛΕΚΤΡΟΝΙΚΩΝ ΥΠΟΛΟΓΙΣΤΩΝ
DOMUS Α.Ε. ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ	ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ
ECON ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΕΣ Α.Ε.	-ΔΙΑΦΟΡΕΣ
ELBISCO Α.Ε. ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ	-ΤΡΟΦΙΜΑ
ELEPHANT Α.Ε.	-ΟΙΚΙΑΚΟΣ ΕΞΟΠΛΙΣΜΟΣ
ELMEC SPORT Α.Β.Ε.Τ.Ε.	-ΡΟΥΧΙΣΜΟΣ & ΑΞΕΣΟΥΑΡ
EURODRIP Α.Β.Ε.Γ.Ε.	-ΕΞΕΙΔΙΚΕΥΜΕΝΑ ΧΗΜΙΚΑ
EUROLINE ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ Α.Ε.Ε.Χ.	ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ
EUROMEDICA ΙΑΤΡ. ΙΝΣΤΙΤ.ΥΨΗΛ. ΤΕΧΝΟΛΟΓ.	-ΙΑΤΡΙΚΕΣ ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ
EVEREST Α.Ε.	-ΕΣΤΙΑΣΗ

F.G. EUROPE A.E.	ΔΙΑΡΚΗ ΚΑΤΑΝΑΛΩΤΙΚΑ ΑΓΑΘΑ
F.H.L.ΚΥΡΙΑΚΙΔΗΣ ΜΑΡΜΑΡΑ-ΓΡΑΝΙΤΕΣ	ΟΙΚΟΔΟΜΙΚΑ ΥΛΙΚΑ ΚΑΙ ΕΞΑΡΤΗΜΑΤΑ
FANCO A.E.	-ΡΟΥΧΙΣΜΟΣ & ΑΞΕΣΟΥΑΡ
FASHION BOX HELLAS	-ΡΟΥΧΙΣΜΟΣ & ΑΞΕΣΟΥΑΡ
FEEDUS A.E.B.E.	-ΔΙΑΦΟΡΕΣ
FITCO BIOM. ΕΠΕΞΕΡΓΑΣΙΑΣ ΜΕΤΑΛΛΩΝ Α.Ε.	-ΜΗ ΣΙΔΗΡΟΥΧΑ ΜΕΤΑΛΛΑ
FLEXOPACK A.E.B.E.Π.	-ΥΛΙΚΑ ΣΥΣΚΕΥΑΣΙΑΣ
FOLLI-FOLLIE A.B.E.E.	-ΡΟΥΧΙΣΜΟΣ & ΑΞΕΣΟΥΑΡ
FORTHNET A.E.	-ΔΙΑΔΙΚΤΥΟ
FOURLIS ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ	ΔΙΑΡΚΗ ΚΑΤΑΝΑΛΩΤΙΚΑ ΑΓΑΘΑ
FRIGOGLOSS A.E.	ΜΗΧΑΝΗΜΑΤΑ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΟΥ ΕΞΟΠΛΙΣΜΟΥ
GLOBE A.E. ΟΜΙΛΟΣ ΕΠΙΧ.	-ΡΟΥΧΙΣΜΟΣ & ΑΞΕΣΟΥΑΡ
GOODYS A.E.	-ΕΣΤΙΑΣΗ
HITECH SNT A.E.	-ΛΟΓΙΣΜΙΚΟ
HYATT REGENCY ΞΕΝ/ΚΗ&ΤΟΥΡ.(ΘΕΣ/ΝΙΚΗ)	-ΤΥΧΕΡΑ ΠΑΙΧΝΙΔΙΑ
INFO-QUEST A.E.BIOM.ΕΤ.ΠΡΟΙΟΝΤ.ΥΠ.ΠΛΗΡ.	ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ ΗΛΕΚΤΡΟΝΙΚΩΝ ΥΠΟΛΟΓΙΣΤΩΝ
INFORM Π. ΛΥΚΟΣ Α.Ε.	ΥΠΟΣΤΗΡΙΚΤΙΚΕΣ ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ ΠΡΟΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ
INFORMER A.E.	ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ ΗΛΕΚΤΡΟΝΙΚΩΝ ΥΠΟΛΟΓΙΣΤΩΝ
INTERINVEST-ΔΙΕΘΝΗΣ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ Α.Ε.Ε.Χ.	ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ
INTERSONIC ADV. TECH. Α.Ε. ΥΨΗΛΗΣ ΤΕΧΝ.	-ΥΛΙΚΟ ΥΠΟΛΟΓΙΣΤΩΝ
J.& P. - ΑΒΑΞ Α.Ε.	-ΚΑΤΑΣΚΕΥΕΣ
JUMBO ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΕΤΑΙΡΙΑ	-ΠΑΙΧΝΙΔΙΑ
KEGO A.E.	-ΓΕΩΡΓΙΑ & ΑΛΙΕΙΑ
KLEEMAN HELLAS ΓΙΑ ΜΗΧ. ΚΑΤ/ΕΣ Α.Β.Ε.Ε.	ΜΗΧΑΝΗΜΑΤΑ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΟΥ ΕΞΟΠΛΙΣΜΟΥ
LAMDA DEVELOPMENT A.E. (ΚΩΝΣΤΑΝΤΙΝΙΔΗΣ)	-ΔΙΑΧ. ΑΚΙΝΗΤΗΣ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΣ
LAVIPHARM A.E.	ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΑ ΠΡΟΪΟΝΤΑ
LEADER S.A.	-ΔΙΑΦΟΡΕΣ
LOGISMOS	-ΔΙΑΦΟΡΕΣ
LOGISMOS ΣΥΣΤΗΜΑΤΑ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΚΗΣ Α.Ε.	ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ ΗΛΕΚΤΡΟΝΙΚΩΝ ΥΠΟΛΟΓΙΣΤΩΝ
M.L.S. ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΚΗ Α.Ε.	-ΛΟΓΙΣΜΙΚΟ
MARFIN CLASSIC A.E.E.X.	-ΔΙΑΦΟΡΕΣ
MARFIN FINANCIAL GROUP Α.Ε ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ	-ΤΡΑΠΕΖΕΣ
MARFIN MOMENTUM	-ΔΙΑΦΟΡΕΣ
METROLIFE Ε.Α.Ε.Α.Ζ.	-ΔΙΑΦΟΡΕΣ
MEVACO ΜΕΤΑΛΛΟΥΡΓΙΚΗ Α.Β.Ε.Ε.	ΜΗΧΑΝΗΜΑΤΑ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΟΥ ΕΞΟΠΛΙΣΜΟΥ
MICROLAND COMPUTERS Α.Ε.Β.Ε.	-ΕΞΕΙΔΙΚΕΥΜΕΝΟ ΛΙΑΝΙΚΟ ΕΜΠΟΡΙΟ
MULTIRAMA Α.Ε.Β.Ε.ΤΗΛ.& ΗΛΕΚΤΡ. ΥΛΙΚΟΥ	-ΕΞΕΙΔΙΚΕΥΜΕΝΟ ΛΙΑΝΙΚΟ ΕΜΠΟΡΙΟ
NEW MILLENNIUM INVESTMENTS	-ΔΙΑΦΟΡΕΣ
NEXANS ΕΛΛΑΣ Α.Β.Ε.	-ΕΞΟΠΛΙΣΜΟΣ ΤΗΛΕΠΙΚΟΙΝΩΝΙΩΝ
NEXTNET Α.Ε.	-ΥΠΟΔΗΜΑΤΑ
NEXUS ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ Α.Ε.Ε.Χ.	ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ
NOTOS COM ΣΥΜΜΕΤΟΧΕΣ Α.Ε.Β.Ε.	-ΕΙΔΗ ΠΡΟΣΩΠΙΚΗΣ ΦΡΟΝΤΙΔΑΣ
NTIONIK A.E.	-ΛΟΓΙΣΜΙΚΟ
OLYMPIC CATERING A.E.	-ΕΣΤΙΑΣΗ
OPTIMA ΑΝΩΝ. ΕΤ. ΕΠΕΝ. ΧΑΡΤΟΦΥΛ. (ΚΑ)	-ΔΙΑΧΕΙΡΗΣΗ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ
PAPERPACK-ΤΣΟΥΚΑΡΙΔΗΣ Ι.Α.Β.Ε.Ε.	-ΥΛΙΚΑ ΣΥΣΚΕΥΑΣΙΑΣ
PLIAS ΑΝΩΝ.ΒΙΟΜ.& ΕΜΠ.ΕΤ.ΚΑΤΑΝΑΛ.ΑΓΑΘΩΝ	-ΕΙΔΗ ΠΡΟΣΩΠΙΚΗΣ ΦΡΟΝΤΙΔΑΣ
PRINCE OLIVER	-ΔΙΑΦΟΡΕΣ

QUALITY AND RELIABILITY A.B.E.E.	ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ ΗΛΕΚΤΡΟΝΙΚΩΝ ΥΠΟΛΟΓΙΣΤΩΝ
RAINBOW A.E.	-ΛΟΓΙΣΜΙΚΟ
REDS A.E. ΑΝΑΠΤΥΞΗΣ ΑΚΙΝΗΤΩΝ & ΥΠΗΡΕΣΙΩΝ	-ΔΙΑΧ. ΑΚΙΝΗΤΗΣ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΣ
RIDENCO A.E.B.E.	-ΥΠΟΔΗΜΑΤΑ
RILKEN BIOM. ΚΑΛΛΥΝΤΙΚΩΝ ΠΡΟΪΟΝΤΩΝ Α.Ε.	-ΕΙΔΗ ΠΡΟΣΩΠΙΚΗΣ ΦΡΟΝΤΙΔΑΣ
RIOPESCA	-ΔΙΑΦΟΡΕΣ
S & B BIOMHX.OP.MET.ΛΑΤ.TEXN A.E.	-ΟΡΥΧΕΙΑ
SANYO ΕΛΛΑΣ ΣΥΜΜΕΤΟΧΙΚΗ Α.Ε.Β.Ε.	ΔΙΑΡΚΗ ΚΑΤΑΝΑΛΩΤΙΚΑ ΑΓΑΘΑ
SATO A.E.	-ΕΠΙΠΛΑ
SEAFARM IONIAN ΙΧΘΥΟΚΑΛΛΙΕΡΓΙΕΣ Α.Ε.	-ΓΕΩΡΓΙΑ & ΑΛΙΕΙΑ
SOLVENCY ΔΙΕΘΝΗΣ ΕΠΕΝΔ. ΚΑΙ ΣΥΜΜΕΤ. Α.Ε.	-ΔΙΑΧ. ΑΚΙΝΗΤΗΣ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΣ
SPACE HELLAS A.E.	-ΕΞΟΠΛΙΣΜΟΣ ΤΗΛΕΠΙΚΟΙΝΩΝΙΩΝ
SPIDER ΜΕΤΑΛ/ΧΑΝΙΑ Ν.ΠΕΤΣΙΟΣ & ΥΙΟΙ Α.Ε.	ΜΗΧΑΝΗΜΑΤΑ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΟΥ ΕΞΟΠΛΙΣΜΟΥ
STABILTON ΚΑΤ.ΒΙΟΜ.ΕΜΠ.ΤΟΥΡ.ΣΥΜ. & ΚΛ.	-ΡΟΥΧΙΣΜΟΣ & ΑΞΕΣΟΥΑΡ
SYSWARE A.E.	-ΔΙΑΦΟΡΕΣ
UNIFON A.E.	-ΥΠΟΔΗΜΑΤΑ
UNISOFT A.E. ΠΡΟΓΡΑΜΜΑΤΩΝ Η/Υ	-ΔΙΑΦΟΡΕΣ
UNISYSTEMS A.E.	ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ ΗΛΕΚΤΡΟΝΙΚΩΝ ΥΠΟΛΟΓΙΣΤΩΝ
VETERIN A.B.E.E.	ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΑ ΠΡΟΪΟΝΤΑ
VIVARTIA A.B.E.E.	-ΤΡΟΦΙΜΑ
VIVERE A.E.	-ΕΞΕΙΔΙΚΕΥΜΕΝΟ ΛΙΑΝΙΚΟ ΕΜΠΟΡΙΟ
VODAFONE - ΠΑΝΑΦΟΝ Α.Ε.Ε.Τ.	-ΔΙΑΦΟΡΕΣ
YALCO A.E.	ΔΙΑΡΚΗ ΚΑΤΑΝΑΛΩΤΙΚΑ ΑΓΑΘΑ
A.Γ.Ε.Τ. ΗΡΑΚΛΗΣ	ΟΙΚΟΔΟΜΙΚΑ ΥΛΙΚΑ ΚΑΙ ΕΞΑΡΤΗΜΑΤΑ
A.E.T. ΤΙΤΑΝ	ΟΙΚΟΔΟΜΙΚΑ ΥΛΙΚΑ ΚΑΙ ΕΞΑΡΤΗΜΑΤΑ
A.ΚΑΛΠΙΝΗΣ-Ν. ΣΙΜΟΣ Α.Ε.Β.Ε.	-ΧΑΛΥΒΑΣ
ΑΓΡΟΤΙΚΗ Α.Ε.Ε.Γ.Α.	ΑΣΦΑΛΕΙΕΣ ΙΔΙΟΚΤΗΣΙΑΣ & ΖΗΜΙΩΝ
ΑΓΡΟΤΙΚΗ ΑΝΩΝ. ΑΣΦ. ΕΤ.ΖΩΗΣ & ΥΓΕΙΑΣ	-ΔΙΑΦΟΡΕΣ
ΑΓΡΟΤΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ Α.Ε.	-ΤΡΑΠΕΖΕΣ
ΑΓΡΟΤΙΚΟΣ ΟΙΚΟΣ ΣΠΥΡΟΥ Α.Ε.Β.Ε.	-ΕΞΕΙΔΙΚΕΥΜΕΝΑ ΧΗΜΙΚΑ
ΑΕΓΕΚ	-ΚΑΤΑΣΚΕΥΕΣ
ΑΘΗΝΑ ΑΝΩΝΥΜΗ ΤΕΧΝΙΚΗ ΕΤΑΙΡΙΑ	-ΚΑΤΑΣΚΕΥΕΣ
ΑΙΟΔΙΚΗ Α.Ε.Ε.Χ.	ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ
ΑΚΡΙΤΑΣ Α.Ε. ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ ΕΠ. ΞΥΛΟΥ	ΟΙΚΟΔΟΜΙΚΑ ΥΛΙΚΑ ΚΑΙ ΕΞΑΡΤΗΜΑΤΑ
ΑΚΤΙΒ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ Α.Ε.Ε.Χ.	ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ
ΑΚΤΩΡ Α.Ε.	-ΔΙΑΦΟΡΕΣ
ΑΛΚΟ ΕΛΛΑΣ Α.Β.Ε.Ε.	-ΑΛΟΥΜΙΝΙΟ
ΑΛΛΑΤΙΝΗ Α.Β.Ε.Ε.	-ΤΡΟΦΙΜΑ
ΑΛΜΑ-ΑΤΕΡΜΩΝ ΑΝ. ΔΙΑΦ. ΕΜΠ. ΚΑΤ. ΕΤΑΙΡΙΑ	-ΔΙΑΦΗΜΙΣΗ
ΑΛΟΥΜΙΝΙΟ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ Α.Ε.	-ΑΛΟΥΜΙΝΙΟ
ΑΛΟΥΜΥΛ ΜΥΛΩΝΑΣ ΒΙΟΜ. ΑΛΟΥΜ. Α.Ε.	-ΑΛΟΥΜΙΝΙΟ
ΑΛΤΕ ΑΝΩΝ. ΤΕΧΝ. ΕΤΑΙΡΙΑ	-ΚΑΤΑΣΚΕΥΕΣ
ΑΛΥΣΙΔΑ Α.Β.Ε.Ε.	-ΥΠΟΔΗΜΑΤΑ
ΑΛΦΑ ΒΗΤΑ ΒΑΣΙΛΟΠΟΥΛΟΣ Α.Ε.	ΛΙΑΝΙΚΟ & ΧΟΝΔΡΙΚΟ ΕΜΠΟΡΙΟ ΤΡΟΦΙΜΩΝ
ΑΝΩΝΥΜΗ ΝΑΥΤΙΛΙΑΚΗ ΕΤΑΙΡΙΑ ΚΡΗΤΗΣ Α.Ε.	ΤΑΞΙΔΙΑ ΚΑΙ ΤΟΥΡΙΣΜΟΣ
ΑΡΤΟΒΟΙΜΗΧΑΝΙΑ ΚΑΡΑΜΟΛΕΓΚΟΣ Α.Ε.	-ΤΡΟΦΙΜΑ
ΑΣΠΙΣ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ	-ΔΙΑΦΟΡΕΣ
ΑΣΠΙΣ ΠΡΟΝΟΙΑ Α.Ε.Γ.Α.	ΑΣΦΑΛΕΙΕΣ ΙΔΙΟΚΤΗΣΙΑΣ & ΖΗΜΙΩΝ

ΑΣΤΗΡ ΠΑΛΑΣ ΒΟΥΛΙΑΓΜΕΝΗΣ Α.Ξ.Ε.	-ΞΕΝΟΔΟΧΕΙΑ
ΑΣΦΑΛΕΙΕΣ ΑΣΤΗΡ	-ΔΙΑΦΟΡΕΣ
ΑΤΕΜΚΕ Α.Τ.Ε.	-ΔΙΑΦΟΡΕΣ
ΑΤΛΑΝΤΙΚ ΣΟΥΠΕΡ ΜΑΡΚΕΤ Α.Ε. ΕΜΠ. ΕΤΑΙΡΙΑ	ΛΙΑΝΙΚΟ & ΧΟΝΔΡΙΚΟ ΕΜΠΟΡΙΟ ΤΡΟΦΙΜΩΝ
ΑΤΤΙ-ΚΑΤ Α.Τ.Ε.	-ΚΑΤΑΣΚΕΥΕΣ
ΑΤΤΙΚΕΣ ΕΚΔΟΣΕΙΣ Α.Ε.	-ΕΚΔΟΣΕΙΣ
ΑΥΤΟΜ. ΑΝΑΛ.& ΔΙΑΓΝ. ΑΝΤ.ΜΕΔΙΟΝ HELLAS	-ΙΑΤΡΙΚΟΣ ΕΞΟΠΛΙΣΜΟΣ
ΑΦΟΙ Ι.&Β.ΛΑΔΕΝΗΣ Α.Ε. ΜΙΝΕΡΒΑ Β.ΠΛΕΚΤ.	-ΡΟΥΧΙΣΜΟΣ & ΑΞΕΣΟΥΑΡ
ΑΦΟΙ ΚΟΡΔΕΛΛΟΥ Α.Ε.Β.Ε.	-ΧΑΛΥΒΑΣ
ΑΦΟΙ ΜΑΓΡΙΖΟΥ Α.Ε.	-ΔΙΑΦΟΡΕΣ
ΑΦΟΙ ΜΕΣΟΧΩΡΙΤΗΣ Α.Τ.Ε.	-ΚΑΤΑΣΚΕΥΕΣ
ΒΑΛΚΑΝ EXPORT	ΟΙΚΟΔΟΜΙΚΑ ΥΛΙΚΑ ΚΑΙ ΕΞΑΡΤΗΜΑΤΑ
ΒΑΡΑΓΚΗΣ ΑΒΕΠΕ Α.Ε.	-ΕΠΙΠΛΑ
ΒΑΡΒΑΡΕΣΟΣ ΕΥΡΩΠ. ΝΗΜΑΤΟΥΡΓΕΙΑ	-ΡΟΥΧΙΣΜΟΣ & ΑΞΕΣΟΥΑΡ
ΒΑΡΔΑΣ Α.Ε.Β.Ε.Ε.	-ΕΜΠΟΡΙΟ ΕΝΔΥΜΑΤΩΝ
ΒΕΤΑΝΕΤ Α.Β.Ε.Ε.	ΟΙΚΟΔΟΜΙΚΑ ΥΛΙΚΑ ΚΑΙ ΕΞΑΡΤΗΜΑΤΑ
ΒΙΑΝΕΞ	-ΔΙΑΦΟΡΕΣ
ΒΙΟΚΑΡΠΕΤ Α.Ε. ΒΙΟΜ.&ΕΜΠΟΡ.ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ	-ΕΠΙΠΛΑ
ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ ΕΣΩΡΟΥΧΩΝ SEX FORM Α.Ε.	-ΡΟΥΧΙΣΜΟΣ & ΑΞΕΣΟΥΑΡ
ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΑ ΤΕΧΝΙΚΑ ΕΡΓΑ ΒΙΟΤΕΡ Α.Ε.	-ΚΑΤΑΣΚΕΥΕΣ
ΒΙΟΣΩΛ Α.Β.Ε.	ΟΙΚΟΔΟΜΙΚΑ ΥΛΙΚΑ ΚΑΙ ΕΞΑΡΤΗΜΑΤΑ
ΒΙΟΧΑΛΚΟ Ε.Β. ΧΑΛΚΟΥ ΚΑΙ ΑΛΟΥΜ.	ΜΗΧΑΝΗΜΑΤΑ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΟΥ ΕΞΟΠΛΙΣΜΟΥ
ΒΙΣ Α.Ε.	-ΥΛΙΚΑ ΣΥΣΚΕΥΑΣΙΑΣ
ΒΟΓΙΑΤΖΟΓΛΟΥ SYSTEMS Α.Ε.	-ΠΡΟΜΗΘΕΥΤΕΣ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑΣ
Γ. ΛΕΒΕΝΤΑΚΗΣ ΤΕΧ Α.Β.Ε.Ε.	-ΡΟΥΧΙΣΜΟΣ & ΑΞΕΣΟΥΑΡ
ΓΑΛΑΞΙΔΙ ΘΑΛΑΣΣΙΕΣ ΚΑΛΛΙΕΡΓΕΙΕΣ Α.Ε.	-ΓΕΩΡΓΙΑ & ΑΛΙΕΙΑ
ΓΕΚ Α.Ε. ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ, ΑΚΙΝ., ΚΑΤΑΣΚ.	-ΔΙΑΦΟΡΕΣ
ΓΕΚΑΤ ΓΕΝ. ΚΑΤΑΣΚΕΥΕΣ Α.ΤΕ.	-ΔΙΑΦΟΡΕΣ
ΓΕΚΕ Α.Ε.	-ΞΕΝΟΔΟΧΕΙΑ
ΓΕΝ. ΕΤ. ΚΑΤΑΣΚΕΥΩΝ	-ΔΙΑΧ. ΑΚΙΝΗΤΗΣ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΣ
ΓΕΝΕΡ Α.Ε.	-ΚΑΤΑΣΚΕΥΕΣ
ΓΕΝΙΚΗ ΕΜΠΟΡΙΟΥ & ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑΣ	-ΠΡΟΜΗΘΕΥΤΕΣ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑΣ
ΓΕΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ	-ΤΡΑΠΕΖΕΣ
ΓΕΡΜΑΝΟΣ Α.Β.Ε.Ε.	-ΕΞΕΙΔΙΚΕΥΜΕΝΟ ΛΙΑΝΙΚΟ ΕΜΠΟΡΙΟ
ΓΙΟΥΝΙΜΠΡΕΙΝ ΕΤ.ΠΑΡ.ΛΟΓ.&ΗΛ.ΣΥΣΤ.Π.ΧΡ.	-ΛΟΓΙΣΜΙΚΟ
ΓΡ. ΣΑΡΑΝΤΗΣ Α.Β.Ε.Ε.	-ΕΙΔΗ ΠΡΟΣΩΠΙΚΗΣ ΦΡΟΝΤΙΔΑΣ
ΓΡΗΓΟΡΗΣ ΜΙΚΡΟΓΕΥΜΑΤΑ Α.Β.Ε.Ε.	-ΤΡΟΦΙΜΑ
Δ.Α.Ν.Ε. SEA LINE	ΤΑΞΙΔΙΑ ΚΑΙ ΤΟΥΡΙΣΜΟΣ
ΔΑΙΟΣ ΠΛΑΣΤΙΚΑ ΑΒΕΕ	-ΕΞΕΙΔΙΚΕΥΜΕΝΑ ΧΗΜΙΚΑ
ΔΕΛΤΑ SINGULAR Α.Ε. ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΚΗΣ	-ΔΙΑΦΟΡΕΣ
ΔΕΛΤΑ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ ΠΑΓΩΤΟΥ Α.Ε.	-ΤΡΟΦΙΜΑ
ΔΕΛΤΑ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΚΗ Α.Ε.	ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ ΗΛΕΚΤΡΟΝΙΚΩΝ ΥΠΟΛΟΓΙΣΤΩΝ
ΔΗΜ/ΦΙΚΟΣ ΟΡΓΑΝΙΣΜΟΣ ΛΑΜΠΡΑΚΗ Α.Ε.	-ΕΚΔΟΣΕΙΣ
ΔΗΜΟΣΙΑ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗ ΗΛΕΚΤΡΙΣΜΟΥ Α.Ε.	-ΗΛΕΚΤΡΙΣΜΟΣ
ΔΙΑΓΝ.& ΘΕΡΑΠΕΥΤ.ΚΕΝΤΡΟ ΥΓΕΙΑ Α.Ε.	-ΙΑΤΡΙΚΕΣ ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ
ΔΙΑΜΑΝΤΗΣ	-ΔΙΑΦΟΡΕΣ
ΔΙΑΣ Α.Ε.Ε.Χ.	ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ
ΔΙΑΣ ΙΧΘΥΟΚΑΛΛΙΕΡΓΕΙΕΣ Α.Β.Ε.Ε.	-ΓΕΩΡΓΙΑ & ΑΛΙΕΙΑ

ΔΙΕΘΝΗΣ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ ΕΝΔΥΜΑΤΩΝ Α.Ε.	-ΔΙΑΦΟΡΕΣ
ΔΙΕΚΑΤ Α.Τ.Ε.	-ΚΑΤΑΣΚΕΥΕΣ
ΔΟΜΙΚΗ ΚΡΗΤΗΣ Α.Ε.	-ΚΑΤΑΣΚΕΥΕΣ
ΔΟΥΡΟΣ Α.Ε.	-ΡΟΥΧΙΣΜΟΣ & ΑΞΕΣΟΥΑΡ
ΔΥΝΑΜΙΚΗ ΖΩΗ Α.Ε.	-ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ ΑΝΑΨΥΧΗΣ
Ε.ΠΑΙΡΗΣ Α.Β.Ε.Ε. ΠΛΑΣΤΙΚΩΝ	-ΥΛΙΚΑ ΣΥΣΚΕΥΑΣΙΑΣ
Ε.Τ.Ε.Β.Α.	-ΔΙΑΦΟΡΕΣ
ΕΒΡΟΦΑΡΜΑ Α.Β.Ε.Ε. - ΒΟΜΗΧΑΝΙΑ ΓΑΛΑΚΤΟΣ	-ΤΡΟΦΙΜΑ
ΕΓΝΑΤΙΑ ΤΡΑΠΕΖΑ Α.Ε.	-ΤΡΑΠΕΖΕΣ
ΕΔΡΑΣΗ-Χ.ΨΑΛΛΙΔΑΣ ΑΝΩΝ.ΤΕΧ.ΤΟΥΡ.ΕΜΠ. ΕΤ.	-ΚΑΤΑΣΚΕΥΕΣ
ΕΘΝΙΚΗ ΑΞΙΟΠ.ΑΚΙΝ.&ΕΚΜ/ΣΕΩΣ ΓΕΝ.ΑΠΟΘ.	ΥΠΟΣΤΗΡΙΚΤΙΚΕΣ ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ ΠΡΟΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ
ΕΘΝΙΚΗ ΕΤΑΙΡΙΑ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ	-ΔΙΑΦΟΡΕΣ
ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ	-ΤΡΑΠΕΖΕΣ
ΕΙΔΗΣΕΟΦΩΝΙΚΗ ΕΛΛΑΣ ΥΠΗΡ.ΤΗΛΕΝΧΟΠΑΗΡ.	ΥΠΟΣΤΗΡΙΚΤΙΚΕΣ ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ ΠΡΟΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ
ΕΙΚΟΝΑ -ΗΧΟΣ Α.Ε.Ε.	-ΕΞΕΙΔΙΚΕΥΜΕΝΟ ΛΙΑΝΙΚΟ ΕΜΠΟΡΙΟ
ΕΚΔΟΣΕΙΣ ΛΥΜΠΕΡΗ Α.Ε.	-ΕΚΔΟΣΕΙΣ
ΕΚΔΟΤΙΚΟΣ ΟΡΓΑΝΙΣΜΟΣ ΛΙΒΑΝΗ Α.Β.Ε.	-ΕΚΔΟΣΕΙΣ
ΕΚΤΕΡ ΚΑΤΑΣΚΕΥΑΣΤΙΚΗ Α.Ε.	-ΚΑΤΑΣΚΕΥΕΣ
ΕΛ. Δ. ΜΟΥΖΑΚΗΣ Α.Ε.Β.Ε.Μ. & Ε.	-ΡΟΥΧΙΣΜΟΣ & ΑΞΕΣΟΥΑΡ
ΕΛΑΪΣ - UNILEVER Α.Ε.	-ΤΡΟΦΙΜΑ
ΕΛΒΑΛ Α.Ε.	-ΑΛΟΥΜΙΝΙΟ
ΕΛΒΕ-ΕΝΔΥΜΑΤΩΝ Α.Ε.	-ΡΟΥΧΙΣΜΟΣ & ΑΞΕΣΟΥΑΡ
ΕΛΒΙΕΜΕΚ Α.Ε.	-ΔΙΑΧ. ΑΚΙΝΗΤΗΣ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΣ
ΕΛΓΕΚΑ Α.Ε.	-ΤΡΟΦΙΜΑ
ΕΛΕΥΘΕΡΗ ΤΗΛΕΟΡΑΣΗ Α.Ε.	-ΤΗΛΕΟΡΑΣΗ-ΨΥΧΑΓΩΓΙΑ
ΕΛΛΑΤΕΞ ΣΥΝΘΕΤΙΚΕΣ ΙΝΕΣ Α.Ε.	-ΡΟΥΧΙΣΜΟΣ & ΑΞΕΣΟΥΑΡ
ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΚΑΛΩΔΙΑ Α.Ε.	-ΗΛΕΚΤΡΙΚΑ ΜΕΡΗ & ΕΞΟΠΛΙΣΜΟΣ
ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΠΕΤΡΕΛΑΙΑ Α.Ε.	ΚΑΘΕΤΟΠΟΙΗΜΕΝΕΣ ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ ΠΕΤΡΕΛΑΙΟΥ & ΦΥΣ. ΑΕΡΙΟΥ
ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑ Α.Ε.ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ	-ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΕΣ ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ
ΕΛΛΗΝΙΚΑΙ ΙΧΘΥΟΚΑΛΛΙΕΡΓΕΙΑΙ Α.Β.Ε.Ε.	-ΓΕΩΡΓΙΑ & ΑΛΙΕΙΑ
ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ ΖΑΧΑΡΗΣ Α.Ε.	-ΤΡΟΦΙΜΑ
ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΕΤΑΙΡΙΑ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΧΑΡΤΟΦ.	-ΔΙΑΦΟΡΕΣ
ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΤΕΧΝΟΔΟΜΙΚΗ ΤΕΒ Α.Ε.	-ΚΑΤΑΣΚΕΥΕΣ
ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΥΦΑΝΤΟΥΡΓΙΑ	-ΡΟΥΧΙΣΜΟΣ & ΑΞΕΣΟΥΑΡ
ΕΛΤΟΝ Α.Ε.	-ΒΑΣΙΚΑ ΧΗΜΙΚΑ
ΕΛΤΡΑΚ Α.Ε.	-ΕΜΠΟΡΙΚΑ ΟΧΗΜΑΤΑ & ΦΟΡΤΗΓΑ
ΕΛΦΙΚΟ Α.Ε.Ε.	-ΡΟΥΧΙΣΜΟΣ & ΑΞΕΣΟΥΑΡ
ΕΜΠΕΔΟΣ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΙΑ	-ΚΑΤΑΣΚΕΥΕΣ
ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ	-ΔΙΑΦΟΡΕΣ
ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ Α.Ε.	-ΤΡΑΠΕΖΕΣ
ΕΜΠΟΡΙΚΟΣ ΔΕΣΜΟΣ	ΔΙΑΡΚΗ ΚΑΤΑΝΑΛΩΤΙΚΑ ΑΓΑΘΑ
ΕΝΔΥΣΗ Α.Ε.	-ΔΙΑΦΟΡΕΣ
ΕΝΩΜΕΝΗ ΚΛΩΣΤΟΥΦΑΝΤΟΥΡΓΙΑ	-ΡΟΥΧΙΣΜΟΣ & ΑΞΕΣΟΥΑΡ
ΕΞΑΛ	-ΔΙΑΦΟΡΕΣ
ΕΞΕΛΙΞΗ Α.Ε.Ε.Χ.	ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ
ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΑΝΑΠΤΥΞΕΩΣ Α.Ε.	-ΔΙΑΦΟΡΕΣ
ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΕΡΓΑΣΙΑΣ Α.Ε.	-ΔΙΑΦΟΡΕΣ
ΕΠΙΛΕΚΤΟΣ ΚΛΩΣ/ΡΓΙΑ Α.Ε.Β.Ε.	-ΡΟΥΧΙΣΜΟΣ & ΑΞΕΣΟΥΑΡ



ΕΠΙΦΑΝΕΙΑ Α.Ε.	-ΔΙΑΦΟΡΕΣ
ΕΡΓΑΣ Α.Τ.Ε.	-ΚΑΤΑΣΚΕΥΕΣ
ΕΤΑΙΡΙΑ ΔΙΕΘΝΩΝ ΕΠΕΝ. ΧΑΡΤΟΦ.	-ΔΙΑΦΟΡΕΣ
ΕΤΑΙΡΙΑ ΥΔΡ.& ΑΠΟΧΕΤΕΥΣ.ΘΕΣΣΑΛΟΝΙΚΗΣ	-ΥΔΡΕΥΣΗ
ΕΤΒΑ Α.Ε.	-ΔΙΑΦΟΡΕΣ
ΕΤΒΑ ΛΗΣΙΝΓΚ Α.Ε.	ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΙΚΕΣ ΜΙΣΘΩΣΕΙΣ & ΔΙΑΦ/ΜΕΝΕΣ ΣΥΜΜΕΤΟΧΕΣ
ΕΤΕΜ Α.Ε.	-ΑΛΟΥΜΙΝΙΟ
ΕΤΜΑ (Α.Ε. ΤΕΧΝ. ΜΕΤΑΞΗΣ)	-ΡΟΥΧΙΣΜΟΣ & ΑΞΕΣΟΥΑΡ
ΕΥΔΑΠ Α.Ε.	-ΥΔΡΕΥΣΗ
ΕΥΚΛΕΙΔΗΣ Α.Τ.Ε.	-ΚΑΤΑΣΚΕΥΕΣ
ΕΥΡΩΔΥΝΑΜΙΚΗ Α.Ε. ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΧΑΡΤΟΦ.	ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ
ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ ΑΕΓΑ	-ΓΕΝΙΚΕΣ ΑΣΦΑΛΕΙΕΣ
ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΤΕΧΝΙΚΗ Α.Ε.	-ΚΑΤΑΣΚΕΥΕΣ
ΕΥΡΩΣΥΜΒΟΥΛΟΙ Α.Ε.	ΥΠΟΣΤΗΡΙΚΤΙΚΕΣ ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ ΠΡΟΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ
ΕΥΡΩΣΥΜΜΕΤΟΧΕΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ ΚΑΙ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ	-ΓΕΩΡΓΙΑ & ΑΛΙΕΙΑ
ΖΑΜΠΑ Α.Ε.	ΔΙΑΡΚΗ ΚΑΤΑΝΑΛΩΤΙΚΑ ΑΓΑΘΑ
ΖΗΝΩΝ Α.Ε. ΡΟΜΠ. & ΠΛΗΡ.	ΜΗΧΑΝΗΜΑΤΑ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΟΥ ΕΞΟΠΛΙΣΜΟΥ
Η ΕΘΝΙΚΗ ΕΛΛ. ΕΤΑΙΡΙΑ ΓΕΝ. ΑΣΦΑΛΕΙΩΝ	ΑΣΦΑΛΕΙΕΣ ΙΔΙΟΚΤΗΣΙΑΣ & ΖΗΜΙΩΝ
Η ΚΑΘΗΜΕΡΙΝΗ Α.Ε. ΕΚΔΟΣΕΙΣ ΕΝΤΥΠΩΝ-ΜΜΕ	-ΕΚΔΟΣΕΙΣ
Η ΝΑΥΤΕΜΠΟΡΙΚΗ-Π ΑΘΑΝΑΣΙΑΔΗΣ & ΣΙΑ Α.Ε.	-ΕΚΔΟΣΕΙΣ
ΗΛΕΚΤΡΟΝΙΚΗ ΑΘΗΝΩΝ Α.Ε.Ε.	-ΟΙΚΙΑΚΟΣ ΕΞΟΠΛΙΣΜΟΣ
ΗΛΙΟΣ Α.Ε.	-ΔΙΑΦΟΡΕΣ
ΘΕΜΕΛΙΟΔΟΜΗ Α.Ε.	-ΚΑΤΑΣΚΕΥΕΣ
ΘΕΣΣΑΛΙΚΗ (Α.-ΟΙΝΟΠΝΕΥΜ. ΕΤ.)	-ΑΠΟΣΤΑΞΗ & ΟΙΝΟΠΑΡΑΓΩΓΗ
Ι.ΜΠΟΥΤΑΡΗΣ & ΥΙΟΣ HOLDING Α.Ε.	-ΑΠΟΣΤΑΞΗ & ΟΙΝΟΠΑΡΑΓΩΓΗ
ΙΑΣΩ Α.Ε.	-ΙΑΤΡΙΚΕΣ ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ
ΙΑΤΡ.ΑΘΗΝ.-ΚΛΙΝΙΚΗ ΠΑΛ.ΦΑΛΗΡΟΥ	-ΔΙΑΦΟΡΕΣ
ΙΑΤΡΙΚΟ ΑΘΗΝΩΝ Ε.Α.Ε	-ΙΑΤΡΙΚΕΣ ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ
ΙΚΤΙΝΟΣ ΕΛΛΑΣ Α.Ε.-ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ ΜΑΡΜΑΡΩΝ	ΟΙΚΟΔΟΜΙΚΑ ΥΛΙΚΑ ΚΑΙ ΕΞΑΡΤΗΜΑΤΑ
ΙΜΑΚΟ ΜΗΝΤΙΑ ΝΕΤ ΓΚΡΟΥΠ Α.Ε. Μ.Μ.Ε.	-ΕΚΔΟΣΕΙΣ
ΙΜΠΕΡΙΟ Α.Ε.	-ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ ΜΕΤΑΦΟΡΩΝ
ΙΝΤΕΡΑΜΕΡΙΚΑΝ ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΑΣΦ.ΕΤ. ΖΩΗΣ Α.Ε.	-ΔΙΑΦΟΡΕΣ
ΙΝΤΕΡΣΑΤ Α.Ε.	-ΤΗΛΕΟΡΑΣΗ-ΨΥΧΑΓΩΓΙΑ
ΙΝΤΕΡΤΕΚ Α.Ε. ΔΙΕΘΝΕΙΣ ΤΕΧ/ΓΙΕΣ	-ΥΛΙΚΟ ΥΠΟΛΟΓΙΣΤΩΝ
ΙΝΤΡΑΚΟΜ Α.Ε. ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ	-ΕΞΟΠΛΙΣΜΟΣ ΤΗΛΕΠΙΚΟΙΝΩΝΙΩΝ
ΙΝΤΡΑΚΟΜ ΚΑΤΑΣΚΕΥΕΣ ΤΕΧ. ΕΡΓΩΝ Α.Ε.	-ΚΑΤΑΣΚΕΥΕΣ
ΙΝΤΡΑΛΟΤ ΟΛΟΚΛ.ΠΛΗΡ.ΣΥΣΤ.	-ΤΥΧΕΡΑ ΠΑΙΧΝΙΔΙΑ
ΙΝΤΡΑΣΟΦΤ Α.Ε.	ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ ΗΛΕΚΤΡΟΝΙΚΩΝ ΥΠΟΛΟΓΙΣΤΩΝ
ΙΝΦΟΡΜΑΤΙΚΣ Α.Ε.Β.Ε.	-ΥΛΙΚΟ ΥΠΟΛΟΓΙΣΤΩΝ
ΙΟΝΙΚΗ (ΞΕΝ/ΚΕΣ ΕΠΙΧ/ΣΕΙΣ)	-ΞΕΝΟΔΟΧΕΙΑ
ΙΟΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ	-ΔΙΑΦΟΡΕΣ
ΙΠΠΟΤΟΥΡ Α.Ε.	-ΓΕΩΡΓΙΑ & ΑΛΙΕΙΑ
ΙΧΘΥΟΤΡΟΦΕΙΑ ΣΕΛΟΝΤΑ Α.Ε.Γ.Ε.	-ΓΕΩΡΓΙΑ & ΑΛΙΕΙΑ
Κ.ΔΟΥΔΟΣ Α.Ε.	-ΔΙΑΦΟΡΕΣ
Κ.Ι. ΣΑΡΑΝΤΟΠΟΥΛΟΣ	-ΔΙΑΦΟΡΕΣ
Κ.ΚΑΡΔΑΣΙΛΑΡΗΣ & ΥΙΟΙ Α.Ε.Β.Ε.	-ΤΡΟΦΙΜΑ
ΚΑΖΙΝΟ ΠΟΡΤΟ ΚΑΡΡΑΣ Α.Ε.	-ΤΥΧΕΡΑ ΠΑΙΧΝΙΔΙΑ
ΚΑΛΟΓΡΙΤΣΑΣ	-ΔΙΑΦΟΡΕΣ

ΚΑΠΝΟΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ ΚΑΡΕΛΙΑ Α.Ε.	-ΚΑΠΝΟΣ
ΚΑΡΑΤΖΗ ΒΙΟΜ. & ΞΕΝΟΔ.ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ Α.Ε.	-ΥΛΙΚΑ ΣΥΣΚΕΥΑΣΙΑΣ
ΚΑΤΑΣΤΗΜΑΤΑ ΑΦΟΡΟΛΟΓΗΤΩΝ ΕΙΔΩΝ Α.Ε.	-ΕΞΕΙΔΙΚΕΥΜΕΝΟ ΛΙΑΝΙΚΟ ΕΜΠΟΡΙΟ
ΚΕΡΑΜΕΙΑ-ΑΛΛΑΤΙΝΗ	ΟΙΚΟΔΟΜΙΚΑ ΥΛΙΚΑ ΚΑΙ ΕΞΑΡΤΗΜΑΤΑ
ΚΕΡΑΜΟΠΟΙΑ ΚΟΘΑΛΗ	-ΔΙΑΦΟΡΕΣ
ΚΕΡΑΝΗΣ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΙΑ	-ΚΑΠΝΟΣ
ΚΛΑΟΥΔΑΤΟΣ ΓΕΡΑΣΙΜΟΣ Α.Ε.	-ΔΙΑΦΟΡΕΣ
ΚΛΩΝΑΤΕΞ ΟΜΙΛΟΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ Α.Ε.	-ΡΟΥΧΙΣΜΟΣ & ΑΞΕΣΟΥΑΡ
ΚΛΩΣΤΗΡΙΑ ΚΟΡΙΝΘΟΥ-ΚΟΡΦ-ΦΙΛ Α.Ε.Β.Ε.	-ΡΟΥΧΙΣΜΟΣ & ΑΞΕΣΟΥΑΡ
ΚΛΩΣΤΟΥΦΑΝΤΟΥΡΓΙΑ ΝΑΥΠΑΚΤΟΥ Α.Β.Ε.Ε.	-ΡΟΥΧΙΣΜΟΣ & ΑΞΕΣΟΥΑΡ
ΚΟΡΩΝΑΚΗΣ Α.Ε.Β.Ε.	-ΔΙΑΦΟΡΕΣ
ΚΟΥΜΠΙΑΣ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤ. ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ	ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΙΚΕΣ ΜΙΣΘΩΣΕΙΣ & ΔΙΑΦ/ΜΕΝΕΣ ΣΥΜΜΕΤΟΧΕΣ
ΚΡΕΚΑ	-ΓΕΩΡΓΙΑ & ΑΛΙΕΙΑ
ΚΡΕΤΑ ΦΑΡΜ Α.Β.Ε.Ε.	-ΤΡΟΦΙΜΑ
ΚΡΙ-ΚΡΙ	-ΔΙΑΦΟΡΕΣ
ΚΤΗΜΑ ΚΩΣΤΑ ΛΑΖΑΡΙΔΗ Α.Ε.	-ΑΠΟΣΤΑΣΗ & ΟΙΝΟΠΑΡΑΓΩΓΗ
ΚΤΗΜΑΤΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΕΛΛΑΔΟΣ	-ΔΙΑΦΟΡΕΣ
ΚΥΛΙΝΔΡΟΜΥΛΟΙ Κ.ΣΑΡΑΝΤΟΠΟΥΛΟΣ	-ΤΡΟΦΙΜΑ
ΚΥΡΙΑΚΟΥΛΗΣ ΝΑΥΤΙΛΙΑΚΗ Α.Ε.	ΤΑΞΙΔΙΑ ΚΑΙ ΤΟΥΡΙΣΜΟΣ
ΛΑΙΟΣ ΠΛΑΣΤΙΚΑ	-ΔΙΑΦΟΡΕΣ
ΛΑΜΠΡΟΠΟΥΛΟΙ ΑΦΟΙ Α.Ε.	-ΔΙΑΦΟΡΕΣ
ΛΑΜΨΑ (ΑΝ. ΕΤ. ΕΛΛ. ΞΕΝΟΔΟΧΕΙΩΝ)	-ΞΕΝΟΔΟΧΕΙΑ
ΛΑΝΑΚΑΜ Α.Ε.	-ΡΟΥΧΙΣΜΟΣ & ΑΞΕΣΟΥΑΡ
ΛΑΝ-NET ΕΠΙΚΟΙΝΩΝΙΕΣ Α.Ε.	-ΣΤΑΘΕΡΗ ΤΗΛΕΦΩΝΙΑ
ΛΑΝΤΕΚ ΕΠΙΚΟΙΝΩΝΙΕΣ Α.Ε.	-ΔΙΑΦΟΡΕΣ
ΛΑΥΡΕΩΤΙΚΗ	-ΔΙΑΦΟΡΕΣ
Μ.Ι. ΜΑΪΛΛΗΣ Α.Ε.Β.Ε.	-ΥΛΙΚΑ ΣΥΣΚΕΥΑΣΙΑΣ
ΜΑΘΙΟΣ ΠΥΡΙΜΑΧΑ Α.Ε.	ΟΙΚΟΔΟΜΙΚΑ ΥΛΙΚΑ ΚΑΙ ΕΞΑΡΤΗΜΑΤΑ
ΜΑΞΙΜ-ΠΕΡΤΣΙΝΙΔΗΣ Α.Ε.	-ΡΟΥΧΙΣΜΟΣ & ΑΞΕΣΟΥΑΡ
ΜΕΤΑΛ. ΑΡΚΑΔΙΑΣ Χ. ΡΟΚΑΣ	-ΗΛΕΚΤΡΙΣΜΟΣ
ΜΕΤΚΑ Α.Ε.	ΜΗΧΑΝΗΜΑΤΑ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΟΥ ΕΞΟΠΛΙΣΜΟΥ
ΜΗΧΑΝΙΚΗ Α.Ε.	-ΚΑΤΑΣΚΕΥΕΣ
ΜΙΝΩΙΚΕΣ ΓΡΑΜΜΕΣ	ΤΑΞΙΔΙΑ ΚΑΙ ΤΟΥΡΙΣΜΟΣ
ΜΟΤΟΡ ΟΪΛ(ΕΛΛΑΣ) ΔΙΥΛ.ΚΟΡΙΝΘΟΥΑ.Ε.	-ΔΙΥΛΙΣΤΗΡΙΑ
ΜΟΥΡΙΑΔΗΣ Α.Ε.	-ΥΠΟΔΗΜΑΤΑ
ΜΟΥΣΙΚΟΣ ΟΙΚΟΣ ΦΙΛΙΠΠΟΣ ΝΑΚΑΣ ΑΒΕΕΤΕ	-ΕΞΕΙΔΙΚΕΥΜΕΝΟ ΛΙΑΝΙΚΟ ΕΜΠΟΡΙΟ
ΜΟΧΛΟΣ Α.Ε.	-ΚΑΤΑΣΚΕΥΕΣ
ΜΠΑΛΑΦΑΣ ΚΑΤ.ΕΜΠ.ΣΥΜΜΕΤ.ΚΑΙ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ	-ΤΡΟΦΙΜΑ
ΜΠΑΜΠΗΣ ΒΩΒΟΣ-ΔΙΕΘΝΗΣ ΤΕΧΝΙΚΗ Α.Ε.	-ΔΙΑΧ. ΑΚΙΝΗΤΗΣ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΣ
ΜΠΑΡΜΠΑ ΣΤΑΘΗΣ ΓΕΝΙΚΗ ΤΡΟΦΙΜΩΝ Α.Ε.	-ΤΡΟΦΙΜΑ
ΜΠΗΤΡΟΣ ΣΥΜΜΕΤΟΧΙΚΗ Α.Ε.	-ΧΑΛΥΒΑΣ
ΜΥΛΟΙ ΚΕΠΕΝΟΥ Α.Β.Ε.Ε.	-ΤΡΟΦΙΜΑ
ΜΥΛΟΙ ΛΟΥΛΗ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ	-ΤΡΟΦΙΜΑ
ΜΥΤΙΛΗΝΑΙΟΣ Α.Ε. ΟΜΙΛΟΣ ΕΠΙΧ/ΩΝ	-ΜΗ ΣΙΔΗΡΟΥΧΑ ΜΕΤΑΛΛΑ
Ν. ΒΑΡΒΕΡΗΣ-MODA BAGNO Α.Ε.	ΟΙΚΟΔΟΜΙΚΑ ΥΛΙΚΑ ΚΑΙ ΕΞΑΡΤΗΜΑΤΑ
Ν.ΛΕΒΕΝΤΕΡΗΣ	-ΧΑΛΥΒΑΣ
ΝΑΥΤΙΛΙΑΚΗ ΕΤΑΙΡΙΑ ΛΕΣΒΟΥ Α.Ε.	ΤΑΞΙΔΙΑ ΚΑΙ ΤΟΥΡΙΣΜΟΣ
ΝΕΣΤΟΣ ΑΝ.ΤΕΧΝ.ΤΟΥΡ. ΕΜΠ. & ΕΡΓ. ΕΤ.	-ΔΙΑΦΟΡΕΣ

ΝΕΩΡΙΟΝ ΑΝΩΝΥΜΟΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ	-ΕΜΠΟΡΙΚΑ ΟΧΗΜΑΤΑ & ΦΟΡΤΗΓΑ
ΝΗΜΑΤΕΜΠΟΡΙΚΗ Α.Ε.	-ΡΟΥΧΙΣΜΟΣ & ΑΞΕΣΟΥΑΡ
ΝΗΡΕΥΣ-ΙΧΘΥΟΚΑΛΛΙΕΡΓΕΙΕΣ ΧΙΟΥ Α.Ε.	-ΓΕΩΡΓΙΑ & ΑΛΙΕΙΑ
ΝΙΚΟΣ ΓΚΑΛΗΣ ΚΕΝΤΡΑ ΝΕΟΤ.&ΠΡΟΣΤ. ΕΝΗΛ.	-ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ ΑΝΑΨΥΧΗΣ
ΝΤΡΟΥΚΦΑΡΜΠΕΝ ΕΛΛΑΣ Α.Ε.Β.Ε.	-ΕΞΕΙΔΙΚΕΥΜΕΝΑ ΧΗΜΙΚΑ
ΞΙΦΙΑΣ Α.Ε.-ΙΧΘΥΡΑ ΚΑΒΑΛΑΣ	-ΤΡΟΦΙΜΑ
ΕΥΛΕΜΠΟΡΙΑ Α.Ε.	ΟΙΚΟΔΟΜΙΚΑ ΥΛΙΚΑ ΚΑΙ ΕΞΑΡΤΗΜΑΤΑ
Ο ΚΕΚΡΟΥ ΞΕΝΟΔ.ΤΟΥΡ. ΟΙΚΙΣΤ. ΛΑΤ. ΕΠΙΧ.	-ΔΙΑΧ. ΑΚΙΝΗΤΗΣ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΣ
Ο. ΔΑΡΙΓΚ & ΣΙΑ Α.Β.Ν.Ε.	-ΗΛΕΚΤΡΙΚΑ ΜΕΡΗ & ΕΞΟΠΛΙΣΜΟΣ
ΟΜΙΛΟΣ ΙΝΤΕΑΛ Α.Β.Ε.Ε. Δ.Ε.& Σ.	-ΔΙΑΦΟΡΕΣ
ΟΡΓΑΝΙΣΜΟΣ ΔΙΜΕΝΟΣ ΘΕΣΣΑΛΟΝΙΚΗΣ Α.Ε.	-ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ ΜΕΤΑΦΟΡΩΝ
ΟΡΓΑΝΙΣΜΟΣ ΠΡΟΓΝ.ΑΓΩΝ.ΠΟΔΟΣΦΑΙΡΟΥ Α.Ε.	-ΤΥΧΕΡΑ ΠΑΙΧΝΙΔΙΑ
ΟΡΓΑΝΙΣΜΟΣ ΤΗΛΕΠ/ΝΙΩΝ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ Α.Ε.	-ΣΤΑΘΕΡΗ ΤΗΛΕΦΩΝΙΑ
Π. & Κ. ΑΝΩΝ. ΕΤ. ΕΠΕΝΔ. ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ	-ΔΙΑΦΟΡΕΣ
Π. ΚΩΤΣΟΒΟΛΟΣ Α.Ε.Β.Ε	-ΔΙΑΦΟΡΕΣ
ΠΑΜΑΡ	-ΔΙΑΦΟΡΕΣ
ΠΑΝ.Γ.ΝΙΚΑΣ ΑΝ.ΒΙΟΜΗΧ. & ΕΜΠ. ΕΤΑΙΡΙΑ	-ΤΡΟΦΙΜΑ
ΠΑΝΤΕΧΝΙΚΗ Α.Ε.	-ΚΑΤΑΣΚΕΥΕΣ
ΠΑΠΑΠΑΝΑΓΙΩΤΟΥ Α.Β.Ε.Ε.Α.-ΔΡΟΜΕΑΣ	-ΕΠΙΠΛΑ
ΠΑΠΑΣΤΡΑΤΟΣ (Α.Β.Ε.Σ.)	-ΔΙΑΦΟΡΕΣ
ΠΑΡΝΑΣΣΟΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ Α.Β.Ε.Τ.Ε.	ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΙΚΕΣ ΜΙΣΘΩΣΕΙΣ & ΔΙΑΦ/ΜΕΝΕΣ ΣΥΜΜΕΤΟΧΕΣ
ΠΕΙΡΑΙΩΣ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ Α.Ε.Ε.Χ.	-ΔΙΑΦΟΡΕΣ
ΠΕΙΡΑΙΩΣ ΧΡΗΜ/ΚΕΣ ΜΙΣΘΩΣΕΙΣ	ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΙΚΕΣ ΜΙΣΘΩΣΕΙΣ & ΔΙΑΦ/ΜΕΝΕΣ ΣΥΜΜΕΤΟΧΕΣ
ΠΕΡΣΕΥΣ ΠΡΟΙΟΝΤΑ ΕΙΔΙΚΗΣ ΔΙΑΤΡΟΦΗΣ ΑΒΕΕ	-ΤΡΟΦΙΜΑ
ΠΕΤΖΕΤΑΚΙΣ Α.Ε.	-ΕΞΕΙΔΙΚΕΥΜΕΝΑ ΧΗΜΙΚΑ
ΠΕΤΡΟΛΑ ΕΛΛΑΣ Α.Ε.Β.Ε.	-ΔΙΑΦΟΡΕΣ
ΠΕΤΡΟΣ ΠΕΤΡΟΠΟΥΛΟΣ Α.Ε.	-ΕΜΠΟΡΙΚΑ ΟΧΗΜΑΤΑ & ΦΟΡΤΗΓΑ
ΠΗΓΑΣΟΣ ΕΚΔΟΤΙΚΗ & ΕΚΤΥΠΩΤΙΚΗ Α.Ε.	-ΕΚΔΟΣΕΙΣ
ΠΛΑΙΣΙΟ COMPUTERS Α.Ε.Ε.	-ΥΛΙΚΟ ΥΠΟΛΟΓΙΣΤΩΝ
ΠΛΑΣΤΙΚΑ ΘΡΑΚΗΣ Α.Β.Ε.Ε.	-ΕΞΕΙΔΙΚΕΥΜΕΝΑ ΧΗΜΙΚΑ
ΠΛΑΣΤΙΚΑ ΚΡΗΤΗΣ Α.Β.Ε.Ε.	-ΕΞΕΙΔΙΚΕΥΜΕΝΑ ΧΗΜΙΚΑ
ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑΣ Α.Ε.Β.Ε.	-ΔΙΑΦΟΡΕΣ
ΠΟΥΛΙΑΔΗΣ & ΣΥΝΕΡΓΑΤΕΣ Α.Ε.Β.Ε.	ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ ΗΛΕΚΤΡΟΝΙΚΩΝ ΥΠΟΛΟΓΙΣΤΩΝ
ΠΡΟΜΟΤΑ ΕΛΛΑΣ Α.Ε.	-ΔΙΑΦΗΜΙΣΗ
ΠΡΟΟΔΕΥΤΙΚΗ Α.Τ.Ε.	-ΚΑΤΑΣΚΕΥΕΣ
ΠΡΟΟΔΟΣ Α.Ε.-ΕΛΛ. ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ	-ΔΙΑΦΟΡΕΣ
ΡΑΔΙΟ Α.ΚΟΡΑΣΙΔΗΣ Ε.Ε.Α.Ε.	ΔΙΑΡΚΗ ΚΑΤΑΝΑΛΩΤΙΚΑ ΑΓΑΘΑ
ΡΑΔΙΟ- ΑΘΗΝΑΙ	-ΔΙΑΦΟΡΕΣ
Σ.ΣΙΓΑΛΑΣ Α.Τ.Ε.	-ΔΙΑΦΟΡΕΣ
ΣΕΛΜΑΝ	ΟΙΚΟΔΟΜΙΚΑ ΥΛΙΚΑ ΚΑΙ ΕΞΑΡΤΗΜΑΤΑ
ΣΙΔΕΝΟΡ Α.Ε	-ΧΑΛΥΒΑΣ
ΣΙΝΓΚΙΟΥΛΑΡ ΛΟΤΖΙΚ Α.Ε. ΠΛΗΡ. ΣΥΣΤ&ΕΦΑΡ.	ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ ΗΛΕΚΤΡΟΝΙΚΩΝ ΥΠΟΛΟΓΙΣΤΩΝ
ΣΟΚΟΛΑΤΟΠΟΙΑ ΠΑΥΛΙΔΟΥ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤ.	-ΔΙΑΦΟΡΕΣ
ΣΠ.ΤΑΣΟΓΛΟΥ Α.Ε.-DELONGI	ΔΙΑΡΚΗ ΚΑΤΑΝΑΛΩΤΙΚΑ ΑΓΑΘΑ
ΣΠΟΡΤΣΜΑΝ Α.Ε.	-ΔΙΑΦΟΡΕΣ
ΣΤΕΓΑΣΤΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ	-ΔΙΑΦΟΡΕΣ
ΣΤΕΛΙΟΣ ΚΑΝΑΚΗΣ Α.Β.Ε.Ε.	-ΤΡΟΦΙΜΑ
ΣΥΣΤΗΜΑΤΑ ΜΙΚΡΟΫΠΟΛΟΓΙΣΤΩΝ Α.Ε.	ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ ΗΛΕΚΤΡΟΝΙΚΩΝ ΥΠΟΛΟΓΙΣΤΩΝ

ΣΦΑΚΙΑΝΑΚΗΣ Α.Ε.Β.Ε.	-ΕΞΕΙΔΙΚΕΥΜΕΝΟ ΛΙΑΝΙΚΟ ΕΜΠΟΡΙΟ
ΣΩΛΗΝ. Λ. ΤΖΙΡΑΚΙΑΝ ΠΡΟΦΙΛ Α.Ε.	-ΧΑΛΥΒΑΣ
ΣΩΛΗΝΟΥΡΓΙΑ ΚΟΡΙΝΘΟΥ Α.Ε.	-ΧΑΛΥΒΑΣ
ΤΕΛΕΣΙΣ ΤΡΑΠΕΖΑ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ Α.Ε.	-ΔΙΑΦΟΡΕΣ
ΤΕΞΑΠΡΕΤ Α.Ε.	-ΡΟΥΧΙΣΜΟΣ & ΑΞΕΣΟΥΑΡ
ΤΕΡΝΑ Α.Ε.	-ΚΑΤΑΣΚΕΥΕΣ
ΤΕΧΝΙΚΕΣ ΕΚΔΟΣΕΙΣ Α.Ε.	-ΕΚΔΟΣΕΙΣ
ΤΕΧΝΙΚΗ ΕΤΑΙΡΙΑ ΒΟΛΟΥ	-ΔΙΑΦΟΡΕΣ
ΤΕΧΝΙΚΗ ΟΛΥΜΠΙΑΚΗ	ΓΕΝΙΚΟ ΕΜΠΟΡΙΟ
ΤΕΧΝΟΔΟΜΗ ΑΦΟΙ. Μ. ΤΡΑΥΛΟΥ Α.Ε.ΤΕ.	-ΚΑΤΑΣΚΕΥΕΣ
ΤΗΛΕΤΥΠΟΣ Α.Ε.	-ΤΗΛΕΟΡΑΣΗ-ΨΥΧΑΓΩΓΙΑ
ΤΡΑΠΕΖΑ EFG EUROBANK ERGASIAS Α.Ε.	-ΤΡΑΠΕΖΕΣ
ΤΡΑΠΕΖΑ ΑΘΗΝΩΝ	-ΔΙΑΦΟΡΕΣ
ΤΡΑΠΕΖΑ ΑΤΤΙΚΗΣ	-ΤΡΑΠΕΖΕΣ
ΤΡΑΠΕΖΑ ΕΡΓΑΣΙΑΣ	-ΔΙΑΦΟΡΕΣ
ΤΡΑΠΕΖΑ ΚΥΠΡΟΥ ΔΗΜΟΣΙΑ ΕΤΑΙΡΙΑ ΛΙΜΙΤΕΔ	-ΤΡΑΠΕΖΕΣ
ΤΡΑΠΕΖΑ ΜΑΚΕΔΟΝΙΑΣ ΘΡΑΚΗΣ	-ΔΙΑΦΟΡΕΣ
ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ	-ΤΡΑΠΕΖΕΣ
ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ	-ΤΡΑΠΕΖΕΣ
ΤΡΙΑ ΑΛΦΑ Α.Ε.	-ΡΟΥΧΙΣΜΟΣ & ΑΞΕΣΟΥΑΡ
ΥΙΟΙ Ε. ΧΑΤΖΗΚΡΑΝΙΩΤΗ	-ΤΡΟΦΙΜΑ
ΥΙΟΙ Χ.ΚΑΤΣΕΛΗ Α.Β.Ε.Ε.	-ΤΡΟΦΙΜΑ
ΦΙΕΡΑΤΕΞ ΑΦΟΙ ΑΝΕΖΟΥΛΑΚΗ Α.Ε.	-ΡΟΥΧΙΣΜΟΣ & ΑΞΕΣΟΥΑΡ
ΦΙΛΙΠΠΟΥ ΕΡΓΑ Α.Ε.	ΟΙΚΟΔΟΜΙΚΑ ΥΛΙΚΑ ΚΑΙ ΕΞΑΡΤΗΜΑΤΑ
ΦΙΝΤΕΞΠΟΡΤ	-ΡΟΥΧΙΣΜΟΣ & ΑΞΕΣΟΥΑΡ
ΦΟΙΝΙΞ ΜΕΤΡΟΛΑΪΦ ΕΜΠΟΡΙΚΗ Α.Ε.Α.Ε.	ΑΣΦΑΛΕΙΕΣ ΙΔΙΟΚΤΗΣΙΑΣ & ΖΗΜΙΩΝ
Χ.Κ. ΤΕΓΟΠΟΥΛΟΣ ΕΚΔΟΣΕΙΣ Α.Ε.	-ΕΚΔΟΣΕΙΣ
Χ.ΜΠΕΝΡΟΥΜΠΗ & ΥΙΟΣ Α.Ε.	ΔΙΑΡΚΗ ΚΑΤΑΝΑΛΩΤΙΚΑ ΑΓΑΘΑ
ΧΙΟΣBANK	-ΔΙΑΦΟΡΕΣ
ΧΑΙΔΕΜΕΝΟΣ Α.Ε.Β.Ε.	ΥΠΟΣΤΗΡΙΚΤΙΚΕΣ ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ ΠΡΟΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ
ΧΑΛΚΟΡ Α.Ε.	-ΜΗ ΣΙΔΗΡΟΥΧΑ ΜΕΤΑΛΛΑ
ΧΑΛΥΒΔΟΦΥΛΛΩΝ	-ΧΑΛΥΒΑΣ
ΧΑΛΥΨ ΔΟΜΙΚΑ ΥΛΙΚΑ Α.Ε.	-ΔΙΑΦΟΡΕΣ
ΧΑΤΖΗΩΑΝΝΟΥ Α.Ε. ΣΥΜ/ΧΩΝ&ΠΑΡΟΧΗΣ ΥΠΗΡ.	-ΡΟΥΧΙΣΜΟΣ & ΑΞΕΣΟΥΑΡ