ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΜΕΣΟΓΕΙΑΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ

ΣΧΟΛΗ ΕΠΙΣΤΗΜΩΝ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΚΑΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ

Τμήμα Λογιστικής και Χρηματοοικονομικής

ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ

«ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗ»

ΚΕΦΑΛΑΙΑΚΗ ΔΙΑΡΘΡΩΣΗ ΤΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ

Διπλωματική Εργασία

που υποβλήθηκε στο Τμήμα Λογιστικής και Χρηματοοικονομικής του ΕΛΜΕΠΑ

ως μέρος των απαιτήσεων για την απόκτηση

Μεταπτυχιακού Διπλώματος Ειδίκευσης στη Χρηματοοικονομική Διοίκηση από την

Τομάζου Χρυσάνθη

Ηράκλειο

Ιανουάριος 2023

Η μεταπτυχιακή φοιτήτρια που εκπόνησε την παρούσα διπλωματική εργασία φέρει ολόκληρη την ευθύνη προσδιορισμού της δίκαιης χρήσης του υλικού, η οποία ορίζεται στη βάση των εξής παραγόντων: του σκοπού και χαρακτήρα της χρήσης (μη-εμπορικός, μη-κερδοσκοπικός, αλλά εκπαιδευτικός-ερευνητικός), της φύσης του υλικού που χρησιμοποιεί (τμήμα του κειμένου, πίνακες, σχήματα, εικόνες κ.λπ.), του ποσοστού και 7/9 της σημαντικότητας του τμήματος που χρησιμοποιεί σε σχέση με το όλο κείμενο υπό copyright, και των πιθανών συνεπειών της χρήσης αυτής στην αγορά ή την γενικότερη αξία του υπό copyright κειμένου.

Copyright © Τομάζου Χρυσάνθη, 2023

Η παρούσα διπλωματική εργασία εγκρίθηκε ομόφωνα από την τριμελή εξεταστική επιτροπή η οποία ορίστηκε από την Σ.Ε. του Τμήματος Λογιστικής και Χρηματοοικονομικής του ΕΛΜΕΠΑ, σύμφωνα με το νόμο και τον εγκεκριμένο Κανονισμό Διπλωματικών Εργασιών του ΠΜΣ «Χρηματοοικονομική Διοίκηση». Τα μέλη της Επιτροπής ήταν:

- Αναπληρωτής Καθηγητής Αρβανίτης Σταύρος
- Αναπληρωτής Καθηγητής Χατζηαντωνίου Ιωάννης
- Καθηγητής Φλώρος Χρήστος

Η έγκριση της διπλωματικής εργασίας από την Σ.Ε. δεν υποδηλώνει αποδοχή των απόψεων του συγγραφέα.

Αφιερώνεται στην γιαγιά μου

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1: ΕΙΣΑΓΩΓΗ **7**
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2: ΘΕΩΡΗΤΙΚΟ ΥΠΟΒΑΘΡΟ **9**
2.1 ΘΕΩΡΙΑ MODIGLIANI & MILLER 9
2.2 ΘΕΩΡΙΑ ΑΝΤΙΣΤΑΘΜΙΣΗΣ (TRADE-OFF THEORY) 11
2.3 ΘΕΩΡΙΑ ΙΕΡΑΡΧΗΣΗΣ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ (PECKING ORDER THEORY) 14
2.4 ΘΕΩΡΙΑ ΚΟΣΤΟΥΣ ΑΝΤΙΠΡΟΣΩΠΕΥΣΗΣ (AGENCY COST THEORY) 15
2.5 ΘΕΩΡΙΑ ΣΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ (SIGNALING) 16
2.6 ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ ΣΥΓΧΡΟΝΙΣΜΟΥ ΑΓΟΡΑΣ (MARKET TIMING THEORY) 18
2.7 ΠΡΟΣΔΙΟΡΙΣΤΙΚΟΙ ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ ΚΕΦΑΛΑΙΑΚΗΣ ΔΙΑΡΘΡΩΣΗΣ 19
2.7.1 ΦΟΡΟΛΟΓΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ 20
2.7.2 ΜΕΓΕΘΟΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ 21
2.7.3 ΚΕΡΔΟΦΟΡΙΑ 23
2.7.4 ΔΙΑΡΘΡΩΣΗ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΚΩΝ ΣΤΟΙΧΕΙΩΝ 24
2.7.5 ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ ΚΑΙ ΔΥΝΑΤΟΤΗΤΕΣ ΑΝΑΠΤΥΞΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ 25
2.7.6 ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΑ ΚΛΑΔΟΥ ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΠΟΙΗΣΗΣ ΤΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ 26
2.7.7 ΑΠΟΠΛΗΡΩΜΗ ΜΕΡΙΣΜΑΤΩΝ 26
2.7.8 ΗΛΙΚΙΑ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ 27
2.7.9 ΜΟΝΑΔΙΚΟΤΗΤΑ ΠΡΟΙΟΝΤΩΝ 28
2.7.10 ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ 28
2.7.11 ΔΙΑΚΥΜΑΝΣΗ ΚΕΡΔΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ 29
2.7.12 ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΚΟΣ ΚΑΙ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΣ ΚΙΝΔΥΝΟΣ 29
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3: ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΚΗ ΑΝΑΣΚΟΠΗΣΗ **31**
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4: ΑΝΑΛΥΣΗ ΔΕΔΟΜΕΝΩΝ ΚΑΙ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ **36**
4.1 ΕΡΕΥΝΗΤΙΚΟΙ ΣΤΟΧΟΙ ΚΑΙ ΥΠΟΘΕΣΕΙΣ 36
4.2 ΔΕΔΟΜΕΝΑ ΚΑΙ ΟΙΚΟΝΟΜΕΤΡΙΚΑ ΜΟΝΤΕΛΑ 40
4.3 ΠΕΡΙΓΡΑΦΙΚΑ ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΑ ΜΕΤΡΑ 42
4.4 ΕΚΤΙΜΗΣΗ ΟΙΚΟΝΟΜΕΤΡΙΚΩΝ ΥΠΟΔΕΙΓΜΑΤΩΝ 44
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5: ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ **50**
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6: ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ **52**

Περίληψη

Ένα από τα πιο πολυσυζητημένα θέματα της χρηματοοικονομικής διοίκησης, αποτελεί το ζήτημα της κεφαλαιακής διάρθρωσης των οικονομικών οντοτήτων. Η σύγχρονη οικονομική θεωρία, αναφέρει πως η διάρθρωση του κεφαλαίου των επιχειρήσεων χρησιμοποιείται για τον καθορισμό της αγοραίας αξίας και της μακροχρόνιας ανάπτυξης τους. Σκοπός της παρούσας διπλωματικής εργασίας, αναλογιζόμενοι τις εμπειρικές μελέτες των προηγούμενων ετών, είναι η διερεύνηση των παραγόντων εκείνων που επηρεάζουν την κεφαλαιακή διάρθρωση των επιχειρήσεων στην Ελλάδα. Το θέμα διερευνήθηκε εμπειρικά χρησιμοποιώντας δεδομένα 103 ελληνικών επιχειρήσεων εισηγμένων στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών για την περίοδο 2010-2021. Για τις ανάγκες της έρευνας, η συνολική περίοδος χωρίστηκε σε τρεις υποπεριόδους. Την περίοδο της οικονομικής κρίσης (2010-2012), την περίοδο μετά την οικονομική κρίση (2013-2019) και την περίοδο του κορονοϊού (2020-2021). Η εμπειρική διερεύνηση έγινε με τη χρήση οικονομετρικών υποδειγμάτων σταθερών (Fixed Effects) και τυχαίων επιδράσεων (Random Effects). Τα αποτελέσματα υποδηλώνουν ότι η θεωρία ιεράρχησης χρηματοδότησης και η θεωρία αντιστάθμισης δεν αλληλοαποκλείονται κατά την επεξήγηση των προσδιοριστικών παραγόντων της κεφαλαιακής διάρθρωσης. Όμως, βάσει της εμπειρικής διερεύνησης, η θεωρία αντιστάθμισης θεωρείται περισσότερο εφαρμόσιμη στις μακροχρόνιες αναλύσεις του δείκτη δανειακής επιβάρυνσης της κεφαλαιακής διάρθρωσης, ενώ η θεωρία ιεράρχησης χρηματοδότησης σε βραχυχρόνιες αναλύσεις.

Λέξεις κλειδιά: Κεφαλαιακή διάρθρωση, θεωρία ιεράρχησης χρηματοδότησης, θεωρία αντιπροσώπευσης

Abstract

One of the most debated problems of financial management is the issue of capital structure of the firm. According to economic theory, the capital structure is being used to determine the stock market value of the firms and their viability. The purpose of this thesis, considering the previous empirical studies, is the investigation of the factors that influence the capital structure of the Greek firms. These factors are empirically examined, using data obtained from 103 Greek firms listed on Athens Stock Exchange for the period 2010-2021. For research purposes, the overall period was divided into three sub periods. The period of the financial crisis (2010-2012), the period after the financial crisis (2013-2019) and the period of coronavirus (2020-2021). Fixed Effects and Random Effects are being used for the empirical analysis of the econometric model. The results suggest that Pecking Order Theory and Trade-Off Theory are used to explain the determinants of capital structure. Based on the empirical investigation, Trade-Off Theory is considered more applicable to the long-term analysis of the leverage ratio of the capital structure, while Pecking Order Theory is more applicable to the short-term analysis.

Key words: Capital structure, Trade-off Theory, Pecking Order Theory

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1: ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Η κεφαλαιακή διάρθρωση (capital structure) αναφέρεται στις μόνιμες πηγές χρηματοδότησης που χρησιμοποιεί μια οικονομική οντότητα για τη μελλοντική της ανάπτυξη, τη λειτουργία της και τα περιουσιακά της στοιχεία. Αυτές οι πηγές περιλαμβάνουν: τα ίδια κεφάλαια (το μετοχικό κεφάλαιο και τα αποθέματα), το δανεισμό (τον μακροπρόθεσμο ή τον βραχυπρόθεσμο), τα δάνεια μειωμένης εξασφάλισης ή τα μετατρέψιμα ομόλογα σε μετοχές.

Ως άριστη κεφαλαιακή διάρθρωση, θεωρείται η εύρεση του συνδυασμού εκείνου των εισροών χρηματοδότησης της επιχείρησης που βελτιστοποιεί την αξία της και στοχεύει στην μεγιστοποίηση των εισροών και τη μείωση του κεφαλαιακού της κόστους. Όμως, ορισμένοι θεωρούν ότι η αξία μιας επιχείρησης δεν εξαρτάται από τις διάφορες μορφές χρηματοδότησης και κατά προέκταση δεν πιστεύουν στην ύπαρξή της άριστης κεφαλαιακής διάρθρωσης. (Baker & Martin, 2011)

Σταθμός εκκίνησης της σύγχρονης θεωρίας της κεφαλαιακής διάρθρωσης ήταν οι Modigliani και Miller, το 1958, που ερεύνησαν τη σχέση της διάρθρωσης του κεφαλαίου με την αξία της οικονομικής οντότητας, καθώς και η επαναδιατύπωση της θεωρίας τους το 1963. Σύμφωνα με αυτούς, σε περιόδους με αυξημένο ανταγωνισμό δίχως τριβές και πλήρεις κεφαλαιαγορές, η επιχειρησιακή αξία είναι ανεξάρτητη από την κεφαλαιακή της διάρθρωση. Αναφέρουν επίσης πως αν λάβουμε υπόψη τη φορολογία, τα οφέλη των επιχειρήσεων που προκύπτουν από τη φοροαπαλλαγή συνεχίζουν να υπάρχουν σε μικρότερο βαθμό από την έλλειψη φορολογίας. Επίσης, οι αποφάσεις που παίρνουν οι μέτοχοι σχετικά με τη χρηματοδότηση, θεωρούνται άσχετες καθώς μόνο ο επιχειρηματικός κίνδυνος καθορίζει το κεφάλαιο -κάτι που σπάνια ισχύει στην πραγματικότητα. Γενικότερα, η θεωρία που ανέπτυξαν οι Modigliani και Miller, έθεσε τα θεμέλια για την ανάπτυξη του θεωρητικού πλαισίου με στόχο την εξήγηση των καθοριστικών αποφάσεων που καλούνται να πάρουν οι οικονομικές οντότητες για την κεφαλαιακή τους διάρθρωση.

Με το πέρασμα των ετών, οι οικονομολόγοι αναδιαμόρφωσαν τις θεωρίες τους για την κεφαλαιακή διάρθρωση και εισήγαγαν νέους παράγοντες. Οι νέοι αυτοί παράγοντες περιλαμβάνουν την ασύμμετρη πληροφόρηση, τους φόρους, τα έξοδα πτώχευσης, τη σύγκρουση συμφερόντων των δανειστών ή μετόχων ή μάνατζερ, τις ελεύθερες ταμειακές ροές, κ.ο.κ. Οι παράγοντες αυτοί είναι σε θέση να εξηγήσουν τις

αποφάσεις που επηρεάζουν την κεφαλαιακή διάρρωση. Έτσι, οι οικονομολόγοι οδηγήθηκαν στην διατύπωση ποικίλων θεωριών. Οι σημαντικότερες από αυτές περιλαμβάνουν: τη θεωρία αντιστάθμισης / trade-off theory (Kraus & Litzenberger, 1973), τη θεωρία ιεράρχησης χρηματοδότησης / pecking order theory (Myers & Majluf, 1984), τη θεωρία κόστους αντιπροσώπευσης / agency cost theory (Jensen & Mecling, 1976), τη θεωρία σηματοδότησης / signaling (Ross, 1977) και το υπόδειγμα συγχρονισμού αγοράς / market timing theory (Baker & Wungler, 2002). Η κάθε μια από τις παραπάνω θεωρίες βασίζεται σε δικές της υποθέσεις κι αν ληφθούν ξεχωριστά, οι θεωρίες αυτές δεν είναι σε θέση να εξηγήσουν ορισμένα γεγονότα, καθώς αλλάζουν συνεχώς οι συνθήκες εφαρμογής τους και δεν ισχύουν πάντα στην πραγματικότητα.

Σκοπός της παρούσας διπλωματικής εργασίας, είναι η μελέτη της διάρθρωσης του κεφαλαίου 103 ελληνικών επιχειρήσεων εισηγμένων στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών, για την περίοδο 2010 έως 2021 και η διερεύνηση των παραγόντων επηρεασμού της, μέσω της στατικής ανάλυσης δεδομένων panel.

Στο κεφάλαιο που ακολουθεί, πραγματοποιείται αναλυτική παρουσίαση των σημαντικότερων θεωριών της κεφαλαιακής διάρθρωσης των οικονομικών οντοτήτων. Πιο συγκεκριμένα παρουσιάζεται η θεωρία αντιστάθμισης / trade-off theory (Kraus & Litzenberger, 1973), η θεωρία ιεράρχησης χρηματοδότησης / pecking order theory (Myers & Majluf, 1984), η θεωρία κόστους αντιπροσώπευσης / agency cost theory (Jensen & Mecling, 1976), η θεωρία σηματοδότησης / signaling (Ross, 1977) και το υπόδειγμα συγχρονισμού αγοράς / market timing theory (Baker & Wungler, 2002). Έπειτα, ακολουθεί η παράθεση και η βιβλιογραφική ανασκόπηση των κυριότερων εμπειρικών μελετών που έχουν πραγματοποιηθεί. Στο επόμενο κεφάλαιο παρατίθενται οι ερευνητικοί στόχοι και η μεθοδολογία της έρευνας, ενώ γίνεται η παρουσίαση του οικονομετρικού υποδείγματος που χρησιμοποιήσαμε. Κλείνοντας, πραγματοποιείται η στατική ανάλυση των δεδομένων και η ανάλυση των αποτελεσμάτων της μελέτης, ενώ στο τελευταίο μέρος βρίσκονται τα συμπεράσματα.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2: ΘΕΩΡΗΤΙΚΟ ΥΠΟΒΑΘΡΟ

Η αρχή για τον καθορισμό της κεφαλαιακής διάρθρωσης έγινε με τις έρευνες των Modigliani και Miller, το 1958 και το 1963, οι οποίες ώθησαν πολλούς μεταγενέστερους οικονομολόγους να εξηγήσουν τους παράγοντες που τείνουν να επηρεάσουν τις αποφάσεις μιας οικονομικής οντότητας για την διάρθρωση του κεφαλαίου της. Σκοπός της θεωρίας είναι η διερεύνηση του τρόπου επηρεασμού της χρηματιστηριακής αξίας μια οικονομικής οντότητας, μέσω μιας μεταβολής του τρόπου χρηματοδότησης. Πλέον, πολλές είναι οι θεωρίες που ασχολούνται με την κεφαλαιακή διάρθρωση μιας οικονομικής οντότητας, όμως καμία δεν είναι αποδεκτή στο σύνολο της (Myers, 2001). Στόχος αυτού του κεφαλαίου είναι η παρουσίαση των κύριων θεωριών της κεφαλαιακής διάρθρωσης, καθώς και η ανάλυση των προσδιοριστικών παραγόντων της.

2.1 ΘΕΩΡΙΑ MODIGLIANI & MILLER

Οι Modigliani και Miller, το 1958, έθεσαν το θεωρητικό υπόβαθρο για την ανάπτυξη της κεφαλαιακής διάρθρωσης, καθώς ανέλυσαν την υπόθεση των τέλειων κεφαλαιαγορών. Πάνω σε αυτή την υπόθεση και στην έρευνά τους με τίτλο “The cost of capital, corporation finance and the theory of investment”, βασίστηκαν πολλές μεταγενέστερες θεωρίες. Ο όρος τέλεια ή ιδανική αγορά, αναφέρεται σε μια αγορά δίχως φόρους, με τέλεια πληροφόρηση και μηδενικά κόστη συναλλαγών, όπου ο κάθε επενδυτής, μέτοχος ή οικονομική οντότητα, έχει τη δυνατότητα δανεισμού με το ίδιο επιτόκιο. Μια τέτοια υπόθεση όμως δεν είναι ρεαλιστική, καθώς δεν συσχετίζεται η κεφαλαιακή διάρθρωση μιας οικονομικής οντότητας με την αξία της αγοράς της και κατά προέκταση το θεώρημα είναι μη ελέγξιμο (Myers, 2001).

Το θεώρημα των Modigliani και Miller (1958) περιλαμβάνει κάποιες υποθέσεις. Πιο συγκεκριμένα, υποθέτουν ότι υπάρχει έλλειψη φόρων εισοδήματος και πως οι διάφορες οικονομικές οντότητες, που έχουν ίδιο βαθμό επιχειρηματικού κινδύνου, μπορούν να συνυπάρχουν. Μια επιπλέον υπόθεση είναι πως ο κάθε επενδυτής εκτιμά και προσδοκά παρόμοια μεταβλητότητα και μελλοντικά κέρδη στην οικονομική οντότητα. Ακόμη, ο δανεισμός φυσικών και μη προσώπων διακρίνεται από την έλλειψη κινδύνου, ανεξαρτήτως του ποσού. Κατά προέκταση, το επιτόκιο δανεισμού τείνει να ισούται με του μηδενικού κινδύνου. Τέλος, οι επιχειρήσεις

δραστηριοποιούνται σε ιδανικές κεφαλαιαγορές και διακρίνονται από σταθερές χρηματοροές, με αποτέλεσμα να αναμένεται μηδενικός ρυθμός ανάπτυξης.

Συγκεντρώνοντας τις παραπάνω υποθέσεις, οι Modigliani και Miller, κατέληξαν σε τρεις προτάσεις. Πιο συγκεκριμένα:

Η πρώτη πρόταση του θεωρήματος, αποδεικνύει πως οι manager των εταιριών, δεν μπορούν να μεταβάλλουν την χρηματιστηριακή αξία της οντότητας, μεταβάλλοντας απλά την κεφαλαιακή της διάρθρωση (Βασιλείου, 2008). Ουσιαστικά, σύμφωνα με αυτή, τα περιουσιακά στοιχεία μιας επιχείρησης, δηλαδή η αγοραία αξία της και το κεφαλαιακό κόστος, καθορίζουν την αξία της και θα παραμείνουν σταθερά, ανεξάρτητα από την αναλογία και τον τρόπο χρηματοδότησής τους. Άρα, το μέγεθος χρηματοδότησης μιας οικονομικής οντότητας που καλύπτεται με ξένα κεφάλαια, δεν επιδρά στην αξία της, καθώς αυτή ισούται με το σύνολο του ενεργητικού (Modigliani & Miller, 1958).

Σε συνέχεια της πρώτης πρότασης -και με την προϋπόθεση ισχύος της- οι Modigliani και Miller, οδηγήθηκαν στην δεύτερη υπόθεση. Σε αυτή, αναφέρεται πως το κόστος των μοχλευμένων ιδίων κεφαλαίων, ισούται με το κόστος των μη μοχλευμένων ιδίων, αν προσθέσουμε ένα ασφάλιστρο σχετικό με τον χρηματοοικονομικό κίνδυνο ίσο με τον δείκτη δανεισμού προς ίδια κεφάλαια επί το περιθώριο κόστους μη μοχλευμένων ιδίων κεφαλαίων προς το κόστος δανεισμού. Σε ένα περιβάλλον δίχως φόρους, το κόστος των μοχλευμένων ιδίων κεφαλαίων υπολογίζεται ως:

$$K_e = K_u + (K_u - d)\frac{VD}{VLE} \qquad (1)$$

Όπου, K_e: κόστος ιδίων κεφαλαίων, K_u: κόστος μη μοχλευμένης επιχείρησης, VD: τιμή δανεισμού, VLE: αξία μετοχικών κεφαλαίων (Modigliani & Miller, 1958; Cheremushkin, 2011).

Ουσιαστικά, ο ρυθμός αύξησης του κινδύνου, οδηγεί σε αύξηση της απαιτούμενης απόδοσης των επενδυτών, όταν αυξάνεται ο λόγος του δανεισμού με το μετοχικό κεφάλαιο της οντότητας. Έτσι, η αντικατάσταση ενός υψηλού μετοχικού κεφαλαίου με ένα χαμηλότερο δανεισμό, δεν θα μειώσει το συνολικό κόστος (Myers. 2001). Η δεύτερη πρόταση είναι γνωστή και ως "θεωρία των καθαρών λειτουργικών εσόδων" (Βασιλείου, 2008).

Η τρίτη πρόταση των Modigliani και Miller, είναι ίσως η πιο αμφιλεγόμενη από τις τρεις. Σύμφωνα με αυτή, αν μια οικονομική οντότητα έχει σκοπό να ενεργήσει υπέρ των μετόχων της, θα πρέπει να εκμεταλλεύεται τις επενδυτικές ευκαιρίες μόνο στην περίπτωση που το ποσοστό της αναμενόμενης απόδοσης είναι στα ίδια επίπεδα με το κόστος των μη μοχλευμένων ιδίων κεφαλαίων. Ο βαθμός ανεξαρτησίας του κεφαλαιακού κόστους ταυτίζεται με τον ισχυρισμό πως οι ταμειακές ροές της οντότητας έχουν την τάση να προεξοφλούνται με βάση την τιμή του σταθμισμένου μέσου όρου. Ουσιαστικά, η τιμή αυτή, διαχωρίζει τις ταμειακές ροές σε μέρη και τις προεξοφλεί με τις αντίστοιχες δαπάνες (Modigliani & Miller, 1958; Baker & Martin, 2011).

Σύμφωνα με τα παραπάνω, αν ληφθεί υπόψη η φορολογία μόνο από την εταιρική σκοπιά κι όχι των φυσικών προσώπων, τότε η εταιρική χρηματοδότηση βασίζεται και ευνοείται μέσω ξένων και όχι ιδίων κεφαλαίων. Έτσι, για να αποφύγει η οικονομική οντότητα τους πιθανούς κινδύνους, θα πρέπει να μην χρησιμοποιήσει όλα τα ξένα κεφάλαια στην κεφαλαιακή της διάρθρωση (Ahmed et al, 2009). Όμως, πρέπει να τονιστεί πως δεν είναι απαραίτητο όλες οι οικονομικές οντότητες να βασίζονται στο δανεισμό, καθώς δεν είναι βέβαιο πως η χρηματοδότηση από τα ξένα κεφάλαια θα παραμείνει σταθερή κατά το πέρας των ετών, λόγω του αυξημένου κόστους που θα προκύψει (Modigliani & Miller, 1963).

Συνοψίζοντας, οι υποθέσεις των Modigliani και Miller, εξακολουθούν να είναι ευρέως αποδεκτές μέχρι τις μέρες μας, υπό την προϋπόθεση ισχύος όλων των περιοριστικών υποθέσεων που εισήγαγαν (Myers, 2001). Αν όμως εισάγουμε την φορολογική έννοια και τον τρόπο διάρθρωσης κεφαλαίων, αναζητούμε ένα ιδανικό δείκτη δανειακής επιβάρυνσης, μου εξισορροπεί τα οφέλη με το δανεισμό. Με τη μελέτη αυτού του δείκτη έχει ασχοληθεί η θεωρία αντιστάθμισης (Trade-off Theory).

2.2 ΘΕΩΡΙΑ ΑΝΤΙΣΤΑΘΜΙΣΗΣ (TRADE-OFF THEORY)

Οι Modigliani και Miller (1963), έθεσαν τα θεμέλια για την ανάπτυξη των υποδειγμάτων της θεωρίας αντιστάθμισης. Στόχος των επιχειρήσεων ήταν η εύρεση ενός μοντέλου δανειακής επιβάρυνσης που θα αυξάνει την αξία τους, λαμβάνοντας υπόψη τα μειονεκτήματα και τα πλεονεκτήματα των ξένων κεφαλαίων (Francisco & Jose, 2003). Σε περίπτωση μη εύρεσης αυτού, οι οικονομικές οντότητες αναγκάζονται

για τη σταδιακή διαμόρφωση των κεφαλαίων τους με σκοπό την απόκτησή του (Myers, 1977). Βασική υπόθεση της θεωρίας trade-off, είναι η ύπαρξη ενός άριστου επιπέδου δανεισμού των επιχειρήσεων, στο οποίο μεγιστοποιείται η αξία της και καθορίζεται από φόρους, συγκρούσεις συμφερόντων μεταξύ διοικητικών στελεχών, κόστη δανεισμου, κλπ. Επιπλέον, προϋποθέτουμε την ύπαρξη συμμετρικής πληροφόρησης και άριστων κεφαλαιαγορών (Baker & Wungler, 2002).

Η trade-off θεωρία της κεφαλαιακής διάρθρωσης, σε αντίθεση με τη θεωρία των Modigliani και Miller (1963), εξηγεί τα προβλήματα που μπορεί να δημιουργηθούν εξαιτίας του υπέρογκου δανεισμού, όπως πιθανότητα πτώχευσης, η μη χορήγηση δανείων, η απώλεια ικανού προσωπικού, κ.α. (Βασιλείου, 2008). Αυτά τα προβλήματα κρίνονται σοβαρά και καθοριστικά για την κάθε επιχείρηση, καθώς μειώνουν την ανταγωνιστικότητά της και την καθιστούν απαρχαιωμένη (Groppelli & Nikbakht, 1996). Ακόμη, δηλώνει ότι η κεφαλαιακή διάρθρωση της οικονομικής οντότητας αντικατοπτρίζει μια αντιστάθμιση μεταξύ των φορολογικών ωφελειών του δανεισμού και του αναμενόμενου κόστους σε περίπτωση χρεοκοπίας (Kraus & Litzenberger, 1973).

Για την υλοποίηση της θεωρίας, υποθέτουμε πως η εταιρική φορολογία ευνοεί το δανεισμό, με αποτέλεσμα η χρηματοδότηση των οικονομικών οντοτήτων να γίνεται μέσω αυτού. Η αύξηση του δανεισμού, οδηγεί σε αύξηση των πιθανοτήτων πτώχευσης, καθώς γίνεται πιο δύσκολο για την οικονομική οντότητα να ανταπεξέλθει στις ποικίλες υποχρεώσεις της. Πιο συγκεκριμένα, τα μειονεκτήματα για την αδυναμία της επιχείρησης να ανταπεξέλθει ποικίλουν.

Αρχικά, από την πλευρά των προμηθευτών, χάνεται η αξιοπιστία με αποτέλεσμα να μην παρέχουν την δυνατότητα πίστωσης, ενώ από την πλευρά των πελατών μειώνουν ή ακόμη και σταματούν τις παραγγελίες λόγω φόβου αθέτησής τους. Επιπλέον, υπάρχει περίπτωση η οικονομική οντότητα να χάσει ικανό προσωπικό. Ακόμη, η επιχείρηση δεν έχει πάντα τη δυνατότητα να ακολουθήσει τις τεχνολογίες και την εξέλιξη, λόγω έλλειψης των απαραίτητων πόρων για την στήριξή της. Έτσι, μειώνεται η χρηματιστηριακή αξία της επιχείρησης καθώς και η πώληση μετοχών (Groppelli & Nikbakht, 1996). Τέλος, περιορίζεται η αποτελεσματικότητα της οικονομικής οντότητας, καθώς αυξάνονται και αυστηραίνουν οι περιορισμοί

σχετικά με την διανομή μερισμάτων ή την πώληση παγίων περιουσιακών στοιχείων (Modigliani & Miller, 1963).

Εν αντιθέσει, στα πλεονεκτήματα του δανεισμού συμπεριλαμβάνεται η φορολογική ελάφρυνση που προκύπτει μέσω των τόκων των δανείων που εκπίπτουν από τα φορολογικά κέρδη της επιχείρησης (Masulis & DeAngelo, 1980), καθώς και η μείωση των συγκρούσεων των υψηλόβαθμων στελεχών της, λόγω του περιορισμού της σπατάλης κεφαλαίων (Jensen & Meckling, 1976).

Σε περιπτώσεις μέσων επιπέδων δανεισμού, παρατηρείται μειωμένη πιθανότητα χρεοκοπίας, καθώς και μειωμένη παρούσα αξία του κόστους δανειακής επιβάρυνσης, αυξάνοντας τις φορολογικές ωφέλειες. Σε περίπτωση που είναι αβέβαιη η εύνοια της εταιρείας από τις φορολογικές ελαφρύνσεις που προκύπτουν από τον δανεισμό, το πλεονέκτημα που είχε σχετικά με αυτόν μειώνεται μέχρι να εξαλειφθεί, καθώς τα κόστη τείνουν να μειώσουν την αξία της επιχείρησης. Σύμφωνα με τη θεωρία αντιστάθμισης, το άριστο επίπεδο δανεισμού μιας επιχείρησης, βρίσκεται στο σημείο όπου η παρούσα αξία των φοροελαφρύνσεων από τον δανεισμό, είναι ίση με την παρούσα αξία του κόστους της δανειακής επιβάρυνσης (Miller, 1977). Γενικότερα, όπως αναφέρει η θεωρία, η κάθε επιχείρηση έχει τη δυνατότητα να επιλέξει το ποσοστό των δαπανών της που θα καλυφθεί με ξένα κεφάλαια, συνδυάζοντας τον κίνδυνο με την αναμενόμενη απόδοση. Έτσι, οδηγούμαστε στη στατικη θεωρία trade-off (Βασιλείου, 2008).

Το στατικό μοντέλο της θεωρίας αντιστάθμισης αναφέρεται στη βραχυχρόνια περίοδο, κατά την οποία οι επιχειρήσεις προσπαθούν να πλησιάσουν τον ιδανικό δείκτη δανειακής επιβάρυνσης (Johnson, 1995). Όμως, ο ιδανικός δείκτης είναι πολύ δύσκολο να προσεγγιστεί λόγω του κόστους προσαρμογής (Drobetz & Wanzenried, 2006), γι' αυτό, οδηγούμαστε στο δυναμικό μοντέλο της θεωρίας αντιστάθμισης. Στο δεύτερο μοντέλο λαμβάνονται υπόψη οι μελλοντικές ανάγκες σε χρηματοδότηση και οι αποφάσεις εξαρτώνται από αυτές (Myers, 1977).

Συμπερασματικά, παρόλο που η θεωρία αντιστάθμισης γίνεται όλο και πιο γνωστή για τον προσδιορισμό της κεφαλαιακής διάρθρωσης, καθώς συνεχώς προστίθενται νέες έρευνες για την ανάπτυξή της, οι Myers και Majluf (1984), ανέπτυξαν την θεωρία ιεράρχησης χρηματοδότησης.

2.3 ΘΕΩΡΙΑ ΙΕΡΑΡΧΗΣΗΣ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ (PECKING ORDER THEORY)

Ο Donaldson (1961), αφού μελέτησε κάποιες αμερικανικές εταιρείες, κατέληξε στο συμπέρασμα ότι τα στελέχη διοίκησης αυτών έτειναν να επιλέξουν ίδια κεφάλαια για τη χρηματοδότηση των δραστηριοτήτων τους. Η θεωρία ιεράρχησης χρηματοδότησης, είναι αντίθετη με τη θεωρία αντιστάθμισης, καθώς η πρώτη δεν επιλέγει το βέλτιστο επίπεδο δανεισμού για να μεγιστοποιεί η αξία της.

Πιο αναλυτικά, τα στελέχη των μεγάλων εταιρειών "υψηλής ποιότητας" τείνουν στην επιλογή όσο το δυνατόν περισσότερων εσωτερικών (ιδίων) κεφαλαίων για τη χρηματοδότηση της οικονομικής οντότητας. Εν αντιθέσει, οι μικρότερες εταιρείες "χαμηλής ποιότητας", χρησιμοποιούν πιο συχνά εξωτερικές (ξένες) χρηματοδοτήσεις, όπως το δανεισμό, καθώς δεν έχουν τόσα κέρδη ώστε να υποστηρίξουν την ίδια χρηματοδότηση. Έτσι, οδηγούμαστε σε αρνητική συσχέτιση δανεισμού και κερδοφορίας (Kent & Martin, 2011). Γενικότερα, όταν δεν υπάρχει γνώση για την πραγματική αξία μιας νέας επένδυσης, οι οικονομικές οντότητες επιλέγουν τη χρηματοδότησή της μέσω των ιδίων κερδών, έπειτα μέσω δανεισμού και τέλος μέσω της έκδοσης μετοχών, δηλαδή της αύξησης του μετοχικού κεφαλαίου. Η έκδοση μετοχών όμως στο στάδιο που θεωρούνται υπερτιμημένες ρίχνει την χρηματιστηριακή αξία τους, κάτι που θεωρείται αρνητικό από την αγορά (Myers & Majluf, 1984).

Η υπόθεση των Modigliani και Miller (1958), για την ύπαρξη άριστων κεφαλαιαγορών με συμμετρική πληροφόρηση, δεν υφίσταται. Η θεωρία ιεράρχησης χρηματοδότησης προβλέπει την ύπαρξη περισσότερης ασύμμετρης πληροφόρησης της παρούσας κατάστασης της επιχείρησης, που μειώνει τον κίνδυνο έκδοσης νέων μετοχών, ενώ δεν υπάρχουν αρνητικές αντιδράσεις στις ανακοινώσεις (Myers & Majluf, 1984; Mishkin, 1991). Η ασύμμετρη πληροφόρηση υπάρχει κυρίως μεταξύ της διοίκησης της οικονομικής οντότητας με τους επενδυτές, λόγω της καλύτερης γνώσης των πρώτων για την κατάσταση της επιχείρησης (Myers & Majluf, 1984). Απόρροια αυτού είναι, η μη σωστή αξιολόγηση της κατάστασης και τις προσδοκίες της οικονομικής οντότητας από τους επενδυτές -τόσο παροντικά, όσο και μελλοντικά. Έτσι, καταφεύγουν σε αύξηση μετοχικού κεφαλαίου με αυξημένη υποτίμηση, κάτι που μπορεί να αποφευχθεί μόνο με τον εσωτερικό δανεισμό (Kjelman & Steffan,

1995). Η αύξηση όμως αυτή, περιλαμβάνει αρκετά κόστη που δεν θα υπήρχαν σε αντίθετη περίπτωση (Βασιλείου, 2008).

Ο δανεισμός ξένων κεφαλαίων, δημιουργεί τα κόστη συναλλαγών. Γι' αυτό, είναι προτιμότερο για τις οικονομικές οντότητες να στρέφονται σε εσωτερικό δανεισμό (ομόλογα), έπειτα στον εξωτερικό (δάνεια) και ως τελευταία επιλογή την έκδοση μετοχών. Αυτή η ιεράρχηση επιλογών της επιχείρησης γίνεται για να μειωθεί το κόστος συναλλαγών και κατά προέκταση ο κίνδυνος (Baskin, 1989). Επιπλέον, είναι προτιμότερο για τις επιχειρήσεις να χρησιμοποιούν τον εσωτερικό δανεισμό για τη χρηματοδότησή τους, καθώς έτσι τα διοικητικά τους στελέχη δεν υποχρεούνται να συμβαδίζουν με τους κανόνες της αγοράς (Myers, 1984). Τέλος, ο εσωτερικός δανεισμός βοηθάει στον καλύτερο έλεγχο των επιχειρήσεων (Holmes & Ken, 1991; Hamilton & Fox, 1998).

Συνοψίζοντας, η ασύμμετρη πληροφόρηση και τα κόστη συναλλαγών επηρεάζουν τον άριστο δείκτη δανεισμού. Η θεωρία ιεράρχησης χρηματοδότησης, κρίνει απαραίτητο τον δανεισμό σε ξένα κεφάλαια, όχι όμως τον υπερβολικό, με σκοπό την αύξηση της χρηματιστηριακής αξίας της επιχείρησης. Ακόμη, χρειάζεται η παρακράτηση κερδών ώστε να υπάρχουν μελλοντικά αποθέματα για εσωτερικό δανεισμό (Donaldson, 1968; Myers & Majluf, 1984).

2.4 ΘΕΩΡΙΑ ΚΟΣΤΟΥΣ ΑΝΤΙΠΡΟΣΩΠΕΥΣΗΣ (AGENCY COST THEORY)

Οι οικονομικές οντότητες και η διοίκησή τους, επωφελούνται από την κερδοφορία τους μέσω του δανεισμού. Σύμφωνα με τη θεωρία του κόστους αντιπροσώπευσης, η διοίκηση της οντότητας, οι δανειστές και οι μέτοχοι, έχουν ως στόχο την μεγιστοποίηση των συμφερόντων και των οφελών τους και για την επιτυχή πραγματοποίηση αυτών, στρέφονται στην υλοποίηση προσωπικών στόχων. Όμως, υπάρχει πιθανότητα τα διάφορα στελέχη να έχουν διαφορετικούς στόχους και επιδιώξεις από τους μετόχους της οικονομικής οντότητας και λόγω αυτών, να δημιουργηθεί κίνδυνος συγκρούσεων. Αυτό μπορεί να συμβεί καθώς οι πιστωτές που έχουν δανείσει πόρους στην επιχείρηση, ενδιαφέρονται για την μεγιστοποίηση των κερδών της και τη διασφάλιση των πόρων τους.

Η διοίκηση, στην προσπάθεια της να ικανοποιήσει τους δανειστές, ίσως παραμελήσει τις απαιτήσεις των μετόχων, κάτι που μπορεί να επιφέρει αρνητικά αποτελέσματα για την ίδια. Τα αρνητικά αποτελέσματα που ίσως προκύψουν (όπως η μείωση της αξίας της οικονομικής οντότητας), μπορεί να οδηγήσουν τους μετόχους σε πώληση μετοχών και κατά συνέπεια την πτώση της τιμής της μετοχής (Groppelli & Nikbakht, 1996).

Για την αποφυγή ή τον άμεσο περιορισμό των συγκρούσεων, τα διοικητικά στελέχη, οι πιστωτές και οι μέτοχοι, οδηγούνται στην τήρηση συμβολαίων. Γι' αυτά τα συμβόλαια πρέπει να γίνεται συχνός έλεγχος σχετικά με την πραγματοποίησή τους. Όμως, είναι κοστοβόρα και υπάρχει πάντα η πιθανότητα μείωσης της αποτελεσματικότητας επιχείρησης λόγω της ύπαρξής τους (Jensen & Meckling, 1976).

Η μείωση του κόστους αντιπροσώπευσης μπορεί να επιτευχθεί μέσω της χρηματοδότησης της οικονομικής οντότητας από ξένα κεφάλαια. Τα διοικητικά στελέχη δεσμεύονται για την αποπληρωμή αυτών των κεφαλαίων, με σκοπό την αποφυγή της χρεοκοπίας. Στόχος της οικονομικής οντότητας είναι η εύρεση ενός ιδανικού δείκτη διάρθρωσης κεφαλαίου, ο οποίος θα κρατήσει τα κόστη αντιπροσώπευσης σε ένα δεδομένο επίπεδο. Ο υπερβολικός δανεισμός ξένων κεφαλαίων, είναι ικανός να αυξήσει το δείκτη και τα κόστη (Jensen, 1986).

2.5 ΘΕΩΡΙΑ ΣΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ (SIGNALING)

Στη θεωρία ιεράρχησης χρηματοδότησης, οι "καλής ποιότητας" οικονομικές οντότητες, καλούνται να χρησιμοποιήσουν τα ίδια κεφάλαιά τους με σκοπό την αποφυγή συγκεκριμένων δυσμενών προβλημάτων, καθώς και μείωση της αξίας τους. Οι εταιρείες αυτές, δεν μπορούν να σηματοδοτήσουν την ποιότητά τους, αλλάζοντας την κεφαλαιακή τους διάρθρωση. Η θεωρία σηματοδότησης, εξετάζει τους τρόπους που μπορεί να αλλάξει την δομή της μια οικονομική οντότητα, με σκοπό τη σηματοδότηση ιδιωτικών πληροφοριών (Ross, 1977).

Η ύπαρξη μιας διαφορετικής ισορροπίας, δείχνει πως οι "καλής ποιότητας" οικονομικές οντότητες εκδίδουν δανεισμό, ενώ οι "κακής ποιότητας" οικονομικές οντότητες εκδίδουν μετοχικό κεφάλαιο. Οι περισσότερες εμπειρικές μελέτες που

έχουν πραγματοποιηθεί, αναφέρουν την ύπαρξη μιας αρνητικής σχέσης μεταξύ κερδοφορίας και μόχλευσης κεφαλαίων. Άλλες μελέτες συμπεραίνουν την ύπαρξη μιας τέλειας απόδοσης των οικονομικών οντοτήτων που εκδίδουν μετοχές, πριν και αμέσως μετά το ζήτημα (Jain & Kini, 1994; Loughran & Ritter, 1997). Ακόμη, υπάρχουν ποικίλες μακροπρόθεσμες έρευνες σχετικά με την εταιρική απόδοση, ακολουθούμενη από μεταβολές στην κεφαλαιακή διάρθρωση της επιχείρησης. Επιπλέον, παρατηρείται μείωση του επιχειρηματικού κινδύνου, έπειτα από τυχόν προσφορές που αυξάνουν τη μόχλευση, ενώ αυξάνεται σε αντίθετη περίπτωση (Shah, 1994). Τέλος, οι έρευνες των Jain & Kini (1994), Loughran & Ritter (1997), οδηγούνται στην τεκμηρίωση της μακροπρόθεσμης λειτουργίας της υποαπόδοσης των οικονομικών οντοτήτων που εκδίδουν μετοχές, συγκριτικά με όσες δεν εκδίδουν.

Τα αποτελέσματα που προκύπτουν από τις εμπειρικές μελέτες, υποστηρίζουν την ύπαρξη προβλέψεων της θεωρίας σηματοδότησης και επιδρούν αρνητικά στην αγοραία αντίδραση σχετικά με τις συναλλαγές μειωμένης μόχλευσης, ενώ επιδρούν θετικά στην αντίθετη περίπτωση. Επιπροσθέτως, τα αποτελέσματα αυτά, δεν δείχνουν μια θετική αγοραία αντίδραση σχετικά με το χρέος. Η αρνητική αγοραία αντίδραση που προκύπτει για τη σχέση του χρέους με την κερδοφορία, είναι αντίθετη με τη θεωρία σηματοδότησης. Ακόμη, τα αποτελέσματα διαφέρουν ανάλογα με τις προβλέψεις της θεωρίας σχετικά με την εταιρική απόδοση, μετά την έκδοση μετοχών. Τέλος, η μακροχρόνια υποαπόδοση των μετοχών των εταιριών που τις εκδίδουν υποστηρίζει τη θεωρία σηματοδότησης (Noe & Kraus, 1987).

Τα δυναμικά μοντέλα της θεωρίας σηματοδότησης, όπως αυτό του Miglo (2009), εστιάζουν στην εταιρική απόδοση μιας οικονομικής οντότητας, καθώς και στην μελλοντική επίδραση της στη μόχλευση. Σύμφωνα με αυτά, οι επιχειρήσεις που εκδίδουν μετοχές είναι πιο αποδοτικές λειτουργικά κατά την έκδοση αυτών ή αμέσως μετά την έκδοση, ενώ μακροπρόθεσμα μειώνεται η λειτουργική τους επίδοση. Η μόχλευση παρουσιάζει αρνητική συσχέτιση με την κερδοφορία των εταιρειών με αυξημένα ιδία κεφάλαια, όταν δεν βρίσκονται σε καταστάσεις ισορροπίας όπου υπάρχει θετική πληροφόρηση (Hennesy, Livdan & Miranda, 2010).

Οι τράπεζες έχουν τη δυνατότητα συλλογής πληροφοριών σχετικά με την ποιότητα μιας εταιρείας, καθώς και την αναλυτική σχετική πληροφόρηση. Σύμφωνα με τους Fulghieri και Lukin (2001), μπορεί να γίνει διαχωρισμός των τίτλων των

“καλών” επιχειρήσεων. Αν το κόστος για την πραγματοποίηση αυτού είναι χαμηλό, ενώ αυξάνεται η ασύμμετρη πληροφόρηση, οι εταιρείες τείνουν στην ασφαλή προώθηση πληροφοριών σε εξειδικευμένους εξωτερικούς επενδυτές. Απόρροια αυτού είναι η αρνητική συσχέτιση χρέους και επιχειρησιακής αξίας. Οι νεοεισαχθείσες επιχειρήσεις με περιθώρια ανάπτυξης είναι πιο πιθανό να χρηματοδοτούνται με ίδια κεφάλαια, καθώς κύριο ενδιαφέρον τους αποτελεί η παραγωγή πληροφοριών μέσω τρίτων (Fulghieri & Lukin, 2001).

2.6 ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ ΣΥΓΧΡΟΝΙΣΜΟΥ ΑΓΟΡΑΣ (MARKET TIMING THEORY)

Η απόφαση για την έκδοση των μετοχών μιας οικονομικής οντότητας εξαρτάται από την χρηματιστηριακή απόδοση της αγοράς (Lucas & McDonald, 1990; Korajczyk, Lucas & McDonald, 1992). Η ιδέα αυτή, έγινε θεωρία από τους Baker και Wurgler το 2002, οι οποίοι έθεσαν τις αμφιβολίες τους για τις θεωρίες αντιστάθμισης και ιεράρχησης χρηματοδότησης, κατά την προσπάθειά τους να εξηγήσουν την κεφαλαιακή διάρθρωση των επιχειρήσεων.

Σύμφωνα με το συγκεκριμένο θεώρημα, προτρέπεται η στενή παρακολούθηση των συνθηκών της χρηματιστηριακής αγοράς από τα διοικητικά στελέχη της οικονομικής οντότητας, προκειμένου να αποφασίσουν για την κεφαλαιακή της διάρθρωση. Η τυχόν ανάγκη για χρηματοδότηση, οδηγεί τα στελέχη της επιχείρησης στην αναζήτηση της αγοράς εκείνης με τις ευνοϊκότερες συνθήκες και το χαμηλότερο κόστος. Ο τρόπος δανεισμού της οικονομικής οντότητας εξαρτάται από τις συνθήκες στις αγορές ομολόγων και μετοχών, καθώς εκείνες ευθύνονται για τυχόν διακυμάνσεις στις τιμές. Σε αυτό το υπόδειγμα, δεν νοείται ιδανικός δείκτης διάρθρωσης του κεφαλαίου (Baker & Wurgler, 2002).

Τα διοικητικά στελέχη της οικονομικής οντότητας προσδιορίζουν χρονικά -μεσοπρόθεσμα ή βραχυπρόθεσμα- την λήψη ξένων κεφαλαίων με βάση τους δείκτες της χρηματιστηριακής αξίας προς τη λογιστική (Graham & Harvey, 2001; Fan & So, 2004; Drobetz & Wanzenried, 2006). Όσο υψηλότερος είναι ο δείκτης, τόσο πιο ελκυστική γίνεται η επιχείρηση για δανειοδότηση (Baker & Wurgler, 2002). Όμως, μια μακροπρόθεσμη εξέταση αυτής της υπόθεσης μας οδηγεί στην μη εξάρτηση της κεφαλαιακής διάρθρωσης με τον εξωτερικό δανεισμό, όταν αυξάνεται ο δείκτης (Hovakimian, 2006).

2.7 ΠΡΟΣΔΙΟΡΙΣΤΙΚΟΙ ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ ΚΕΦΑΛΑΙΑΚΗΣ ΔΙΑΡΘΡΩΣΗΣ

Μέσω της ανάλυσης των θεωριών της κεφαλαιακής διάρθρωσης, επιβεβαιώνεται η ύπαρξη ορισμένων προσδιοριστικών παραγόντων σχετικά με την επιλογή της κεφαλαιακής διάρθρωσης των οικονομικών οντοτήτων. Η κάθε οικονομική οντότητα έχει ένα δείκτη δανειακής επιβάρυνσης, ο οποίος δεν είναι πάντα σταθερός και εξαρτάται από ποικίλους παράγοντες. Στην επόμενη ενότητα αναλύονται οι παράγοντες που επηρεάζουν τα βασικά σημεία των αρχικών θεωριών και αυξάνουν την επιχειρησιακή αξία, διαμορφώνοντας τον ιδανικό δείκτη κεφαλαιακής διάρθρωσης της οικονομικής οντότητας.

Όπως αναλύσαμε στις προηγούμενες ενότητες, η σύγχρονη θεωρία της κεφαλαιακής διάρθρωσης ξεκίνησε με το υπόδειγμα των Modigliani και Miller (1958), το οποίο επανεξέτασαν τα υποδείγματα που ακολούθησαν αργότερα. Οι παράγοντες που οδήγησαν στην επανεξέταση του αρχικού μοντέλου περιλαμβάνουν την επαναδιατύπωση της θεωρίας τους το 1963, τη θεωρία του κόστους αντιπροσώπευσης (Jensen & Meckling, 1976) και τη θεωρία ιεράρχησης χρηματοδότησης (Myers & Majluf, 1984). Πριν την ανάλυση των παραγόντων επηρεασμού της διάρθρωσης του κεφαλαίου, θα αναφερθούμε στον δείκτη δανειακής επιβάρυνσης, ο οποίος είναι το κύριο μέσο που χρησιμοποιείται από τους μελετητές με σκοπό να προσδιοριστούν οι παράγοντες.

Ο δείκτης δανειακής επιβάρυνσης συναντάται σε όλες τις θεωρίες της διάρθρωσης του κεφαλαίου, χωρίς όμως να υπάρχει ένας συγκεκριμένος ορισμός. Η επιλογή του ορισμού και της ανάλυσής του, εξαρτάται πάντα από τον στόχο και το σκοπό της έρευνας. Πιο συγκεκριμένα, οι Modigliani και Miller στη θεωρία που διατύπωσαν το 1958, καθώς και στην αναδιατύπωση της το 1963, χρησιμοποιούν τον όρο του δείκτη δανειακής επιβάρυνσης υπό την μορφή ομολόγων. Επιπροσθέτως, στις μελέτες των Jensen και Meckling το 1976 και του Myers το 1977, ο δείκτης αυτός ορίζεται ως ο συνολικός δανεισμός ως προς τα ίδια κεφάλαια, κάτι που σύμφωνα με τους ίδιους τεκμηριώνει καλύτερα την επίδραση των αποφάσεων της διοίκησης, ενώ προσδιορίζει σωστότερα τα κόστη που επηρεάζουν το δανεισμό.

Σύμφωνα με τη διεθνή βιβλιογραφία, ο υπολογισμός του δείκτη γίνεται με δυο τρόπους. Με τον πρώτο τρόπο, ο υπολογισμός του δείκτη δανειακής επιβάρυνσης

γίνεται με τη χρήση των λογιστικών αξιών, ενώ με τον δεύτερο τρόπο, υπολογίζεται μέσω της αγοραίας αξίας των ιδίων κεφαλαίων. Ο πιο διαδεδομένος τρόπος υπολογισμού είναι ο πρώτος, δηλαδή με τη χρήση των λογιστικών αξιών, καθώς έτσι διακρίνονται καλύτερα οι επιλογές των διοικητικών στελεχών. Επίσης, είναι δύσκολο να εφαρμοστεί ο δεύτερος τρόπος, καθώς οι οικονομικές οντότητες δεν μπορούν να ελέγξουν τους παράγοντες επηρεασμού της αγοραίας αξίας των ιδίων κεφαλαίων (Rajan & Zingles, 1995; Fama & French, 2002).

Συνεχίζοντας, με τους παράγοντες επηρεασμού της διάρθρωσης του κεφαλαίου των επιχειρήσεων, ξεκινάμε με την ανάλυση με το φορολογικό πλαίσιο ή "φορολογική ασπίδα", που προκύπτει από το δανεισμό και ανέπτυξαν οι Modigliani και Miller (1963).

2.7.1 ΦΟΡΟΛΟΓΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ

Με την επανεξέταση του θεωρήματός τους το 1963, οι Modigliani και Miller εισήγαγαν την έννοια της "φορολογικής ασπίδας" ή φορολογικού πλαισίου. Σύμφωνα με αυτούς, οι οικονομικές οντότητες τείνουν στην επιλογή των ξένων κεφαλαίων για τη χρηματοδότησή τους, καθώς στοχεύουν στο πιθανό κέρδος από τις φορολογικές ωφέλειες που προκύπτουν από το δανεισμό. Όσο αυξάνεται ο όγκος των ξένων κεφαλαίων, τόσο αυξάνεται και το φορολογικό πλεονέκτημα, οδηγώντας σε αύξηση της χρηματιστηριακής αξίας των οικονομικών οντοτήτων. Ωστόσο, είναι πιθανό οι επιχειρήσεις να απολαμβάνουν φορολογικά οφέλη μέσω των αποσβέσεων. Σε αυτή την περίπτωση, οι οικονομικές οντότητες δεν επιδιώκουν την χρηματοδότησή τους από ξένα κεφάλαια, καθώς τα οφέλη που προκύπτουν από τις αποσβέσεις εξισορροπούνται με τις φορολογικές ελαφρύνσεις. Αυτά τα οφέλη λειτουργούν ως υποκατάστατα για την αποφυγή δανείων (Titman & Wessels, 1988). Σύμφωνα με τους DeAngelo και Masulis (1980), μια οικονομική οντότητα μπορεί να απολαμβάνει φορολογικά οφέλη που δεν προέρχονται από το δανεισμό, υπό την προϋπόθεση ύπαρξης μηδενικού κόστους αντιπροσώπευσης και πτώχευσης.

Οι επενδυτές, είναι πιθανό να διαμορφώσουν την συμπεριφορά τους απλά από τον τρόπο χρηματοδότησης της οικονομικής οντότητας, χωρίς να έχουν γνώση για τον λόγο επιλογής της μορφής του δανεισμού (ίδια ή ξένα κεφάλαια). Αυτό είναι το φαινόμενο της ασύμμετρης πληροφόρησης, το οποίο διαμορφώνεται διαφορετικά

ανάλογα με το μέγεθος, την ηλικία, την κερδοφορία και την ανάπτυξη της κάθε επιχείρησης. Το φαινόμενο αυτό, είναι ο κύριος παράγοντας που προσδιορίζει την διάρθρωση κεφαλαίων των επιχειρήσεων και ο βαθμός επηρεασμού μεταβάλλεται σύμφωνα με κάποιους άλλους παράγοντες. Η ασύμμετρη πληροφόρηση χρησιμοποιήθηκε πρώτη φορά ως έννοια από τους Myers και Majluf, το 1984, με σκοπό την ερμηνεία της θεωρίας ιεράρχησης. Ο λόγος που χρησιμοποιήθηκε ήταν για την την περιγραφή της ανάληψης μιας επένδυσης, χωρίς τη χρήση εξωτερικού δανεισμού, λόγω της ασύμμετρης πληροφόρησης. Συμπεραίνουν πως η έλλειψη πληροφόρησης οδηγεί την επιχείρηση σε χρηματοδότηση μέσω των παρακρατηθέντων κερδών, καθώς αυτό θεωρείται ως βέλτιστη λύση.

Άλλος ένας παράγοντας που επηρεάζεται είναι αυτός της πτώχευσης. Η πτώχευση μπορεί να επηρεαστεί επίσης από το μέγεθος της επιχείρησης, την ρευστότητά της, την ανάπτυξή της, τα περιουσιακά της στοιχεία και τα κέρδη της. Όσο αυξάνεται η πιθανότητα πτώχευσης, τόσο μειώνεται το ύψος του δανεισμού και αντίστροφα. Ένας ακόμη παράγοντας που επηρεάζει τις διοικητικές αποφάσεις από την επιλογή κάποιου επενδυτικού προγράμματος, μέχρι την επιλογή των στοιχείων του ενεργητικού της επιχείρησης σχετικά με την κεφαλαιακή διάρθρωση, είναι το κόστος αντιπροσώπευσης (Jensen & Meckling, 1976). Συνεχίζοντας με την ανάλυση των παραγόντων επηρεασμού της κεφαλαιακής διάρθρωσης, μια σημαντική μεταβλητή επηρεασμού είναι το μέγεθος των επιχειρήσεων.

2.7.2 ΜΕΓΕΘΟΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ

Οι Modigliani και Miller (1963), εξέτασαν στο υπόδειγμά τους τα μέσα που χρησιμοποιούν οι οικονομικές οντότητες στην προσπάθειά τους να εξισορροπήσουν τα φορολογικά οφέλη που προκύπτουν από το δανεισμό, καθώς και τις τυχόν αρνητικές επιπτώσεις που ίσως υπάρξουν από την αδυναμία τους για την αποπληρωμή των δανειακών τους υποχρεώσεων. Ο συνδυασμός της θεωρίας των Modigliani και Miller, με τις χρηματοοικονομικές δυσχέρειες που ίσως προκύψουν από το δανεισμό, οδηγούν τον Warner, το 1977, στην ανάλυση του μεγέθους των επιχειρήσεων, ως πιθανό παράγοντα επηρεασμού της διάρθρωσης του κεφαλαίου τους.

Το μέγεθος των επιχειρήσεων σχετίζεται θετικά (Rajan & Zingales, 1995) ή αρνητικά με τη μόχλευση (Kim & Sorensen, 1986). Πιο συγκεκριμένα, όσο αυξάνεται το μέγεθος της επιχείρησης, γίνεται πιο εύκολη και η πρόσβασή της στις κεφαλαιακές αγορές καθώς μπορεί να δανειστεί με μειωμένα επιτόκια, να έχει μειωμένο κόστος αντιπροσώπευσης και επομένως μικρότερο πτωχευτικό κίνδυνο, λόγω των δανειακών βαρών (Warner, 1977; Titman & Wessels, 1988; Chung, 1993). Σύμφωνα με τη θεωρία, όσο μειώνονται οι χρηματοοικονομικές δυσχέρειες της οντότητας, τόσο αυξάνεται το ύψος του δανεισμού. Κατά συνέπεια, οι επιχειρήσεις μεγάλου μεγέθους δανείζονται ευκολότερα απ' ότι οι μικρότερες, επωφελούμενες τη θετική συσχέτιση του μεγέθους τους με το δείκτη δανειακής επιβάρυνσης. Εν αντιθέσει, οι επιχειρήσεις μικρού μεγέθους δεν έχουν πάντα την ευχέρεια να ανταπεξέλθουν σε χρηματοοικονομικές δυσκολίες. Αυτό οδηγεί τους δανειστές τους σε αποφυγή δανειοδότησης ή χορήγησης βραχυπρόθεσμων δανείων, λόγω του αυξημένου κινδύνου για τη μη αποπληρωμής τους (Bhaduri, 2002).

Εκτός από το θεώρημα των Modigliani και Miller, σχετικά με τη θετική συσχέτιση του μεγέθους των επιχειρήσεων με το δανεισμό, ένα άλλο βασικό πρόβλημα που πρέπει να αναλύσουμε είναι αυτό της ασύμμετρης πληροφόρησης. Αναλυτικότερα, οι μεγάλες επιχειρήσεις είναι υποχρεωμένες από το νόμο για τη δημοσιοποίηση των οικονομικών τους στοιχείων ανά συγκεκριμένα χρονικά διαστήματα. Έτσι, υπάρχουν ποικίλοι οικονομικοί αναλυτές που παρακολουθούν τις επιχειρήσεις αυτές, με αποτέλεσμα να μειώνεται το πρόβλημα της ασύμμετρης πληροφόρησης. Αντιθέτως, οι μικρότερες οικονομικές οντότητες εξαιτίας του προβλήματος της ασύμμετρης πληροφόρησης, έχουν την τάση να στρέφονται στην εξωτερική χρηματοδότησή τους. Έτσι, υποδηλώνεται η αρνητική σχέση μεταξύ μεγέθους και δανεισμού (Psilaki & Daskalakis, 2009). Σύμφωνα με τον Gupta (1969), η αρνητική σχέση του μεγέθους των επιχειρήσεων με το δανεισμό προέρχεται λόγω της ανάγκης των μικρότερων για χρηματοδότηση. Καθώς οι μικρές επιχειρήσεις προτιμούν τον εξωτερικό δανεισμό και λόγω του μεγέθους τους αναγκάζονται να υποστούν αυξημένα κόστη συναλλαγών, είναι φανερή η προτίμηση τους από τα πιστωτικά ιδρύματα.

Συνοψίζοντας, το μέγεθος των επιχειρήσεων μπορεί να επηρεάσει είτε θετικά είτε αρνητικά το ύψος του δανεισμού. Ένας επιπλέον όμως παράγοντας που μπορεί να επηρεάσει την κεφαλαιακή διάρθρωση των επιχειρήσεων, είναι η κερδοφορία.

2.7.3 ΚΕΡΔΟΦΟΡΙΑ

Συνεχίζοντας με τη θεωρία των Modigliani και Miller, όταν αυξάνεται η κερδοφορία των οικονομικών οντοτήτων, μπορεί να εξισορροπηθεί με τα φορολογικά οφέλη του δανεισμού. Επιπλέον, μια αυξημένη κερδοφορία παλαιότερων ετών, μπορεί να αποτελέσει ένδειξη υγιούς οικονομικής οντότητας και κατά προέκταση να θεωρηθεί θετικός παράγοντας για την αύξηση του δανεισμού (Nunkoo & Boateny, 2010). Αυτό συμβαίνει διότι μια υγιή οικονομική οντότητα μπορεί να ανταπεξέλθει καλύτερα στην αποπληρωμή των δανείων που έχει λάβει και έτσι, μπορεί να θεωρηθεί ένδειξη καλής πορείας της οικονομικής οντότητας (Modigliani & Miller, 1963; Jensen & Meckling, 1976; Myers, 1977). Επιπλέον, σύμφωνα με τη θεωρία του κόστους αντιπροσώπευσης, όταν μια επιχείρηση έχει αυξημένη κερδοφορία, πρέπει να έχει και υψηλό δανεισμό, με σκοπό την πειθαρχία των διοικητικών στελεχών ώστε να μειωθεί η πιθανότητα σπατάλης των κεφαλαίων της από αυτούς (Jensen, 1986). Επιπροσθέτως, το φαινόμενο της ασύμμετρης πληροφόρησης οδηγεί τους επενδυτές σε μια θετική αντίληψη για τη δανειοδότηση των επιχειρήσεων (Myers & Majluf, 1984). Οι επενδυτές οδηγούνται σε αυτή την αντίληψη λόγω της εμπιστοσύνης που τους παρέχουν τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, σύμφωνα με την οποία δεν θα ήταν σε θέση να δανειοδοτήσουν μια μη υγιή επιχείρηση. Έτσι, οδηγούμαστε στη θετική σχέση δανειακής επιβάρυνσης και κερδοφορίας.

Εν αντιθέσει, σύμφωνα με τα αποτελέσματα της θεωρίας ιεράρχησης χρηματοδότησης, οι κερδοφόρες οικονομικές οντότητες χρηματοδοτούν με ευκολία τα κεφάλαιά τους, μέσω των παρακρατηθέντων κερδών τους (Donaldson, 1961; Myers, 1977; Titman & Wessels, 1988; Fama & French, 2000). Σε αυτή την περίπτωση ο εξωτερικός δανεισμός είναι αδιάφορος, καθώς η χρηματοδότηση των κεφαλαίων της οικονομικής οντότητας γίνεται μέσω των ιδίων κεφαλαίων. Έτσι, θεωρείται αρνητική σχέση μεταξύ του δανεισμού και της κερδοφορίας.

Συνοψίζοντας, η πρόσβαση στο δανεισμό δεν είναι πάντα εύκολη, ακόμη και σε οικονομικές οντότητες με αυξημένη κερδοφορία. Ένας επιπλέον παράγοντας που επηρεάζει, είναι η διάρθρωση των περιουσιακών στοιχείων της επιχείρησης.

2.7.4 ΔΙΑΡΘΡΩΣΗ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΚΩΝ ΣΤΟΙΧΕΙΩΝ

Η αξιολόγηση του ύψους της αξίας των περιουσιακών στοιχείων της οικονομικής οντότητας, αποτελεί μια προσπάθεια των πιστωτών για ρευστοποίηση των περιουσιακών στοιχείων της επιχείρησης σε περίπτωση μη αποπληρωμής των δανειακών υποχρεώσεών της. Έτσι, είναι πιο εύκολη η μεγαλύτερη δανειοδότηση για τις οικονομικές οντότητες με αυξημένα περιουσιακά στοιχεία στο ενεργητικό, καθώς τα πάγια στοιχεία έχουν το ρόλο της εγγύησης σε περίπτωση μη αποπληρωμής του δανείου. Από την άλλη πλευρα, η εκτίμηση των άυλων περιουσιακών στοιχείων από τους πιστωτές είναι ιδιαίτερα δύσκολη. Έτσι αυξάνεται το πρόβλημα της ασύμμετρης πληροφόρησης και η δυσκολία στη δανειοληψία (Myers & Majluf, 1984; Harris & Ravin, 1991).

Σύμφωνα με τον Jensen (1986), οι μέτοχοι σε επιχειρήσεις με αυξημένο δείκτη δανειακών κεφαλαίων ενδέχεται να προτιμήσουν την ρευστοποίηση ορισμένων λειτουργικών στοιχείων. Ουσιαστικά, σε περίπτωση που μια οικονομική οντότητα διαθέτει και διαχειρίζεται πάνω από μια δραστηριότητες, ίσως προχωρήσει σε πώληση (ρευστοποίηση) κάποιων από αυτών, με σκοπό την κάλυψη των δανείων της. Πέρα από τις δραστηριότητες, η οντότητα μπορεί να προβεί σε πώληση εμπορευμάτων ή άλλων παγίων περιουσιακών στοιχείων. Όμως, τα διοικητικά στελέχη είναι αντίθετα με τη ρευστοποίηση των περιουσιακών στοιχείων για την κάλυψη των υποχρεώσεών τους στους πιστωτές, καθώς επιθυμούν την συνέχιση της λειτουργίας τους ώστε να προχωρήσουν στην αποπληρωμή. Σε τέτοιες περιπτώσεις, η διοίκηση επιλέγει τον δανεισμό, ώστε να αποπληρώσει τα δάνεια χωρίς να σπαταλήσει κεφάλαιο (Jensen & Meckling, 1976; Harris & Ravin, 1991).

Απόρροια της αύξησης του δανεισμού, είναι η μείωση των ταμειακών ροών των οικονομικών οντοτήτων, καθώς οι δανειστές στρέφονται σε στενή παρακολούθηση των επιχειρήσεων που δανείζουν (Jensen, 1986). Πιο συγκεκριμένα, οι οικονομικές οντότητες με αυξημένα δανεικά κεφάλαια, δεν πραγματοποιούν επενδύσεις, με αποτέλεσμα να μεταφέρουν την επιχειρησιακή αξία από τους πιστωτές στους μετόχους. Οι πρώτοι με τη σειρά τους, θέλοντας να εξασφαλίσουν το κεφάλαιο που έχουν δανείσει, έχουν την απαίτηση για υψηλότερες εγγυήσεις (Scott, 1977). Εν κατακλείδι, οι οικονομικές οντότητες με αυξημένα υλικά περιουσιακά στοιχεία, είναι

ευκολότερο να δανειστούν, καθώς τα περιουσιακά αυτά στοιχεία είναι πιο εύκολα ρευστοποιήσιμα (Myers, 1977; Williamson, 1988).

Όπως αναλύσαμε παραπάνω, οι επιχειρήσεις που έχουν υλικά περιουσιακά στοιχεία διακρίνονται από μειωμένο πτωχευτικό κόστος και πιστωτικό κίνδυνο. Έτσι, υφίσταται θετική σχέση μεταξύ των υλικών περιουσιακών στοιχείων και του δανεισμού.

2.7.5 ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ ΚΑΙ ΔΥΝΑΤΟΤΗΤΕΣ ΑΝΑΠΤΥΞΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ

Οι επιχειρήσεις με αυξημένες προοπτικές ανάπτυξης δυσκολεύονται περισσότερο σε περιόδους χρηματοοικονομικών δυσχερειών. Έτσι, στην προσπάθειά τους να μειώσουν την πιθανότητα πτώχευσης, οδηγούνται σε περιορισμό του ύψους του δανεισμού (Myers, 1977). Οι πιστωτές με τη σειρά τους γίνονται πιο επιφυλακτικοί σχετικά με μεγάλα μακροπρόθεσμα αναπτυξιακά σχέδια, καθώς θεωρούν πως είναι ριψοκίνδυνα και χρονοβόρα, ενώ πολλές φορές οδηγούνται σε αποφυγή του δανεισμού τους (Myers, 1977; Stulz, 1990). Ακόμη, το κόστος αντιπροσώπευσης είναι αυξημένο μεταξύ μετόχων και πιστωτών για τις αναπτυσσόμενες οικονομικές οντότητες, όμως οι πρώτοι αναλαμβάνουν μεγάλες επενδύσεις, αγνοώντας τον κίνδυνο (Myers, 1977). Τέλος, οι οικονομικές οντότητες που βρίσκονται στο στάδιο της ανάπτυξης, δεν ενδιαφέρονται για την πειθαρχία που προσφέρει ο δανεισμός, με αποτέλεσμα να μην καταφεύγουν σε αυτόν (Jensen, 1986). Έτσι, οδηγούμαστε σε αρνητική σχέση μεταξύ ανάπτυξης και δανεισμού.

Εν αντιθέσει, για την υλοποίηση μιας μεγάλης αναπτυξιακής επένδυσης, η κάθε οικονομική οντότητα εξαντλεί κάθε κεφαλαιακό πόρο, με αποτέλεσμα να οδηγείται στη λήψη πολύ μεγάλων δανείων. Με την αύξηση των επενδυτικών αναγκών των οικονομικών οντοτήτων, υπάρχει και η τάση της αύξησης του προβλήματος της ασύμμετρης πληροφόρησης. Απόρροια αυτού είναι η αποφυγή της κεφαλαιακής αύξησης της οντότητας μέσω των μετόχων και κατά προέκταση η προσφυγή σε δανεισμό από τρίτους (Myers & Majluf, 1984; Allen, 1993). Έτσι, διαπιστώνεται η θετική σχέση μεταξύ ανάπτυξης και δανεισμού. Επιπλέον, αξίζει να σημειωθεί ότι η ανάπτυξη ή η διάρθρωση του κεφαλαίου της κάθε οικονομικής οντότητας εξαρτάται από τον κλάδο δραστηριοποίησής της.

2.7.6 ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΑ ΚΛΑΔΟΥ ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΠΟΙΗΣΗΣ ΤΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ

Η ανάλυση των χαρακτηριστικών των κλάδων, καθώς και του τρόπου που επηρεάζουν το δείκτη δανειακής επιβάρυνσης, είναι ευκολότερο να τεκμηριωθεί μέσω των εμπειρικών μελετών (Rajan & Zingales, 1995; Psilaki & Daskalakis, 2009; Serrasqueiro, 2011). Πιο συγκεκριμένα, οι Titman και Wessels (1988), επηρεασμένοι από τον τομέα της βιομηχανίας, διαφοροποιούν την διάρθρωση του κεφαλαίου με βάση τον τομέα που δραστηριοποιείται η κάθε οικονομική οντότητα.

Σε πιο πρόσφατη έρευνα των Chen και Chen, το 2011, τεκμηριώνεται πως τα χαρακτηριστικά μιας οικονομικής οντότητας που δραστηριοποιείται στην ηλεκτρονική βιομηχανία, όπως το μέγεθός της και η ανάπτυξή της, επηρεάζουν την κεφαλαιακή της διάρθρωση. Εν αντιθέσει, στις οικονομικές οντότητες που δραστηριοποιούνται σε λοιπούς κλάδους, η διάρθρωση του κεφαλαίου τους επηρεάζεται από την κερδοφορία τους. Ακόμη, οι Lemmon και Zender, το 2004 και οι Ross et al., το 2008, ανέπτυξαν τους διαφορετικούς τύπους και ύψος του δανεισμού στους διαφορετικούς κλάδους των βιομηχανικών επιχειρήσεων, λόγω της ποικιλομορφίας των εργασιών που υφίστανται σε αυτούς. Έτσι, είναι λογικό για τις οικονομικές οντότητες που δραστηριοποιούνται σε κοινό κλάδο να είναι αντιμέτωπες με κοινά προβλήματα και καταστάσεις σχετικά με τη διάρθρωση του κεφαλαίου τους (Frank & Goyal, 2009). Ένας άλλος παράγοντας που σύμφωνα με τις εμπειρικές μελέτες επηρεάζει την κεφαλαιακή διάρθρωση των επιχειρήσεων, είναι η αποπληρωμή των μερισμάτων τους.

2.7.7 ΑΠΟΠΛΗΡΩΜΗ ΜΕΡΙΣΜΑΤΩΝ

Πρωτοπόρες έρευνες σχετικά με την επίδραση της μερισματικής πολιτικής της κάθε οικονομικής οντότητας στην διάρθρωση του κεφαλαίου της, ήταν εκείνες των Beattie et al., το 2004 και των Frank και Goyal, το 2009. Σύμφωνα με εκείνους, μια πληρωμή των μερισμάτων της οικονομικής οντότητας, έχει ως αποτέλεσμα τα μειωμένα παρακρατηθέντα κέρδη της και κατά προέκταση τη στροφή της σε δανεισμό από τρίτους. Το φαινόμενο αυτό της στροφής των επιχειρήσεων σε εξωτερικό δανεισμό, μπορεί να ερμηνευθεί από τα μη υπαρκτά ικανοποιητικά κέρδη

για την ανάπτυξη των επενδυτικών προγραμμάτων τους. Όμως, η πληρωμή των μερισμάτων και τα μειωμένα παρακρατηθέντα κέρδη, δεν οδηγούν πάντα στην επιλογή της επιχείρησης για εξωτερικό δανεισμό. Η επιλογή αυτή βασίζεται σε πολλούς παράγοντες όπως την ανάπτυξη ή την κερδοφορία της συγκεκριμένης οικονομικής οντότητας. Πιο συγκεκριμένα, μια υψηλή κερδοφορία συνεπάγεται με αυξημένο όγκο ιδίων κεφαλαίων και κατά προέκταση την αποπληρωμή των μερισμάτων και των επενδυτικών προγραμμάτων από τα παρακρατηθέντα κέρδη της οικονομικής οντότητας (Ahmed et al., 2011). Έτσι, σύμφωνα με τη θεωρία των Modigliani και Miller, η αποπληρωμή των μερισμάτων συνδέεται θετικά με το δανεισμό.

Για να πραγματοποιηθεί όμως ο χαρακτηρισμός της μερισματικής πολιτικής των επιχειρήσεων ως προσδιοριστικός παράγοντας της δανειακής επιβάρυνσης, πρέπει να εξεταστεί σε συνδυασμό με την αναμενόμενη ανάπτυξη και την κερδοφορία τους. Αυτό συμβαίνει καθώς οι επιχειρήσεις που αναμένουν την ανάπτυξη των δραστηριοτήτων τους, οδηγούνται στην προσαρμογή της κατάλληλης μερισματικής πολιτικής, με σκοπό την επαρκή χρηματοδότηση των αναμενόμενων μελλοντικών τους επενδύσεων από ιδία κεφάλαια (Ahmed et al., 2011).

2.7.8 ΗΛΙΚΙΑ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ

Σύμφωνα με τον Diamond (1989), μια δοκιμασμένη επιχείρηση στο χρόνο, έχει καταφέρει να εξοφλεί τον μακροπρόθεσμο δανεισμό της, ενώ παράλληλα έχει μειώσει τα κόστη του δανεισμού. Με την επίτευξη αυτού, έχει αυξηθεί και ο όγκος του δανεισμού της. Έτσι, οδηγούμαστε σε μια θετική σχέση μεταξύ του δανεισμού και της ηλικίας της οικονομικής οντότητας. Όμως, σύμφωνα με τους Petersen και Rajan (1994), οι μεγαλύτερες ηλικιακά οικονομικές οντότητες, συνήθως συσσωρεύουν παρακρατούμενα κέρδη και οδηγούνται στη μείωση του εξωτερικού δανεισμού από τρίτους. Από την άλλη πλευρά, οι νεοεισερχόμενες οικονομικές οντότητες δυσκολεύονται να δανειστούν από τράπεζες και πιστωτικά ιδρύματα λόγω της αβεβαιότητας και του φόβου του "καινούριου" που παρέχουν (Kimki, 1997), με αποτέλεσμα να έρθουμε αντιμέτωποι με μια αρνητική σχέση μεταξύ της ηλικία της επιχείρησης και του δανεισμού.

2.7.9 ΜΟΝΑΔΙΚΟΤΗΤΑ ΠΡΟΙΟΝΤΩΝ

Ένας ακόμη παράγοντας επηρεασμού της κεφαλαιακής διάρθρωσης των επιχειρήσεων είναι η μοναδικότητα των παραγόμενων προϊόντων τους (Titman, 1984). Όταν μια επιχείρηση δραστηριοποιείται στην παραγωγή εξειδικευμένων προϊόντων ή αγαθών, που αναφέρονται σε συγκεκριμένο πελατολόγιο, είναι αναγκασμένη να χρησιμοποιήσει εξειδικευμένο προσωπικό και πρώτες ύλες από ειδικά επιλεγμένους προμηθευτές. Απόρροια αυτού είναι η δυσκολία εύρεσης παρόμοιας υπηρεσίας, προϊόντων ή αγοραστών, από τους προμηθευτές της σε περίπτωση ρευστοποίησης, καθώς και η αρνητική σχέση μεταξύ δανεισμού και μοναδικότητας του προϊόντος (Chang et al., 2009).

Οι επιχειρήσεις που εξειδικεύονται σε συγκεκριμένα αγαθά ή υπηρεσίες, συνήθως διακρίνονται από αυξημένα έξοδα έρευνας και ανάπτυξης, στα οποία δύσκολα πραγματοποιείται η εκτίμησή τους από πιστωτές ή χρηματοπιστωτικα ιδρύματα (Titman & Wessels, 1988). Έτσι, συμπεραίνουμε πως όσο αυξάνεται η μοναδικότητα του προϊόντος, τόσο δυσκολεύει η πώλησή του. Επιπλέον, σύμφωνα με τη θεωρία των Modigliani και Miller, υπάρχει αρνητική σχέση μεταξύ δανεισμού και μοναδικότητας προϊόντος, καθώς ο πάγιος εξοπλισμός και τα αποθέματα της οικονομικής οντότητας, δεν αποτελούν εγγύηση για το δανεισμό και έτσι αυξάνεται η δυσκολία δανειοληψίας.

2.7.10 ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ

Σύμφωνα με τη θεωρία εξισορρόπησης, οι επιχειρήσεις που παρουσιάζουν υψηλή ρευστότητα, έχουν τη δυνατότητα να ανταπεξέλθουν καλύτερα και ευκολότερα σε τυχόν χρηματοοικονομικές δυσχέρειες που ίσως προκύψουν, συγκριτικά με τις επιχειρήσεις που παρουσιάζουν χαμηλή ρευστότητα. Γι’ αυτό το λόγο είναι πιθανότερη η επιτευξη αυξημένων δεικτών δανειακής επιβάρυνσης (Deesomsak et al., 2004). Έτσι, καταλήγουμε σε θετική σχέση μεταξύ του δανεισμού και της ρευστότητας των επιχειρήσεων (Ozkan, 2001).

Από την άλλη πλευρά, σύμφωνα με τη θεωρία ιεράρχησης χρηματοδότησης, η επιλογή των οικονομικών οντοτήτων για εσωτερικό δανεισμό, τις βοηθάει στη δημιουργία παρακρατηθέντων κερδών, με σκοπό την χρηματοδότηση των

επενδύσεών τους. Οι οικονομικές οντότητες δυσκολεύονται να προβούν σε εξωτερικό δανεισμό κι έτσι τεκμηριώνεται η αρνητική σχέση μεταξύ δανεισμού και ρευστότητας. Η ρευστότητα και η διακύμανση των κερδών των επιχειρήσεων σπάνια εμφανίζουν σταθερή πορεία, καθώς είναι συχνές οι διακυμάνσεις που παρουσιάζονται με την πάροδο των ετών (Myers & Majluf, 1984).

2.7.11 ΔΙΑΚΥΜΑΝΣΗ ΚΕΡΔΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ

Ο φόβος για πτώχευση που επικρατεί στην αγορά, ιδιαίτερα σε περιόδους χρηματοοικονομικών δυσχερειών, απωθεί τις οικονομικές οντότητες που παρουσιάζουν αυξημένες διακυμάνσεις στα κέρδη τους, για προσφυγή σε εξωτερικό δανεισμό. Έτσι, σύμφωνα με τη θεωρία εξισορρόπησης, αφού κανένας δεν μπορεί να διασφαλίσει μια σταθερή πορεία της διακύμανσης των κερδών των οικονομικών οντοτήτων, οδηγούμαστε σε αρνητική σχέση μεταξύ δανεισμού και διακύμανσης των κερδών (Myers, 1977).

Ομοίως με τη θεωρία εξισορρόπησης, η θεωρία ιεράρχησης χρηματοδότησης, οδηγείται επίσης σε αρνητική σχέση μεταξύ της διακύμανσης των κερδών της οικονομικής οντότητας και του δανεισμού, καθώς εξισορροπείται ο κίνδυνος που προκύπτει από το δανεισμό με τα υψηλά επιτόκια που προσφέρουν τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα ή οι πιστωτές. Η ανεξέλεγκτη όμως αύξηση του κόστους δανεισμού, μπορεί να οδηγήσει τις οικονομικές οντότητες σε επιλογή διαφορετικής μορφής δανείου (DeAngelo & Masulis, 1980; Myers & Majluf, 1984). Από την άλλη πλευρά, σύμφωνα με τη θεωρία του κόστους αντιπροσώπευσης, προβλέπεται μια θετική σχέση μεταξύ της διακύμανσης των κερδών της οικονομικής οντότητας και του δανεισμού, καθώς σε περιόδους υψηλής κερδοφορίας των επιχειρήσεων, αυξάνεται η σιγουριά των πιστωτών και των μετόχων σχετικά με την επένδυση τους, ενώ αντίθετα σε λιγότερο κερδοφόρες, μειώνεται (Jensen, 1986).

2.7.12 ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΚΟΣ ΚΑΙ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΣ ΚΙΝΔΥΝΟΣ

Σύμφωνα με τη θεωρία εξισορρόπησης, οι επιχειρήσεις στην προσπάθειά τους για επιβίωση σε ένα συνεχώς μεταβαλλόμενο και ασταθές περιβάλλον, αναζητούν ένα βέλτιστο δείκτη δανειακής κεφαλαιακής διάρθρωσης. Έτσι, οδηγούμαστε σε

αρνητικη σχέση μεταξύ του δείκτη δανειακής επιβάρυνσης και του κινδύνου που επικρατεί, καθώς οι οικονομικές οντότητες παραμένουν επιφυλακτικές για τη δανειοληψία, λόγω του φόβου που επικρατεί για χρεοκοπία (Myers, 1977; Titman & Wessels, 1988). Ομοίως, σύμφωνα με τη θεωρία ιεράρχησης χρηματοδότησης, οδηγούμαστε στα ίδια αποτελέσματα μεταξύ του δείκτη δανειακής επιβάρυνσης και του κινδύνου, καθώς λόγω της ύπαρξης του δεύτερου, οι επιχειρήσεις έχουν την τάση να στρέφονται σε εσωτερικό δανεισμό.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3: ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΚΗ ΑΝΑΣΚΟΠΗΣΗ

Ο Huang (2006), μελέτησε την κεφαλαιακή δομή 1200 κινεζικών επιχειρήσεων για τα έτη 1994 εως 2003. Σύμφωνα με αυτόν, ο δανεισμός των κινεζικών επιχειρήσεων συσχετίζεται θετικά με το μέγεθός τους και τα περιουσιακά τους στοιχεία. Αντίθετα, η κερδοφορία, η ανάπτυξη και οι φορολογικές ασπίδες των επιχειρήσεων αυτών, συσχετίζονται αρνητικά με τη μόχλευση.

Οι Eriotis, Vasiliou και Ventoura-Neokosmidi (2007), προσπάθησαν να εντοπίσουν τα σημαντικά χαρακτηριστικά επηρεασμού της κεφαλαιακής διάρθρωσης σε ένα δείγμα 129 ελληνικών επιχειρήσεων για τα έτη 1997 εως 2001. Η έρευνά τους έδειξε πως το μέγεθος επηρεάζει θετικά τη χρηματοδότηση των επιχειρήσεων και συγκεκριμένα πως ένα μεγάλο ποσοστό των μεγάλων επιχειρήσεων τείνουν σε χρηματοδότηση. Εν αντιθέσει, το μέγεθος του δανεισμού των επιχειρήσεων επηρεάζει αρνητικά τη ρευστότητά τους. Πιο συγκεκριμένα, όσο αυξάνεται η ρευστότητα και τα περιουσιακά στοιχεία των επιχειρήσεων, τόσο αυξάνεται η προτίμησή τους στη χρηματοδότηση μέσω των ιδίων κεφαλαίων.

Οι Mandilas, Maditinos, Dimitriadis και Nikolaidis (2008), μελέτησαν τους παράγοντες επηρεασμού της κερδοφορίας 20 κατασκευαστικών επιχειρήσεων, εισηγμένων στο Χρηματιστήριο. Τα αποτελέσματα της έρευνας, έδειξαν τη θετική συσχέτιση μεταξύ της κερδοφορίας και της κεφαλαιακής διάρθρωσης των επιχειρήσεων.

Οι Psilaki και Daskalakis (2009), μελέτησαν τους παράγοντες επηρεασμού της κεφαλαιακής διάρθρωσης των επιχειρήσεων στην Ελλάδα, την Γαλλία, την Πορτογαλία και την Ιταλία. Τα αποτελέσματα της έρευνας έδειξαν την θετική συσχέτιση του μεγέθους των επιχειρήσεων όλων των χωρών με τον δανεισμό, ενώ τόνισαν την αρνητική συσχέτιση των παγίων περιουσιακών στοιχείων και της κερδοφορίας των επιχειρήσεων με το δανεισμό. Τέλος, η συσχέτιση της ανάπτυξης με το συνολικό χρέος δεν βρέθηκε να είναι σημαντική.

Οι Karadeniz, Kandir, Balcilar και Onal (2009), διερεύνησαν τους παράγοντες που επιδρούν καθοριστικά στις αποφάσεις της διάρθρωσης του κεφαλαίου των εισηγμένων επιχειρήσεων στο Χρηματιστήριο της Κωνσταντινούπολης. Σύμφωνα με τα αποτελέσματα, φαίνεται μια αρνητική συσχέτιση των περιουσιακών στοιχείων με

το δείκτη μόχλευσης, ενώ υπάρχει έλλειψη συσχέτισης μεταξύ του μεγέθους των επιχειρήσεων με τις ταμειακές ροές τους και το δανεισμό.

Οι Gill, Biger και Mathur (2011), μελέτησαν ένα δείγμα 272 εισηγμένων επιχειρήσεων της Αμερικής στο Χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης, για την περίοδο 2005 έως και 2007. Τα αποτελέσματα της έρευνας έδειξαν την ύπαρξη θετικής συσχέτισης μεταξύ του βραχυπρόθεσμου χρέους και της κερδοφορίας των οικονομικών οντοτήτων, καθώς και του μακροπρόθεσμου δανεισμού με την κερδοφορία.

Ο Δρακομιχάλης, σε μελέτη που παρουσίασε το 2011 για ποικίλες κατηγορίες ελληνικών ξενοδοχειακών μονάδων, εξέτασε την χρηματοοικονομική δομή και την κερδοφορία τους για την περίοδο από το 2005 έως το 2007, δηλαδή 3 χρόνια μετά τους ολυμπιακούς αγώνες του 2004 στην Ελλάδα, και λίγο πριν την χρηματοοικονομική κρίση του 2008. Δείγμα την έρευνας ήταν 146 ξενοδοχεία από 2 έως και 5 αστέρια και οι παράγοντες που διερευνήθηκαν σχετιζόταν με την κερδοφορία και την οικονομική δομή τους. Τα αποτελέσματα της έρευνας του Δρακομιχάλη, σημείωσαν αυξημένα καθαρά κέρδη και ποσοστό δανειακών κεφαλαίων για τα ξενοδοχεία 5 αστέρων, συγκριτικά με αυτά των υπόλοιπων κατηγοριών. Αξίζει επίσης να σημειωθεί ότι τα ξενοδοχεία 4 αστέρων παρουσίασαν σημαντικά αυξημένο κόστος συγκριτικά με αυτά των χαμηλότερων κατηγοριών. Επιπλέον, η χρηματοδότησή των ξενοδοχείων με περισσότερα αστέρια βραχυπρόθεσμα, παρουσιάζεται μειωμένη.

Οι Arvanitis et al. (2012), επιχείρησαν την ανάλυση των παραγόντων επηρεασμού της κεφαλαιακής διάρθρωσης των Ευρωπαϊκών Ναυτιλιακών Επιχειρήσεων, καθώς και την εύρεση ενός ιδανικού επιπέδου αυτής, λαμβάνοντας υπόψη τα αντικρουόμενα αποτελέσματα προηγούμενων εμπειρικών μελετών. Εξέτασαν τους καθοριστικούς παράγοντες επηρεασμού της κεφαλαιακής διάρθρωσης 32 εισηγμένων ναυτιλιακών επιχειρήσεων για την περίοδο 2005 έως 2010, με τη χρήση δυναμικών και στατικών οικονομετρικών μοντέλων. Τα αποτελέσματα της έρευνας έδειξαν την επικράτηση της θεωρίας ιεράρχησης χρηματοδότησης και την θετική σχέση μεταξύ των ενσώματων περιουσιακών στοιχείων και των φορολογικών πλεονεκτημάτων, καθώς και την αρνητική σχέση μεταξύ του μεγέθους ή της κερδοφορίας, έναντι του δανεισμού.

Οι Wu και Yeung (2012), συμπεραίνουν πως η ανάπτυξη των επιχειρήσεων μπορεί να προβλέψει το επίπεδο του δανεισμού. Πιο συγκεκριμένα, οι επιχειρήσεις που δεν είναι τόσο ανεπτυγμένες, είναι περισσότερο πρόθυμες να προχωρήσουν σε δανεισμό, ενώ οι ανεπτυγμένες επιχειρήσεις, προτιμούν την έκδοση μετοχών.

Οι Pahuja και Sahi (2012), μελέτησαν 30 ινδικές επιχειρήσεις, εισηγμένες στο Χρηματιστήριο της Βομβάης, για τα έτη 2008 έως και 2010. Τα αποτελέσματα της έρευνας έδειξαν πως η ανάπτυξη και η ρευστότητα είναι σημαντικοί παράγοντες επηρεασμού της κεφαλαιακής διάρθρωσης των επιχειρήσεων, ενώ τα πάγια περιουσιακά στοιχεία και η κερδοφορία δεν φαίνεται να επιδρούν σε αυτά.

Οι Handoo και Sharma, το 2014, χρησιμοποίησαν τη μέθοδο ανάλυσης παλινδρόμησης ανάμεσα σε τρεις εξαρτημένες και δέκα ανεξάρτητες μεταβλητές για 870 ιδιωτικές και δημόσιες ινδικές οικονομικές οντότητες, ώστε να προσδιορίσουν τους παράγοντες επηρεασμού της κεφαλαιακής τους διάρθρωσης. Κατέληξαν πως η κερδοφορία, τα περιουσιακά στοιχεία, η φορολογία και ο δανεισμός είναι οι καθοριστικοί παράγοντες επηρεασμού του χρέους των επιχειρήσεων.

Ο Acaravci (2015), μελέτησε τον τρόπο επηρεασμού της κερδοφορίας, του μεγέθους, των πάγιων περιουσιακών στοιχείων, των φορολογικών ασπίδων και της ανάπτυξης, στις αποφάσεις σχετικά με την κεφαλαιακη διάρθρωση μιας επιχείρησης, σε ένα δείγμα 79 μεταποιητικών επιχειρήσεων εισηγμένων στο Χρηματιστήριο της Κωνσταντινούπολης για την περίοδο 1993 έως και 2010. Συμπεραίνει πως η ανάπτυξη συσχετίζεται θετικά με το χρέος, ενώ το μέγεθος και η κερδοφορία αρνητικά. Πιο συγκεκριμένα, όσο αυξάνονται τα κέρδη των επιχειρήσεων, τόσο μειώνεται ο δανεισμός, καθώς αυτές οι επιχειρήσεις προτιμούν τη δανειοδότηση από εσωτερικά κεφάλαια.

Ο Nasimi (2016), ανέλυσε τα δεδομένα από 15 επιχειρήσεις της Νέας Υόρκης για την περίοδο από το 2010 έως το 2014 και προσπάθησε να εντοπίσει τους σημαντικότερους παράγοντες καθορισμού της κεφαλαιακής τους διάρθρωσης, με τη μέθοδο ανάλυσης παλινδρόμησης. Σύμφωνα με τα αποτελέσματα, τα πάγια περιουσιακά στοιχεία των οικονομικών οντοτήτων, παρουσιάζουν θετική συσχέτιση με τη μόχλευση. Εν αντιθέσει, το μέγεθος, η κερδοφορία, οι φορολογικές απαλλαγές και η ανάπτυξη, δεν σχετίζονται σημαντικά με το δανεισμό.

Οι Arsov και Naumoski (2016), μελετούν ένα δείγμα 172 Βαλκανικών χωρών, με σκοπό να εξετάσουν τους παράγοντες που επηρεάζουν συστημικά την κεφαλαιακή διάρθρωση των επιχειρήσεων αυτών. Πιο συγκεκριμένα, το δείγμα περιλάμβανε 53 επιχειρήσεις από τη Μακεδονία, 50 από την Κροατία, 37 από τη Σερβία και 32 από τη Σλοβακία. Τα αποτελέσματα της παλινδρόμησης, έδειξαν πως όσο αυξάνεται το μέγεθος των επιχειρήσεων, τόσο αυξάνεται το πάγιο ενεργητικό και η μόχλευσή τους.

Οι Shah και Khan (2017), προσπάθησαν να καταγράψουν τους σημαντικότερους παράγοντες επηρεασμού της κεφαλαιακής διάρθρωσης των επιχειρήσεων στο Πακιστάν για τα έτη 2004 εως 2015. Σύμφωνα με αυτούς, η κερδοφορία συσχετίζεται θετικά με την κεφαλαιακή διάρθρωση. Εν αντιθέσει, οι φορολογικές ασπίδες, το μέγεθος και τα περιουσιακά στοιχεία, συσχετίζονται αρνητικά με τη μόχλευση.

Οι M'ng, Rahman, Sannacy και Murray (2017), μελέτησαν τους καθοριστικούς παράγοντες της διάρθρωσης του κεφαλαίου των Μαλαισιανών εισηγμένων επιχειρήσεων στο Χρηματιστήριο της Σιγκαπούρης και της Ταϊλάνδης για τα έτη 2004 εως 2013. Κατέληξαν πως η κερδοφορία επηρεάζει αρνητικά την διάρθρωση του κεφαλαίου των επιχειρήσεων στη Σιγκαπούρη και τη Μαλαισία, ενώ η επιρροή στις Ταϊλανδέζικες επιχειρήσεις δεν είναι σημαντική. Όσον αφορά το μέγεθος των επιχειρήσεων, φαίνεται η θετική επίδρασή του στην κεφαλαιακή διάρθρωση των επιχειρήσεων και στις τρεις χώρες. Τέλος, τα περιουσιακά στοιχεία των επιχειρήσεων έχουν σημαντική επίδραση μόνο στις επιχειρήσεις της Σιγκαπούρης και της Μαλαισίας, ενώ οι αποσβέσεις έχουν αρνητική επίδραση και στις τρεις χώρες.

Οι Klasa, Ortiz-Molina, Serfling και Srinivasan (2018), συμπεραίνουν πως η πληροφόρηση των ανταγωνιστών του κλάδου σχετικα με την λειτουργία και τα μελλοντικά επιχειρηματικά σχέδια των επιχειρήσεων, τείνουν να επηρεάζουν τις αποφάσεις της κεφαλαιακής διάρθρωσης μιας οικονομικής οντότητας. Τα επιχειρηματικά σχέδια μιας επιχείρησης, αποτελούν την πνευματική της ιδιοκτησία και μπορούν να αποφέρουν αυξημένα κέρδη.

Οι Das και Swain (2018), τονίζουν την σημαντικότητα των αποφάσεων σχετικά με τη χρηματοδότηση των επιχειρήσεων, για τη διαχείριση και την αύξηση της περιουσίας τους. Για την έρευνά τους, χρησιμοποιούν δεδομένα 50 επιχειρήσεων

και τη μέθοδο ανάλυσης παλινδρόμησης, προκειμένου να καταγράψουν τους σημαντικότερους παράγοντες που τις επηρεάζουν. Συμπεραίνουν την σημαντική συσχέτιση μεταξύ της κερδοφορίας και της διάρθρωσης του κεφαλαίου, καθώς και των πωλήσεων με τη μόχλευση.

Σύμφωνα με την μελέτη του Harc (2019), τα περιουσιακά στοιχεία μιας οικονομικής οντότητας έχουν καθοριστικό ρόλο στις αποφάσεις χρηματοδότησής της. Αναφέρει ότι οι μικρομεσαίες οικονομικές οντότητες στην Κροατία, κάνουν χρήση των παγίων τους ως εγγύηση στους δανειστές, με σκοπό τη χρήση αυτών σε περίπτωση πτώχευσης. Η μελέτη που έκανε στις ετήσιες οικονομικές καταστάσεις σε ένα δείγμα 500 επιχειρήσεων στην Κροατία για τα έτη 2005 έως 2010, ανέδειξε την αρνητική σχέση μεταξύ του ενεργητικού μιας επιχείρησης και της βραχυπρόθεσμης χρηματοδότησής της. Ακόμη, επισήμανε πως οι μικρομεσαίες επιχειρήσεις τείνουν στην προσφορά εξασφαλίσεων ώστε να πετύχουν την προσφορά χρήματος από τους πιστωτές.

Οι Nguyen και Tran (2020), μελέτησαν 54 κατασκευαστικές επιχειρήσεις του Βιετνάμ εισηγμένες στο Χρηματιστήριο, για την περίοδο 2012 έως και 2019. Κατέληξαν πως το μέγεθος και η ανάπτυξη των επιχειρήσεων επιδρούν θετικά στην διάρθρωση του κεφαλαίου της, ενώ η κερδοφορία επιδρά αρνητικά. Όσον αφορά το επιτόκιο και τα πάγια περιουσιακά στοιχεία, δεν παρουσιάζεται καμία συσχέτιση.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4: ΑΝΑΛΥΣΗ ΔΕΔΟΜΕΝΩΝ ΚΑΙ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ

4.1 ΕΡΕΥΝΗΤΙΚΟΙ ΣΤΟΧΟΙ ΚΑΙ ΥΠΟΘΕΣΕΙΣ

Στόχος της παρούσας διπλωματικής εργασίας είναι η προσπάθεια επαλήθευσης των βασικών θεωριών της διάρθρωσης του κεφαλαίου των επιχειρήσεων, μέσω της εξέτασης των χαρακτηριστικών της μόχλευσης, των φορολογικών πλεονεκτημάτων, του μεγέθους, της κερδοφορίας, των περιουσιακών στοιχείων, της ανάπτυξης και της ηλικίας των επιχειρήσεων που δραστηριοποιούνται στην Ελλάδα, για την περίοδο 2010-2021. Με την χρήση των δεδομένων πάνελ, επιτυγχάνεται η σύγκριση της επίδρασης των παραγόντων που εξετάζουμε στην κεφαλαιακή διάρθρωση των οικονομικών οντοτήτων. Για τον προσδιορισμό των παραγόντων αυτών, συγκριτικά με τις θεωρίες αντιστάθμισης και ιεράρχησης, οδηγούμαστε στην διατύπωση και διερεύνηση των ακόλουθων υποθέσεων.

Κατ' αρχάς, η θεωρία αντιστάθμισης, υποθέτει την θετική συσχέτιση του μεγέθους των επιχειρήσεων με το δανεισμό, καθώς όσο αυξάνεται το μέγεθος μιας επιχείρησης -και κατά συνέπεια οι επενδύσεις της- τόσο μειώνεται η πιθανότητα πτώχευσης, διότι γίνεται πιο ανθεκτική σε οικονομικές δυσκολίες (Bevan & Danbolt, 2002; Eriotis et al., 2007; Fama & French, 2002; Gaud et al., 2005; Ozkan, 2001; Rajan & Zingales, 1995). Επιπλέον, η μείωση της ασύμμετρης πληροφόρησης των μεγάλων επιχειρήσεων, τις οδηγεί στην έκδοση μετοχών ως μέσο δανεισμού (Chen et al., 2004; Titman & Wessels, 1988). Αν ορίσουμε την μεταβλητή του μεγέθους των επιχειρήσεων ως λογάριθμο των πωλήσεων (lnSize), υποθέτουμε ότι (Bauer, 2004; Ozkan, 2001; Rajan & Zingales, 1995; Titman & Wessels, 1988):

$$H_1: \text{Το μέγεθος σχετίζεται θετικά με το δανεισμό}$$

Συνεχίζοντας, ο δεύτερος παράγοντας που θα εξετάσουμε είναι η δομή των περιουσιακών στοιχείων. Σύμφωνα με τις θεωρίες αντιστάθμισης και ιεράρχησης χρηματοδότησης, τα υλικά περιουσιακά στοιχεία των επιχειρήσεων σχετίζονται θετικά με τη δανειακή επιβάρυνση διότι, χρησιμεύουν ως εγγύηση για τη δανειοδότηση, μειώνοντας τους κινδύνους χρεοκοπίας, ασύμμετρης πληροφόρησης και αντιπροσώπευσης (Maghyereh, 2005; Titman & Wessels, 1988). Η δομή των περιουσιακών στοιχείων (TANG) ορίζεται ως τον λόγο του πάγιου ενεργητικού προς το συνολικό ενεργητικό και καταλήγουμε στην υπόθεση:

H_2: Τα περιουσιακά στοιχεία σχετίζονται θετικά με το δανεισμό

Σύμφωνα με τις έρευνες των Myers και Majluf (1984), η θεωρία ιεράρχησης χρηματοδότησης, λόγω της ασύμμετρης πληροφόρησης, οδηγεί τις κερδοφόρες επιχειρήσεις στην προτίμηση της χρηματοδότησής τους μέσω των παρακρατούμενων κερδών ομολογιακών δανείων και τέλος με την αύξηση του κεφαλαίου τους. Η τάση αυτή των επιχειρήσεων, επιβεβαιώνει την αρνητική συσχέτιση μεταξύ της κερδοφορίας και του δανεισμού (Degryse et al., 2010; Ozkan, 2001; Rajan & Zingales, 1995; Titman & Wessels, 1988).

Από την άλλη πλευρά, σύμφωνα με την θεωρία αντιστάθμισης, οι επιχειρήσεις με αυξημένα κέρδη, καταφεύγουν σε δανεισμό ώστε να απολαύσουν τα πλεονεκτήματα που τους προσφέρει. Οι επιχειρήσεις αυτές είναι ευκολότερο να ανταπεξέλθουν σε οικονομικές δυσχέρειες, με αποτέλεσμα οι πιστωτές να τις προτιμούν, δανείζοντάς τους περισσότερο. Έτσι, οδηγούμαστε σε θετική συσχέτιση μεταξύ της κερδοφορίας και του δανεισμού (Abor, 2005; Bevan & Danbolt, 2002; Keshar, 2004). Σύμφωνα με τη θεωρία αντιστάθμισης, αν ορίσουμε την κερδοφορία (PROF) ως τον λόγο των λειτουργικών κερδών προς το συνολικό ενεργητικό, υποθέτουμε ότι (Bauer, 2004; Deesomsak et al., 2004; Ozkan, 2001; Serrasqueiro & Nunes, 2009):

H_3: Η κερδοφορία σχετίζεται θετικά με το δανεισμό

Οι DeAngelo και Masulis (1980), κατέληξαν πως οι φορολογικές ελαφρύνσεις που προκύπτουν από διαφορετικές πηγές -όπως τις αποσβέσεις, δημιουργούν αρνητική σχέση μεταξύ του δανεισμού και των φορολογικών πλεονεκτημάτων, καθώς λειτουργούν ως υποκατάστατα της φορολογικής ασπίδας που προσφέρει η δανειακή επιβάρυνση. Έτσι, οι οικονομικές οντότητες που προτιμούν άλλα φορολογικά πλεονεκτήματα, από διαφορετικές πηγές, δεν έχουν ανάγκη επιπλέον φορολογικές ελαφρύνσεις και δεν οδηγούνται σε έκδοση ομολόγων (Kim & Soresen, 1986; Titman & Wessels, 1988; Wald, 1999). Με τον προσδιορισμό των φορολογικών πλεονεκτημάτων (NDTS) ως τον λόγο των αποσβέσεων προς το σύνολο του ενεργητικού, καταλήγουμε στην υπόθεση (Chakraborty, 2010; Deesomsak et al., 2004; Rajan & Zingales, 1995; Serrasqueiro, 2011):

H_4: Τα φορολογικά πλεονεκτήματα σχετίζονται αρνητικά με το δανεισμό

Η θεωρία της ιεράρχησης χρηματοδότησης εξηγεί την τάση των επιχειρήσεων που βρίσκονται στο στάδιο της ανάπτυξης να εξαντλούν όλες τις πηγές για την χρηματοδότησή τους, με αποτέλεσμα να οδηγούνται στην άντληση μεγάλων κεφαλαίων από τον εξωτερικό δανεισμό. Εν αντιθέσει, η θεωρία αντιστάθμισης σημειώνει τον κίνδυνο χρεοκοπίας των επιχειρήσεων που βρίσκονται στο στάδιο της ανάπτυξης, σε περιόδους οικονομικών δυσκολιών. Επιπροσθέτως, σύμφωνα με τους Myers (1977), Jensen (1986) και τη θεωρία αντιπροσώπευσης, οδηγούμαστε στο συμπέρασμα πως οι επιχειρήσεις που βρίσκονται στο στάδιο της ανάπτυξης είναι πιο αισιόδοξες και δεν λαμβάνουν υπόψη τα συμφέροντα των πιστωτών. Σύμφωνα με τα προαναφερόμενα, οδηγούμαστε σε αρνητική σχέση μεταξύ της ανάπτυξης των επιχειρήσεων και του δανεισμού (Fama & French, 2002; Ozkan, 2001; Rajan & Zingales, 1995; Titman & Wessels, 1988). Αν ερμηνεύσουμε την ανάπτυξη (GROWTH) ως την ποσοστιαία μεταβολή των πωλήσεων, υποθέτουμε πως (Heshmati, 2001; Ramalho & Silva, 2009):

H_5: Η ανάπτυξη σχετίζεται αρνητικά με το δανεισμό

Στην θεωρία ιεράρχησης χρηματοδότησης, περιγράφεται πως οι μεγαλύτερες σε ηλικία επιχειρήσεις προτιμούν την χρηματοδότηση των επενδύσεων τους μέσω των παρακρατούμενων κερδών, καθώς έχουν αυξημένα αποθεματικά κέρδη. Έτσι, δημιουργείται αρνητική συσχέτιση μεταξύ την ηλικίας των επιχειρήσεων και του δανεισμού (Petersen & Rajan, 1994; Ramalho & Silva, 2009). Όμως, σε περιπτώσεις γηραιότερων οικονομικών οντοτήτων που έχουν καταφέρει την αποπληρωμή των δανειακών τους υποχρεώσεων, προτιμάται η χρηματοδότηση μέσω του εξωτερικού δανεισμού, καθώς μειώνεται το κόστος (Diamond, 1989; Kimki, 1997). Αν ορίσουμε την ηλικία (AGE) ως τον λογάριθμο της ηλικίας των επιχειρήσεων, υποθέτουμε πως (Heshmati, 2001; Serrasqueiro, 2011):

H_6: Η ηλικία σχετίζεται θετικά με το δανεισμό

Τέλος, η θεωρία αντιστάθμισης υποθέτει την ύπαρξη οικονομικών οντοτήτων που δραστηριοποιούνται σε μη οργανωμένες αγορές και κατά προέκταση αντιμετωπίζουν αυξημένο ανταγωνισμό (Ang, 1991). Απόρροια αυτού είναι ο αυξημένος επιχειρηματικός κίνδυνος και η πιθανότητα χρεοκοπίας, που οδηγούν τις επιχειρήσεις σε μείωση του επιπέδου των χρεών τους. Η έρευνα των Bradley et al.

(1984), έδειξε πως αυξάνεται η πιθανότητα χρεοκοπίας σε επιχειρήσεις με ευμετάβλητα λειτουργικά κέρδη, οι οποίες δυσκολεύονται στην λήψη δανείων. Αν ορίσουμε το επίπεδο του κινδύνου (EVOL) ως την απόλυτη τιμή της ποσοστιαίας μεταβολής του λειτουργικού εισοδήματος, υποθέτουμε πως:

H_7: Το επίπεδο κινδύνου σχετίζεται αρνητικά με το δανεισμό

Συνοψίζοντας, ακολουθεί η συγκεντρωτική απεικόνιση των εξεταζόμενων υποθέσεων και ο ορισμός των μεταβλητών.

<u>Πίνακας 1</u>: Υποθέσεις και ορισμός μεταβλητών

Εξεταζόμενες Υποθέσεις	**Μεταβλητές**	**Ονομασία Μεταβλητών**	**Ορισμός Μεταβλητών**
H_1: Το μέγεθος σχετίζεται θετικά με τον δανεισμό	Μέγεθος	SIZE	Λογάριθμος των πωλήσεων
H_2: Τα περιουσιακά στοιχεία σχετίζονται θετικά με τον δανεισμό	Περιουσιακά Στοιχεία	TANG	Πάγιο Ενεργητικό/ Ενεργητικό
H_3: Η κερδοφορία σχετίζεται θετικά με τον δανεισμό	Κερδοφορία	PROF	Λειτουργικά κέρδη / Ενεργητικό
H_4: Τα φορολογικά πλεονεκτήματα σχετίζονται αρνητικά με τον δανεισμό	Φορολογικά πλεονεκτήματα	NDTS	Αποσβέσεις / Ενεργητικό
H_5: Η ανάπτυξη σχετίζεται αρνητικά με τον δανεισμό	Ανάπτυξη	GROWTH	Ποσοστιαία μεταβολή των πωλήσεων
H_6: Η ηλικία σχετίζεται θετικά με τον δανεισμό	Ηλικία	AGE	Λογάριθμος της ηλικίας των επιχειρήσεων

H_7: Το επίπεδο κινδύνου σχετίζεται αρνητικά με τον δανεισμό	Επίπεδο του κινδύνου	EVOL	Απόλυτη τιμή της ποσοστιαίας μεταβολής του λειτουργικού εισοδήματος

4.2 ΔΕΔΟΜΕΝΑ ΚΑΙ ΟΙΚΟΝΟΜΕΤΡΙΚΑ ΜΟΝΤΕΛΑ

Για την παρούσα έρευνα χρησιμοποιήθηκαν δεδομένα ελληνικών επιχειρήσεων που αντλήθηκαν από τη βάση δεδομένων Refinitiv, για την περίοδο 2010-2021. Το αρχικό δείγμα περιλάμβανε 103 επιχειρήσεις εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών. Στον πίνακα που ακολουθεί, παρουσιάζεται η κατανομή των παρατηρήσεων του συνολικού δείγματος για την εξεταζόμενη περίοδο.

Όπως φαίνεται στον πίνακα 2, οι περισσότερες ελληνικές επιχειρήσεις του συνολικού δείγματος, δραστηριοποιούνται στον κλάδο των Consumer Cyclicals -οι 330 από τις 1,409, ενώ οι λιγότερες στον κλάδο των τηλεπικοινωνιών. Δεύτερη θέση αποτελούν οι επιχειρήσεις του κλάδου της βαριάς βιομηχανίας, κ.ο.κ..

Πίνακας 2: Κατανομή παρατηρήσεων συνολικού δείγματος (2010-2021)

Κλάδος οικονομικής δραστηριότητας	Συχνότητες	Ποσοστό	Αθροιστική συχνότητα
Basic Materials	217	15.4	15.40
Consumer Cyclicals	330	23.42	38.82
Consumer Non-Cyclicals	180	12.78	51.60
Energy	68	4.83	56.42
Healthcare	28	1.99	58.41
Industrials	277	19.66	78.07
Technology	221	15.68	93.75
Telecommunications Services	14	0.99	94.75
Utilities	74	5.25	100
Total	**1,409**	**100**	

Πριν προχωρήσουμε όμως στην ανάλυση της οικονομετρικής μεθόδου που θα χρησιμοποιήσουμε, θεωρούμε απαραίτητη την αιτιολόγηση της επιλογής των δεδομένων panel. Τα δεδομένα panel, χρησιμοποιούνται με σκοπό την διαχρονική εξέταση ενός καθορισμένου αριθμού στοιχείων. Πιο συγκεκριμένα, όπως αναφέρεται στη διεθνή βιβλιογραφία, τα δεδομένα panel, χρησιμοποιούνται με σκοπό τη μείωση της συγγραμμικότητας μεταξύ των ερμηνευτικών μεταβλητών και τη βελτιστοποίηση των οικονομετρικών εκτιμήσεων (Gaud et al., 2005; Ozkan, 2001; Wooldridge, 2006).

Η υιοθέτηση των δεδομένων panel, μας οδηγεί στη χρήση δυναμικών ή στατικών οικονομετρικών μεθόδων. Σύμφωνα με τη βιβλιογραφία, για την εμπειρική προσέγγιση της κεφαλαιακής διάρθρωσης, πολλοί μελετητές επιλέγουν την χρήση στατικών μοντέλων (Abor, 2005; Rajan & Zingales, 1995; Serrasqueiro & Nunes, 2009). Τα πιο συνηθισμένα στατικά μοντέλα είναι τα μοντέλα τυχαίων επιδράσεων (Random Effects Models) και τα μοντέλα σταθερών επιδράσεων (Fixed-Effects Models). Πιο συγκεκριμένα, τα μοντέλα τυχαίων επιδράσεων προϋποθέτουν την έλλειψη συσχέτισης μεταξύ των απαραίτητων επιδράσεων και των ανεξάρτητων μεταβλητών. Εν αντιθέσει, τα μοντέλα των σταθερών επιδράσεων προϋποθέτουν την συσχέτιση μεταξύ των απαραίτητων επιδράσεων και των ερμηνευτικών παραγόντων, κατά τη χρήση εξωγενών μεταβλητών (Serrasqueiro & Nunes, 2009). Οι παλινδρομήσεις των τυχαίων ή σταθερών δεδομένων panel που χρησιμοποιήθηκαν, λαμβάνοντας υπόψη την ύπαρξη μη παρατηρήσιμων επιμέρους επιπτώσεων, διαμορφώνονται ως ακολούθως:

$$LEV_{it} = \beta_0 + \beta_1 NDTS_{it} + \beta_2 AGE_{it} + \beta_3 PROF_{it} + \beta_5 TANG_{it} + \beta_6 EVOL_{it} + \beta_7 GROWTH_{it} + d_t + u_{it} \quad (1)$$

$$LEV1_{it} = \beta_0 + \beta_1 NDTS_{it} + \beta_2 AGE_{it} + \beta_3 PROF_{it} + \beta_5 TANG_{it} + \beta_6 EVOL_{it} + \beta_7 GROWTH_{it} + d_t + u_{it} \quad (2)$$

Όπου, το i αντιπροσωπεύει κάθε μια από τις οικονομικές οντότητες, το t τη χρονική περίοδο, το LEV_{it} το επίπεδο του χρέους (αναλογία μεταξύ συνολικού χρέους και ενεργητικού), το $LEV1_{it}$ το επίπεδο του χρέους (αναλογία μεταξύ συνολικών υποχρεώσεων και ενεργητικού), $NDTS_{it}$ τα φορολογικά πλεονεκτήματα, AGE_{it} την ηλικία, $PROF_{it}$ την κερδοφορία, $SIZE_{it}$ το μέγεθος, $TANG_{it}$ τα περιουσιακά στοιχεία, $EVOL_{it}$ το επίπεδο του κινδύνου, $GROWTH_{it}$ την ανάπτυξη, d_t τις προσωρινές εικονικές μεταβλητές που χρησιμοποιούνται για να μετρήσουν το αντίκτυπο των πιθανών μακροοικονομικών αλλαγών στο χρέος της επιχείρησης και $u_{it} = v_i + e_{it}$, με v_i τα μη παρατηρήσιμα ατομικά αποτελέσματα των εταιριών και e_{it} το σφάλμα που θεωρείται ότι έχει η κανονική κατανομή. Στον πίνακα 3 που ακολουθεί, φαίνεται ο ορισμός των μεταβλητών που προαναφέρθηκαν.

Πίνακας 3: Ορισμός μεταβλητών

LEV	Leverage	Συνολικό χρέος/ Ενεργητικό
LEV1	Leverage	Συνολικές υποχρεώσεις/ Ενεργητικό
NDTS	Nondebt tax shields	Αποσβέσεις / Ενεργητικό
SIZE	lnSales	Λογάριθμος των πωλήσεων
PROF	Operating income	Λειτουργικά κέρδη / Ενεργητικό
TANG	Assets structure	Πάγιο Ενεργητικό / Ενεργητικό
EVOL	Level of risk	Απόλυτη τιμή της ποσοστιαίας μεταβολής του λειτουργικού εισοδήματος
GROWTH	Growth opportunities	Ποσοστιαία μεταβολή των πωλήσεων
AGE	lnAge	Λογάριθμος της ηλικίας των επιχειρήσεων

4.3 ΠΕΡΙΓΡΑΦΙΚΑ ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΑ ΜΕΤΡΑ

Στον πίνακα που ακολουθεί, παρουσιάζονται τα περιγραφικά μέτρα των μεταβλητών του δείγματος που ερευνούμε. Πιο συγκεκριμένα:

Πίνακας 4: Περιγραφικά μέτρα μεταβλητών

ΜΕΤΑΒΛΗΤΕΣ	(1) N	(2) mean	(3) sd	(4) p25	(5) p50	(6) p75	(7) min	(8) max	(9) skewness
LEV	1,409	0.311	0.221	0.161	0.292	0.433	0.000	1.928	1.082
LEV1	1,409	0.547	0.261	0.379	0.535	0.695	0.093	2.662	1.330
NDTS	1,408	0.033	0.025	0.016	0.027	0.039	0.002	0.132	1.975
PROFIT	1,408	0.029	0.065	-0.002	0.030	0.063	-0.263	0.206	-0.441
SIZE	1,409	17.96	1.97	16.65	17.62	19.39	12.91	22.78	0.356
TANG	1,409	0.371	0.216	0.197	0.363	0.522	0.009	0.866	0.289
GROWTH	1,306	0.016	0.220	-0.095	0.011	0.113	-0.658	0.919	0.644
EVOL	1,304	1.355	3.273	0.168	0.488	1.235	0.002	27.431	1.100
AGE	1,409	3.447	0.524	3.135	3.466	3.807	1.946	4.625	-0.291
Number of firms	103	103	103	103	103	103	103	103	103

Αναλύοντας τα περιγραφικά στατιστικά του πίνακα 4, παρατηρούμε ότι δεν φαίνεται να υπάρχει έντονο πρόβλημα ασυμμετρίας στις καταβολές των μεταβλητών. Επιπλέον, το μέσο επίπεδο του δείκτη δανειακής επιβάρυνσης (LEV1), που

μεταφράζεται ως την αναλογία μεταξύ του συνολικού επιπέδου των υποχρεώσεων προς το συνολικό ενεργητικό, είναι 0,547. Αυτό υποδηλώνει πως το 54,70% των στοιχείων του ενεργητικού των εξεταζόμενων επιχειρήσεων χρηματοδοτήθηκε από δανεισμό. Επιπλέον, τα περιουσιακά στοιχεία (TANG) αποτελούν το 37,10% του συνολικού ενεργητικού, δίνοντας έμφαση στη σημαντικότητα του δανεισμού μακροχρόνια. Επιπροσθέτως, παρατηρούμε αυξημένη μεταβλητότητα για ορισμένες μεταβλητές, καθώς η τυπική τους απόκλιση είναι μεγαλύτερη από τον αντίστοιχο μέσο όρο. Αυτές είναι, η κερδοφορία (PROFIT), ο ρυθμός ανάπτυξης (GROWTH) και το επίπεδο κινδύνου (EVOL). Όσον αφορά τις υπόλοιπες μεταβλητές, η τυπική τους απόκλιση είναι μικρότερη από τον αντίστοιχο μέσο όρο, γεγονός που μας οδηγεί στο συμπέρασμα πως η μεταβλητότητα αυτών, δεν είναι σημαντική.

Στον πίνακα 5 που ακολουθεί, παρουσιάζονται οι συντελεστές συσχέτισης των μεταβλητών που χρησιμοποιούνται. Σύμφωνα με αυτόν, συμπεραίνουμε πως: i) υπάρχει σχεδόν τέλεια θετική συσχέτιση μεταξύ του δείκτη δανειακής επιβάρυνσης που μεταφράζεται ως την αναλογία των συνολικών υποχρεώσεων προς το ενεργητικό (LEV1) και του δείκτη δανειακής επιβάρυνσης που μεταφράζεται ως την αναλογία του χρέους προς το συνολικό ενεργητικό (LEV), ii) υπάρχει αρκετά μικρή θετική συσχέτιση μεταξύ των φορολογικών πλεονεκτημάτων (NDTS) και των δεικτών δανειακής επιβάρυνσης, iii) η κερδοφορία (PROFIT) παρουσιάζει μικρή αρνητική συσχέτιση με τον δείκτη δανειακής επιβάρυνσης (συνολικό χρέος/συνολικό ενεργητικό - LEV), iv) το μέγεθος (SIZE) των επιχειρήσεων παρουσιάζει μικρή θετική συσχέτιση με τους δείκτες δανειακής επιβάρυνσης και την κερδοφορία (PROFIT), ενώ δεν σχετίζεται με τα φορολογικά πλεονεκτήματα (NDTS), v) τα περιουσιακά στοιχεία (TANG) εμφανίζουν μικρή θετική συσχέτιση με τον δείκτη του χρέους προς το ενεργητικό (LEV), τα φορολογικά πλεονεκτήματα (NDTS) και το μέγεθος (SIZE), ενώ παρουσιάζουν μικρή αρνητική συσχέτιση με την κερδοφορία (PROFIT), vi) ο ρυθμός ανάπτυξης (GROWTH) παρουσιάζει πολύ μικρή αρνητική σχέση με τον δείκτη του συνολικού χρέους προς το σύνολο του ενεργητικού (LEV), ενώ παρουσιάζει θετική συσχέτιση με την κερδοφορία (PROFIT) και το μέγεθος των επιχειρήσεων (SIZE), vii) το επίπεδο κινδύνου (EVOL) παρουσιάζει πολύ μικρή θετική συσχέτιση με τους δείκτες δανειακής επιβάρυνσης, ενώ παρουσιάζει αρνητική συσχέτιση με την κερδοφορία (PROFIT), viii) τέλος, η ηλικία (AGE) παρουσιάζει μικρή θετική συσχέτιση με τους δείκτες δανειακής επιβάρυνσης, με το μέγεθος και τα

περιουσιακά στοιχεία, πολύ μικρή θετική συσχέτιση με τον ρυθμό ανάπτυξης και πολύ μικρή αρνητική συσχέτιση με την κερδοφορία και τα φορολογικά πλεονεκτήματα.

Πίνακας 5: Συσχέτιση μεταβλητών

	LEV	LEV1	NDTS	PROFIT	SIZE	TANG	GROWTH	EVOL	AGE
LEV	1								
LEV1	0.8825*	1							
NDTS	0.0856*	0.0851*	1						
PROFIT	-0.2330*	-0.2173	-0.0282	1					
SIZE	0.1259*	0.1882*	0.0302	0.3322*	1				
TANG	0.1513*	0.0419	0.1351*	-0.1520*	0.1021*	1			
GROWTH	-0.0560*	-0.0131	0.0185	0.3286*	0.1413*	-0.0013	1		
EVOL	0.0698*	0.0629*	0.0007	-0.1645*	-0.062	0.024	0.0056	1	
AGE	0.2633*	0.1731*	-0.0998*	-0.0795*	0.1566*	0.3292*	0.0431*	-0.0229	1

* $p<0.05$

4.4 ΕΚΤΙΜΗΣΗ ΟΙΚΟΝΟΜΕΤΡΙΚΩΝ ΥΠΟΔΕΙΓΜΑΤΩΝ

Η εξίσωση (1), εκτιμήθηκε 8 φορές για 4 διαφορετικές περιόδους. Πιο συγκεκριμένα, έγιναν στατιστικοί έλεγχοι επιλογής υποδείγματος με σταθερές και τυχαίες επιδράσεις (Fixed Effects and Random Effects), χρησιμοποιώντας τον έλεγχο Hausman, για το συνολικό δείγμα (2010-2021), για την περίοδο της οικονομικής κρίσης (2010-2012), για την περίοδο μετά την οικονομική κρίση (2013-2019) και για την περίοδο του κορονοϊού (2020-2021). Ο έλεγχος έδειξε ότι τόσο για τη συνολική περίοδο, όσο και για τις τρεις υποπεριόδους, το καταλληλότερο υπόδειγμα για την περίπτωσή μας είναι το υπόδειγμα σταθερών επιδράσεων (Fixed Effects), το οποίο και θα προσπαθήσουμε να επαληθεύσουμε. Πριν προχωρήσουμε στην ανάλυση των αποτελεσμάτων των εκτιμήσεων της παλινδρόμησης, αξίζει να αναφερθούμε στα χαρακτηριστικά των υπο περιόδων που χωρίζουμε το δείγμα.

Η Ελλάδα, από τα τέλη του 2009 βρέθηκε σε μια κατάσταση αδυναμίας χρηματοδότησης του τρέχοντος ελλείμματος και του δημόσιου χρέους και πυροδοτούμενη από την παγκόσμια οικονομική ύφεση, οδηγήθηκε στην χρεοκοπία και το πρώτο μνημόνιο στις 3 Μαΐου του 2010. Τα επόμενα χρόνια, από το 2010 έως

το 2012, θεωρήθηκαν αρκετά δύσκολα για τη χώρα μας, με την οικονομική κρίση να έχει και κοινωνικές επιπτώσεις, καθώς αυξήθηκε η ανεργία και οι τιμές, ενώ μειώθηκαν τα εισοδήματα και το βιοτικό επίπεδο, προκαλώντας ένα κύμα μετανάστευσης πολλών ομοεθνών στο εξωτερικό.

Την περίοδο που ακολούθησε, η Ελλάδα χρειάστηκε την βοήθεια της Ευρωπαϊκής Ένωσης για να ανακάμψει. Τα μέτρα στήριξης που ακολούθησαν οδήγησαν την κυβέρνηση σε μια επιπλέον σειρά έκτακτων συμπληρωματικών μέτρων, γεγονός που οδήγησε κι επίσημα τη χώρα στη χρεοκοπία, την επιβολή των capital controls και το κλείσιμο των τραπεζών. Όμως, από το 2015 έως το 2019, ξεκίνησε μια περίοδος ανάκαμψης. Πιο συγκεκριμένα, αυξήθηκαν τα εισερχόμενα έσοδα από τον τουρισμό και οι θεσμικοί επενδυτές ξεκίνησαν να δίνουν ιδιαίτερη προσοχή στην χώρα μας, με το συνολικό όγκο των επενδύσεων να αγγίζει τα 1 δισ. ευρώ. Έτος σταθμός, το 2018, όπου ανακοινώθηκε η επίσημη έξοδος της χώρας από τα μνημόνια και η αρχή μιας νέας περιόδου. Αξίζει επίσης να σημειωθεί, πως τον Οκτώβριο του 2019, η Ελλάδα δανείζεται για πρώτη φορά με αρνητικό επιτόκιο ύψους -0,020%.

Η περίοδος ανάπτυξης, δυστυχώς, δεν κράτησε για πολύ. Τον Φεβρουάριο του 2020, επιβεβαιώθηκε το πρώτο κρούσμα κορονοϊού στην Ελλάδα και ακολούθησε μια αρκετά δύσκολη περίοδος -τόσο για τις επιχειρήσεις, όσο και για τους πολίτες. Η κατακόρυφη αύξηση των κρουσμάτων παγκοσμίως και η εξάπλωση της πανδημίας, οδήγησε τους πολιτικούς αρχηγούς στην απόφαση να "κλείσουν" τα σύνορα των χωρών και να υιοθετήσουν μέτρα όπως την υποχρεωτική καραντίνα των πολιτών. Όπως ήταν αναμενόμενο, η μείωση του τουρισμού και των εσόδων αυτού, οδήγησε τη χώρα μας σε μια δύσκολη οικονομικά περίοδο.

Παρατηρώντας τα αποτελέσματα των εκτιμήσεων των παλινδρομήσεων με Fixed Effects στον πίνακα 6, διαπιστώνουμε ότι τα φορολογικά πλεονεκτήματα (NDTS), είναι στατιστικά σημαντικά και θετικά σε δύο χρονικές περιόδους, δηλαδή στην συνολική περίοδο και την περίοδο μετά την κρίση. Αυτό δείχνει πως τα φορολογικά πλεονεκτήματα ευνοούν το δείκτη δανειακής επιβάρυνσης, γεγονός που έρχεται σε αντίθεση με τη θεωρία, στην οποία αναφέρεται ότι οι οικονομικές οντότητες δεν έχουν ανάγκη τα πλεονεκτήματα του δανεισμού και δεν στρέφονται σε αυτόν (Kim & Soresen, 1986; Titman & Wessels, 1988; Wald, 1999).

Η κερδοφορία (PROFIT), είναι στατιστικά σημαντική και αρνητική, για την συνολική περίοδο 2010 έως 2021, για την περίοδο του κορονοϊού 2020 έως 2021 και για την περίοδο μετά την κρίση. Αυτό σημαίνει ότι στις περιόδους αυτές, η κερδοφορία είχε στατιστικά αρνητική επίδραση στη μόχλευση, γεγονός που πιθανόν να συμβαίνει καθώς οι επιχειρήσεις προτιμούν την χρηματοδότησή τους μέσω των αποθεμάτων τους. Αντιθέτως, την περίοδο της κρίσης, η κερδοφορία είναι στατιστικά ασήμαντη στη διαμόρφωση του χρέους των επιχειρήσεων. Το αποτέλεσμα της παλινδρόμησης φαίνεται να έρχεται σε αντίθεση με τη θεωρία αντιστάθμισης -στην οποία αναφέρεται πως όσο αυξάνονται τα κέρδη των επιχειρήσεων, τόσο αυξάνεται η τάση τους για δανεισμό, ώστε να απολαύσουν τα πλεονεκτήματα που τους προσφέρει (Abor, 2005; Bevan & Danbolt, 2002).

Το μέγεθος (SIZE) των επιχειρήσεων, είναι στατιστικά σημαντικό και αρνητικό κατά την περίοδο της έντονης οικονομικής κρίσης, 2010 έως 2012. Αφού η τιμή του εκτιμητή έχει αρνητικό πρόσημο, φαίνεται πως το μέγεθος επηρεάζει αρνητικά τον δείκτη δανειακής επιβάρυνσης. Το αποτέλεσμα αυτό έρχεται σε αντίθεση με τη θεωρία αντιστάθμισης, η οποία υποθέτει πως όσο αυξάνεται το μέγεθος -και κατά συνέπεια οι επενδύσεις μιας επιχείρησης, τόσο μειώνεται πιθανότητα πτώχευσης (Eriotis et al., 2007; Fama & French, 2002).

Τα υλικά περιουσιακά στοιχεία (TANG), είναι στατιστικά σημαντικά κατά την περίοδο του κορονοϊού (2020 έως 2021), όπου ο δείκτης δανειακής επιβάρυνσης επηρεάζεται θετικά κατά 0,137. Το γεγονός αυτό επιβεβαιώνει την θεωρία αντιστάθμισης και τη θεωρία ιεράρχησης χρηματοδότησης, οι οποίες υποδηλώνουν την θετική συσχέτιση του δανεισμού με τα υλικά περιουσιακά στοιχεία, τα οποία χρησιμεύουν ως εγγύηση από τις επιχειρήσεις για το δανεισμό (Gaud et al., 2005; Rajan & Zingales, 1995; Titman & Wessels, 1988).

Ο ρυθμός ανάπτυξης (GROWTH) των επιχειρήσεων, είναι στατιστικά σημαντικός για την περίοδο της κρίσης, 2010 έως 2012, με θετική επίδραση στο χρέος των επιχειρήσεων. Αντιθέτως, κατά την περίοδο μετά την κρίση, 2013 έως 2019, ναι μεν είναι στατιστικά σημαντικός παράγοντας, όμως ασκεί αρνητική επίδραση στο χρέος. Σύμφωνα με την θεωρία αντιπροσώπευσης, οι επιχειρήσεις που βρίσκονται στο στάδιο της ανάπτυξης είναι πιο αισιόδοξες και προτιμούν τον δανεισμό ώστε να επωφεληθούν από τα οφέλη του. Άρα, αφού για την περίοδο της

κρίσης, οι εκτιμητές έχουν θετικό πρόσημο, επιβεβαιώνεται η θεωρία αντιπροσώπευσης. Εν αντιθέσει, για την περίοδο μετά την κρίση, οι εκτιμητές έχουν αρνητικό πρόσημο, επιβεβαιώνοντας έως την θεωρία ιεράρχησης χρηματοδότησης, η οποία εξηγεί τη στάση των επιχειρήσεων να εξαντλούν τα ίδια κεφάλαιά τους, πριν στραφούν σε εξωτερικό δανεισμό.

Η ηλικία (AGE), είναι στατιστικά σημαντική και θετική, τόσο για την συνολική περίοδο, όσο και για την περίοδο μετά την έντονη οικονομική κρίση. Σύμφωνα με την θεωρία ιεράρχησης χρηματοδότησης, οι μεγαλύτερες σε ηλικία επιχειρήσεις προτιμούν την χρηματοδότηση μέσω του εξωτερικού δανεισμού, καθώς μειώνεται το κόστος (Diamond, 1989; Kimki, 1997). Άρα, σύμφωνα με την εκτίμηση, η ηλικία επηρεάζει θετικά το δείκτη δανειακής επιβάρυνσης, γεγονός που συμβαδίζει με τη θεωρία.

Πίνακας 6: Εκτιμήσεις σταθερών και τυχαίων επιδράσεων (Fixed effects and Random effects). Εξαρτημένη μεταβλητή LEV(Συνολικό χρέος/Ενεργητικό)

VARIABLES	(1) LEV_FE 2010-2021	(2) LEV_RE 2010-2021	(3) LEV_FE CRISIS10-12	(4) LEV_RE CRISIS10-12	(5) LEV_FE COVID20-21	(6) LEV_RE COVID20-21	(7) LEV_FE 2013-2019	(8) LEV_RE 2013-2019
NDTS	1.271**	1.240**	-0.188	0.009	-0.075	1.245	1.197**	1.160**
	(2.431)	(2.489)	(-0.480)	(0.029)	(-0.064)	(1.557)	(2.236)	(2.311)
PROFIT	-0.281**	-0.327***	-0.018	-0.091	-0.413**	-0.554***	-0.359*	-0.421*
	(-2.449)	(-2.688)	(-0.191)	(-0.896)	(-2.093)	(-3.702)	(-1.800)	(-1.946)
SIZE	-0.021	-0.009	-0.040*	-0.003	-0.005	0.005	0.004	0.009
	(-1.001)	(-0.644)	(-1.789)	(-0.284)	(-0.195)	(0.409)	(0.555)	(1.286)
TANG	-0.012	-0.005	0.121	0.080	0.176	0.137*	-0.038	-0.033
	(-0.149)	(-0.065)	(0.876)	(0.919)	(1.357)	(1.737)	(-0.275)	(-0.285)
GROWTH	-0.020	-0.024**	0.043**	0.025*	0.012	-0.003	-0.048**	-0.048**
	(-1.645)	(-2.041)	(2.362)	(1.677)	(0.482)	(-0.178)	(-2.248)	(-2.292)
EVOL	0.001	0.001	0.000	0.000	-0.001	0.000	0.001	0.001
	(0.978)	(1.095)	(0.307)	(0.092)	(-0.585)	(0.313)	(1.232)	(1.232)
AGE	0.100***	0.109***	0.098	0.107***	-0.406	0.082*	0.173**	0.143***
	(2.625)	(3.216)	(1.153)	(3.513)	(-1.568)	(1.770)	(2.624)	(3.133)
Constant	0.309	0.065	0.654	-0.030	1.870*	-0.124	-0.383	-0.361**
	(0.904)	(0.301)	(1.095)	(-0.186)	(1.861)	(-0.601)	(-1.492)	(-2.377)
Observations	1,304	1,304	404	404	186	186	714	714
R-squared	0.088		0.084		0.233		0.085	
Number of id	103	103	101	101	102	102	103	103

Robust t-statistics in parentheses
*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

Η εξίσωση (2), εκτιμήθηκε 8 φορές για 4 διαφορετικές περιόδους. Πιο συγκεκριμένα, έγιναν στατιστικοί έλεγχοι επιλογής υποδείγματος με σταθερές και τυχαίες επιδράσεις (Fixed Effects and Random Effects), χρησιμοποιώντας τον έλεγχο Hausman, για το συνολικό δείγμα (2010-2021), για την περίοδο της οικονομικής κρίσης (2010-2012), για την περίοδο μετά την οικονομική κρίση (2013-2019) και για την περίοδο του κορονοϊού (2020-2021). Ο έλεγχος έδειξε ότι τόσο για τη συνολική περίοδο, όσο και για τις τρεις υποπεριόδους, το καταλληλότερο υπόδειγμα για την περίπτωσή μας είναι το υπόδειγμα σταθερών επιδράσεων (Fixed Effects), το οποίο και θα προσπαθήσουμε να επαληθεύσουμε.

Παρατηρώντας τα αποτελέσματα των εκτιμήσεων των παλινδρομήσεων με Fixed Effects στον πίνακα 7, διαπιστώνουμε ότι τα φορολογικά πλεονεκτήματα (NDTS), είναι στατιστικά σημαντικά και θετικά για την συνολική περίοδο, 2010 έως 2021. Αυτό δείχνει πως τα φορολογικά πλεονεκτήματα ευνοούν το δείκτη δανειακής επιβάρυνσης, γεγονός που έρχεται σε αντίθεση με τη θεωρία, στην οποία αναφέρεται ότι οι οικονομικές οντότητες δεν έχουν ανάγκη τα πλεονεκτήματα του δανεισμού και δεν στρέφονται σε αυτόν (Chanplinky & Niehaus, 1993; Titman & Wessels, 1988; Wald, 1999).

Η κερδοφορία (PROFIT), είναι στατιστικά σημαντική και αρνητική, για την συνολική περίοδο, για την περίοδο της κρίσης και για την περίοδο μετά την κρίση. Το αποτέλεσμα της παλινδρόμησης φαίνεται να έρχεται σε αντίθεση με τη θεωρία αντιστάθμισης -στην οποία αναφέρεται πως όσο αυξάνονται τα κέρδη των επιχειρήσεων, τόσο αυξάνεται η τάση τους για δανεισμό, ώστε να απολαύσουν τα πλεονεκτήματα που τους προσφέρει (Abor, 2005; Bevan & Danbolt, 2002; Keshar, 2004). Καθώς οι τιμές των εκτιμητών σε αυτές τις περιόδους έχουν αρνητικό πρόσημο, προκύπτει πως η κερδοφορία επηρεάζει αρνητικά το δανεισμό.

Ο ρυθμός ανάπτυξης (GROWTH), είναι στατιστικά σημαντικός και θετικός για την συνολική περίοδο, 2010 έως 2021 και για την περίοδο της κρίσης. Σύμφωνα με την θεωρία αντιπροσώπευσης, οι επιχειρήσεις που βρίσκονται στο στάδιο της ανάπτυξης είναι πιο αισιόδοξες και προτιμούν τον δανεισμό ώστε να επωφεληθούν από τα οφέλη του. Άρα, αφού οι εκτιμητές έχουν θετικό πρόσημο, επιβεβαιώνεται η θεωρία αντιπροσώπευσης.

Το επίπεδο κινδύνου (EVOL), είναι στατιστικά σημαντικό και αρνητικό για την περίοδο του κορονοϊού (2020 έως 2021). Σύμφωνα με τη θεωρία αντιστάθμισης, οι οικονομικές οντότητες που δραστηριοποιούνται σε μη οργανωμένες αγορές, αντιμετωπίζουν αυξημένο ανταγωνισμό. Κατά συνέπεια, αυξάνεται ο επιχειρηματικός κίνδυνος και η πιθανότητα χρεοκοπίας, που τις οδηγούν σε μείωση του επιπέδου των χρεών τους (Ang, 1991). Αφού το πρόσημο του επιπέδου του κινδύνου είναι αρνητικό για την εξεταζόμενη περίοδο, επιβεβαιώνεται η θεωρία.

Η ηλικία (AGE), είναι στατιστικά σημαντική και θετική για την συνολική περίοδο 2010 έως 2021 και για την περίοδο μετά την κρίση. Σύμφωνα με την θεωρία ιεράρχησης χρηματοδότησης, οι μεγαλύτερες σε ηλικία επιχειρήσεις προτιμούν την χρηματοδότηση μέσω του εξωτερικού δανεισμού, καθώς μειώνεται το κόστος (Diamond, 1989; Kimki, 1997). Άρα, σύμφωνα με την εκτίμηση, η ηλικία επηρεάζει θετικά το δείκτη δανειακής επιβάρυνσης, γεγονός που συμβαδίζει με τη θεωρία.

Πίνακας 7: Εκτιμήσεις σταθερών και τυχαίων επιδράσεων (Fixed effects and Random effects). Εξαρτημένη μεταβλητή LEV1(Συνολικές υποχρεώσεις/Ενεργητικό)

VARIABLES	(1) LEV1_FE 2010-2021	(2) LEV1_RE 2010-2021	(3) LEV1_FE CRISIS10-12	(4) LEV1_RE CRISIS10-12	(5) LEV1_FE COVID20-21	(6) LEV1_RE COVID20-21	(7) LEV1_FE 2013-2019	(8) LEV1_RE 2013-2019
NDTS	1.574**	1.556**	-0.391	-0.117	0.070	1.509*	1.050	1.093
	(2.207)	(2.292)	(-0.759)	(-0.303)	(0.077)	(1.750)	(1.470)	(1.606)
PROFIT	-0.312**	-0.383**	-0.237*	-0.285**	-0.201	-0.357**	-0.593**	-0.701**
	(-2.250)	(-2.561)	(-1.878)	(-2.313)	(-1.053)	(-2.274)	(-2.272)	(-2.476)
SIZE	-0.014	0.001	0.030	0.034***	-0.019	0.007	0.002	0.015
	(-0.510)	(0.063)	(1.356)	(3.826)	(-0.784)	(0.515)	(0.171)	(1.312)
TANG	-0.109	-0.113	0.085	0.003	-0.017	-0.013	-0.276	-0.242
	(-0.912)	(-1.125)	(0.752)	(0.047)	(-0.136)	(-0.144)	(-1.251)	(-1.381)
GROWTH	0.034*	0.032	0.055**	0.054***	0.030	0.011	0.028	0.024
	(1.681)	(1.640)	(2.438)	(2.616)	(1.186)	(0.618)	(0.953)	(0.788)
EVOL	-0.000	-0.000	-0.000	-0.000	-0.002*	-0.001	-0.000	-0.000
	(-0.534)	(-0.397)	(-0.058)	(-0.161)	(-1.766)	(-1.005)	(-0.276)	(-0.290)
AGE	0.152***	0.145***	0.060	0.032	-0.323	0.090	0.254***	0.180***
	(3.333)	(3.505)	(0.511)	(0.991)	(-1.325)	(1.563)	(3.163)	(3.032)
Constant	0.272	0.028	-0.238	-0.193	2.114**	0.100	-0.288	-0.273
	(0.609)	(0.104)	(-0.380)	(-1.272)	(2.259)	(0.395)	(-0.991)	(-1.351)
Observations	1,304	1,304	404	404	186	186	714	714
R-squared	0.076		0.085		0.126		0.094	
Number of id	103	103	101	101	102	102	103	103

Robust t-statistics in parentheses
*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5: ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Οι Modigliani και Miller (1958), διατύπωσαν το θεώρημά τους για την διάρθρωση του κεφαλαίου των οικονομικών οντοτήτων, στο οποίο έχουν βασιστεί πολλές εμπειρικές μελέτες έως σήμερα. Λαμβάνοντας υπόψη τις βασικές μελέτες και θεωρίες, έγινε προσπάθεια προσέγγισης του ζητήματος της κεφαλαιακής διάρθρωσης, μέσω στατικών οικονομετρικών υποδειγμάτων. Βασιζόμενοι σε ένα δείγμα 103 ελληνικών επιχειρήσεων, εισηγμένων στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών, για την συνολική περίοδο 2010-2021, αλλά και για τις τρεις υποπεριόδους, δηλαδή την περίοδο της οικονομικής κρίσης (2010-2012), την περίοδο μετά την οικονομική κρίση (2013-2019) και την περίοδο του κορονοϊού (2020-2021), προσπαθήσαμε να προσδιορίσουμε τους παράγοντες επηρεασμού του δείκτη δανειακής επιβάρυνσης.

Με τη χρήση των δεδομένων panel, καταλήγουμε σε αρνητική σχέση μεταξύ της κερδοφορίας, των υλικών περιουσιακών στοιχείων και του δείκτη δανειακής επιβάρυνσης, μεταφρασμένου ως την αναλογία μεταξύ του συνολικού χρέους ως προς το συνολικό ενεργητικό, ενώ σε θετική μεταξύ των φορολογικών πλεονεκτημάτων, του μεγέθους, της ανάπτυξης και της ηλικίας. Εν αντιθέσει, οδηγούμαστε σε θετική σχέση μεταξύ των φορολογικών πλεονεκτημάτων, του μεγέθους, της ανάπτυξης, της ηλικίας και του δείκτη δανειακής επιβάρυνσης, μεταφρασμένου ως την αναλογία μεταξύ των συνολικών υποχρεώσεων ως προς το συνολικό ενεργητικό, ενώ σε αρνητική μεταξύ της κερδοφορίας και του επιπέδου κινδύνου.

Πιο συγκεκριμένα, χρησιμοποιούμε τον έλεγχο Hausman για να προσδιορίσουμε το καταλληλότερο υπόδειγμα για την περίπτωσή μας, δηλαδή το υπόδειγμα σταθερών επιδράσεων (Fixed Effects). Παρατηρώντας τα αποτελέσματα των εκτιμήσεων των παλινδρομήσεων με Fixed Effects, διαπιστώνουμε πως αν θέσουμε ως εξαρτημένη μεταβλητή το δείκτη του συνολικού χρέους ως προς το σύνολο του ενεργητικού, τα φορολογικά πλεονεκτήματα έρχονται σε αντίθεση με τη θεωρία αντιστάθμισης, κατά την συνολική περίοδο και την περίοδο μετά την κρίση. Η κερδοφορία, έρχεται επίσης σε αντίθεση με τη θεωρία κατά τη συνολική περίοδο 2010 έως 2021, την περίοδο του κορονοϊού 2020 έως 2021 και την περίοδο μετά την κρίση. Τέλος, το μέγεθος των επιχειρήσεων έρχεται σε αντίθεση με τη θεωρία αντιστάθμισης κατά την περίοδο της έντονης οικονομικής κρίσης, 2010 έως 2012. Εν αντιθέσει, ο ρυθμός ανάπτυξης των επιχειρήσεων επιβεβαιώνει τη θεωρία κατά την

περίοδο της κρίσης, 2010 έως 2012. Επιπροσθέτως, παρατηρούμε πως τα υλικά περιουσιακά στοιχεία επιβεβαιώνουν την θεωρία αντιστάθμισης αλλά και τη θεωρία ιεράρχησης χρηματοδότησης, κατά περίοδο του κορονοϊού (2020 έως 2021), ενώ η ηλικία των επιχειρήσεων επιβεβαιώνει τις δύο αυτές θεωρίες τόσο για την συνολική περίοδο, όσο και για την περίοδο μετά την έντονη οικονομική κρίση.

Αν όμως θέσουμε ως εξαρτημένη μεταβλητή το δείκτη των συνολικών υποχρεώσεων προς το συνολικό ενεργητικό, παρατηρούμε πως τα φορολογικά πλεονεκτήματα έρχονται σε αντίθεση με τη θεωρία αντιστάθμισης μόνο για τη συνολική περίοδο που εξετάζουμε. Η κερδοφορία έρχεται επίσης σε αντίθεση με τη θεωρία, τόσο για την συνολική περίοδο, όσο για την περίοδο της κρίσης αλλά και για την περίοδο μετά την κρίση. Εν αντιθέσει, το επίπεδο κινδύνου, επιβεβαιώνει τη θεωρία αντιστάθμισης μόνο για την περίοδο του κορονοϊού. Επιπλέον, η ηλικία των επιχειρήσεων επιβεβαιώνει τη θεωρία τόσο για την συνολική περίοδο 2010 έως 2021, όσο και για την περίοδο μετά την κρίση. Τέλος, ο ρυθμός ανάπτυξης των επιχειρήσεων επιβεβαιώνει τη θεωρία αντιστάθμισης για την συνολική περίοδο και για την περίοδο της κρίσης.

Σε γενικές γραμμές, τα αποτελέσματα υποδηλώνουν ότι η θεωρία ιεράρχησης χρηματοδότησης και η θεωρία αντιστάθμισης δεν αλληλοαποκλείονται κατά την επεξήγηση των προσδιοριστικών παραγόντων της κεφαλαιακής διάρθρωσης. Όμως, βάσει της εμπειρικής διερεύνησης, η θεωρία αντιστάθμισης θεωρείται περισσότερο εφαρμόσιμη στις μακροχρόνιες αναλύσεις του δείκτη δανειακής επιβάρυνσης της κεφαλαιακής διάρθρωσης, ενώ η θεωρία ιεράρχησης χρηματοδότησης σε βραχυχρόνιες αναλύσεις.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6: ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

- Βασιλείου, Δ., 2008. Τραπεζική Διοίκηση. Εκδόσεις Ελληνικού Πανεπιστημίου, Αθήνα.
- Abor, J., 2005. The effect of capital structure on profitability: An empirical analysis of listed firms in Ghana. The journal of risk finance, 6, pp.438-45.
- Acaravci, S. K., 2015. The determinants of capital structure: Evidence from the Turkish manufacturing sector. International journal of economics and financial issues, vol 5, 158-171.
- Ahmad, F., and H., Juniad and U.N., Rao and A., Mohsin, and U., Wasim, 2011. Extension of determinants of capital structure: Evidence from Pakistani non-financial firms. African Journal of Business Management, 5, pp. 11375-385.
- Ahmed, A., H., Joher, and H., Nazrul, 2009. Revisiting Capital Structure Theory: A test of pecking order and static order trade of models from Malaysian capital market. International Research Journal of Finance and Economics, 30, pp.58-65.
- Allen, D., 1993. The pecking order hypothesis: Australian evidence. Applied financial economics, 3, pp.101-12.
- Ang, J., 1976. The intertemporal behavior of corporate debt policy. Journal of financial and Quantitative analysis, 11, pp.555-66.
- Arsov, S., & Naumoski, A., 2016. Determinants of capital structure: An empirical study of companies from selected post-transition economies. Zbornik radova Ekonomskog fakulteta u Rijeci: časopis za ekonomsku teoriju i praksu, Vol 34, 119-146.
- Arvanitis S., I., Tzigkounaki, T., Stamatopoulos and E., Thalassinos, 2012. Dymanic approach of capital structure of European shipping companies, 9th International Conference on Enterprise Systems, Accounting and Logistics, T.E.I. of Thessaloniki and Σ.Δ.Η. of Crete, Greece, 3 – June 2012.
- Baskin, J., 1989. An Empirical Investigation of the Pecking Order Hypothesis. Financial Management, 18, pp.26-35.
- Baker M. and J. Wungler, 2002 *Market timing and capital structure.* The journal of finance, 57, pp. 1-32.

- Bauer, P., 2004. Determinants of capital structure: Empirical Evidence from the Czech Republic. Czech Journal of Economics and Finance, 54, pp.2-21.
- Beattie, V., A., Goodarce and S.J., Thomson, 2004. Diversity and determinants of corporate financing decisions: Survey Evidence. Working paper of the University of Stirling.
- Bevan, A.A., and J., Danbolt, 2002. Capital Structure and its Determinants in the U.K.-A Decompositional Analysis. Applied Financial Economics, 12, pp.55-66.
- Bhaduri, S.N., 2002. Determinants of capital structure choice: a study of the Indian corporate sector. Applied Financial Economics, 12, pp.655-65.
- Booth, L., V., Aivazian, and A., Demirguc-Kunt, and V., Maksimovic, 2001. Capital structures in developing countries. Journal of Finance, 36, pp.87-130.
- Bradley, M., G.A., Jarrell and E.H., Kim, 1984. On the existence of an optimal capital structure: theory and evidence. The Journal of Finance, 39, pp.857-78.
- Brounen, D., Abe de Jong, and K., Koedijk, 2006. Capital structure policies in Europe: Survey evidence. Journal of Banking & Finance, 30, pp.1409-42.
- Chang, C., A.C., Lee, and C.F., Lee, 2009. Determinants of capital structure choice: A structural equation modeling approach. The quarterly review of economics and finance, 49, pp.197-213.
- Chaplinsky, S., and G., Niehaus, 1993. Do inside ownership and leverage share common determinants?. Quarterly Journal of Business Economics, 32, pp.51-65.
- Chakraborty, I., 2010. Capital structure in an emerging stock market: The case of India. Research in international business and finance, 24, pp.295-314.
- Chen, S.Y., and L.J., Chen, 2011. Capital structure determinants: An empirical study in Taiwan. African Journal of Business Management, 5, pp.10974-983.
- Chen, J.J., 2004. Determinants of capital structure of Chinese-listed choice. The Journal of Business Research, 57, pp.1341-51.
- Chung, K.H., 1993. Asset characteristic and corporate debt policy: An empirical test. Journal of Business Finance & Accounting, 20, pp.83-98.
- Colin, A.C., and P.K., Trivedi, 2005. Microeconometrics methods and applications. Cambridge University Press, Cambridge.
- Das, C. P., & Swain, R. K., 2018. Influence of capital structure on financial performance. Parikalpana: KIIT Journal of Management, Vol.14, 161-171.

- DeAngelo, H. and R.W., Masulis, 1980. Optimal capital structure under corporate and personal taxation. Journal of Financial Economics, 8,pp.3-29.
- DeAngelo, H., L., DeAngelo, and T.M., Whited, 2010. Capital Structure dynamics and transitory debt. Journal of Financial Economics, 99, pp.235-61.
- Deari, F., and M., Deari, 2009. The determinants of Capital structure: Evidence from Macedonian lister and unlisted companies. Stiinte Economice, 36, pp.91-102.
- Deesomsak, R., K., Paudyal, and G., Pescetto, 2004. The Determinants of Capital Structure: Evidence from the Asia Pacific Region. Journal of Multinational Financial Management, 14, pp.387-405.
- Degryse, H., P., Goeij, and P., Kappert, 2010. The impact of firm and industry characteristics on small firms capital structure. Small Business Economics, 38, pp. 431-447.
- Delcoure, N., 2007. The determinants of capital structure in transitional economies. International review of economics and finance, 16, pp.400-15.
- Donaldson, G., 1961. Corporate Debt Capacity: A study of Corporate Debt Policy and the Determination of Corporate Debt Capacity. Harvard Graduate School of Business Administration, Boston.
- Diamond, D.W., 1989. Reputation acquisition in the debt market. Journal Political Economy, 97, pp.828-62.
- Drobetz, W., and G., Wanzenried, 2006. What determines the speed of adjustment to the target capital structure?. Applied financial Economics, 16, pp.941-958.
- Eriotis, N., D., Vassiliou, and Z., Ventoura-Neokosmidi, 2007. How firm characteristics affect capital structure: An empirical study. Managerial Finance, 33, pp.321-31.
- Faccio, M., and R.W., Masulis, 2005. The choice of payment Method in European Mergers and Acquisitions. Journal of Finance, 60, pp.1345-88.
- Fama, E.F., 1980. Agency Problems and the theory of the Firm. Journal of Political Economy, 50, pp.288-307.
- Fama, E.F., and K.R., French, 2002. Testing trade-off and pecking order predictions about dividends and debt. The review of financial studies, 15, pp.1-33.

- Fan, D.K., and R.W., So, 2004. What managers think about capital structure: The evidence from Hong Kong. Journal of Asian Economics, 15, pp. 817-30.
- Ferrie, M.G., and W.H., Jones, 1979. Determinants of financial structure: A new methodological approach. Journal of finance, 34, pp.631-44.
- Flannery, M.J., and K.P., Rangan, 2006. Partial adjustment toward target capital structures. Journal of Financial Economics, 79, pp.469-506.
- Francisco, S.M., and L.G., Jose, 2003. Pecking order versus trade-off: An empirical approach to the small and medium enterprise capital structure. Instituto Valenciano de Investigaciones Economics Working Paper Series, 2003-9, pp.1-20.
- Frank, M.Z., and V.K., Goyal, 2009. Capital structure Decisions: Which Factors are Reliably Important?. Financial Management, 38, pp.1-37.
- Friend, I., and Lang, L.HP., 1988. An Empirical Test of the Impact of Managerial Self-interest on Corporate Capital Structure. Journal of Finance, 43, pp.271-281.
- Gujarati, D., and Porter, D., 2010. Essentials of econometrics. 4th ed. New York: McGraw - Hill International.
- Gaud, R., E., Jani, M., Hoesli, and A., Bender, 2005. The Capital Structure of Swiss Companies: An Empirical Analysis Using Dynamic Panel Data. European Financial management, 11, pp.51-69.
- Gilson, S.C., 1997. Transactions Costs and Capital Structure Choice: Evidence from Financially distressed Firms. Journal of finance, 52, pp. 161-96.
- Graham, J.R., and C.R., Harvey, 2001. The theory and practice of corporate finance: Evidence from the field. Journal of Financial Economics, 60, pp. 187-243.
- Groppelli, A.A., and E., Nikbakht, 1996. Χρηματοοικονομική. Κλειδάριθμος, Αθήνα.
- Gupta, M.C., 1969. The effect of size, growth and industry on the financial structure of manufacturing companies. Journal of finance, 24, pp.517-29.
- Hall, G.C., P.J., Hutchinson, and N., Michaelas, 2004. Determinants of the capital structures of European SMEs. Journal of Business Finance and Accounting, 31, pp.711-728.

- Hamilton, R.T., and M.A., Fox, 1998. The financing preferences of small firm owners. International Journal of Entrepreneurial Behavior & Research, 4, pp.239-248.
- Handoo, A., & Sharma, K., 2014. A study on determinants of capital structure in India. Iimb Management Review, vol 26, 170-182.
- Harc, M., 2019. Capital Structure of Small and Medium Sized enterprises in the republic of Croatia. Poslovna Izvrsnost - Business Excellence, 87-101.
- Harris, M., and A., Ravin, 1991. The theory of capital structure. The journal of finance, 46, pp.297-355.
- Hennesy, C.A., and T.M., Whited, 2005. Debt dynamics. Journal of Finance, 60, pp.1129-65.
- Heshmati, A., 2001. The Dynamics of Capital Structure: Evidence from Swedish Micro and Small Firms. SSE/EFI Working Paper Series in Economics and Finance, 440, pp. 1-35.
- Holmes, S., and P., Ken, 1991. An Empirical Analysis of the Financial Structure of Small and Large Australian Manufacturing Enterprises. Journal of Small Business Finance, 1, pp.141-154.
- Hovakimian, A., 2006. Are Observed Capital Structures Determined by Equity Market Timing?. Journal of Financial and Quantitative Analysis, 41, pp. 221-43.
- Hsiao, C., 1985. Benefits and limitations of panel data. Econometrics Reviews, 4, pp.121-174.
- Hsiao, C., 1986. Analysis of Panel Data, Econometric Society Monographs, 11. Cambridge University Press, New York.
- Huang, G., and F.M., Song, 2006. The determinants of capital structure: evidence from China. China Economics Review, 17, pp.14-36.
- Huang, R., and J.R., Ritter, 2009. Testing Theories of Capital Structure and Estimating the Speed of Adjustment. Journal of Financial and Quantitative Analysis, 44, pp.237-71.
- Hull, R.M., 1999. Leverage ratios, Industry Norms and Stock price Reaction: An Empirical Investigation of Stock-for Debt Transactions. Financial Management, 28, pp.32-45.
- Jensen, M.C., 1986. Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers. The American Economic Review, 76, pp.323-29.

- Jensen, M.C., and W.H., Meckling, 1976. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. Journal of financial economics, 3, pp.305-60.
- Johnson, R., E., 1995. Issues and Readings in Managerial Finance. 4th edition, The Dryden Press.
- Karadeniz, E., Kandir, S. Y., Balcilar, M., & Onal, Y. B., 2009. Determinants of capital structure: evidence from Turkisg lodging companies. International Journal of Contemporary Hospitality Management.
- Kayhan, A., and S., Titman, 2007. "Firms" Histories and THeir Capital Structures. Journal of Financial Economics, 83, pp.1-32.
- Keshar, J.B., 2004. Determinants of Capital Structure: A case study of listed companies of Nepal. The Journal of Nepalese Business Studies, 1, pp.1-13.
- Kester,C.W., 1986. Capital and Ownership Structure: A Comparison of United States and Japanese Manufacturing Corporations. Financial Management, 15, pp.5-16.
- Kim, E.H., 1978. A mean-variance theory of optimal capital structure and corporate debt capacity. The journal of finance, 33, pp.45-63.
- Kimki, A., 1997. Intergenerational succession in small family business: Borrowing constraints and optimal timing of succession. Small Business Economics, 9, pp.309-318.
- Kraus, A., and R.H., Litzenberger, 1973. *A state-preference model of optimal finance leverage.* The Journal of Finance, 60, pp. 2575-2619.
- Khalid, S., 2011. Financial Reforms and Dynamics of Capital Structure Choice: A Case of Publicly Listed Firms of Pakistan. Macrothink Institute, 3, pp.1-16.
- Kjelman, A., and H., Staffan, 1995. Determinants of capital structure: Theory vs practice. Scand. Journal of Management, 11, pp.91-102.
- Kim, W.S., and E.H., Sorensen, 1986. Evidence on the impact of the Agency Costs of Debt on Corporate Debt Policy. Journal of financial and Quantitative Analysis, 21, pp.131-44.
- Klasa, S., Ortiz-Molina, H., Serfling, M., & Srinivasan, S., 2018. Protection of trade secrets and capital structure decisions. Journal of financial economics, Vol 128, 266- 286.

- Lemmon, M.L., and J.F., Zender, 2004. Debt Capacity and Tests of Capital Structure Theories. Journal of financial and quantitative analysis, 45, pp.1161-1187.
- Lucas, D., and R.L., McDonald, 1990. Equity Issues and Stock Price Dynamics. Working Paper, n.3169, National Boure of Economic research.
- M'ng, J., Rahman, M., Sannacy, S., & Murray, L., 2017. The determinants of capital structure: Evidence from public listed companies in Malaysia, Singapore and Thailand. Cogent Economics & Finance, vol 5
- MacKie Mason, J.K., 1990. Do taxes affect corporate financing decisions?. Journal of Finance, 45, pp.1417-93.
- Maghyereh, A., 2005. Dynamic capital structure: Evidence from the small developing country of Jordan. Journal of Economics and Management, 13, pp.1-32.
- Mandilas, A., Maditinos, D., Dimitriadis, E., & Nikolaidis, M., 2008. Profitability of Constructing Sector and How Market Structure, Cost Structure and Concentration Affect it: The case of Greece. 7th International Symposium Economy & Business Bulgaria.
- Modigliani, F. and M.H., Miller, 1958. *The cost of capital, corporate finance and the theory of investment.* The American Economic Review, 48, pp. 261-97
- Modigliani, F. and M.H., Miller, 1963. *Corporate income taxes and the cost of capital: A correction.* The American Economic Review, 53, pp.433-43.
- Michaelas, N., F., Chittenden, and P., Poutziouris, 1999. Financial policy and capital structure choice in the U.K. SMEs: Empirical evidence from company panel data. Small Business Economics, 12, pp.113-30.
- Miguel, A., and J., Pindado, 2001. Determinants of capital structure: new evidence from Spanish panel data. Journal of Corporate Finance, 7, pp.77-99.
- Miller, M.H., 1977. Debt and Taxes. Journal of finance, 43, pp.261-75.
- Myers, S.C., 1977. Determinants of corporate borrowing. Journal of Financial Economics, 5, pp.147-75.
- Myers, S.C., 1984. The Capital structure puzzle. Journal of finance, 39, pp.575-92.
- Myers, S.C., and N.S., Majluf, 1984. *Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have.* Journal of financial economics, 13, pp.187-221.

- Myers, S.C., 2001. Capital structure. Journal of Economic Perspectives, 15, pp.81-102.
- Nasimi, R. N., 2016. Determinants of capital structure (an empirical evidence, US). Global Journal of Management and Business Research vol 16, 29-42.
- Nguyen, N. M., & Tran, K. T., 2020. Factors affecting capital structure of listed construction companies on Hanoi Stock Exchange. The Journal of Asian Finance, Economics, and Business, Vol 7, 689-698.
- Nunkoo, P., and A., Boateny, 2010. The empirical determinants of target capital structure and adjustment to long-run target: Evidence from Canadian firms. Applied economic letters, 17, pp.983-90.
- Omran, M.M., and J., Pointon, 2009. Capital structure and firm characteristics: an empirical analysis from Egypt. Review of Accounting and Finance, 8, pp.454-474.
- Ozkan, A., 2001. Determinants of capital structure and adjustment to long run target: evidence from U.K. company panel data. Journal of Business Finance and Accounting, 28, pp.175-99.
- Pahuja, A., & Sahi, A., 2012. Factors affecting capital structure decisions: empirical evidence from selected Indian firms. International journal of marketing, financial services and management research, vol 3, 76-86.
- Petersen, M.A., and R.G., Rajan, 1994. The benefits of lending relationships evidence from small business data. Journal of finance, 49, pp.3-37.
- Psilaki, M., and N., Daskalakis, 2009. Are the determinants of capital structure country or firm specific?. Small Business Econ, 33, pp.319-33.
- Ramalho, J.J.S., and J.V.D., Silva, 2009. A two-part fractional regression model for the financial leverage decisions of micro, small, medium, and large firms. Quantitative Finance, 9, pp.621-36.
- Rajan, R.G., and L., Zingales, 1995. What do we know about capital structure? Some evidence from international data. Journal of Finance, 50, pp.1421-60.
- Ross,S.A., R.W., Westerfield, and J., Jaffe, 2008. Corporate Finance, McGraw-Hill Irwin, New York.
- Serrasqueiro, S.M.Z., and M.C.R., Rogao, 2009. Capital structure of listed Portuguese companies-Determinants of debt adjustment. Review of Accounting and Finance, 8, pp.54-75.

- Serrasqueiro, Z., 2011. Are capital structure decisions of service SMEs different? Empirical evidence from Portugal. Management research review, 34, pp.34-57.
- Serrasqueiro, Z., and Nunes, M., 2009. Determinants of Capital Structure: Comparison of Empirical Evidence from the Use of Different Estimators. International Journal of Applied Economics, 5, pp.14-29.
- Scott, J.H., 1977. Bankruptcy, secured debt and optimal capital structure. Journal of Finance, 32, pp.1-19.
- Shah, M. H., & Khan, A., 2017. Factors determining capital structure of Pakistani nonfinancial firms. International Journal of Business Studies Review, Vol 2, 46-59.
- Strebulaev, I.A., 2007. "Do Tests of Capital Structure Theory Mean What They Say?". Journal of Finance, 62, pp.1747-87.
- Stulz, R., 1990. Managerial discretion and optimal policies. Journal of financial economics, 26, pp.3-27.
- Titman, S., 1984. The Effect of Capital Structure on a Firm's Liquidation Decision. Journal of Financial Economics, 13, 99.137-51.
- Titman, S., and S., Tsyplakov, 2007. A dynamic model of optimal capital structure. Review of finance, 11, pp.401-51.
- Titman, S., and R., Wessels, 1988. The determinants of capital structure choice. The Journal of finance, 43, pp.1-19.
- Wald, J.B., 1999. How firm characteristics affect capital structure: An international comparison. Journal of financial research, 22, pp.161-87.
- Warner, J.B., 1977. Bankruptcy costs: Some evidence. Journal of finance, 32, pp.337-48.
- Williamson, O.E., 1988. Corporate finance and corporate governance. Journal of finance, 43, oo.567-91.
- Wu, X., & Yeung, C. K. A., 2012. Firm growth type and capital structure persistence. Journal of Banking & Finance, vol 36, 3427-3443.