

**Τ.Ε.Ι. ΚΡΗΤΗΣ**



**Σχολή Διοίκησης και Οικονομίας  
ΤΜΗΜΑ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗΣ  
ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ  
«ΛΟΓΙΣΤΙΚΗ ΚΑΙ ΕΛΕΓΚΤΙΚΗ»**

**Προσδιοριστικοί Παράγοντες Δανειακής Επιβάρυνσης των  
Επιχειρήσεων.**

Διπλωματική Εργασία

που υποβλήθηκε στο Τμήμα Λογιστικής του Τ.Ε.Ι. ΚΡΗΤΗΣ  
ως μέρος των απαιτήσεων για την απόκτηση  
Μεταπτυχιακού Διπλώματος Ειδίκευσης στη Λογιστική και Ελεγκτική

από τον

**Κωνσταντίνο Φρονιμάκη**

Ηράκλειο  
Ιούνιος 2013

*«Ο μεταπτυχιακός φοιτητής 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 και ερευνητικός), της φύσης του υλικού που χρησιμοποιεί (τμήμα του κειμένου, πίνακες, σχήματα, εικόνες κ.λ.π), του ποσοστού και της σημαντικότητας του τμήματος που χρησιμοποιεί σε σχέση με όλο το κείμενο υπό copyright, και των πιθανών συνεπειών αυτής στην αγορά ή την γενικότερη αξία του υπό copyright κειμένου».*

*«Η παρούσα διπλωματική εργασία εγκρίθηκε ομόφωνα από την τριμελή εξεταστική επιτροπή η οποία ορίστηκε από την ΓΣΕΣ του Τμήματος Λογιστικής του Τ.Ε.Ι. Κρήτης, σύμφωνα με το νόμο και τον εγκεκριμένο Οδηγό Σπουδών του ΠΜΣ «Λογιστική και Ελεγκτική». Τα μέλη της Επιτροπής ήταν:*

- Καθ. Τερζάκης Δ. (Επιβλέπων)*
- Επικ. καθ. Αρβανίτης Σ. (Μέλος)*
- Επικ. καθ. Ιατρίδης Γ. (Μέλος)*

*Η έγκριση της διπλωματικής εργασίας από το Τμήμα Λογιστικής του Τ.Ε.Ι. Κρήτης δεν υποδουλώνει αποδοχή των απόψεων του συγγραφέα.*

## **ΑΝΤΙ ΠΡΟΛΟΓΟΥ**

Η παρούσα Διπλωματική Εργασία εκπονήθηκε κατά το ακαδημαϊκό έτος 2011-2012, ως επισφράγισμα των διετών σπουδών μου, στο μεταπτυχιακό πρόγραμμα σπουδών «Λογιστικής και Ελεγκτικής», της σχολής Διοίκησης και Οικονομίας και Τμήματος Λογιστικής, του Τεχνολογικού Εκπαιδευτικού Ιδρύματος Κρήτης, με σκοπό την απόκτηση του μεταπτυχιακού διπλώματος της σχολής. Η εκπόνηση της Δ.Ε. μου έδωσε την δυνατότητα να εφαρμόσω έμπρακτα, γνώσεις που απόκτησα κατά την διάρκεια φοίτησης μου στο Μεταπτυχιακό Πρόγραμμα Σπουδών.

Η Διπλωματική Εργασία έχει ως στόχο να παρουσιάσει την τους παράγοντες που επηρεάζουν την δανειακή επιβάρυνση και κατ'επέκταση την μόχλευση μέσα σε μια εταιρεία.

Σε αυτό το σημείο θα ήθελα να ευχαριστήσω θερμά τα πρόσωπα που συνέβαλλαν στην ολοκλήρωση της διπλωματικής μου εργασίας. Καταρχάς θα ήθελα να ευχαριστήσω τον καθηγητή μου, τον Επικ. Καθηγητή Σ. Αρβανίτη, για την εμπιστοσύνη που μου έδειξε τόσο κατά την ανάθεση της εργασίας, όσο και κατά την διεκπεραίωση της. Ο οποίος με το προσωπικό του ενδιαφέρον, τις υποδείξεις και τις κατευθύνσεις του με βοήθησε να ξεπεράσω τις δυσκολίες της συγγραφής της εργασίας. Καθώς και για την άσογη συνεργασία που είχαμε όλο αυτό το διάστημα. Επιπλέον, θα ήθελα να τον ευχαριστήσω για τις συμβουλές και τις παρατηρήσεις του πάνω στο πρόγραμμα της βάσης δεδομένων καθώς χωρίς την βοήθεια του θα ήταν ιδιαίτερα χρονοβόρο η συλλογή δεδομένων.

Ένα ιδιαίτερο ευχαριστώ οφείλω στα μέλη της τριμελούς επιτροπής, τον Προϊστάμενο του Τμήματος Λογιστικής & Διευθυντή του Π.Μ.Σ. Αναπλ. Καθηγητή Θ.Β. Σταματόπουλο, στον Επικ. Καθηγητή Σταύρο Αρβανίτη στον Καθηγητή Δημήτρη Τερζάκη και στον Επίκουρο Καθηγητή Γιώργο Ιατρίδη.

Τέλος, ολοκληρώνοντας την παρούσα εργασία μου δίνεται η ευκαιρία να ευχαριστήσω την οικογένειά μου, η οποία στηρίζει τις προσπάθειές μου καθ' όλη τη διάρκεια των μαθητικών αλλά και ακαδημαϊκών μου σπουδών.

" Βουλή και μύθοισι και ηπεροπηϊδι τέχνη"

**Μέγας Αλέξανδρος 356-323 π.Χ.**

"Πετυχημένες επενδύσεις σημαίνει να προβλέπεις τις προβλέψεις των άλλων"  
*Τζων Μαίναρντ Κένος ( 1883-1946 , Βρετανός οικονομολόγος)*

*Αφιερώνεται στην οικογένεια μου.*

## **Πίνακας περιεχομένων**

ΕΙΣΑΓΩΓΗ.....	10
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1 ΔΑΝΕΙΑΚΗ ΕΠΙΒΑΡΥΝΣΗ.....	12
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2 ΘΕΩΡΙΕΣ.....	17
2.1 ΚΕΦΑΛΑΙΑΚΗ ΔΙΑΡΘΡΩΣΗ.....	17
2.2 ΘΕΩΡΙΑ ΑΝΤΙΣΤΑΘΜΙΣΜΑΤΟΣ.....	22
2.3 ΘΕΩΡΙΑ ΙΕΡΑΡΧΗΣΗΣ.....	22
2.4 ΘΕΩΡΙΑ ΠΛΗΡΟΦΟΡΗΣΗΣ.....	24
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3: ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ ΜΟΧΛΕΥΣΗΣ.....	26
3.1 ΑΝΑΠΤΥΞΗ.....	27
3.2 ΜΕΓΕΘΟΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ.....	29
3.3 ΗΛΙΚΙΑ.....	30
3.4 ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ.....	31
3.5 ΚΕΡΔΟΦΟΡΙΑ.....	32
3.6 ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑ.....	35
3.7 ΠΛΗΘΩΡΙΣΜΟΣ.....	37
3.8 ΕΠΕΝΔΥΣΗ.....	37
3.9 ΚΙΝΔΥΝΟΣ.....	40
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4: ΧΟΡΗΓΗΣΗ ΔΑΝΕΙΩΝ.....	41
4.1 ΔΙΑΤΗΡΗΣΙΜΟΤΗΤΑ ΤΟΥ ΧΡΕΟΥΣ.....	43
4.2 Η ΕΚΤΙΜΗΣΗ ΤΗΣ ΜΟΧΛΕΥΣΗΣ ΜΕ ΤΗ ΧΡΗΣΗ ΔΕΔΟΜΕΝΩΝ ΥΨΗΛΗΣ ΣΥΧΝΟΤΗΤΑΣ.....	47
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5: ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΚΗ ΕΠΙΣΚΟΠΗΣΗ.....</b>	<b>49</b>

5.1 ΔΙΕΘΝΗΣ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΚΗ ΕΠΙΣΚΟΠΗΣΗ. ....	49
5.2 ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΚΗ ΕΠΙΣΚΟΠΗΣΗ. ....	59
Πίνακας 1 Μελέτες που σχετίζονται με τους παράγοντες μόχλευσης.....	63
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6: ΔΕΔΟΜΕΝΑ ΚΑΙ ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ ΕΡΕΥΝΑΣ .....	69
6.1 ΣΚΟΠΟΣ ΤΗΣ ΕΡΕΥΝΑΣ.....	69
6.2 ΤΑ ΔΕΔΟΜΕΝΑ ΤΗΣ ΕΡΕΥΝΑΣ .....	70
Πίνακας 2: Οι εταιρίες ανά βιομηχανικό κλάδο .....	70
6.3 ΜΕΤΑΒΛΗΤΕΣ ΕΡΕΥΝΑΣ .....	71
Πίνακας 3: Περιγραφή Μεταβλητών. ....	72
Πίνακας 4: Περιγραφικά στατιστικά στοιχεία. ....	76
Πίνακας 5: Εκτιμήσεις υποδειγμάτων πάνελ δεδομένων, κατά Pearson.....	78
Πίνακας 6: Εκτιμήσεις υποδειγμάτων πάνελ δεδομένων, χρησιμοποιώντας Driscoll – Kraay.....	81
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7: ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ .....	86
ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ .....	88
ΔΙΕΘΝΗΣ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ .....	88



## ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Η εργασία αυτή εξετάζει τους προσδιοριστικούς παράγοντες της μόχλευσης καθώς και τις θεωρίες που διέπουν την κεφαλαιακή διάρθρωση. Στο πρώτο κεφάλαιο γίνεται μια εισαγωγή στη δανειακή επιβάρυνση, στο δεύτερο κεφάλαιο αναλύουμε τις θεωρίες που στηρίζεται αλλά και επηρεάζεται το εν λόγω μέγεθος. Έπειτα στο επόμενο κεφάλαιο αναλύουμε τους παράγοντες μόχλευσης στο πέμπτο κεφάλαιο πραγματοποιούμε μια εκτενείς βιβλιογραφική επισκόπηση, στην συνέχεια αναλύουμε τα στοιχεία. Για την επίδραση των προσδιοριστικών παραγόντων στην μόχλευση χρησιμοποιήσαμε την μεθοδολογία ανάλυσης δεδομένων πάνελ με στοιχεία από 210 εισηγμένες ελληνικές εταιρίες. Ο σχεδιασμός της δομής του κεφαλαίου σε εισηγμένες εταιρίες έχει λάβει ιδιαίτερη προσοχή στην ακαδημαϊκή βιβλιογραφία. Οι ερευνητικές υποθέσεις που διατυπώνονται εξετάζουν τη σχέση της μόχλευσης με το μέγεθος την κερδοφορία και τις ενσώματες ακινητοποιήσεις. Έπειτα αναλύουμε τα εμπειρικά αποτελέσματα σύμφωνα με την θεωρία. Η εργασία είναι επηρεασμένη από την μελέτη των Schoubben and Hulle (2004), καθώς και με προηγούμενες μελέτες που έχουν τα ίδια αποτελέσματα με την θεωρία αντισταθμίματος (δανεισμού). Κατά τον έλεγχο για τους καθοριστικούς παράγοντες της μόχλευσης διαπιστώνουμε ότι οι εταιρίες έχουν μεγάλο ποσοστό σε βραχυπρόθεσμο δανεισμό, επιπλέον για την απόκτηση πάγιων στοιχείων χρησιμοποιούν δανεισμό κυρίως βραχυπρόθεσμο. Τα αποτελέσματα των ερευνητικών υποθέσεων που εξετάσαμε παρουσιάζουν μια αρνητική σχέση με την μόχλευση υποστηρίζοντας τη θεωρία του δανεισμού και την θεωρία της ιεράρχησης.

**Λεξείς κλειδιά:** κεφαλαιακή διάρθρωση, χρηματοοικονομική μόχλευση, προσδιοριστικοί παράγοντες μόχλευσης, δανειακή επιβάρυνση

## **ABSTRACT**

This paper examines the determinants of leverage and theories governing the capital structure. The first chapter is an introduction to the leverage, the second chapter analyzes the theories based but also affects this ratio. Then in the next section we analyze the factors of leverage, in the fifth chapter to an extensive literature review, then we analyze the data. For the effect of the determinants on leveraging, the methodology used panel data analysis with data from 210 Greek listed companies. The design of the capital structure in listed companies has received considerable attention in the academic literature. The research assumptions made addressing the relationship of leverage with the size, profitability and tangibles. Then we analyze the empirical results in accordance with theory. This study is influenced by the study of Schoubben and Hulle (2004), also with previous studies that have the same effects as trade off theory (borrowing). When checking on the determinants of leverage we find that companies have heavily on short term borrowing, in addition to the acquisition of fixed assets mostly using short-term borrowed. The results of the research hypotheses tested exhibit a negative relationship with leverage supporting the borrowing theory and the pecking order theory.

Keywords: capital structure, leverage, determinants of leverage.

## ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Τις τελευταίες δεκαετίες οι ευρωπαϊκές εταιρίες αντιμετωπίζουν πολλές προκλήσεις, όπως ο παγκόσμιος ανταγωνισμός αλλά και διάφορους άλλους παράγοντες που σχετίζονται με την ένταξη στην ευρωπαϊκή ένωση (Wielemaker, et al. 2000). Από την άλλη, ο σχηματισμός της οικονομικής νομισματικής ένωσης σίγουρα είναι το σημαντικότερο οικονομικό γεγονός στην Ευρώπη τα τελευταία 50 χρόνια. Δημιουργώντας μια ενιαία αγορά σχεδόν 300 εκατομμυρίων καταναλωτών με τις οικονομικές αλλαγές σε ανατολική-Ευρώπη να οξύνουν αναπόφευκτα τις ανταγωνιστικές πιέσεις σε ολόκληρη την Ευρώπη.

Οι σημερινές επιχειρήσεις λειτουργούν μέσα σε ένα άκρως ανταγωνιστικό και πολύπλοκο εξωτερικό περιβάλλον. Ένα σημαντικό πρόβλημα που έχουν οι εταιρείες είναι η χρηματοδότηση τους, ώστε να καλυτερεύσουν την ποιότητα των υπηρεσιών τους και να αυξήσουν το κύκλο πωλήσεων τους. Επιπλέον, έχουν σκοπό να είναι πιο ανταγωνιστικές και πιο επικερδείς οικονομικές μονάδες. Τις περισσότερες φορές επιλέγουν πιστωτικά ιδρύματα (τράπεζες) ή εκμεταλλεύονται κρατικές επιχορηγήσεις, αντί τον εσωτερικό δανεισμό από τα αποθεματικά της ίδιας της εταιρείας. Το αποτέλεσμα από τις παραπάνω ενέργειες είναι να επιβαρύνονται τα κέρδη και η άμεση ρευστότητα λόγω του κόστους δανεισμού. Το 2007 – 2009 η παγκόσμια κρίση άρχισε στον χρηματοπιστωτικό τομέα και γρήγορα μετατράπηκε σε παγκόσμια ύφεση με μια πρωτοφανή μείωση στην απασχόληση στην παραγωγή και κατ' επέκταση στα κέρδη που απορρέουν από το εμπόριο. Τα διδάγματα από τις προηγούμενες κρίσεις της αγοράς παρουσιάζουν ότι οι όροι χρηματοδότησης μεταξύ τραπεζών και επιχειρήσεων είναι από τους βασικούς μηχανισμούς για να ξεπεράσουν την εκάστοτε οικονομική κρίση.

Το υψηλότερο κόστος της εξωτερικής χρηματοδότησης καθώς και οι μειώσεις των ασφαλειών, οδηγούν τις εταιρείες να μειώσουν τη μόχλευση μέσω της μείωσης των επενδύσεων, όλα αυτά οδηγούν σε χαμηλότερη παραγωγή (Kiyotaki and Moore, 1997). Οι αλλαγές στην επιρροή ή καλύτερα στην επέκταση πέρα από τον επιχειρηματικό κύκλο, είναι ως εκ τούτου ένας δυνητικά σημαντικός μηχανισμός. Ο συγκεκριμένος μεγεθύνει το αρχικό σοκ που δέχεται η εταιρεία από τις δυσμενείς καταστάσεις που λαμβάνουν χώρα στην πραγματική οικονομία (Bernanke and Gertler, 1995). Πολλοί σχολιαστές έχουν υποστηρίξει ότι η αλόγιστη χρησιμοποίηση

του δανεισμού στις αρχές του 2000, οδήγησε στην τροφοδότηση των ανυπόθηκων δανείων υψηλού κινδύνου. Με αποτέλεσμα οι τράπεζες και οι εταιρείες να αυξήσουν την επιρροή τους προς την αγορά σε πρωτοφανή επίπεδα.

Πολλές πρόσφατες μελέτες, που εκπονήθηκαν (Farhi and Tirole, 2010; Fostel and Geanakoplos, 2008; Brunnermeier and Pedersen, 2009) στοχεύουν τόσο στην κατανόηση της ενδογενούς διαδικασίας της μόχλευσης όσο και στους καθοριστικούς παράγοντες που επηρεάζουν την μόχλευση. Οι παραπάνω μελετητές ήταν επηρεασμένοι σε μεγάλο βαθμό από τους Adrian and Shin (2008, 2009, 2010) και Greenlaw, Hatzius, Kashyap, and Shin (2008) οι οποίοι στις μελέτες τους επικεντρώνονται αποκλειστικά στις Ηνωμένες Πολιτείες.

Η τελευταία οικονομική κρίση που εμφανίστηκε όπως και πολλές προηγούμενες οικονομικές κρίσεις, αποδόθηκε εν μέρει στην υπερβολική μόχλευση. Σύμφωνα με την Federal Reserve σε πολλές ανεπτυγμένες χώρες, όπως για παράδειγμα στις Ηνωμένες Πολιτείες, όπου οι καταναλωτές<sup>1</sup> δανείζονται μεγάλα χρηματικά ποσά. Αυτό το φαινόμενο λάμβανε χώρα γιατί για τους περισσότερους η μόχλευση ήταν ένα μέτρο εφημερίας και ένας τρόπος ζωής, και όχι ως ένα εργαλείο για ανάπτυξη σύμφωνα με την Bureau of Economic Analysis.

Σε αυτό το ρευστό οικονομικό περιβάλλον οι ισορροπίες μεταβάλλονται συνεχώς και σε γοργούς ρυθμούς. Ένα τέτοιο περιβάλλον είναι ικανό να διαθέτει αλλά και να δημιουργεί πολλές ευκαιρίες. Είναι λογικό οι προκλήσεις να είναι περισσότερες και συνεχώς μεταβαλλόμενες από την στιγμή που οι ανάγκες αλλάζουν ανάλογα με τις περιστάσεις. Σύμφωνα με την θεωρία αντισταθμίματος αλλά και με την θεωρία διάρθρωσης κεφαλαίου, οι ευκαιρίες και οι προκλήσεις καθορίζονται από την εξισορρόπηση μεταξύ των πλεονεκτημάτων του χρέους και το κόστος του χρέους σύμφωνα με τους Frank and Goyal (2009). Αντιθέτως οι Maksimovic and Titman (1991), θεωρούν ότι η μόχλευση επηρεάζει τα κίνητρα μιας εταιρείας ώστε να προσφέρει ένα προϊόν υψηλής ποιότητας.

---

<sup>1</sup> Σχετικά με την καταναλωτική πίστη

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1 ΔΑΝΕΙΑΚΗ ΕΠΙΒΑΡΥΝΣΗ

Δανειακή επιβάρυνση ορίζεται ως η χρησιμοποίηση δανειακών κεφαλαίων για τις ανάγκες της επιχείρησης, οι οποίες είναι κυρίως επενδυτικές. Ο κυριότερος λόγος για τον οποίο μια εταιρεία θα προβεί στη χρησιμοποίηση ξένων κεφαλαίων, είναι γιατί αυτή η μέθοδος προσφέρει ορισμένα πλεονεκτήματα στους μετόχους, και ειδικότερα στους ιδιοκτήτες της εταιρείας.

Αναλυτικότερα με την χρήση ξένων κεφαλαίων δημιουργείται μια αύξηση της αποδοτικότητας των ιδίων κεφαλαίων. Οι τόκοι του δανειζόμενου κεφαλαίου λαμβάνονται ως οργανικό έξοδο και εκπίπτουν από τα ακαθάριστα έσοδα, οπότε επιτυγχάνετε μικρότερη φορολόγηση στην οικονομική μονάδα. Από την στιγμή που η αναλογία των μετοχών δεν μεταβάλλεται τότε συνεχίζεται να διατηρείτε ο έλεγχος της επιχείρησης.

Θα μπορούσε ακόμα να αναφερθεί ότι με αυτόν τον τρόπο δημιουργείται ένα αντιστάθμισμα με τον πληθωρισμό. Αυτό γιατί από την μια πλευρά η αγοραστική δύναμη του νομίσματος, λόγο του πληθωρισμού, μειώνεται συνεχώς ενώ από την άλλη οι υποχρεώσεις της εταιρείας παραμένουν σταθερές. Επιπλέον έχει παρατηρηθεί ότι μια επιχείρηση μερικές φορές επιδιώκει να έχει υψηλή δανειακή επιβάρυνση με σκοπό την αποθάρρυνση των ξένων επενδυτών για την εξαγορά της (Χρυσοβιτσιώτης και Σταυρακοπούλου, 2006).

Τα βασικά χαρακτηριστικά των δανειακών κεφαλαίων είναι τα εξής:

1. Αποκτούνται με την εγγραφή πάγιων περιουσιακών στοιχείων της επιχείρησης<sup>2</sup>
2. Εάν η επιχείρηση υποστεί ζημίες μεγαλύτερες από τα ίδια κεφάλαια της, τότε οι δανειστές της θα υποστούν και εκείνοι ζημίες.
3. Τα ξένα κεφάλαια πρέπει να εξοφλούνται και να καταβάλλονται σε τακτά χρονικά διαστήματα ανεξάρτητα από την οικονομική θέση της επιχείρησης.

Η ύπαρξη ενός ποσοστού μόχλευσης σε μια εταιρεία δεν είναι απαραίτητα και ένα "αρνητικό σώμα" μέσα στην διάρθρωση κεφαλαίου, καθώς μπορεί να αυξήσει την απόδοση των μετόχων, έτσι ώστε να πετύχουν καλύτερες συνθήκες για την επένδυσή τους. Επίσης, μπορεί να οδηγήσει στην καλύτερη χρήση των φορολογικών

---

<sup>2</sup> Εμπράγματα δικαιώματα (Υποθηκών, προσημειώσεων, ενεχύρων).

πλεονεκτημάτων που συνδέονται με το δανεισμό. Σχετικά με την θεωρία αντισταθμίσεως οι (Bradley, Jarrell and Kim, 1984; Harris and Raviv, 1991), παρουσιάζουν ότι κάθε επιχείρηση έχει ένα συγκεκριμένο βέλτιστο δείκτη χρέους, ως προς το μετοχικό κεφάλαιο. Αυτό καθορίζεται από την εξισορρόπηση της παρούσας αξίας της εταιρείας και των ξένων κεφαλαίων που έχει δεχτεί. Τα οφέλη της μόχλευσης έναντι του αναμενόμενου οριακού κόστους της μόχλευσης αναμένεται να είναι σε οριακά επίπεδα και πολλές φορές δύσκολα επιτεύξιμο. Σύμφωνα με τη παραπάνω θεωρία, κάθε εταιρεία δανείζεται με σκοπό να υπάρξει βέλτιστη προοδευτική αναλογία του χρέους με τα ίδια κεφάλαια, η οποία με τη σειρά της να μεγιστοποιεί την αγοραία αξία της εταιρείας

Οι οικονομικές μονάδες μέσα στο ανταγωνιστικό περιβάλλον έχουν αυξημένες ανάγκες καθώς πρέπει να είναι περισσότερο ευέλικτες και προσαρμόσιμες. Για τον λόγο αυτό με την πάροδο του χρόνου αλλά και με τις αυξημένες ανάγκες των εταιρειών δημιουργήθηκαν κάποια ερωτήματα όπως:

- Πως χρηματοδοτούν οι επιχειρήσεις τις δραστηριότητες τους;
- Πως θα μπορούσαν να τα χρηματοδοτήσουν για βέλτιστα αποτελέσματα;
- Ποιοι παράγοντες επηρεάζουν αυτές τις επιλογές;
- Πως αυτές οι επιλογές επηρεάζουν την υπόλοιπη οικονομία;

Σε αυτά τα ερωτήματα στηρίχτηκαν οι επιστήμονες για μεγάλο χρονικό διάστημα καθώς η πολυπλοκότητα του προβλήματος ήταν μεγάλη.

Οι φόροι, οι δαπάνες πτώχευσης και το κόστος συναλλαγών, έχουν υποστηριχτεί ως σημαντικές εξηγήσεις για την εταιρική χρήση του χρέους. Οι παραπάνω ιδέες συντίθεται σε πολλές θεωρίες, όπως στην θεωρία ιεράρχησης, στην θεωρία αντισταθμίσεως, στην κεφαλαιακή διάρθρωση καθώς επίσης και στην δανειακή επιβάρυνση.

Οι μελέτες των Modigliani and Miller<sup>3</sup> (1958, 1968), οι οποίες σχετίζονται με την επίδραση της χρηματοοικονομικής δομής που διαμορφώνει η εταιρεία, αλλά και με την αξία μιας εταιρείας, αποτέλεσαν το ερέθισμα για την συγγραφή αρκετών σχετικών διατριβών που αναφέρονται για την βέλτιστη κεφαλαιακή διάρθρωση και τους παράγοντες της (Αθανάσογλου et al. 2006). Με γενικά συμπεράσματα που έχουν

---

<sup>3</sup> Franco Modigliani και Merton Miller είναι οι νομπελίστες για την πρωτοποριακή έρευνα το 1958.

προκύψει από μελέτες η αξία της εταιρείας σχετίζεται θετικά με το δανεισμό, λόγω του φορολογικού πλεονεκτήματος που δημιουργείται. Ωστόσο όταν ο δανεισμός αυξηθεί τότε αυξάνονται και οι πιθανότητες πτώχευσης, καθώς δημιουργείται κόστος πτώχευσης (Altman, 1984).

Ένα επιπλέον κόστος για μια εταιρεία, το οποίο συνδέεται με την κεφαλαιακή διάρθρωση, είναι και το κόστος αντιπροσώπευσης (Jensen and Mecklin, 1976). Συγκεκριμένα αντιπροσωπεύει το κόστος που βαρύνει τους μετόχους μιας εταιρείας, όταν επιχειρούν να επέμβουν εντονότερα στις επιλογές της διοίκησης. Σύμφωνα με την θεωρία της αντιπροσώπευσης, όταν η δανειακή επιβάρυνση μιας εταιρείας είναι υψηλή, τότε οι ταμειακές ροές<sup>4</sup> μειώνονται. Για να ξεπεράσει η διοίκηση αυτές τις καταστάσεις αναγκάζεται να είναι προσεκτικότερη σε επενδύσεις αμφιβόλου αποδοτικότητας. Οπότε θα μπορούσε να ειπωθεί ότι η μόχλευση λειτουργεί ως μοχλός δημιουργίας αξίας<sup>5</sup>, δηλαδή όταν αυξάνεται η πιθανότητα επιτυχίας παράλληλα θα αυξάνεται και το κόστος για τους μετόχους.

Η δανειακή επιβάρυνση παρουσιάζει το σύνολο επενδυμένων κεφαλαίων που έχουν προέλθει από τα ξένα κεφάλαια. Ουσιαστικά είναι το σύνολο των δανειακών υποχρεώσεων, βραχυπρόθεσμων και μακροπρόθεσμων, διαιρούμενο με το σύνολο του ενεργητικού ή μονό με των υπενδεδυμένων κεφαλαίων Θάνος, Κιόχος και Παπανικολάου, (2002).

Οι εμπειρικές μελέτες που επικεντρώνονται στην Ελλάδα προσπαθούν να προβλέψουν την πιθανότητα δημιουργίας πτώχευσης των εταιρειών, χρησιμοποιώντας χρηματοοικονομικά μοντέλα (Douprios and Zorounidis, 2007). Ενώ είναι περιορισμένα τα ευρήματα από μελέτες που εφαρμόζουν υποδείγματα που εξετάζουν και χρησιμοποιούν και άλλους παράγοντες εκτός από τους χρηματοοικονομικούς δείκτες (Fotopoulos and Louri, 2000). Μια ακόμα μελέτη πάνω σε αυτό το υπόδειγμα βασίζεται και η έρευνα των (Αθανάσογλου et. al 2008). Τα βασικά περιγραφικά στατιστικά μεγέθη μεταβλητών παρέχουν ένα μέτρο σύγκρισης των δεδομένων της ελληνικής αγοράς με εκείνα των ξένων αγορών. Το μέγεθος των εταιρειών που εξετάζουν είναι πολύ μικρότερο με αντίστοιχων ευρωπαϊκών εταιρειών και πολύ μεγαλύτερο από των υπολοίπων ελληνικών εταιρειών (Barbosa and Louri,

---

<sup>4</sup> Ως ταμειακές ροές αναφέρονται αυτές που δεν αποδίδονται στους μετόχους με την μορφή μερίσματος αλλά χρηματοδοτούν τις επενδύσεις.

<sup>5</sup> Η μέγιστη χρηματοοικονομική διάρθρωση μιας εταιρείας αναφέρεται από το σημείο στο οποίο το φορολογικό πλεονέκτημα είναι μέγιστο, και το κόστος πτώχευσης είναι μικρό, λόγω πιθανής σύγκρουσης συμφερόντων.

2005). Τα αποτελέσματα των εκτιμήσεων που ανέπτυξαν παρουσιάζουν ότι η δανειακή επιβάρυνση αυξάνει σημαντικά το δείκτη κινδύνου των εταιρειών, με συνέπεια η επιβάρυνση αυτή να αυξάνει τις πιθανότητες για να μην επιβιώσουν οι εταιρείες που είναι επιβαρημένες, το ίδιο υποστηρίζουν και τα ευρήματα των (Fotopoulos and Loufi, 2000). Επιπλέον τα ευρήματα τους που αφορούν τη σχέση μεταξύ μεγέθους και κινδύνου εξόδου μιας εταιρείας από την κεφαλαιαγορά, παρουσιάζουν ότι όσο πιο μεγάλη είναι η εταιρεία τόσο πιο χαμηλά είναι τα ποσοστά κινδύνου.

Από την πλευρά των πιστωτών, όσο μικρότερη είναι η δανειακή επιβάρυνση τόσο μεγαλύτερη είναι η διασφάλιση των επενδυμένων κεφαλαίων. Συμπεραίνετε λοιπόν ότι οι υποχρεώσεις μιας εταιρείας που ενδέχεται να καλύψει είναι σαφώς μικρότερες. Επιπλέον σε περίπτωση πτώχευσης, τα πάγια στοιχεία ενεργητικού μιας εταιρείας, είναι νομικά ελεύθερα και πιο εύκολα ρευστοποιήσιμα.

Μελέτες οι οποίες εξετάζουν τη σχέση της δανειακής επιβάρυνσης και των εξόδων μιας εταιρείας είναι αμφίροπες στα αποτελέσματα τους, καθώς τότε παρουσιάζουν μια θετική σχέση και τότε μια αρνητική σχέση μεταξύ αυτών των δύο μεγεθών. Οι Opler and Titman, (1994), καθώς και ο Altman, (1984), στα αποτελέσματα τους παρουσίασαν ότι οι εταιρείες<sup>6</sup> με υψηλή δανειακή επιβάρυνση έχασαν μερίδιο αγοράς (έμμεσο κόστος πτώχευσης). Σε παρόμοια αποτελέσματα κατέληξαν οι Fotopoulos and Loufi (2000), οι οποίοι απέδειξαν ότι η δανειακή επιβάρυνση αυξάνει τις υποψίες για μελλοντική αποτυχία των εταιρειών<sup>7</sup>. Αντίθετα ευρήματα έχουν οι Wruck (1990) και Whitaker (1999), καθώς παρουσίασαν ότι η υψηλή δανειακή επιβάρυνση δεν μπορεί να αποτελέσει αρνητικό παράγοντα για την εταιρεία. Κάποιοι άλλοι ερευνητές κατέληξαν ότι η δανειακή επιβάρυνση δεν αποτελεί προσδιοριστικό παράγοντα επιβίωσης των εταιρειών (Audretsch et al. 2000).

Αντιθέτως όταν η δανειακή επιβάρυνση έχει πρωτεύοντα ρόλο σε μια οικονομική μονάδα, τότε υπάρχει σοβαρός κίνδυνος η διοίκηση της εταιρείας να προβεί σε λανθασμένες και μη ορθολογικές κινήσεις. Τέτοιου είδους ενέργειες μπορεί να επηρεάσουν την βιωσιμότητα, και την ύπαρξη της εταιρείας στην αγορά όπου δραστηριοποιείται. Στην περίπτωση αυτή το μεγαλύτερο μέρος της ζημιάς το δέχεται το σύνολο των ξένων κεφαλαίων, καθώς έχουν δεσπόζουσα θέση στο σύνολο των

---

<sup>6</sup> Αναφέρονται στην αμερικάνικη αγορά

<sup>7</sup> Αναφέρονται στην ελληνική αγορά



κεφαλαίων. Η διοίκηση της εταιρείας δέχεται την μικρότερη ζημιά, αυτό συμβαίνει γιατί έχει το μικρότερο ποσοστό στα κεφάλαια της εταιρείας.

Τα ξένα κεφάλαια όταν χρησιμοποιούνται για σκοπούς που στην υλοποίηση τους θα δημιουργούν προσδοκώμενα κέρδη, τότε η απόδοση των ιδίων κεφαλαίων θα είναι ιδιαίτερα υψηλή. Τέτοιοι σκοποί είναι η έρευνα και ανάπτυξη, η επέκταση κύκλου εργασιών καθώς και σε ότι αφορά το σκοπό και την δραστηριότητα της εκάστοτε εταιρείας, όπως για παραγωγικές και προσοδοφόρες δραστηριότητες.

## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2 ΘΕΩΡΙΕΣ**

Οι Modigliani and Miller (1958), έχουν καταλήξει σε μια σειρά από θεωρίες σχετικά με την κεφαλαιακή διάρθρωση. Σήμερα 55 χρόνια αργότερα η θεωρία της κεφαλαιακής διάρθρωσης είναι εκτεταμένη και εξελιγμένη. Οι ατέλειες της αγοράς έχουν τεθεί προς έρευνα για την συσχέτιση τους με την κεφαλαιακή δομή. Για αυτό το λόγο οι δαπάνες τα οφέλη και άλλα μεγέθη συσχετίζονται με την οικονομική άνοδο ή κάθοδο μιας οικονομικής μονάδας. Το περιβάλλον μιας επιχείρησης είναι πιο σύνθετο από ότι ήταν πριν μερικές δεκαετίες. Τώρα οι επιχειρήσεις διατηρούν ένα ορισμένο επίπεδο χρέους στην κεφαλαιακή τους δομή για να ελαχιστοποιήσουν το κόστος του κεφαλαίου. Τα ξένα κεφάλαια χρησιμοποιούνται για να μπορούν να ανταπεξέλθουν στις σύγχρονες απαιτήσεις και στις πιθανές μελλοντικές ζημιές, ένας επιπλέον λόγος είναι και για να μεγιστοποιήσουν την αξία της επιχείρησης.

Ανάλογα ερεθίσματα, που αυξήθηκαν αλλά και εξελίχθηκαν με την πάροδο του χρόνου, ήταν ο λόγος για να ανοίξει ο δρόμος για μια σειρά από αναπτυσσόμενες θεωρίες και εμπειρικές έρευνες που να σχετίζονται με την διάρθρωση κεφαλαίου. Με την πάροδο του χρόνου καινούργιες θεωρίες αναπτύχθηκαν με σκοπό να καλύψουν τις εκάστοτε ανάγκες και απαιτήσεις. Τέτοιες θεωρίες είναι η θεωρία αντισταθμίσεως, η θεωρία ιεράρχησης, η θεωρία αντιπροσώπευσης και πολλές άλλες θεωρίες. Για την καλύτερη κατανόηση των θεωριών αυτών, έχουν υποβληθεί σε εκτεταμένες δοκιμές σε εμπειρικό πλαίσιο, σε αναπτυσσόμενες χώρες και πιο εντονότερα στις ΗΠΑ (Harris and Reviv, 1991; Wald, 1999; Rajan and Zingales, 1995). Επιπλέον εμπειρικές μελέτες, που να σχετίζονται με την διάρθρωση κεφαλαίου, έχουν διεξαχθεί και σε αναδυόμενες αγορές όπως της Νοτιοανατολικής Ασίας (Pandey et. al. 2000; Annuar and Shamsheer, 1993; Ariff, 1998).

### **2.1 ΚΕΦΑΛΑΙΑΚΗ ΔΙΑΡΘΡΩΣΗ**

Το κεφάλαιο είναι από τους σημαντικούς πόρους μείζονος σημασίας για όλες τις εταιρείες. Τα κεφάλαια χωρίζονται σε δύο κύριες κατηγορίες τα Ίδια Κεφάλαια και τα Ξένα Κεφάλαια. Τα χαρακτηριστικά των Ιδίων Κεφαλαίων είναι ότι έχουν μεγάλη διάρκεια και διαρκούν μέχρι την λήξη ζωής της επιχείρησης. Ακόμα ένα πολύ σημαντικό χαρακτηριστικό που έχουν είναι ότι δεν επιβαρύνουν την επιχείρηση με τόκους και ρήτρες. Επιπλέον με την κατάλληλη χρησιμοποίησή τους μπορούν να αποφέρουν εισόδημα στους μετόχους και στην εταιρεία. Τα χαρακτηριστικά των

ξένων κεφαλαίων, μέσα σε μια εταιρεία, είναι ότι η εταιρεία έχει την υποχρέωση να επιστρέψει το δανειζόμενο κεφάλαιο στους πιστωτές της σε προκαθορισμένο χρόνο. Όταν η επιχείρηση αδυνατεί να εκπληρώσει εγκαίρως τις υποχρεώσεις της, τότε οι πιστωτές έχουν την δυνατότητα να οδηγήσουν την εταιρεία σε πτώχευση. Επίσης ένα ακόμα σημαντικό χαρακτηριστικό είναι ότι η επιχείρηση βαρύνεται με τους τόκους του δανειζόμενου κεφαλαίου.

Η κεφαλαιακή διάρθρωση είναι ένας από τους πιο περίπλοκους τομείς της οικονομικής επιστήμης, αυτό μπορεί να δικαιολογηθεί γιατί οι λήψεις των οικονομικών αποφάσεων σε μια εταιρεία είναι μια αρκετά δύσκολη υπόθεση. Τέτοιου είδους αποφάσεις μπορούν να επηρεάσουν τον ρόλο που έχει η εταιρεία στην αγορά και που την κάνει αναγνωρίσιμη με αποτέλεσμα να επηρεαστούν σε μεγάλο βαθμό τα κέρδη της εταιρείας. Λόγο της στενής σχέσης που έχει η κεφαλαιακή διάρθρωση με άλλες μεταβλητές που σχετίζονται με αυτήν, πολλές φορές αυτές οι αποφάσεις συγκρούονται μεταξύ τους, γιατί στην διαδικασία υλοποίησης των αποφάσεων δημιουργούνται καινούργια εμπόδια.

Με τα παραπάνω, μπορούμε να καταλήξουμε ότι όταν η εταιρεία προβεί σε μια αδύναμη απόφαση, που να σχετίζεται με την διάρθρωση κεφαλαίου, τότε μπορεί να αντιμετωπίσει υψηλό κίνδυνο πτώχευσης και υψηλό κόστος κεφαλαίου. Αντίθετα κατά την λήψη μιας αποτελεσματικής απόφασης, που σχετίζεται με την διάρθρωση κεφαλαίου, μπορεί να οδηγήσει σε μείωση των κινδύνων. Ένα ακόμα μέγεθος που επηρεάζεται είναι και το κόστος κεφαλαίου, το οποίο το οδηγείτε σε χαμηλότερα επίπεδα, αυτό βεβαιώνεται από το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου (WACC). Επιπλέον μια αποτελεσματική απόφαση μπορεί να οδηγήσει σε μια μεγαλύτερη καθαρή παρούσα αξία της απόφασης, αλλά και σε μια υψηλότερη αγοραία αξία της εταιρείας Gitman (2009).

Στον τομέα της κεφαλαιακής διάρθρωσης υπάρχει ένας μεγάλος αριθμός από μελέτες που την εξετάζουν. Θα μπορούσε να ειπωθεί ότι αυτό συμβαίνει λόγω της ασυμβατότητας των δεδομένων της εγχώριας με τις διεθνείς αγορές. Οπότε στην προσπάθεια τους να ομογενοποιήσουν τα δεδομένα που εξετάζουν, με σκοπό να μπορούν να καταστούν συγκρίσιμα μεταξύ τους, το ενδιαφέρον για μελέτες ήταν αυξημένο. Επιπλέον ένας ακόμα λόγος είναι και η αποφυγή της πτώχευσης, καθώς οι δαπάνες και το κόστος που δημιουργούνται σε τέτοιες καταστάσεις είναι ιδιαίτερα υψηλές Alkhasawneh (2006).

Σύμφωνα με τον Kharawish (2008), προκειμένου να παρουσιάσει με ακριβέστερες προσεγγίσεις την χρηματοδότηση των εταιρειών, εξετάζει τους καθοριστικούς παράγοντες της οικονομικής δομής της Ιορδανίας. Χρησιμοποιεί ένα δείγμα από βιομηχανικές εταιρείες που είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο του Αμμάν για την περίοδο 2001 έως και 2005. Τα ευρήματα της μελέτης αυτής παρουσίασαν ότι υπάρχει μια σημαντική σχέση μεταξύ του δείκτη χρέους και των μακροπρόθεσμων χρεών καθώς και μεταξύ του συνόλου των οφειλών με το μέγεθος του ενεργητικού. Τα αποτελέσματα έδειξαν ότι το μεγαλύτερο μέρος της βιομηχανίας της Ιορδανίας βασίζεται στα ίδια κεφάλαια για την χρηματοδότηση των αναγκών του με ποσοστό 70%. Ενώ το 30% των χρηματοδοτικών αναγκών συναντάται στις βραχυπρόθεσμες οφειλές. Επίσης παρατηρήθηκε ότι οι εταιρείες με υψηλή κερδοφορία δεν είχαν διογκωμένα τα ξένα κεφάλαια.

Θεωρητικά είναι λογικό να πούμε ότι υπάρχει βέλτιστη χρηματοδότηση, που οδηγεί σε μείωση του κόστους του κεφαλαίου σε χαμηλότερο επίπεδο. Πρακτικά όμως υπάρχουν πολλοί παράγοντες που διέπουν μια οικονομική δομή. Οι παράγοντες αυτοί αντιπροσωπεύονται από τον βαθμό κινδύνου, καθώς και από το πόσο πρόθυμη είναι η διαχείριση, μέσω του δανεισμού, ώστε να αποκτήσει μεγαλύτερη κερδοφορία. Επιπλέον η φύση της δραστηριότητας που ασκεί η εταιρεία, ο ρυθμός ανάπτυξης της, η σταθερότητα των πωλήσεων και το περιβάλλον του ανταγωνισμού, είναι μερικοί παράγοντες που έχουν ένα σημαντικό ρόλο στην οικονομική δομή μιας εταιρείας.

Συνεπώς η ταυτοποίηση των παραγόντων αυτών θα συμβάλει σε σημαντικό βαθμό στον καθορισμό του ύψους του χρέους που μπορεί η εκάστοτε εταιρεία να έχει, χωρίς αυτό να εγκυμονεί κινδύνους που θα βλάψει στην συνέχιση του σκοπού της επιχείρησης. Η εταιρεία προκειμένου να είναι ευέλικτη ως προς τα ρευστά της διαθέσιμα θα πρέπει να πληροί ορισμένες προϋποθέσεις, ώστε να διασφαλίζει τους καθοριστικούς παράγοντες για μια κατάλληλη οικονομική δομή (Shlash and Alen, 2001).

Για την κεφαλαιακή διάρθρωση των επιχειρήσεων έχουν δοθεί πολλοί ορισμοί. Σύμφωνα με τους Brealey and Myers (1991), ως κεφαλαιακή διάρθρωση ορίζεται το μέγεθος, το οποίο αποτελείται από δάνεια, ίδια κεφάλαια και τίτλους που εκδίδονται από την εταιρεία. Ο Schlosser (1989), ορίζει την διάρθρωση του κεφαλαίου ως ποσοστό του χρέους προς το σύνολο του κεφαλαίου. Οι Haugen and Senbet (1988), διαχωρίζουν την κεφαλαιακή διάρθρωση από την επιλογή των επιχειρήσεων μεταξύ των εσωτερικών και εξωτερικών χρηματοδοτικών μέσων. Αντιθέτως οι Boss and

Fetherston (1993), τόνισαν ότι ως διάρθρωση κεφαλαίου ορίζεται το συνολικό χρέος με το σύνολο του ενεργητικού επιδρώντας τόσο στην κερδοφορία όσο και στην επικινδυνότητα της επιχείρησης.

Στις προηγούμενες δεκαετίες η κεφαλαιακή διάρθρωση της επιχείρησης ήταν διαφορετική γιατί είχαν μια διαφορετική αντίληψη για το συγκεκριμένο μέγεθος, οπότε και η διαμόρφωση της ήταν ανάλογη με τις γνώσεις που διέθεταν. Οι εταιρείες δημιουργούσαν μια διάρθρωση κεφαλαίου ανάλογα με τα χαρακτηριστικά που καθορίζουν οι διάφορες δαπάνες. Επιπλέον ένα ακόμα κριτήριο που είχαν οι εταιρείες ήταν και τα οφέλη που συνδέονται με το χρέος αλλά και με την χρηματοδότηση των κεφαλαίων.

Σύμφωνα με τους Harris and Ravin (1991), οι καθοριστικοί παράγοντες στην κεφαλαιακή διάρθρωση των επιχειρήσεων θα μπορούσαν να καταταχθούν με βάση το σκοπό τους σε τέσσερις βασικές κατηγορίες: α) την βελτίωση των διαφωνιών μεταξύ των συμμετεχόντων και της εταιρείας<sup>8</sup> β) τον επηρεασμό του ανταγωνισμού στις αγορές του προϊόντος γ) τις συνέπειες των συγκρούσεων πέρα από τον εταιρικό έλεγχο δ) την μεταβίβαση πληροφοριών στις αγορές κεφαλαίου.

Η παραδοσιακή θεωρία κεφαλαιακής διάρθρωσης, πριν από το 1958, βασίστηκε στην ιδέα του μέσου σταθμικού κόστους κεφαλαίου (WACC). Η οποία προβλέπει ότι οι εταιρείες εκδίδουν χρέος προκειμένου να μειωθεί το WACC, καθώς και ότι το χρέος θεωρείται λιγότερο δαπανηρό από το μετοχικό κεφάλαιο. Το επίπεδο στο οποίο μεγιστοποιείται η αξία της επιχείρησης και ελαχιστοποιείται το κόστος του κεφαλαίου της είναι γνωστό ως άριστο επίπεδο διάρθρωσης κεφαλαίων.

Οπότε στην περίπτωση που η εταιρεία λειτουργεί χαμηλότερα του άριστου, τότε η προσθήκη καινούργιων δανειακών κεφαλαίων θα έχει σαν αποτέλεσμα την αύξηση της αξίας της επιχείρησης. Αυτό συμβαίνει διότι από την μια αυξάνεται η τιμή της μετοχής και από την άλλη δημιουργείται μια μείωση του κόστους κεφαλαίου της. Το αντίθετο ισχύει όταν η επιχείρηση λειτουργεί σε επίπεδα υψηλότερα του άριστου. Σε μια τέτοια κατάσταση η προσθήκη επιπλέον δανειακών κεφαλαίων θα έχει σαν αντίκτυπο την μείωση της τιμής μετοχής καθώς και την αύξηση του κόστους κεφαλαίου της εταιρείας.

Στην σύγχρονη θεωρία κεφαλαιακής διάρθρωσης οι Modigliani and Miller (1958), υποστήριξαν ότι μια επιχείρηση δεν θα μπορούσε να αλλάξει την αξία των

---

<sup>8</sup> Agency cost theory, θεωρία των αντιπροσώπων.

ανεξόφλητων τίτλων αλλάζοντας μόνο τις αναλογίες της κεφαλαιακής δομής. Ακόμα οι Modigliani and Miller συμπέραναν, ότι η αξία της επιχείρησης αλλά και το κόστος κεφαλαίων είναι ανεξάρτητο από την διάρθρωση κεφαλαίων. Αντίθετα, η αξία της προέρχεται από τα πραγματικά περιουσιακά στοιχεία και όχι από τους χρηματοοικονομικούς τίτλους. Για να στηρίξουν και να αποδείξουν τα παραπάνω χρησιμοποίησαν την έννοια του arbitrage.

Το μεγαλύτερο μέρος αυτής της βιβλιογραφίας, ασχολείται με τον προσδιορισμό των παραγόντων που σχετίζονται με την μόχλευση. Η βιβλιογραφία είναι αρκετά εκτεταμένη και περιλαμβάνει συνεισφορές από τους (Bradley, 1984; Long and Malitz, 1985; Titman and Wessels, 1988; Crutchley and Hansen, 1989; Rajan and Zingales, 1995; Frank and Goyal, 2007), ενώ μεγάλη επιρροή είχε και η έρευνα των (Harris and Ravin, 1991). Σύμφωνα με τους Titman and Tsyplakov (2004), τα οφέλη συνήθως από μια συμφέρουσα δομή κεφαλαίου, είναι κυρίως φορολογικά και αποταμιευτικά. Το κόστος για όλα αυτά, είναι η έκθεση της εταιρείας σε οικονομικό κίνδυνο αλλά και η εντονότερη έκφραση συμφερόντων μεταξύ μετόχων, διεύθυνσης και πιστωτών, σε περίπτωση που η εταιρεία έχει σοβαρές ενδείξεις πτώχευσης.

Σύμφωνα με τους Simerly and Li (2002), η κατάλληλη δομή κεφαλαίου αποτελεί ένα σημαντικό παράγοντα για την οργάνωση των επιχειρήσεων. Η απόφαση για την δομή του κεφαλαίου δεν είναι σημαντική μόνο για την μεγιστοποίηση των κερδών αλλά και για την ικανότητα της επιχείρησης να ανταπεξέλθει σε ένα ανταγωνιστικό περιβάλλον (Jensen and Meckling, 1976). Επιπλέον, τόνισαν ότι το κόστος της οικονομικής δυσχέρειας μπορεί να είναι τόσο άμεσο όσο και έμμεσο. Όταν η μόχλευση αυξάνεται μπορεί να οδηγήσει σε καλύτερες αποδόσεις στους υπάρχων μετόχους, αλλά ταυτόχρονα αυξάνει και τον κίνδυνο καθώς προκαλεί αύξηση στα έξοδα εκπροσώπησης και χρηματοοικονομική δυσχέρεια στην εταιρεία.

Όσον αφορά την διάρθρωση του ενεργητικού, υπολογίζεται, από το λόγο των πάγιων περιουσιακών στοιχείων προς το σύνολο του ενεργητικού. Οι Serrasqueiro and Nunes (2008), παρουσιάζουν το βαθμό στον οποίο χρηματοδοτούνται τα πάγια περιουσιακά στοιχεία από τα ίδια κεφάλαια της εταιρείας. Ένας τέτοιος δείκτης εφαιαϊακής δομής όταν είναι σε υψηλά επίπεδα παρουσιάζει μια αναποτελεσματική χρήση του κεφαλαίου κίνησης. Επιπλέον παρουσιάζεται μια μειωμένη ικανότητα της επιχείρησης για μια εύρυθμη λειτουργία των εισπρακτέων λογαριασμών καθώς και σε μια διατήρηση αποθεμάτων δυσανάλογη για τον κλάδο που δραστηριοποιείται. Όλα τα παραπάνω συνήθως καταλήγουν σε ένα χαμηλό απόθεμα ρευστών διαθεσίμων.

Αυτό συχνά περιορίζει την ικανότητα της επιχείρησης να ανταποκριθεί στην αυξημένη ζήτηση των προϊόντων ή των υπηρεσιών και να τείνει περισσότερο στην εξωτερική χρηματοδότηση με αποτέλεσμα η μόχλευση να είναι πιο έντονη.

## 2.2 ΘΕΩΡΙΑ ΑΝΤΙΣΤΑΘΜΙΣΜΑΤΟΣ

Η θεωρία του αντισταθμίسمatos (δανεισμού) εξηγεί την σπουδαιότητα του χρέους με την ύπαρξη των φόρων και του κόστους χρεοκοπίας. Το γενικό αποτέλεσμα από αυτήν την θεωρία, είναι ότι ο συνδυασμός του κόστους μόχλευσης και τα φορολογικά πλεονεκτήματα του χρέους παράγουν μια βέλτιστη κεφαλαιακή δομή<sup>9</sup>. Το φορολογικό πλεονέκτημα του χρέους είναι διαπραγματεύσιμο έναντι της πιθανότητας να υποστεί το κόστος πτώχευσης (Angelo and Maluli, 1980; Harjeet et al. 2004).

Σύμφωνα με τον Myers (1984), η παρουσίαση αυτής της θεωρίας θα μπορούσε να θεωρηθεί ως μια σταδιακή μετάβαση προς την επίτευξη και την ρύθμιση του χρέους. Η στατική θεωρία αντισταθμίسمatos μας δείχνει ότι οι υψηλότερα κερδοφόρες εταιρείες έχουν και υψηλότερο δείκτη χρέους. Αυτό έρχεται σε αντίθεση με την θεωρία της ιεράρχησης, η οποία προτείνει οι εταιρείες με μεγαλύτερη κερδοφορία να έχουν μικρότερο χρέος. Οι επιχειρήσεις με υψηλή κερδοφορία εξασφαλίζουν μεγαλύτερη εξοικονόμηση φόρων από το χρέος, μικρότερη πιθανότητα πτώχευσης και μεγαλύτερες επενδύσεις. Όλα αυτά για να υπάρξουν να υλοποιηθούν και να επιτύχουν το σκοπό τους προϋποθέτουν ένα υψηλό δείκτη χρέους.

Μια άλλη εκδοχή αυτής της θεωρίας αναφέρεται και ως δυναμική θεωρία αντισταθμίسمatos (Fisher, 1989), και άλλους, όπου ανέφερε την αρνητική σχέση της κερδοφορίας με την μόχλευση. Οι επιχειρήσεις συσσωρεύουν πιστωτικά κέρδη με αποτέλεσμα οι ζημίες να ενθαρρύνουν το χρέος να αποκλίνει από το στόχο του. Αυτό παρατηρείται στο διάστημα που το κόστος προσαρμογής του χρέους υπερβαίνει τα έξοδα που υποβάλλονται για την βέλτιστη κεφαλαιακή δομή. Ως εκ τούτου, επιχειρήσεις που ήταν ιδιαίτερα κερδοφόρες στο παρελθόν, είναι πιθανό να έχουν μικρότερη μόχλευση σύμφωνα με τον Hovakivian (2004).

## 2.3 ΘΕΩΡΙΑ ΙΕΡΑΡΧΗΣΗΣ

Η θεωρία ιεράρχησης είναι άλλη μια σημαντική θεωρία για την διευκρίνιση της σημασίας του χρέους και την βέλτιστη κεφαλαιακή δομή. Αυτή η θεωρία

---

<sup>9</sup>Κάτω από την πλήρη χρηματοδότηση του χρέους.

διατυπώθηκε από τον Myers (1984), και αναπτύχθηκε από τους Myers and Majluf (1984), οι οποίοι παρουσιάζουν ότι για μια επενδυτική πολιτική οι επιχειρήσεις προτιμούν τα κέρδη εις νέον, σαν κύρια πηγή κεφαλαίων. Η τελευταία πηγή που επιδιώκει η επιχείρηση θα είναι η εξωτερική χρηματοδότηση ιδίων κεφαλαίων. Ο λόγος για την ταξινόμηση αυτή είναι ότι οι εσωτερικοί πόροι θεωρούντο ως "φθηνοί και προσιτοί πόροι κεφαλαίου" και δεν υπόκεινται σε κανένα εξωτερικό παράγοντα. Το εξωτερικό κεφάλαιο, για παράδειγμα το δάνειο, ταξινομήθηκε στην δεύτερη θέση γιατί ήταν λίγο πιο ακριβό από ότι οι εσωτερικοί πόροι, καθώς είχε εξωτερικούς περιορισμούς σε σύγκριση με την έκδοση μετοχών. Η έκδοση και επιδίωξη προς τα εξωτερικά κεφάλαια θεωρείται ως πιο ακριβή και επικίνδυνη, ιδιαίτερα όταν η εταιρεία ξεπεράσει τα επιτρεπτά όρια. Επιπλέον η εταιρεία είναι περισσότερο ευάλωτη σε εξωτερικούς κινδύνους και αυτό διότι είναι εύκολο να οδηγήσει σε απώλεια ελέγχου της επιχείρησης από τον αρχικό ιδιοκτήτη.

Η θεωρία παρουσιάζεται σε δυο μορφές την ισχυρή και την μη-ισχυρή. Στην ισχυρή μορφή, οι επιχειρήσεις δεν εκδίδουν ποτέ μετοχές, η χρηματοδότηση τους παρέχεται αποκλειστικά από εσωτερικούς οικονομικούς πόρους και από δάνεια. Η μη-ισχυρή μορφή, λίγο πιο ρεαλιστική, σύμφωνα με τους Hirinko and Singha (2000), επιτρέπει την έκδοση νέων μετοχών μέχρι ένα συγκεκριμένο επίπεδο. Αυτό θα μπορούσε να πραγματοποιηθεί κάτω από δύο περιπτώσεις. Η πρώτη είναι όταν η εταιρεία έχει ανάγκη από χρηματοοικονομικό κεφάλαιο για τα μελλοντικά της επενδυτικά σχέδια (Myers, 1984; Myers and Majluf, 1984; Shyan, Sunder and Myers, 1999; Frank and Goyal, 2003). Η δεύτερη υπάρχει όταν η ασυμμετρία πληροφοριών παύει να υφίσταται, επιτρέποντας στην επιχείρηση να χρησιμοποιήσει το νέο απόθεμα μετοχών με μια "εύλογη τιμή" (Myers, 1984).

Οι Lemmon and Zender (2004), εξέτασαν την διάρθρωση κεφαλαίου σε επιλεγμένο δείγμα επιχειρήσεων. Τα αποτελέσματα από την έρευνα αυτή, παρουσίασαν τον παράγοντα πιστοληπτικής ικανότητας των εταιρειών, ως ένα σημαντικό περιορισμό για την έκδοση νέου δανείου. Από τα παραπάνω συνεπάγεται ότι όταν οι εταιρείες διέθεταν μια όχι και τόσο καλή πιστοληπτική ικανότητα δεν θα μπορούσαν να εκδώσουν νέο δάνειο καθώς θα ήταν αμφίβολο αν θα μπορούσαν να ανταπεξέλθουν σε μια πρόσθετη απαίτηση.

Οι Fama and French (2005), σε μια μελέτη τους υποστηρίζουν ακόμα μια δυνατότητα, όπου οδηγεί τις εταιρείες στην έκδοση νέων μετοχών χωρίς να παρεκκλίνουν από την θεωρία. Αυτό συμβαίνει όταν οι οικονομικές μονάδες



προσδοκούν σε μια νέα εξωτερική χρηματοδότηση στο σύντομο μέλλον. Όταν η εν λόγω απαίτηση δεν πραγματοποιείται λόγω δυσμενών συνθηκών όπως προβλεπόμενη μελλοντική πιστοληπτική ικανότητα, η εταιρεία θα προβεί στην έκδοση νέων μετοχών για να μπορεί να εκδώσει νέο δάνειο στο μέλλον.

Οι Halon and Heider (2005), σε μια έρευνα που πραγματοποίησαν υποστηρίζουν ότι η θεωρία της ιεράρχησης επηρεάζεται από την ηλικία μιας εταιρείας, το μέγεθος των εταιρειών και τον κίνδυνο που αναλαμβάνουν. Η ηλικία και το μέγεθος όσο μεγαλώνουν, ενδυναμώνουν την ισχύ της θεωρίας. Το αντίστροφο συμβαίνει με τον κίνδυνο, όπου όσο υψηλότερο κίνδυνο αναλαμβάνουν ή διαθέτουν τόσο περισσότερο αποδυναμώνεται η ισχύ της θεωρίας.

#### 2.4 ΘΕΩΡΙΑ ΠΛΗΡΟΦΟΡΗΣΗΣ

Μια διαφορετική δομή του κεφαλαίου προτείνεται από τον Ross (1977), και βασίζεται στην ασύμμετρη πληροφόρηση. Σύμφωνα με τον Ross (1977) οι επενδυτές ως ένδειξη της υψηλότερης ποιότητας πληροφόρησης ερμηνεύουν το χρέος στα υψηλότερα δυνατά επίπεδα του. Το ίδιο συμβαίνει όταν η εταιρεία αναμένει υψηλότερες μελλοντικές ταμειακές ροές. Από την άλλη πλευρά οι χαμηλότερης ποιότητας επιχειρήσεις δεν μπορούν να ανταπεξέλθουν σε αυτά τα υψηλότερα επίπεδα, με αποτέλεσμα να καταφεύγουν στην λήψη περισσότερου χρέους. Το αποτέλεσμα αυτής της ενέργειας είναι αύξηση του αναμενόμενου κόστους πτώχευσης καθώς και σε οποιοδήποτε επίπεδο του χρέους.

Λαμβάνοντας υπόψη την εν λόγω θεωρία οι Ravid and Sarig (1991), συμπεραίνουν ότι οι εταιρείες παρουσιάζουν την ποιότητα τους από ένα βέλτιστο συνδυασμό μερισμάτων και μόχλευσης. Μάλιστα καταλήγουν ότι είναι καλύτερα οι εταιρείες να έχουν υψηλή μόχλευση και να καταβάλουν υψηλότερα μερίσματα από το να είναι χαμηλότερης ποιότητας και επιπέδου εταιρεία. Ο ισχυρισμός αυτός υποστηρίζεται και από άλλες εμπειρικές μελέτες όπως των (Aharony and Swary, 1980; Masulis, 1980), τα ευρήματα των οποίων παρουσιάζουν ότι μετά από θετικές έκτακτες αποδόσεις ακολουθεί αύξηση του μερίσματος ή αύξηση της μόχλευσης.

Οι Shenoy and Koch (1995), σε μια μελέτη τους επιχειρούν να βρουν το σημείο που τέμνονται η θεωρία πληροφόρησης και η θεωρία ιεράρχησης. Η θεωρία πληροφόρησης έχει ένα πιο διαχρονικό χαρακτήρα ως προς τον τρόπο προσέγγισης της κεφαλαιακής διάρθρωσης. Ενώ η θεωρία ιεράρχησης επικεντρώνεται στην

ταυτόχρονη σχέση μεταξύ ταμειακών ροών και μόχλευσης. Την παραπάνω διάκριση την εξέφρασαν αφού μελέτησαν επιχειρήσεις που σχετίζονται με τον αγροτικό τομέα<sup>10</sup> και με τους δανειστές τους.

---

<sup>10</sup> Σε πρωτογενές επίπεδο.

### ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3: ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ ΜΟΧΛΕΥΣΗΣ

Μόχλευση θεωρείται ως η χρησιμοποίηση δανειακών κεφαλαίων με σκοπό να αυξήσουν την αποδοτικότητα της επιχείρησης. Η ύπαρξη ξένου κεφαλαίου μέσα στην εταιρεία, με συνετές κινήσεις, μπορεί να αποφέρει μεγαλύτερες αποδόσεις από το σύννηδες, γιατί έχει την δυνατότητα να εκμεταλλευτεί πιο εύκολα ευκαιρίες που παρουσιάζονται στον κλάδο που δραστηριοποιούνται. Όταν όμως η απόδοση του ενεργητικού είναι μικρότερη από το κόστος των δανειακών κεφαλαίων, τότε η εταιρεία αρχίζει να καθυστερεί να εξοφλήσει και να ανταπεξέλθει στις υποχρεώσεις της που έχει δεχτεί. Το αποτέλεσμα από αυτή τη δυσχερή θέση, για την εταιρεία, είναι οι πιέσεις των πιστωτών να είναι εντονότερες και ο κίνδυνος πτώχευσης να είναι πλέον ορατός.

Σύμφωνα με την *Perspectives on Hedge Fund Investing*, η μόχλευση είναι ένα εργαλείο, και όπως όλα τα εργαλεία, μπορούν να χρησιμοποιηθούν με σύνεση ή όχι. Γενικά όμως θεωρείται ότι οποιαδήποτε χρήση της μόχλευσης είναι επικίνδυνη όταν γίνεται πέραν των δυνατοτήτων που μπορεί να αντέξει η εκάστοτε επιχείρηση. Ο δείκτης μόχλευσης είναι απλός και εύκολος στην εφαρμογή του καθώς και η παρακολούθηση του δεν απαιτεί ιδιαίτερες ικανότητες. Επιπλέον μπορεί να εγκριθεί γρήγορα χωρίς να οδηγεί σε υψηλό κόστος και ειδικές απαιτήσεις για την εμπειρογνωμοσύνη για τις τράπεζες ή τις εταιρείες. Επιπλέον ο δείκτης μόχλευσης μπορεί να εφαρμοστεί ανεξάρτητα από την οικονομική κατάσταση της χώρας όπου δραστηριοποιείται η εταιρεία

Η μόχλευση μπορεί να έχει θετικά αποτελέσματα όταν υπάρχει η δυνατότητα να αυξήσει την απόδοση των μετοχών. Κάτι τέτοιο για να γίνει πρέπει το ξένο κεφάλαιο να τοποθετηθεί σε στοιχεία του ενεργητικού που έχουν την δυνατότητα να παράγουν αυξημένες αποδόσεις. Δίνοντας με αυτόν τον τρόπο στην εταιρεία την ικανότητα να δέχεται και να λαμβάνει πιο υψηλές αποδόσεις από τις επενδυτικές της κινήσεις. Το παραπάνω γίνεται πιο εμφανή, όταν μια εταιρεία σταματήσει να αντιλαμβάνεται την μόχλευση ως μέσο πλουτισμού. Πολλές εταιρείες που δεν έχουν ικανοποιητικά κεφάλαια αποκτούν επιπλέον κεφάλαιο<sup>11</sup>, και το χρησιμοποιούν ως ένα μέσο ανακατανομής κεφαλαίου. Το αποτέλεσμα αυτής της ενέργειας είναι το κόστος εξυπηρέτησης των συμφωνηθέντων τόκων, που αναλαμβάνουν για το δάνειο, να βαρύνει την εταιρεία και όχι αυτούς που καρπώνονται τα οφέλη.

---

<sup>11</sup> Ξένο κεφάλαιο.

### 3.1 ΑΝΑΠΤΥΞΗ

Η θεωρία αντισταθμίσεως προβλέπει μια αρνητική σχέση μεταξύ μόχλευσης και ανάπτυξης. Όταν οι εταιρείες βρίσκονται σε περίοδο που αναπτύσσονται με γοργούς ρυθμούς καθώς και όταν διατρέχουν κίνδυνο χάνουν αρκετό μέρος της αξίας τους. Πολλές ακόμα θεωρίες, όπως η θεωρία της αντιπροσώπευσης προβλέπουν μια αρνητική σχέση μεταξύ της μόχλευσης και της ανάπτυξης. Το πρόβλημα των ανεπαρκών επενδύσεων αποτελεί σοβαρό θέμα για τις εταιρείες που βρίσκονται ή που οδηγούνται στην ανάπτυξη. Το πρόβλημα αυτό γίνεται πιο έντονο όταν οι συγκεκριμένες εταιρείες προτιμούν να έχουν λιγότερο χρέος. Το πρόβλημα της μείωσης των επενδύσεων συνήθως οφείλεται στο γεγονός ότι οι εταιρείες με υψηλό και επικίνδυνο χρέος, περιορίζονται να επενδύσουν σε περιορισμένο βαθμό (Myers, 1977).

Όσο οι επιλογές ανάπτυξης αυξάνονται τα προβλήματα υποκατάστασης των περιουσιακών στοιχείων γίνονται πιο σοβαρά. Σε εταιρείες υψηλής ανάπτυξης είναι πιο εύκολο για τους μετόχους να αυξήσουν τον κίνδυνο της επένδυσης και πιο δύσκολο για τους κατόχους χρέους να εντοπίσουν αυτές τις αλλαγές. Συνεπώς το χρέος είναι περισσότερο δαπανηρό για τις επιχειρήσεις με ευκαιρίες υψηλής ανάπτυξης. Οι δαπάνες της αντιπροσώπευσης στον τομέα της ελεύθερης ταμειακής ροής, είναι λιγότερο αυστηρές για τις αναπτυσσόμενες εταιρείες (Jensen, 1986). Αυτό οδηγεί στο συμπέρασμα ότι οι εταιρείες υψηλής ανάπτυξης πρέπει να έχουν το λιγότερο δυνατό χρέος. Σύμφωνα με τους Chen and Zhao (2005), οι οποίοι υποστηρίζουν ότι το κόστος συναλλαγής για φορολογικούς λόγους, δεν μπορεί να εξηγήσει σωστά την σχέση μεταξύ της μόχλευσης και της κερδοφορίας. Επιπλέον η πειθαρχεία που το χρέος παρέχει είναι λιγότερο πολύτιμη για τις εταιρείες που έχουν ευκαιρίες ανάπτυξης<sup>12</sup>.

Σε αντίθεση η θεωρία ιεράρχησης, προβλέπει ότι οι εταιρείες με περισσότερες επενδύσεις που κατέχουν σταθερή κερδοφορία, θα πρέπει να συσσωρεύουν περισσότερο χρέος με την πάροδο του χρόνου. Έτσι με βάση την θεωρία της ιεράρχησης υπάρχει μια θετική σχέση μεταξύ μόχλευσης και ανάπτυξης. Η σχέση μεταξύ της μόχλευσης και τις δυνατότητες ανάπτυξης μιας εταιρείας έχει μελετηθεί σε πολλές και διαφορετικές μελέτες συμπεριλαμβανόμενων των (Bradley et.al. 1984;

---

<sup>12</sup> Έτσι, ο καλύτερος τρόπος για να προσεγγίσουμε τη σχέση μεταξύ της μόχλευσης και των κερδών δεν έχει ακόμη διευθετηθεί πλήρως.

Long and Malitz, 1985; Smith and Watt, 1992; Barclay, 1995; Barclay et.al. 2006; Frank and Goyal, 2007).

Σε μια μελέτη των Aivazian et al. (2005b), συμπεραίνουν ότι η προσπάθεια για τον έλεγχο της μόχλευσης αλλά και της ωριμότητας του χρέους<sup>13</sup>, έχουν ως αποτέλεσμα να επηρεάζουν αρνητικά τις ευκαιρίες ανάπτυξης της εταιρείας. Τα ίδια αποτελέσματα παρουσιάζουν και οι (Johnson, 2003; Billett et al. 2006), καθώς εξετάζουν τον αντίκτυπο των ευκαιριών ανάπτυξης από την αρχική επιλογή μόχλευσης και ωριμότητα του χρέους. Τα ευρήματα τους παρουσιάζουν ότι οι εταιρείες με υψηλή ανάπτυξη υιοθετούν χαμηλή μόχλευση και μικρής διάρκειας χρέους. Σκοπός της παραπάνω πολιτικής είναι οι εταιρείες να ελέγξουν τα προβλήματα που προκαλούνται από την θεωρία αντιπροσώπευσης. Επιπλέον οι εν λόγω πολιτικές μπορούν να θεωρηθούν ως μια προσωρινή λύση καθώς η χρήση μικρού σε ωριμότητα χρέους μειώνει την αρνητική επίδραση που ασκεί η μόχλευση στις ευκαιρίες ανάπτυξης.

Οι Meckling and Jensen (1976), καθώς και ο Myers (1977), υποστηρίζουν ότι όταν οι εταιρείες έχουν μεγάλο και επικίνδυνο ανεξόφλητο χρέος προβαίνουν σε ενέργειες ώστε να μεταβάλουν την κατάσταση που υπάρχει. Σε μεγάλο ποσοστό οι εταιρείες ενεργούν για να μεγιστοποιήσουν την αξία των ιδίων κεφαλαίων και όχι την συνολική αξία της εταιρείας. Τότε η κατάσταση είναι αμφίρροπη γιατί οι κάτοχοι των εταιρειών έχουν σοβαρά κίνητρα τόσο για αυξημένες όσο και για μειωμένες επενδύσεις. Επιπλέον τονίζουν ότι μια μη δομημένη ανάπτυξη οδηγεί σε απώλεια σταθερής αξίας και κατ' επέκταση σε μη ιδανικές επενδυτικές αποφάσεις. Όλα αυτά αποτελούν ένα σημαντικό παράγοντα για δημιουργία αντικρουόμενων συμφερόντων μεταξύ αντιπροσώπων και αντιπροσωπευόμενων

Επομένως είναι προτιμότερο η εταιρεία να εντείνει τις μελλοντικές προσπάθειες για ανάπτυξη για τον περιορισμό πιθανών συγκρούσεων. Η προφανής λύση οδηγεί στην αποφυγή της χρήσης χρηματοδότησης του χρέους. Τα παραπάνω οδηγούν στην πρόβλεψη ότι οι επιχειρήσεις με περισσότερες ευκαιρίες ανάπτυξης θα πρέπει να έχουν μικρότερη μόχλευση στην κεφαλαιακή τους δομή.

Αντίθετα οι Childs, Mauer and Ott (2005), υποστηρίζουν ότι οι εταιρείες με περισσότερες ευκαιρίες ανάπτυξης τείνουν να έχουν ένα μεγαλύτερο ποσοστό του χρέους. Συγκεκριμένα σύμφωνα με την μελέτη τους, οι μεταβλητές που επέλεξαν

---

<sup>13</sup> Ωστε να είναι αυτά τα μεγέθη στα επιθυμητά για την εταιρεία επίπεδα.

αναφέρονται για βραχυπρόθεσμο χρέος. Επιπλέον τονίζουν ότι το χρέος γίνεται λιγότερο ευαίσθητο στις μεταβολές της αξίας της εταιρείας, λόγω του ότι με το βραχυπρόθεσμο χρέος μπορούν να μετριάσουν τα κίνητρα για υπερεπενδύσεις.

Παρά το γεγονός ότι ο μεγαλύτερος κίνδυνος ρευστότητας του βραχυπρόθεσμου χρέους μπορεί να έχει αρνητική επίδραση στην άμεση μόχλευση, βέβαια υπάρχουν και ερευνητές που υποστηρίζουν μια διαφορετική άποψη. Οι (Johnson, 2003; Childs, Mauer and Ott, 2005), υποστηρίζουν ότι η χρήση του βραχυπρόθεσμου δανεισμού θα πρέπει να μετριάσει την αρνητική επίδραση των ευκαιριών ανάπτυξης.

Μια εκτεταμένη αρθρογραφία εξετάζει εμπειρικά τη σχέση μεταξύ ανάπτυξης και μόχλευσης Rajan and Zingales (1995), βρίσκουν ότι η μόχλευση σχετίζεται αρνητικά με τις ευκαιρίες ανάπτυξης. Παρόμοια αποτελέσματα σε διαφορετικές όμως μελέτες διεξάγουν και οι Barclay and Smith (1995), καθώς στην έρευνα τους καταλήγουν ότι η ωριμότητα του χρέους σχετίζεται αρνητικά με τις ευκαιρίες ανάπτυξης.

Οι Barclay, Marx, and Smith (2003), και Johnson (2003), χρησιμοποιούν δεδομένα από μη χρηματοοικονομικές εταιρείες από την βάση Compustat. Στις έρευνές τους εκτιμούν ότι τα συστήματα που χρησιμοποιούν για να αναλύουν τα δεδομένα, αντιμετωπίζουν την μόχλευση σαν μια ενδογενή μεταβλητή. Επιπλέον και στις δύο μελέτες επιβεβαιώνουν την αρνητική σχέση μεταξύ ανάπτυξης και μόχλευσης.

Η σχέση της εμπορικής με της λογιστικής αξίας των περιουσιακών στοιχείων είναι μια ευρέως χρησιμοποιούμενη διαδικασία για ευκαιρίες ανάπτυξης. Οι μελέτες καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι η μόχλευση σχετίζεται αρνητικά με την εμπορική αξία, σύμφωνα με την θεωρία αντισταθμίσεως. Οι Rajan and Zingales (1995), στηριχτήκαν σε μια λογιστική βάση για τα έτη 1987 έως 1991 και εξέτασαν 8000 εταιρείες από 39 χώρες δίνοντας ιδιαίτερη προσοχή σε μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις στις χώρες του G-7<sup>14</sup>. Τα ευρήματα τους παρουσιάζουν μια αρνητική σχέση μεταξύ μόχλευσης και της εμπορικής αξίας σε όλες τις χώρες της G7. Στα ίδια αποτελέσματα καταλήγουν σε μια μεταγενέστερη έρευνα και οι (Jong and Dijk, 1998).

### 3.2 ΜΕΓΕΘΟΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ

Η θεωρία αντισταθμίσεως προβλέπει ότι οι μεγάλες εταιρείες θα έχουν μεγαλύτερο χρέος και χαμηλότερο κόστος αντιπροσώπευσης. Όσο πιο μεγάλες είναι οι εταιρείες

---

<sup>14</sup> Ιαπωνία, Γερμανία, Γαλλία, Ιταλία, Καναδά, Ηνωμένο Βασίλειο, Ηνωμένα Έθνη.

τόσο μεγαλύτερη φήμη έχουν στην αγορά δανεισμού, συνεπώς χαμηλότερες δαπάνες αντιπροσώπευσης. Άλλωστε οι μεγαλύτερες επιχειρήσεις είναι κατά κανόνα πιο ώριμες στην αγορά. Επιπλέον σύμφωνα με την θεωρία αντισταθμίματος, υποστηρίζει ότι υπάρχει μια θετική σχέση μεταξύ μόχλευσης και μεγέθους εταιρείας. Σε μια μελέτη των Psillaki and Daskalakis.(2008) ,οι οποίοι προσπαθώντας να κατανοήσουν την κεφαλαιακή διάρθρωση μεταξύ χωρών, όπου μεταξύ των άλλων το δείγμα τους εξέταζε και ελληνικές εταιρείες. Τα ευρήματα τους για τις ελληνικές εταιρείες κατέληξαν σε μια στατιστικά σημαντική θετική σχέση, μεταξύ μεγέθους και μόχλευσης. Τα ευρήματα της μελέτης αυτής συνάδουν με εκείνα των Ozkan (2001), Gaud et al. (2005), και Sogorb-Mira (2005) οι οποίοι στα αποτελέσματά τους αναφέρουν ότι οι μεγαλύτερες εταιρείες έχουν και υψηλότερα ποσοστά χρέους. Σύμφωνα με τον Majumdar (1997), το μέγεθος της εταιρείας επηρεάζει τις οικονομικές τις αποδόσεις με πολλούς τρόπους. Οι μεγάλες επιχειρήσεις μπορούν να αξιοποιήσουν καλύτερα την οικονομική τους κλίμακα και εμβέλεια. Αντίθετα οι μικρότερες δεν μπορούν να το κάνουν αυτό συνεπώς οι μεγαλύτερες εταιρείες είναι πιο αποτελεσματικές σε σύγκριση με τις μικρότερες επιχειρήσεις. Από την άλλη πλευρά, καθώς οι εταιρείες μεγαλώνουν αντιμετωπίζουν την αναποτελεσματικότητα των στόχων τους. Η κατάσταση αυτή δικαιολογείται γιατί το περιβάλλον είναι ιδιαίτερα ανταγωνιστικό, καθώς οι μικρότερες επιχειρήσεις είναι πολύ περιορισμένες στο ευρύτερο περιβάλλον τους. Το αντίκτυπο τέτοιου είδους συνθηκών, είναι να μειωθούν οι οικονομικές επιδόσεις με μεγαλύτερη ένταση από το κανονικό. Όλα τα παραπάνω ενισχύουν την θεωρία ιεράρχησης (pecking order theory). Οι μεγάλες εταιρείες έχουν μεγάλο ενεργητικό, συνεπώς μια αρνητική απόφαση που θα πρέπει να πάρουν μπορεί να είναι πιο σημαντική, αν αυτή προσκρούει σε μεγαλύτερα συμφέροντα. Επομένως, είναι αμφίροπη και μερικές φορές διφορούμενη η ακριβή σχέση μεταξύ των μεγεθών του κέρδους και της μόχλευσης

### 3.3 ΗΛΙΚΙΑ

Όσον αφορά την ηλικία οι παλαιότερες εταιρείες είναι πιο έμπειρες έχουν μεγαλύτερη τριβή με το αντικείμενο του χώρου και είναι πιο ώριμες στην αγορά. Επιπλέον έχουν απολαύσει τα οφέλη της μάθησης και δεν έχουν τις υποχρεώσεις που θα έχει ένας νέος στον κλάδο που έχει στόχο να εδραιωθεί στην αγορά που δραστηριοποιείται (Stinchcombe, 1965). Ακόμα θεωρούνται καταξιωμένες με ένα συγκεκριμένο κύρος, και με ένα συγκεκριμένο κύκλο πωλήσεων, χωρίς να χρειάζονται να επενδύσουν και

να ξοδέψουν χρήματα για τα παραπάνω, καθώς ο χρόνος είναι ένας σημαντικός παράγοντας που τις διατήρησε και τις εδραίωσαν στην αγορά.

Από την άλλη πλευρά οι μεγάλες εταιρείες είναι επιρρεπής σε αδράνεια, καθώς και σε μια γραφειοκρατία που μπορεί να μην συνάγει με το αποτέλεσμα των προσπαθειών τους. Θα μπορούσαν να έχουν αναπτύξει διαδικασίες, οι οποίες να μην ακολουθούν τις αλλαγές της αγοράς. Οπότε στη συγκεκριμένη περίπτωση υπάρχει μια αρνητική σχέση μεταξύ της ηλικίας και της απόδοσης. Ακόμα οι παλαιότερες επιχειρήσεις είναι απίθανο να έχουν την ευελιξία για να προσαρμοστούν στις συνεχώς μεταβαλλόμενες συνθήκες, καθώς είναι προσκολλημένες σε παλιές και δοκιμασμένες μεθόδους. Επιπλέον οι μεγάλες εταιρείες έχουν χάσει σε μεγάλο βαθμό την αντίληψη των αναγκών που έχει καθορίσει η αγορά με αποτέλεσμα να χάνουν την ανταγωνιστικότητά τους σε σχέση με τις νέες εταιρείες στον χώρο αγοράς, όπου θα είναι πιο ευκίνητες (Marshall, 1920). Έτσι το αποτέλεσμα από τα παραπάνω μπορεί να αποδώσει μια αμφίδρομη αλληλεπίδραση μεταξύ ηλικίας και μόχλευσης των επιχειρήσεων.

### 3.4 ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ

Οι ενσώματες ακινητοποιήσεις μετρώνται από την αναλογία των πάγιων περιουσιακών στοιχείων Ενεργητικού στο σύνολο των περιουσιακών στοιχείων. Τα ενσώματα περιουσιακά στοιχεία είναι πιο εύκολο να ασφαλιστούν γιατί υφίστανται μικρότερη απώλεια αξίας όταν οι επιχειρήσεις είναι σε δυσχερή θέση. Με βάση τη θεωρία αντισταθμίσεως τα περιουσιακά στοιχεία επιδρούν σημαντικά στο κόστος των χρηματοοικονομικών δυσχερειών. Τόσο η θεωρία αντισταθμίσεως όσο και η θεωρία αντιπροσώπευσης προβλέπουν μια θετική σχέση μεταξύ της μόχλευσης και των ενσώματων ακινητοποιήσεων.

Σύμφωνα με την θεωρία ιεράρχησης (Harris and Ravin, 1991), όπου υποστηρίζουν ότι η χαμηλή ασυμμετρία πληροφοριών, που συνδέεται με τις ενσώματες ακινητοποιήσεις, καθιστά την καθαρή θέση λιγότερο δαπανηρή. Το συμπέρασμα που απορρέει από τις θεωρίες είναι μια αρνητική σχέση μεταξύ μόχλευσης και ενσώματων περιουσιακών στοιχείων. Η σχέση μεταξύ χρέους και ενσώματων ακινητοποιήσεων είναι σημαντικά θετική. Εμπειρικά η χρήση βραχυπρόθεσμου



δανεισμού φαίνεται να βοηθάει πολύ περισσότερο από ότι βοηθά η χρήση μεσοπρόθεσμο δανεισμού.<sup>15</sup>

### 3.5 ΚΕΡΔΟΦΟΡΙΑ

Η θεωρία δανεισμού υποστηρίζει, ότι οι εταιρείες προτιμούν την εσωτερική χρηματοδότηση από ότι την εξωτερική. Οι εμπειρικές μελέτες βρίσκουν μια αρνητική σχέση μεταξύ κερδοφορίας και μόχλευσης. Αυτή η αρνητική σχέση ερμηνεύεται με την θεωρία του δανεισμού, σύμφωνα με τους Chen and Zhao (2005), οι οποίοι έχουν στηριχτεί σε αυτή την θεωρία, υποστηρίζουν ότι ούτε το κόστος των συναλλαγών αλλά ούτε και για λόγους φορολογικούς μπορεί να εξηγηθεί σωστά η αρνητική σχέση μεταξύ της μόχλευσης και των κερδών, καθώς δεν έχει ακόμα μελετηθεί σε βάθος για ορθότερα αποτελέσματα. Επιπλέον μελέτες που έχουν ασχοληθεί με αυτό το θέμα και παρουσιάζουν αρνητική σχέση μεταξύ της μόχλευσης και της κερδοφορίας σύμφωνα με τους (Myers, 1984; Chittenden et al. 1996; Michaelas et al. 1999; Cassar and Holmes, 2003; Gedajlovic et al. 2003; Lincoln et al. 1996). Σύμφωνα με τα παραπάνω θα μπορούσε να ειπωθεί ότι οι πιο κερδοφόρες επιχειρήσεις θα πρέπει να έχουν μικρότερη μόχλευση με την πάροδο του χρόνου.

Η θεωρία αντισταθμίσεως προβλέπει ότι οι κερδοφόρες επιχειρήσεις θα πρέπει να κατέχουν μεγαλύτερο χρέος. Το κόστος πτώχευσης αναμένεται να είναι μικρότερο και να βοηθάει τα φορολογικά οφέλη να είναι πιο πολύτιμα για τις προσοδοφόρες επιχειρήσεις. Επιπλέον οι εταιρείες που παράγουν υψηλότερα κέρδη από ότι επενδύσεις, επωφελούνται από την πειθαρχία που παρέχει το χρέος στον περιορισμό ρευστών διαθέσιμων σύμφωνα με τον (Jensen, 1986). Ακόμα οι εταιρείες που κερδίζουν περισσότερο εισόδημα από το μέσο εισόδημα που υπάρχει στον κλάδο, είναι σε θέση να χρηματοδοτήσουν τις μελλοντικές τους ενέργειες με τα εσωτερικά κεφάλαια που διαθέτουν. Σύμφωνα με αυτό συνεπάγεται ότι οι εταιρείες αυτές έχουν μικρότερη ανάγκη για να αποκτήσουν παραπάνω χρέος, οπότε και δημιουργούνται οι κατάλληλες συνθήκες για την επίτευξη της μείωσης του χρέους με την πάροδο του χρόνου.

Συγκεκριμένα για την Ελλάδα μια μελέτη των Psillaki and Daskalakis.(2008) καταλήγει σε μια αρνητική σχέση μεταξύ μόχλευσης και κερδοφορίας. Η διαπίστωση

---

<sup>15</sup> Αυτό οδηγεί μερικές φορές στις ιδέες που ταιριάζουν με την ωριμότητα. Εδώ δεν επιδιώκεται αυτή η ιδέα γιατί θα απαιτούσε μια πιο ολοκληρωμένη αντιμετώπιση για τις διάφορες ρήτρες και τις απρόβλεπτες δαπάνες στις συμβάσεις χρέους. Όπως γίνονται στις μελέτες Myers.

αυτή είναι σύμφωνη με την θεωρία της Ιεράρχησης η οποία υποστηρίζει ότι οι εταιρείες τείνουν να χρησιμοποιούν περισσότερο την εσωτερική χρηματοδότηση από ότι την εξωτερική. Σύμφωνα με τα παραπάνω ευρήματα είναι και οι Booth et al. (2001), Gaud et al. (2005), and Ozkan (2001) για τις μεγάλες εταιρείες και Van der Wijst and Thurik (1993), Hall et al. (2004) για τις μικρές εταιρείες.

Η ανάλυση της χρηματοοικονομικής μόχλευσης με βάση την κερδοφορία των εταιρειών καταλαμβάνουν ένα σημαντικό τμήμα στην οικονομική επιστήμη (Dean, 1968; Sheel, 1994; Barthwal, 2000). Αυτό προκύπτει από δύο βασικούς λόγους την σημασία της κερδοφορίας ως δείκτης για την αξιολόγηση της αποδοτικότητας των εταιρειών και την σχέση μεταξύ της μόχλευσης και της κερδοφορίας.

Υπάρχουν πολλές εμπειρικές μελέτες που αναφέρονται στη σχέση μεταξύ μόχλευσης και κερδοφορίας. Ωστόσο τα ευρήματα από αυτές τις μελέτες είναι αμφιλεγόμενα. Μερικές μελέτες καταλήγουν σε μια θετική σχέση μεταξύ της μόχλευσης και της κερδοφορίας, ενώ άλλοι καταλήγουν σε μια αρνητική σχέση.

Οι μελέτες των Modigliani and Miller (1963), καθώς και των Ruland and Zhou (2005), καταλήγουν στο ότι υπάρχει μια θετική σχέση μεταξύ της μόχλευσης και της κερδοφορίας. Ανάλογα είναι και τα ευρήματα των Robb and Robinson (2009), οι οποίοι διαπίστωσαν ότι τα κέρδη από την μόχλευση είναι αρκετά σημαντικά. Επίσης συμπέραναν ότι η χρήση του χρέους αυξάνει την αξία αγοράς της εταιρείας. Ακόμα υποστηρίζουν ότι η χρηματοοικονομική μόχλευση έχει θετική επίδραση στην απόδοση της επιχείρησης όπως για παράδειγμα στην απόδοση των μετοχών.

Στη μελέτη του ο Abor (2005), επισήμανε μια σημαντικά θετική σχέση μεταξύ του συνολικού χρέους, του συνόλου του ενεργητικού και την αποδοτικότητα των ιδίων κεφαλαίων. Κατά τον ίδιο τρόπο και οι Chandrakumarmangalam and Govindasamy (2010), διαπίστωσαν ότι η μόχλευση έχει θετική σχέση με την αποδοτικότητα των μετοχών. Όσον αφορά τον πλούτο μεγιστοποιείται όταν οι εταιρείες είναι σε θέση να χρησιμοποιήσουν περισσότερο χρέος. Σύμφωνα με τους Berkivitch and Israel (1996), παρατηρούν ότι η σχέση μεταξύ της αξία μιας επιχείρησης και του ύψους χρέους που κατέχει, σχετίζεται θετικά όταν οι μέτοχοι της έχουν τον απόλυτο έλεγχο επί των δραστηριοτήτων της επιχείρησης. Αντιθέτως σχετίζεται αρνητικά, όταν οι κάτοχοι των ομολόγων έχουν τη δύναμη να επηρεάσουν την πορεία της επιχείρησης. Η χρήση

των υψηλών επιπέδων του χρέους στην κεφαλαιακή διάρθρωση οδηγεί σε μια μείωση ή αύξηση στην απόδοση των ιδίων κεφαλαίων των μετόχων<sup>16</sup>.

Σε αντίθεση με την παραπάνω άποψη, καταλήγουν μερικές μελέτες που έχουν βρει αρνητική σχέση μεταξύ της μόχλευσης και της κερδοφορίας (Negash, 2001; Phillips and Sipahioglu, 2004; Myers, 2001). Ο Negash (2001), διαπίστωσε ότι το χρέος έχει αρνητικό αντίκτυπο στην κερδοφορία των εισηγμένων εταιρειών στο Χρηματιστήριο. Οι Titman and Wessels (1988), παρατήρησαν ότι οι πολύ κερδοφόρες εταιρείες έχουν χαμηλότερα επίπεδα μόχλευσης σε σύγκριση με τις λιγότερο κερδοφόρες εταιρείες. Το συγκεκριμένο συμπέρασμα το δικαιολογούν στο ότι οι επιχειρήσεις χρησιμοποιούν για αρχή τα κέρδη τους και έπειτα αναζητούν ξένα κεφάλαια. Ορισμένες μελέτες όπως των (Sheel, 1994; Sunder and Myers, 1999; Wald, 1999), έχουν επιβεβαιώσει αυτές τις διαπιστώσεις. Για παράδειγμα, ο Wald (1999), βρήκε ότι κερδοφορία έχει αρνητικές επιπτώσεις για το χρέος σε σχέση με τους δείκτες των περιουσιακών στοιχείων.

Οι Fama and French (1998), αναφέρουν ότι το χρέος δεν προκαλεί φορολογικά οφέλη. Ο βαθμός μόχλευσης τείνει στο να δημιουργεί προβλήματα αντιπροσώπευσης μεταξύ των μετόχων και των πιστωτών. Επιπλέον σύμφωνα με την θεωρία της αντιπροσώπευσης προβλέπει αρνητικές σχέσεις μεταξύ της μόχλευσης και της κερδοφορίας. Υπάρχουν ερευνητές οι οποίοι στις μελέτες τους αναφέρουν και καταλήγουν σε αρνητικά αποτελέσματα μεταξύ της μόχλευσης και της κερδοφορίας (Myers, 1984; Chittenden et al. 1996; Michaelas et al. 1999; Cassar and Holmes, 2003; Gedajlovic et al. 2003; Lincoln et al. 1996).

Μερικές άλλες μελέτες αναφέρουν ότι δεν υπάρχει καμία σχέση μεταξύ της μόχλευσης και της κερδοφορίας όπως οι Long and Malitz (1986), οι οποίοι δεν βρήκαν καμία σχέση μεταξύ της δομής του κεφαλαίου και της κερδοφορίας. Ενώ οι Hall et al. (2000), διαπίστωσαν ότι η κερδοφορία δεν είναι στατιστικά σημαντική για το μακροπρόθεσμο χρέος. Ο Amjed (2007), ανέφερε ότι στο σύνολό του το χρέος δεν έχει καμία σχέση με την σταθερή κερδοφορία λόγω των χαρακτηριστικών του βραχυπρόθεσμου και μακροπρόθεσμου χρέους.

Ο Pandey (2001), σε μια έρευνα του εξέτασε την κεφαλαιαγορά της Μαλαισίας λαμβάνοντας τα έτη από το 1984 έως το 1999, επιπλέον είχε 318 παρατηρήσεις και χρησιμοποιώντας παλινδρόμηση ελαχίστων τετραγώνων (OLS), ώστε να κατανοήσει

---

<sup>16</sup> Απόδοση ιδίων κεφαλαίων του ιδιοκτήτη.

την στατιστική σχέση μεταξύ του χρέους και των ανεξάρτητων μεταβλητών<sup>17</sup>. Τα ευρήματα του έδειξαν ότι η κερδοφορία επηρεάζει αρνητικά το χρέος, επιπλέον η επιρροή της κερδοφορίας ήταν εντονότερη σε βραχυπρόθεσμους δείκτες χρέους καθώς ακόμα και σε δείκτες συνολικού χρέους. Ανάλογες μελέτες έχουν γίνει και σε παλαιότερες περιόδους (Titman and Weesels, 1988; Rajan and Zingales, 1995), τα ευρήματα των μελετών τους είχαν ανάλογα ευρήματα με τις πιο πρόσφατα μελέτες.

### 3.6 ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑ

Η ρευστότητα παραπέμπει στο βαθμό στον οποίο οι υποχρεώσεις και το χρέος μιας εταιρείας γίνονται ληξιπρόθεσμα μέσα στους επόμενους 12 μήνες και η εξόφληση τους γίνεται αναγκαία. Η εκπλήρωση των παραπάνω μπορεί να καταβληθεί από μετρητά ή περιουσιακά στοιχεία, τα οποία είναι εύκολο να μετατραπούν σε ρευστά διαθέσιμα. Συνήθως μετράται από το κυκλοφορούν ενεργητικό προς βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις<sup>18</sup>. Επιπλέον μετριέται με την ικανότητα που έχουν οι εταιρείες να μετατρέπουν ένα περιουσιακό στοιχείο σε μετρητά γρήγορα. Το παραπάνω αντικατοπτρίζει την ικανότητα που έχουν οι εταιρείες να διαχειρίζονται το κεφάλαιο που είναι προορισμένο για την παραγωγική διαδικασία.

Στα χρηματοοικονομικά συναντάμε ένα πρότυπο επιχείρημα ικανό να επιτρέψει την απόφαση μιας εταιρείας ώστε να διατηρήσει πλεονάζουσα ρευστότητα στο ενεργητικό της. Το κριτήριο για μια τέτοια απόφαση είναι ότι πρέπει να σχετίζεται με τα περιουσιακά της στοιχεία της εταιρείας τόσο για κερδοσκοπικούς σκοπούς όσο και για προληπτικούς λόγους. Μια εταιρεία μπορεί να χρησιμοποιήσει ρευστά διαθέσιμα για τη χρηματοδότηση των δραστηριοτήτων της αλλά και για επενδύσεις που πρόκειται να υλοποιηθούν εντός του έτους. Το παραπάνω παρατηρείται όταν οι συνθήκες όπου οι εξωγενείς πηγές χρηματοδότησης δεν είναι διαθέσιμες ή είναι υπερβολικά δαπανηρές για μια εταιρεία.

Από την άλλη πλευρά, οι Opler and Titman (1994), εξέτασαν για μια περίοδο 19 ετών από το 1972 έως 1991 με δείγμα 46.799 εταιρείες. Στο δείγμα που επέλεξαν μόνο το 3% αναφέρεται σε βιομηχανίες με χαμηλές επιδόσεις καθώς παρουσίασαν αρνητική μέση αύξηση των πωλήσεων τους και με μεσαίο απόθεμα απόδοσης κάτω του 30%. Η μελέτη είχε σκοπό να εξετάσουν την αύξηση των πωλήσεων, τις αποδόσεις των μετοχών και της κερδοφορίας ως συνάρτηση του μεγέθους και τον έλεγχο

<sup>17</sup> Κερδοφορία, ανάπτυξη, επένδυση, μέγεθος και τον κίνδυνο.

<sup>18</sup> Γενική ρευστότητα.

κερδοφορίας. Τα αποτελέσματα της έρευνας τους έδειξαν ότι η υψηλότερη ρευστότητα θα επιτρέψει σε μια εταιρεία την αντιμετώπιση απρόβλεπτων κινδύνων. Επιπλέον βοηθάει για την καλύτερη αντιμετώπιση προς τις υποχρεώσεις της κατά την διάρκεια περιόδων χαμηλής κερδοφορίας το ίδιο υποστηρίζουν και άλλοι όπως οι Myers, 1977, Kim, 1998.

Σε αντίθεση με τα παραπάνω, οι Hvide and Moen (2000), εξετάζουν 1500 εταιρείες από το 1992-2006 με μεταβλητές, όπως οι υπάλληλοι τα περιουσιακά στοιχεία το χρέος και ο πλούτος. Βασιζόμενοι σε ένα θεωρητικό μοντέλο από τους (Evans and Jovanovic, 1989), τα αποτελέσματα τους αναφέρουν ότι η μέτρια κατοχή ρευστότητας μπορεί να ωθήσει την επιχειρηματική απόδοση, ενώ η άφθονη ρευστότητα ενδέχεται να κάνει περισσότερη ζημιά παρά όφελος. Αντιθέτως όταν οι περιορισμοί ρευστότητας δεν είναι παρόν, τότε δεν παρατηρείται η ύπαρξη σχέσης μεταξύ πλούτου και επιχειρησιακού μεγέθους. Κατά συνέπεια με βάση τις διεθνείς επιστημονικές μελέτες η επίδραση της ρευστότητας στην μόχλευση για τις εταιρείες είναι διφορούμενη.

Ο Welch (2004), σε μια ερευνά του σχετικά με την μόχλευση καταλήγει στο συμπέρασμα ότι οι επιχειρήσεις δεν έχουν στόχους αλλά και όσες θέτουν στόχους είναι απροσδόκητα αργές στην επίτευξη τους. Επιπλέον οι Fisher, Heinkel and Zechner (1989), υποστηρίζουν ότι οι εταιρείες τείνουν να προσαρμόσουν την μόχλευση μόνο εάν τα οφέλη από αυτές τις ενέργειες είναι περισσότερα από ότι η απόκλιση των εταιρειών από τον στόχο τους.

Τα ίδια με τα παραπάνω παρατηρούν και οι (Strebulaev, 2007; Shivdasani and Stefanescu, 2010; Korajczyk and Levy, 2003). Οι Leary and Roberts (2005), καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι οι εταιρείες επιδιώκουν για μια βέλτιστη προσαρμογή της μόχλευσης όταν οι συναλλαγές κόστους έχουν σταθερά στοιχεία. Ωστόσο το κόστος προσαρμογής μόχλευσης δεν εξαρτάται μόνο από τις ρήτρες που περιέχονται στο κόστος συναλλαγών αλλά και στα κίνητρα της εταιρείας για πρόσβαση στην αγορά κεφαλαίων.

### 3.7 ΠΛΗΘΩΡΙΣΜΟΣ

Ο Taggart (1985), υποστηρίζει ότι τα χαρακτηριστικά του φορολογικού κώδικα υποδεικνύουν μια θετική σχέση μεταξύ του χρέους και του αναμενόμενου πληθωρισμού. Η πραγματική αξία του φόρου μειώνεται για το χρέος όταν είναι υψηλότερος ο πληθωρισμός ή αναμένεται να είναι υψηλός. Επομένως, η θεωρία αντισταθμίματος προτείνει μια θετική σχέση μεταξύ της μόχλευσης και τον αναμενόμενο πληθωρισμό. Στην περίοδο της δεκαετίας του 1970 και αρχές του 1980, ο πληθωρισμός δεν έχει υπολογιστεί ως εξέχουσα θέση στην ακαδημαϊκή βιβλιογραφία για τη διάρθρωση του κεφαλαίου. Ωστόσο, τα αποτελέσματα συνεχίζουν να είναι σημαντικά. Οι Frank and Goyal (2007), καταλήγουν στο ότι υπάρχει μια ισχυρή θετική σχέση μεταξύ της μόχλευσης και τον αναμενόμενο πληθωρισμό.

### 3.8 ΕΠΕΝΔΥΣΗ

Η χρηματοοικονομική μόχλευση έχει επιπτώσεις στην επένδυση καθώς και στον επιχειρηματικό κίνδυνο. Η μόχλευση επηρεάζει σε αποτελεσματικό βαθμό την αντιστρεψιμότητα της επένδυσης που αντιμετωπίζεται από τους ιδιοκτήτες της εταιρίας. Όταν η επένδυση μπορεί να χρηματοδοτηθεί με τη μόχλευση, η αποτελεσματική τιμή του κεφαλαίου μειώνεται από τη φορολογική αποταμίευση που συνδέεται με το χρέος χρηματοδοτώντας τότε την επένδυση που έγινε. Αφ' ενός, κατά την διάρκεια της αποπληρωμής του χρέους, η εταιρία πρέπει να ξεπληρώσει το χρέος της, σύμφωνα με τη συμφωνία χρέους, και αφετέρου πρέπει να αυξήσει την φορολογική αποταμίευση που συνδέεται με τη χρηματοδότηση χρέους και εκείνης της επένδυσης.

Τα τελευταία χρόνια οι ξένες άμεσες επενδύσεις<sup>19</sup> έχουν αυξηθεί σε σημαντικό βαθμό. Πιο συγκεκριμένα για το διάστημα 2002 – 2006 οι εισροές σε ξένα κεφάλαια, σε μορφή επενδύσεων, στις 12 παλαιότερες χώρες της ευρωζώνης παρουσιάζει αύξηση της τάξεως του 20%. Επιπλέον τα αποθέματα σε ξένες άμεσες επενδύσεις ισούται με το 29% του ΑΕΠ της ευρωζώνης για το έτος 2006, ενώ για το έτος 2002 ήταν στο 22% αντίστοιχα.

---

<sup>19</sup> Ξένη άμεση επένδυση θεωρείται ο ξένος μέτοχος που πρέπει να κατέχει παραπάνω από το 10% των μετοχών μιας εταιρείας. Αυτά τα κεφάλαια έχουν μακροπρόθεσμο χαρακτήρα καθώς είναι αντίθετα με επενδύσεις μεγαλύτερου κερδοσκοπικού χαρακτήρα που έχουν βραχυπρόθεσμο χαρακτήρα.

Σχετικά με την Ελλάδα ο βαθμός άμεσων επενδύσεων από το εξωτερικό, σε σύγκριση με άλλα κράτη μέλη της ευρωζώνης, είναι ιδιαίτερα χαμηλός (Eurostat). Επιπλέον οι ξένες επενδύσεις από χώρες της ευρωζώνης το 2006 ισοδυναμούσαν μόλις με το 4,3% του ελληνικού ΑΕΠ ενώ το 2002 το ποσοστό αυτό αντιστοιχούσε στο 3,8%<sup>20</sup>.

Στην εργασία τους οι Modigliani and Miller (1958), ισχυρίζονται ότι στις κεφαλαιαγορές η πρωτεύουσα δομή είναι άνευ σημασίας και έτσι η χρηματοδότηση μιας εταιρείας και οι επενδυτικές της αποφάσεις είναι ανεξάρτητες. Από τότε οι μεταγενέστερες μελέτες παρουσιάζουν πως οι διάφορες τριβές και ατέλειες προκαλούν την αλληλεπίδραση μεταξύ της χρηματοδότησης και επένδυσης. Οι (Jensen and Meckling, 1976; Myers, 1977; Stulz, 1990), παρουσιάζουν ότι οι συγκρούσεις συμφερόντων μεταξύ μετόχων και κατόχων χρέους κατά την διάρκεια της άσκησης των επενδύσεων μπορούν δημιουργήσουν δυνατότητες για υπερεπένδυσης. Ταυτόχρονα οι συγκρούσεις συμφερόντων μπορούν να δημιουργήσουν κίνητρα για μείωση των επενδύσεων, η συγκεκριμένη μελέτη τονίζει ότι οι χρηματοδοτικές και επενδυτικές αποφάσεις είναι αλληλένδετες.

Ακόμα όταν οι ευκαιρίες για ανάπτυξη είναι σε χαμηλό επίπεδο, παρατηρείτε ότι οι εταιρίες προβαίνουν σε υπερεπενδύσεις. Σε αυτό το στάδιο η εταιρία βρίσκεται σε ένα επικίνδυνο σημείο. Αυτό παρατηρείται γιατί με την εμφάνιση χαμηλών ευκαιριών για ανάπτυξη τα θετικά σχέδια<sup>21</sup> είναι ελάχιστα. Από την πλευρά της διοίκησης εταιρίας θεωρεί, ως ποιο συνετό, να αυξήσει το μέγεθος της επιχείρησης και την αύξηση των ταμειακών ροών, για την διεξαγωγή των δραστηριοτήτων. Αυτό βέβαια είναι προς το συμφέρον της διοίκησης και όχι της εταιρείας (Jensen, 1986; Stulz, 1990).

Το χρέος επίσης μπορεί να χρησιμεύσει ως ένας μηχανισμός προστασίας για να μην επενδύουν υπερβολικά μεγάλα ποσά σε μετρητά. Με αυτόν τον τρόπο δίνεται στους κατόχους ομολόγων η δυνατότητα να περιορίζουν την σπατάλη και να αξιολογούν την διαχείριση (Jensen, 1986; Aivazian et al. 2005; Zhang, 2009). Αυτό έχει σαν αποτέλεσμα να υπάρχει μια αρνητική σχέση μεταξύ της μόχλευσης και των επενδύσεων. Η διοίκηση ενδέχεται να είναι απρόθυμη για να πληρώσουν το κόστος των εξωτερικών κεφαλαίων, ακόμα και όταν μετά από αυτές τις ενέργειες επηρεάζεται η ασυμμετρία πληροφόρησης (Myers, 1977; Pawlina and Renneboog,

---

<sup>20</sup> Σύμφωνα με στοιχεία της Ευρωπαϊκής Στατιστικής Υπηρεσίας παρουσιάζουν ότι η Ελλάδα συγκαταλέγεται στους ουραγούς μεταξύ των χωρών – μελών της ΕΕ.

<sup>21</sup> Που να σχετίζονται με την καθαρή παρούσα αξία.

2005). Ένας ακόμα λόγος που οδηγεί σε μια αρνητική σχέση μεταξύ της μόχλευσης και των επενδύσεων είναι τα όρια των επενδυτικών δαπανών λόγω του υποχρεωτικού κόστους του κεφαλαίου και την αύξηση του κινδύνου αθέτησης των υποχρεώσεων.

Ευρήματα από εμπειρικές μελέτες έχουν παρουσιάσει ότι η εξωτερική ιδιοκτησία έχει την τάση να μειώνει τις επενδύσεις είτε πρόκειται για υπερεπενδύσεις είτε πρόκειται για χαμηλές επενδύσεις (Goergen and Renneboog, 2001; Morgado and Pindado, 2009). Βέβαια μετά από μια αποτελεσματική διαχείριση στα κέρδη και με μία πιο σωστή και διορατική ανίχνευση και αντιμετώπιση του αληθινού κινδύνου στα επενδυτικά σχέδια, δεν θα υπήρχε ανάγκη για εξωτερική χρηματοδότηση. Ο Rose (2005) αναφέρει ότι η εξωτερική ιδιοκτησία μειώνει μόνο τα προβλήματα αντιπροσώπευσης, καθώς μειώνει και το κόστος εξωτερικού ελέγχου, που υπερβαίνει τα οφέλη της αποτελεσματικότερης παρακολούθησης.

Πολλές εμπειρικές έρευνες εξετάζουν την εταιρική χρηματοδότηση και τις επενδύσεις σε ξεχωριστό πλαίσιο (Titman and Wessels, 1988; Rajan and Zingales, 1995; Barclay and Smith, 1995). Μια σειρά από πρόσφατες μελέτες προσπαθούν να διερευνήσουν τις δυνητικές επιπτώσεις που υπάρχουν μεταξύ των πολιτικών χρηματοδότησης και των επενδύσεων. Οι Aivazian et al. (2005a) παρουσιάζουν ότι η μόχλευση έχει σημαντικά αρνητική επίδραση επί των επενδύσεων, υποστηρίζοντας ότι η μόχλευση έχει ένα ρυθμιστικό ρόλο για τις επιχειρήσεις με χαμηλές ευκαιρίες ανάπτυξης.

Ο Richardson (2006), παρατηρεί ότι πολλές μελέτες προσπαθούν να εντοπίσουν τα προβλήματα που υπάρχουν σε μία εταιρεία με μια απλή μέτρηση της σχέσης μεταξύ της μόχλευσης και των επενδύσεων καθώς και των ταμειακών ροών με των επενδύσεων. Επιπλέον προσθέτει ότι η θεωρία εξετάζει την σχέση μεταξύ των επενδύσεων και των ταμειακών ροών, καταλήγοντας ότι υπάρχει μια θετική συσχέτιση. Βέβαια θετική μπορεί να αναφερθεί μόνο όταν οι ταμειακές ροές χρησιμεύουν ως ένα υποκατάστατο για τις επενδυτικές ευκαιρίες και όχι σαν ένα κομμάτι της περιουσίας της εταιρίας

Επικερδής θεωρείται η επένδυση όταν η εταιρεία είναι φειδωλή και συγκρατημένη. Τότε η εταιρεία μπορεί είναι σε θέση να απορροφήσει το κόστος όλων των κινήσεων που αναλαμβάνει, καθώς και να κρατήσει σε χαμηλά επίπεδα την μόχλευση ανά συναλλαγή. Όταν η επένδυση είναι ζημιογόνα καλό θα ήταν να την διακόπτει ή να την προσαρμόζει με τρόπο ώστε να αποφεύγει ενδεχόμενη μεγαλύτερη ζημιά αλλά και για να διαφυλάττει τα τρέχων κέρδη της. Η βιβλιογραφία προσδιορίζει ένα μεγάλο αριθμό με σύγχρονες μεταβλητές που σχετίζονται με ποσοστά χρέους. Ωστόσο οι



Frank and Goyal (2007), δείχνουν ότι μόνο ένας μικρός αριθμός παραγόντων είναι εμπειρικά, δυνατός και οικονομικά σημαντικός.

### 3.9 ΚΙΝΔΥΝΟΣ

Η μεταβλητότητα των κερδών είναι ένα μέτρο αποτίμησης του κινδύνου μιας εταιρείας. Στηριζόμενοι στην βιβλιογραφία υποθέτουμε ότι σχετίζεται αρνητικά με την μόχλευση. Πιο συγκεκριμένα σύμφωνα με την θεωρία αντισταθμίσεως (trade off theory) το αναμενόμενο κόστος των χρηματοοικονομικών δυσχερειών αυξάνεται με τον κίνδυνο, ενώ οι φορολογικές διατάξεις χρησιμοποιούνται πλήρως για την μείωση του κινδύνου.

Η θεωρία της ιεράρχησης (pecking order theory) αναφέρει μια αρνητική σχέση μεταξύ του κινδύνου και της μόχλευσης, καθώς ο κίνδυνος οξύνει τις αρνητικές επιπτώσεις των ασύμμετρων πληροφοριών. Το αποτέλεσμα είναι οι οφειλότες για να προστατεύσουν το κεφάλαιο τους να ενισχύουν τις προϋποθέσεις και τις δικλίδες ασφαλείας στις συμβάσεις χρέους. Κατά συνέπεια το άμεσο και το έμμεσο κόστος να αυξάνει το χρέος. Το ίδιο αναφέρει και η θεωρία αντιπροσώπευσης καθώς προβλέπει ότι όσο μεγαλύτερη είναι η μόχλευση τόσο αυξάνεται και ο κίνδυνος. Όπως αναφέρθηκε παραπάνω, ο κίνδυνος επιδεινώνει τις αρνητικές συνέπειες της ασύμμετρης πληροφόρησης αυξάνοντας την ανάγκη για την ποιότητα αντιπροσώπευσης και για αυστηρότερη πειθαρχία.

Οι Ball and Brown (1968), οι Beaver and Manegold (1975) και οι Beaver Kettler and Scholes (1970) με εμπειρικές μελέτες απέδειξαν ότι οι λογιστικές μεταβλητές μπορούν να αποτελέσουν μεταβλητές πρόβλεψης συστηματικού κινδύνου. Τα ίδιο όμως υποστηρίζει και η μελέτη του Bowman (1979) ο οποίος χρησιμοποίησε μια θεωρητική προσέγγιση για να εξετάσει το πρόβλημα. Τα ευρήματα της μελέτης του καταλήγουν σε παρόμοια συμπεράσματα με αυτά των εμπειρικών ερευνών. Πιο συγκεκριμένα Titman and Wessels (1988), αναφέρουν ένα αρνητικό αντίκτυπο αλλά με όχι τόσο σημαντική στατιστικά σχέση. Μια μετέπειτα έρευνα από τους Deloof and Verschuere (1998), λαμβάνουν μια σημαντική στατιστικά αρνητική σχέση για τα βέλγικα δεδομένα. Το αντίστροφο υποστηρίζουν οι Bennet and Donnelly (1993), καθώς βρίσκουν θετικές επιπτώσεις μεταξύ κινδύνου και μόχλευσης.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4: ΧΟΡΗΓΗΣΗ ΔΑΝΕΙΩΝ

Η μόχλευση επιτρέπει σε ένα χρηματοπιστωτικό ίδρυμα να αυξήσει τα πιθανά κέρδη ή τις ζημιές με ένα πιο έντονο ρυθμό από ότι θα συνέβαινε από μία άμεση επένδυση των ιδίων κεφαλαίων. Για το λόγο ότι η μόχλευση σύμφωνα με την CGFS (Committee on the Global Financial System) μπορεί να προξενήσει πολλές ζημιές αλλά και κέρδη. Λόγο της σημαντικότητας της την διακρίνουν σε τρία είδη. Το πρώτο είδος το ορίζουν από το φύλλο Ισολογισμού, το δεύτερο το ορίζουν από μελλοντικές ταμειακές ροές και το τρίτο το ορίζουν από τον κίνδυνο αγοράς. Πιο ορατό και αναγνωρίσιμο θεωρούν και δέχονται την πρώτη μορφή καθώς είναι ευρέως αναγνωρίσιμο από την αγορά.

Όπως κάθε εταιρία που θέλει να προστατέψει το κεφάλαιο της, έτσι και τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα. Είναι λιγότερο πιθανό να επενδύσουν τα χρήματά τους σε νεοσύστατες εταιρείες. Αυτό οφείλετε γιατί θέλουν να κρατήσουν τα χρήματά τους ασφαλή σε συντηρητικά δάνεια τα οποία συνοδεύονται από σίγουρες και γερές εξασφαλίσεις. Σύμφωνα με το Joint Forum τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα αντιμετωπίζουν την μόχλευση κυρίως όταν εκτίθενται σε μια μεταβολή της αξίας μιας θέσης δηλαδή όταν καταβάλουν μεγαλύτερο ποσό από την πραγματική του αξία.<sup>22</sup>. Πριν χορηγήσουν τα κεφάλαια τους σε οποιαδήποτε εταιρεία, κάνουν τις απαραίτητες ενέργειες για την καλύτερη κατανόηση της πιστοληπτικής ικανότητας της εταιρείας. Με αυτόν τον τρόπο αποφασίζουν πότε θα χορηγήσουν ξένα κεφάλαια, καθώς επίσης και τους όρους που θα θέσουν για την καλύτερη ανταπόκριση της εταιρείας ως προς τις υποχρεώσεις της.

Στοιχεία που λαμβάνει υπόψη της η τράπεζα για την εκτίμηση της πιστοληπτικής ικανότητας του πελάτη είναι:

- i. Το είδος και η προσωπικότητα της εταιρείας.
- ii. Η περιουσιακή κατάσταση της εταιρείας όπως προκύπτει από τα οικονομικά στοιχεία που δημοσιεύει.
- iii. Το παρελθόν της εταιρείας στις συναλλαγές της πχ ακάλυπτες επιταγές, διαμαρτυρημένες συναλλαγματικές.
- iv. Οι προοπτικές που έχει η εταιρεία στο μέλλον.

---

<sup>22</sup>Το joint forum (2005) αναλύει εκτενέστερα την μόχλευση στην οποία εκτίθεται το χαρτοφυλάκιο τους. Καθώς παρουσιάζει ότι το δείγμα του έχει 15 φορές πιο έντονη την μόχλευση από ότι των μέσων χαρτοφυλακίων.

- v. Το ταμείο, όταν παρουσιάζει μεγάλα ποσά, τότε ενδέχεται αυτό να είναι αέρας.
- vi. Το σύνολο των υποχρεώσεων να μην υπερβαίνουν τις πωλήσεις.
- vii. Αν παρουσιάζει δυσμενή στοιχεία.
- viii. Πιθανές καθυστερήσεις με άλλες συνεργαζόμενες τράπεζες.

Θετικά στοιχεία που έχουν οι εταιρείες για την σύναψη συνεργασίας με τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα :

- i. Η πορεία των πωλήσεων και των κερδών να είναι ανοδική, ώστε να παρουσιάζεται μια έντονη δραστηριότητα στην εταιρεία.
- ii. Όταν υφίσταται αύξηση οι πωλήσεις, τότε οι υποχρεώσεις θα πρέπει να μην αυξάνονται περισσότερο από το ποσοστό των πωλήσεων.
- iii. Στον τομέα της βιομηχανίας η σχέση των ξένων κεφαλαίων θα πρέπει να είναι 3 προς 1.
- iv. Οι βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις στο σύνολο τους να είναι μικρότερες από το κυκλοφορούν ενεργητικό, ώστε το κεφάλαιο κίνησης να παρουσιάζεται θετικό.
- v. Τα πάγια στοιχεία της εταιρείας θα πρέπει να χρηματοδοτούνται με μακροπρόθεσμο δανεισμό, ώστε να αποφεύγονται καταστάσεις όπως, της ταμειακής δυσχέρειας.
- vi. Η περίοδος είσπραξης των απαιτήσεων να μην υπερβαίνει τις 150 ημέρες, διότι επιβαρύνεται η ρευστότητα της εταιρείας και μερικές φορές και η βιωσιμότητα της εταιρείας από πιθανή εμφάνιση επισφαλών απαιτήσεων.
- vii. Η περίοδος που η εταιρεία πιστώνεται από τους προμηθευτές της να είναι όσο το δυνατόν μεγαλύτερη, να επιδιώκεται δηλαδή να προηγείται του διαστήματος είσπραξης των απαιτήσεων και έπειτα να τακτοποιεί τις υποχρεώσεις της. Οι παραπάνω ενέργειες έχουν ως αποτέλεσμα την θετική επίδραση στην ρευστότητα της εταιρείας.
- viii. Ο μέσος χρόνος παραμονής των αποθεμάτων δεν πρέπει να υπερβαίνει τις 180 μέρες (χρόνος αποθήκευσης πρώτων υλών και έτοιμων προϊόντων). Όταν ο χρόνος αδράνειας είναι μεγάλος μπορεί να ληφθεί ως αδυναμία διάθεσης προϊόντων ή τα εμπορεύματα να είναι εκτός μόδας. Ακόμα θα μπορούσε να επηρεάσει και την σωστή λειτουργία της παραγωγής με

αποτέλεσμα να υπολειπεται, και οι εταιρείες να μην μπορούν να πετύχουν τους στόχους τους.

Στον τομέα της εμπειρικής βιβλιογραφίας που σχετίζεται με την μόχλευση που αφορά τις τράπεζες η έρευνα είναι σπάνια και αραιή. Στην μελέτη των Gropp and Heider, (2009) οι οποίοι εξετάζουν τις εταιρείες και τις τράπεζες εφαρμόζοντας τις ιδέες της χρηματοπιστωτικής θεωρίας στο επίπεδο των εταιρειών προς τις τράπεζες. Στην θεωρία το τραπεζικό κεφάλαιο καθορίζεται από τις ρυθμιστικές απαιτήσεις κεφαλαίου και τις διακυμάνσεις στις αναλογίες τραπεζικής μόχλευσης. Χρησιμοποιώντας παρόμοια με εκείνη των Rajan and Zingales, (1995), ανάλυση καταλήγουν ότι υπάρχει μεγάλη διακύμανση στους τραπεζικούς δείκτες κεφαλαιακής επάρκειας.

Η πρόσφατη θεωρητική βιβλιογραφία που σχετίζεται με την ενδογενή μόχλευση βασίζεται στις οικονομικές θεωρίες. Οι ενδιαμέσοι χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί αντιμετωπίζουν τριβές ως προς την άντληση κεφαλαίων. Όταν αυτές οι τριβές επιδεινωθούν πωλούν τα περιουσιακά στοιχεία σε χαμηλές έως και εξευτελιστικές τιμές, με σκοπό να τονώσει την ρευστότητα της εταιρείας. Τα μοντέλα αυτά είναι επηρεασμένα από την μελέτη των Shleifer and Vishny, (1992). Αυτά τα περιορισμένα μοντέλα μόχλευσης για παράδειγμα Geanakoplos and Fostel, (2008), Adrian and Shin, (2010), και Brunnermeier and Pedersen, (2009) οι οποίοι εστιάζουν στο ύψος της χρηματοδότησης του χρέους από τον μεσάζοντα. Σε αυτά τα μοντέλα η ζήτηση περιουσιακών στοιχείων αλλά και η ζήτηση για περιουσιακά στοιχεία υψηλού κινδύνου δείχνουν να επηρεάζονται περισσότερο και να δέχονται πιο αυστηρούς περιορισμούς. Επιπλέον αυτά τα μεγέθη τείνουν να επηρεάζουν περισσότερο την μόχλευση οδηγώντας την εταιρεία στην αποφυγή των δυσάρεστων επιπτώσεων από την αλόγιστη χρήση μόχλευσης.

#### 4.1 ΔΙΑΤΗΡΗΣΙΜΟΤΗΤΑ ΤΟΥ ΧΡΕΟΥΣ

Αρκετές μελέτες έχουν προσπαθήσει στην ποσοτικοποίηση του κόστους πτώχευσης. Το άμεσο κόστος πτώχευσης είναι πράγματι μικρό όπως υποστηρίζει ο (Warner, 1977). Οι Maksimovic and Phillips (1998), σε μια έρευνα τους εξετάζουν 393 επιχειρήσεις για τα έτη 1970-1990 από την βάση Longitudinal Research Database (LRD), εξετάζοντας μεταβλητές όπως το μέγεθος εταιρείας, την ανάπτυξη εταιρείας

καθώς και την ηλικία των εταιρειών ανάμεσα σε χρεοκοπημένες και μη χρεοκοπημένες εταιρείες. Τα αποτελέσματα της έρευνας παρουσίασαν ότι τα περιουσιακά στοιχεία αποτελούν συχνά μια αναδιάταξη μεταξύ των εταιρειών και έτσι οι άμεσες δαπάνες πτώχευσης δεν μπορεί να είναι υψηλές. Αντιθέτως οι έμμεσες δαπάνες πτώχευσης όπως παρουσιάζει ο (Titman, 1984), είναι πιθανό να είναι πολύ μεγαλύτερες, αλλά και αυτό είναι δύσκολο να ποσοτικοποιηθεί. Σε μια πιο πρόσφατη προσπάθεια υπολογισμού του κόστους πτώχευσης από τους Andrade and Kaplan (1998), διαπιστώνουν ότι για ένα δείγμα 31 συναλλαγών υψηλής μόχλευσης, το κόστος πτώχευσης είναι μεταξύ 10% με 23% της αξίας της επιχείρησης.

Μία διαφορετική άποψη παρουσιάζει ο Molina (2005), όπου παρατηρεί ότι πολλές εκτιμήσεις των δαπανών προεπιλογής όπως αυτή του (Warner, 1977). Ο Molina εξετάζοντας 5060 εταιρείες για την περίοδο 1988-1997 από την Lehman Brothers Fixed Income Database (LBFID) χρησιμοποιεί τις προηγούμενες αξιολογήσεις αγοράς των εταιριών και τον οριακό φόρο ως όργανο μέτρησης για να υπολογιστεί η επίδραση της αυξανόμενης μόχλευσης. Ακόμα διαπιστώνει ότι οι εκ των προτέρων δαπάνες του οικονομικού κινδύνου είναι συγκρίσιμες με τις τρέχουσες εκτιμήσεις των φορολογικών οφελών του χρέους.

Ωστόσο, οι Almeida and Philippon (2006), επισημαίνουν, ότι οι περισσότεροι υπολογισμοί συντηρητισμού του χρέους εστιάζουν στις αναμενόμενες δαπάνες του οικονομικού κινδύνου, παρά στον κίνδυνο που παρουσιάζουν τα στάσιμα κόστη χρηματοοικονομικών δυσχερειών. Οι περιπτώσεις πτώχευσης είναι εντονότερες σε περιόδους όπου υπάρχει οικονομική στενότητα παρά σε περιόδους οικονομικής άνθησης. Κατά συνέπεια το κόστος χρησιμότητας θα πρέπει να ενισχυθεί από τις εκτιμήσεις κινδύνου. Επιπλέον υποστηρίζουν ότι αυτή η επίδραση μπορεί να είναι αρκετά μεγάλη ώστε να εξηγήσει πλήρως τα αποτελέσματα.

Διάφορες μελέτες προσπαθούν να κατανοήσουν τις παρατηρούμενες δομές κεφαλαίων σε αυτά που προβλέπουν τα μοντέλα. Οι Minton and Wruck (2001), εξετάζουν τις εταιρίες με χαμηλή μόχλευση και βρίσκουν ότι η χαμηλή μόχλευση είναι κατά ένα μεγάλο μέρος παροδική. Αυτές οι εταιρίες εμφανίζονται να έχουν ασθενή οικονομικά αποθέματα ή χρέος συσσώρευσης τα οποία χρησιμοποιούν αργότερα για επενδύσεις και σταθερές δαπάνες.

Σύμφωνα με διαφορές μελέτες ο συντηρητισμός του χρέους έχει εξεταστεί επίσης από μια συμπεριφοριστική προοπτική<sup>23</sup>(Baker et al., 2007). Οι μελετητές της ανθρώπινης συμπεριφοράς συχνά αναφέρουν ότι η υπερβολική αυτοπεποίθηση αποτελεί την σημαντικότερη απόκλιση από την λογική. Μια μελέτη από τον Hackbarth (2007), παρουσιάζει ένα μοντέλο στο οποίο ένας με υπερβολική αυτοπεποίθηση διευθυντής επιλέγει τα πιο υψηλά επίπεδα χρέους από ότι έναν πιο συντηρητικό και λογικό διευθυντή.

Οι Malmendier and Tate (2005), για την έρευνα τους επικεντρώθηκαν σε ένα δείγμα 477 εισηγμένων εταιρειών των Ηνωμένων Πολιτειών για την περίοδο 1980 έως το 1994. Τα δεδομένα τους παρέχουν τις απαραίτητες πληροφορίες όπως η ιδιοκτησία των μετοχών, η τιμή άσκησης και η χρονική τους κατοχή. Τα αποτελέσματα αναφέρουν, ότι τα υψηλόβαθμα στελέχη μιας εταιρείας με υψηλή αυτοπεποίθηση είναι πιθανότερο, από άλλα τις ίδιες κλίμακας στελέχη, να αυξήσουν το χρέος παρά το μετοχικό κεφάλαιο για να καλύψει το έλλειμμα χρηματοδότησης. Επιπλέον οι παραπάνω έχουν την τάση να μην υποβάλουν έκθεση σχετικά με το μέγεθος της επίδρασης που θα δεχτεί η εταιρεία από τις κινήσεις τους. Αυτό έχει σαν αποτέλεσμα να δημιουργεί μεγαλύτερα προβλήματα στην μελέτη και στην ουσιαστικότερη κατανόηση του συντηρητισμού του χρέους από ενδογενείς παράγοντες.

Η μόχλευση μπορεί να αλλάξει λόγω μιας σημαντικής απόφασης της εταιρίας όπως για παράδειγμα να εκδώσει ή να ανακτήσει τίτλους. Επίσης η μόχλευση μπορεί να αλλάξει όταν αλλάζουν οι περιστάσεις και οι συνθήκες της εταιρίας ή όταν υπάρχουν αλλαγές στον δείκτη μετοχής. Επομένως πολλές μελέτες εξετάζουν τις αλλαγές στη μόχλευση όπως οι ( Shyam, Sunder and Myers, 1999; Frank and Goyal, 2003). Ακόμα μερικές μελέτες εξετάζουν τις αλλαγές στα ίδια κεφάλαια όπως οι (Fama and French, 2005; Leary and Roberts, 2005).

Ο Ju (2005), παρουσίασε ένα δυναμικό πλαίσιο που θα παρέχει τις εκτιμήσεις των βέλτιστων κύριων δομών βασισμένων σε ένα βαθμολογημένο πρότυπο ενδεχόμενων αξιώσεων ώστε να μεγιστοποιεί την αξία μετοχής σε μια εταιρεία. Τα αποτελέσματά τους έρχονται σε αντίθεση με την άποψη ότι οι εταιρίες είναι συντηρητικές στη χρηματοδότηση χρέους.

---

<sup>23</sup> Μια αναθεώρηση της συμπεριφοράς των μελών διοίκησης στα εταιρικά προβλήματα χρηματοδότησης.

Ο Strebulaev (2007), στην έρευνα του παρουσιάζει ότι σε ένα δυναμικό μοντέλο κεφαλαιακής δομής, το κόστος των συναλλαγών σύμφωνα με σύγχρονες παλινδρομήσεις θα αποδώσει παραπλανητικά αποτελέσματα σχετικά με την μόχλευση και την κερδοφορία. Χρησιμοποιώντας ένα δείγμα 3000 επιχειρήσεων και με ανεξάρτητες μεταβλητές την κερδοφορία, την αστάθεια των ταμειακών ροών, το κόστος πτώχευσης, το κόστος πώλησης περιουσιακών στοιχείων και τις δαπάνες αναδιάρθρωσης. Τα κύρια συμπεράσματα που διεξήγαγε είναι ότι οι ιδιότητες της μόχλευσης στην πραγματική δυναμική με την συγκριτικά στατική αναχρηματοδότηση διαφέρουν αρκετά, τονίζοντας ότι χρειάζεται περεταίρω μελλοντική έρευνα.

Θα πρέπει να τονιστεί ότι οι μικρές επιχειρήσεις έχουν χαμηλότερα ποσοστά μόχλευσης με βάση το μέσο όρο. Ο λόγος είναι ότι οι εταιρείες αποσκοπούν σε μεγαλύτερη αναχρηματοδότηση του κεφαλαίου τους από αυτό που μπορούν να πετύχουν. Σε διάφορες μελέτες όπως των (Strebulaev, 2007; Hennessy and Whited, 2005), προσπαθούν να κατανοήσουν το λόγο ύπαρξης αυτής της κατάστασης. Καταλήγουν στο να αμφισβητούν των ισχυρισμό ότι οι εταιρίες είναι με χαμηλή μόχλευση, σύμφωνα με τις προβλέψεις των δυναμικών θεωριών αντιπροσώπευσης.

Το όριο χρέους που μπορεί μια επιχείρηση να κατέχει είναι διαφορετικό για κάθε επιχείρηση, ώστε να μην επηρεάζεται η βιωσιμότητα της. Αυτό προσδιορίζεται ενδογενώς από το ύψος των ποσών που εκπίπτουν φορολογικά. Η επιχείρηση προτιμά τη χρηματοδότηση του χρέους, σε κεφάλαια χρηματοδότησης, επιτρέποντας να υπάρχει ένα ύψος χρέους χωρίς όρια. Εντούτοις αυτό οδηγεί σε αρνητική αξία ιδίων κεφαλαίων με συνέπεια η επιχείρηση να οδηγείται σε πτώχευση και όχι σε αποπληρωμή του χρέους.

Επομένως για να παραμείνει το χρέος χωρίς ρίσκο οι δανειστές θα περιορίσουν την ποσότητα χρέους. Αυτό μπορούν να το πετύχουν με την αποδοχή της αξίας μεταπώλησης του κεφαλαίου ως εγγύηση. Εξασφαλίζοντας επιπλέον ότι η τιμή αυτή δεν είναι χαμηλότερη από το ποσό του χρέους, ώστε να μπορούν να ανακτήσουν το δανειζόμενο κεφάλαιο σε περίπτωση που ο δρόμος για την πτώχευση είναι αναπόφευκτος. Εναλλακτικά οι δανειστές μπορούν να περιορίσουν το ποσό του χρέους προκειμένου να εξασφαλιστεί η αξία της αγοράς των ιδίων κεφαλαίων προκειμένου η πτώχευση να έχει τα βέλτιστα επιθυμητά και ανώδυνα αποτελέσματα.

για την επιχείρηση<sup>24</sup>. Η πολιτική αυτή παρέχει μια πιο ελαστική κατάσταση στην ποσότητα χρέους της επιχείρησης και οι δανειστές είναι πιο σίγουροι για την ασφάλεια του κεφαλαίου τους.

Ο Ozdagli (2009), στηριζόμενος στο επενδυτικό μοντέλο των (Abel and Eberly, 1996), πραγματοποιεί την έρευνα του χρησιμοποιώντας την φορολογία των επιχειρήσεων, το χρέος και ένα στοχαστικό συντελεστή προεξόφλησης για την κατανόηση των προτιμήσεων των επενδυτών σε καταστάσεις κινδύνου. Τα στατιστικά στοιχεία του λαμβάνονται, από την βάση δεδομένων Compustat CRSP, για την περίοδο 1963 έως 2008, και οι εταιρείες που εξετάζονται είναι 4000 στο σύνολο τους. Τα αποτελέσματα της μελέτης του καταλήγουν σε μια πολύ στενή σχέση μεταξύ της μόχλευσης και της πραγματικής αξίας της επιχείρησης. Επιπλέον όταν η πραγματική αξία είναι σταθερή τότε η μόχλευση είναι υψηλότερη ακόμα και από τις εταιρείες που βρίσκονται σε ρυθμούς ανάπτυξης. Αντιθέτως το ύψος του χρέους, καθώς και οι επενδυτικές και χρηματοδοτικές αποφάσεις είναι ενδογενής, οι προτιμήσεις των επενδυτών λαμβάνονται από ένα εξωγενή παράγοντα σύμφωνα με τους (Zhang, 2005; Cooper, 2006; Carlson, Fisher and Giammarino, 2004)

#### 4.2 Η ΕΚΤΙΜΗΣΗ ΤΗΣ ΜΟΧΛΕΥΣΗΣ ΜΕ ΤΗ ΧΡΗΣΗ ΔΕΔΟΜΕΝΩΝ ΥΨΗΛΗΣ ΣΥΧΝΟΤΗΤΑΣ

Παρατηρώντας εκτενέστερα την μόχλευση, λογικό είναι ιδιαίτερη προσοχή να έχει δοθεί στο λεγόμενο "μηχανισμό μόχλευσης". Σύμφωνα με την θεωρία αυτή η μείωση του δείκτη αποθεμάτων οδηγεί σε αύξηση της μόχλευσης των εισηγμένων εταιρειών, αυξάνοντας τον κίνδυνο που σχετίζεται με τα ίδια κεφάλαια, όπως υποστηρίζουν οι (Black, 1976; Christie, 1982; Nelson, 1991; Manda, 2010).

Η εν λόγω θεωρία εξηγεί την αρνητική συσχέτιση μεταξύ των μεταβολών μεγεθών του ισολογισμού και των αποδόσεων στο χρηματιστήριο, μάλιστα αυτή η συσχέτιση έχει διαπιστωθεί από μεγάλο αριθμό μελετών, όπως των (Christie, 1982; Cheung and Ng, 1992; Duffee, 1995). Σε μια πιο πρόσφατη μελέτη ο Whaley (2000), χρησιμοποιώντας στοιχεία σχετικά με το δείκτη μεταβλητότητας στην αγορά του

---

<sup>24</sup> Η αξία των μετοχών είναι αυστηρά θετική όταν το ύψος του χρέους ισοδυναμεί με την μεταπώληση αξίας κεφαλαίου.



Chicago Board Options Exchange και στο S & P 500 παρουσιάζει περαιτέρω ενδείξεις υπέρ της ύπαρξης αυτής της αρνητικής σχέσης<sup>25</sup>.

Ενώ με μια ισχυρή αποδοχή φαίνεται να υποστηρίζουν την ύπαρξη μιας αρνητικής συσχέτισης μεταξύ τεκμαρτής μεταβλητότητας και αποδόσεων των μετοχών. Λίγο πιο αντιφατικές φαίνεται να είναι οι θέσεις της ακαδημαϊκής κοινότητας για αυτό το φαινόμενο. Οι Figlewski and Wang (2000), εντοπίζουν μια σειρά από ανωμαλίες σε μια εμπειρική μελέτη που σχετιζόταν με την επίδραση της μόχλευσης. Σχετικά με αυτές τις ανωμαλίες θα μπορούσε να ειπωθεί ότι μπορούν να υπονομεύσουν το κύρος της εξήγησης σχετικά με τα αποτελέσματα της μόχλευσης. Για παράδειγμα παρατήρησαν ότι οι διακυμάνσεις που παρουσίαζε το ανεξόφλητο χρέος<sup>26</sup> δεν είναι ικανές στο να προκαλέσουν αστάθεια και ανάλογες αλλαγές με εκείνες που προκαλούνται από τις μεταβολές στην αξία των ιδίων κεφαλαίων.

Με την εισαγωγή νέων οικονομετρικών μεθόδων, υπάρχει η δυνατότητα για πιο εξελιγμένες έρευνες που να σχετίζονται με την επίδραση της μόχλευσης (Glosten et al. 1993). Για παράδειγμα σε μια μελέτη του Simon (2003), χρησιμοποιεί ένα GJR-GARCH μοντέλο για να διερευνήσει την επίδραση μόχλευσης κατά τη διάρκεια της “φούσκας του Ιντερνέτ”, από τις αρχές του 2000. Αντίθετα οι Sun and Wu (2010), εκμεταλλεύονται μη παραμετρικές μεθόδους σύζευξης για να αξιολογήσουν την εξάρτηση του δείκτη μεταβλητότητας και του S & P 500. Τα ευρήματα από αυτήν τη μελέτη έδειξαν ότι η εξάρτηση είναι ισχυρή και αρνητική καθώς επίσης η μόχλευση είναι ισχυρότερη σε αγορές με καθοδική τάση. Σταδιακά η μόχλευση γίνεται ασθενέστερη καθώς οι αγορές επανέρχονται στο μέσο όρο τους.

Επιπλέον παρά την τεράστια προσπάθεια που έχει γίνει τόσο από το πλήθος των ερευνών όσο και σε βάθος χρόνου καθώς επίσης και σε ποιοτικό επίπεδο δεν έχει ακόμα επιτευχθεί ο στόχος τους σχετικά με την κατανόηση του μηχανισμού της μόχλευσης (Bouchaud et al. 2001). Για το σκοπό αυτό οι μελέτες των (Manda, 2010; Simon, 2003), θα μπορούσαν να θεωρηθούν ιδιαίτερα κατατοπιστικές, δεδομένου ότι παρουσιάζουν τη δυναμική συμπεριφορά του αποτελέσματος της μόχλευσης. Σημαντικό προνόμιο για την επίτευξη αυτή είναι η πρόσβαση σε δεδομένα υψηλής συχνότητας καθώς οι νέες μελέτες τείνουν να τις εκμεταλλεύονται όλο και περισσότερο γιατί τους παρέχει πιο ακριβή δεδομένα (Bollerslev et al. 2007, 2009).

<sup>25</sup> Αυτή η αρνητική σχέση μεταξύ του επιπέδου του δείκτη μεταβλητότητας και των αποδόσεων είναι ιδιαίτερα ανθεκτική π.χ. σε απειλές πολέμων με απρόσμενες αρνητικές αλλαγές της χρηματιστηριακής αγοράς.

<sup>26</sup> Διακυμάνσεις που αλλάζουν την μόχλευση των εισηγμένων εταιρειών.

## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5: ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΚΗ ΕΠΙΣΚΟΠΗΣΗ**

Στο παρόν κεφάλαιο γίνεται μια επισκόπηση της βιβλιογραφίας σχετικά με τους παράγοντες μόχλευσης. Με τα χρόνια οι μελέτες στον ακαδημαϊκό τομέα που είχαν σχέση με την μόχλευση ήταν εκατοντάδες, η επιλογή μου σε αυτές είναι οι πιο πρόσφατες, γιατί είναι πιο κοντά στα τωρινά δεδομένα και ανάγκες. Το κριτήριο ταξινόμησης των ερευνών είναι το έτος διεξαγωγής της μελέτης. Επιπλέον αναφέρεται ο τρόπος ανάλυσης των δεδομένων καθώς και τα ευρήματα των αποτελεσμάτων τους.

### 5.1 ΔΙΕΘΝΗΣ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΚΗ ΕΠΙΣΚΟΠΗΣΗ.

Οι Sheel and Wattanasuttiwong (1998), προσπάθησαν να εξετάσουν την σχέση μεταξύ χρηματοοικονομικής μόχλευσης και της απόδοσης των κοινών μετοχών στην βιομηχανία των εστιατορίων και της φιλοξενίας. Η βάση άντλησης των στοιχείων τους ήταν η Compustat. Αν και το δείγμα τους ήταν 155 εταιρείες περιορίστηκαν στις 37 και αυτό λόγω ανεπαρκών δεδομένων, για την πενταετία από το 1992 έως 1996. Η ερευνά τους ήταν δομημένη σε δύο τμήματα. Το πρώτο τμήμα εξετάζει αν η χρηματοοικονομική μόχλευση επηρεάζει τον κίνδυνο με το μέγεθος μετά από το φαινόμενο του Ιανουαρίου. Το δεύτερο τμήμα αναλύει πότε υπάρχει σχέση μεταξύ της χρήσης της χρηματοοικονομικής μόχλευσης και αύξηση της αγοραίας προς λογιστικής αξίας των εστιατορίων. Οι μεταβλητές που χρησιμοποίησαν είναι: το σύνολο των αποδόσεων, το μέγεθος των επιχειρήσεων, τις οφειλές προς τα ίδια κεφάλαια και τον δείκτη αγοραίας προς λογιστικής αξίας.

Πρέπει να επισημανθεί ότι η χρηματοοικονομική μόχλευση αντιπροσωπεύει την σχέση χρέους προς τα ίδια κεφάλαια. Χρησιμοποιώντας παλινδρόμηση χρονολογικών σειρών τα ευρήματα αποκαλύπτουν μια σημαντική σχέση μεταξύ του χρέους και των αποδόσεων των μετοχών. Μάλιστα η σχέση αυτή είναι ανεξάρτητη από το φαινόμενο του Ιανουαρίου και τις πραγματικές ονομαστικές αποδόσεις. Επιπλέον τα ευρήματα υποστηρίζουν ότι στο θέμα της κεφαλαιακής διάρθρωσης στον τομέα των εστιατορίων υποδηλώνουν μια στρατηγική σχέση μεταξύ της χρήσης του χρέους μιας επιχείρησης και την ανάπτυξη της στην αγορά.

Ο Weill (2002), εξετάζει εμπειρικά τους καθοριστικούς παράγοντες της μόχλευσης σε χώρες της Δυτικής Ευρώπης και Ανατολικής Ευρώπης σε ένα μεγάλο δείγμα εταιρειών. Πιο συγκεκριμένα το δείγμα του περιλαμβάνει 1800 εταιρείες στον κλάδο

της μεταποίησης, από την Τσεχία, το Ηνωμένο Βασίλειο, την Πολωνία και την Γαλλία. Το δείγμα του είναι ισορροπημένο και αναφέρεται για τα έτη 1996 και 1997. Ο στόχος του είναι να παρέχει καινούργια στοιχεία σχετικά με τις ερμηνευτικές μεταβλητές της μόχλευσης που παρουσιάζονται σε διεθνές μελέτες. Ένας ακόμα στόχος είναι να συγκρίνει τους καθοριστικούς παράγοντες της μόχλευσης μεταξύ αναπτυγμένων και αναπτυσσόμενων χωρών. Στην έρευνα του πήρε σαν εξαρτημένη την μόχλευση και σαν ανεξάρτητες την κερδοφορία, την καινοτομία, την ανάπτυξη, το μέγεθος, την ηλικία και τις ενσώματες ακινητοποιήσεις. Η μόχλευση αντιπροσωπεύει το σύνολο του χρέους προς το σύνολο ενεργητικού.

Χρησιμοποιώντας παλινδρόμηση τα αποτελέσματα δείχνουν νέα στοιχεία, υπέρ στην θετική επιρροή των περιουσιακών στοιχείων και στην ανάπτυξη ενώ αρνητικές επιπτώσεις στην κερδοφορία. Σχετικά με τα μεγέθη της ηλικίας και του μεγέθους τα αποτελέσματα είναι διφορούμενα με αυτό του μεγέθους να τείνει να έχει μια αρνητική τάση. Όσον αφορά τον ρυθμό καινοτομίας δεν υπάρχουν ενδείξεις για ουσιώδη επιρροή στην μόχλευση. Ακόμα από τα αποτελέσματα συμπεραίνεται ότι υπάρχει απουσία της σημασίας σημαντικών παραγόντων μόχλευσης στην Ανατολική Ευρώπη σε σύγκριση με την Δυτική Ευρώπη. Αυτό υποστηρίζεται από μια διαφορετική συμπεριφορά δανεισμού των τραπεζών σε χώρες που βρίσκονται σε μεταβατικό στάδιο, καθώς επίσης και από την παράταση των παλαιών δανείων, με μεγαλύτερη την αναποτελεσματικότητα των τραπεζών που βρίσκονται και δραστηριοποιούνται στις χώρες με μεταβατική οικονομία.

Οι Jong and Dijk (2002), ερευνούν εμπειρικά τους καθοριστικούς παράγοντες μόχλευσης, τα προβλήματα αντιπροσώπευσης και την σχέση μεταξύ αυτών των δυο. Τα δεδομένα τους συλλέχθηκαν από την κεντρική στατιστική υπηρεσία της Ολλανδίας, αλλά και από την Het Financieele Dagblad (ολλανδική οικονομική εφημερίδα). Στο σύνολο τους είναι 154 εισηγμένες επιχειρήσεις στο χρηματιστήριο του Άμστερνταμ και εξετάζονται για μια τριετία, από 1996 έως το 1998. Για την καλύτερη εκμετάλλευση των δεδομένων χρησιμοποιούν μέθοδο Tobin's q και μέθοδο ελαχίστων τετραγώνων (OLS). Χρησιμοποίησαν σαν επεξηγηματικές μεταβλητές τον οριακό συντελεστή φόρου, τις φορολογικές ασπίδες του χρέους, την ασφαλιστική αξία, τον εταιρικό κίνδυνο, τον κλαδικό κίνδυνο, την σημασία της ποιότητας και τις υπερεπενδύσεις. Σαν εξαρτημένη χρησιμοποίησαν την μόχλευση, η οποία μετρείται ως το μακροπρόθεσμο χρέος προς την αξία του συνόλου του ενεργητικού.

Τα αποτελέσματα τους επιβεβαιώνουν ότι η θεωρία αντισταθμίσιματος μεταξύ φορολογικών πλεονεκτημάτων και του κόστους πτώχευσης επηρεάζουν σε σημαντικό βαθμό την μόχλευση. Επιπλέον οι καθαρές ταμιακές ροές και η εταιρική διακυβέρνηση είναι καθοριστικοί παράγοντες στις υπερεπενδύσεις. Παρά τις διαπιστώσεις ότι τα προβλήματα αντιπροσώπευσης είναι παρόντα στον οργανισμό, δεν βρίσκουν κανένα στοιχείο για τις άμεσες σχέσεις μεταξύ της μόχλευσης και των προβλημάτων αντιπροσώπευσης.

Οι Schoubben and Hulle (2004), έχοντας λάβει ιδιαίτερη προσοχή στην κεφαλαιακή διάρθρωση από τις εταιρείες που είναι εισηγμένες, προσπαθούν να εξετάσουν όχι μόνο τους καθοριστικούς παράγοντες στη δομή του κεφαλαίου, αλλά και την επιρροή της εταιρείας στην εισαγωγή στο χρηματιστήριο. Σκοπό τους είναι να μελετήσουν την σχέση μεταξύ των παραπάνω παραγόντων με την μόχλευση.

Τα στοιχεία αντλήθηκαν από την εθνική τράπεζα του Βελγίου και αφορούσαν 587 εταιρείες, έξι κλάδων με ποιο σημαντικούς τον τομέα κατασκευής, των υπηρεσιών και μεταφορών. Το δείγμα τους εξετάζει ξεχωριστά τις εισηγμένες και τις μη εισηγμένες εταιρείες. Χρησιμοποίησαν δεδομένα σε επίπεδο πάνελ (panel data) και μετά παλινδρόμηση μεγίστης πιθανότητας (maximum likelihood regression) έχοντας ως εξαρτημένη μεταβλητή την μόχλευση, όπου ελέγχεται από δύο όψεις πρώτον ως το σύνολο χρέους προς το σύνολο ενεργητικού και δεύτερον από το βραχυπρόθεσμο χρέος προς σύνολο ενεργητικού. Σαν επεξηγηματικές μεταβλητές χρησιμοποίησαν την κερδοφορία, τον κίνδυνο, την μεγέθυνση, την ρευστότητα, άλλα περιουσιακά στοιχεία προς το σύνολο του ενεργητικού, το δείκτη των αποθεμάτων, την απόδοση του ενεργητικού και τον δείκτη των άυλων περιουσιακών στοιχείων προς το σύνολο του ενεργητικού.

Τα εμπειρικά αποτελέσματα τους είναι σύμφωνα με τις προηγούμενες μελέτες, όπου στηρίζουν την θεωρία της ιεράρχησης. Επίσης σύμφωνα με τις προβλέψεις της θεωρίας ιεράρχησης οι εισηγμένες στο χρηματιστήριο εταιρείες έχουν μικρότερη μόχλευση ακόμη και κατά τον έλεγχο για άλλους καθοριστικούς παράγοντες κεφαλαιακής δομής. Επιπλέον οι καθοριστικοί παράγοντες της κεφαλαιακής δομής διαφέρουν σε κάποιο βαθμό μεταξύ των εισηγμένων και μη εισηγμένων στο χρηματιστήριο εταιρείες.

Ο Berk (2006), αναλύει την οικονομική βιβλιογραφία που σχετίζεται και δοκιμάζεται πάνω στην διάρθρωση κεφαλαίου. Τις οποίες τις χωρίζει σε δύο κύριες ομάδες. Οι υποστηρικτές της πρώτης ομάδας υποστηρίζουν ότι η μόχλευση αυξάνει τον όγκο

ρευστών διαθεσίμων για τους επενδυτές. Με την χρησιμοποίηση χρέους τα οφέλη της εταιρείας αυξάνονται επειδή χρησιμοποιεί μια φθηνότερη πηγή κεφαλαίου δεδομένου ότι πληρώνει λιγότερο φόρο και αυτό χάρη στις προνομιακές ασπίδες φορολογικών οφειλών. Από την άλλη πλευρά οι υπέρμαχοι της δεύτερης ομάδας τονίζουν την σημασία της ελαχιστοποίησης του κόστους συναλλαγής και την ελαχιστοποίηση στις ασυμμετρίες πληροφοριών καθώς και στην ιεραρχία πηγών χρηματοδότησης.

Οι επιχειρήσεις που εξετάζονται δραστηριοποιούνται στα ακίνητα, το εμπόριο, την κατασκευή και τις μεταφορές και επικοινωνία. Παρουσιάζει την δυναμική έκταση των πηγών χρηματοδότησης που χρησιμοποιούνται σε 44 σλοβένικες blue-chip επιχειρήσεις για την περίοδο 1997-2003. Ως εξαρτημένη μεταβλητή χρησιμοποίησε την μόχλευση, όπου αντιπροσωπεύει το μακροπρόθεσμο χρέος, και ως ανεξάρτητες χρησιμοποιήθηκαν: οι ασώματες ακινητοποιήσεις, η αύξηση των πωλήσεων, το μέγεθος των πωλήσεων, ο βαθμός της λειτουργικής μόχλευσης, η κερδοφορία, και η φορολογική ασπίδα προς το χρέος.

Με την μέθοδο της παλινδρόμησης ελαχίστων τετραγώνων (OLS) τα αποτελέσματα που έβγαλε ήταν ότι οι καλύτερες σε απόδοση εταιρείες έχουν ένα μειωμένο βαθμό στον οποίο οι σλοβένικες εταιρείες χρησιμοποιούν την εξωτερική χρηματοδότηση τους. Επίσης οι μεγαλύτερες ευκαιρίες αύξησης επιτρέπουν η μεγαλύτερη εξωτερική χρηματοδότηση να είναι ισχυρότερη. Τέλος οι ουσιαστικές αλλαγές στο χρέος δεν ακολουθούνται από μια μεγαλύτερη μακροπρόθεσμη απόδοση.

Οι Zou and Xiao (2006), μελετούν την συμπεριφορά των κινέζικων, εισηγμένων στο χρηματιστήριο εταιρειών, οι οποίες δραστηριοποιούνται στον τομέα των χρηματοοικονομικών. Σαν στόχο έχουν, να ερευνήσουν ένα σύνολο καθοριστικών παραγόντων της κεφαλαιακής διάρθρωσης, που έχουν αναφερθεί και σε άλλες μελέτες καθώς επίσης και να εξηγήσουν την μόχλευση στις κινέζικες επιχειρήσεις. Επιπλέον, εξετάζουν εάν διαφορετικές μορφές ιδιοκτησίας<sup>27</sup> παίζουν ρόλο στις εταιρικές αποφάσεις χρηματοδότησης. Το δείγμα των δεδομένων τους ανακτήθηκε από διάφορες πηγές, συγκεκριμένα από το χρηματιστήριο της Σαγκάης και από την βάση δεδομένων CSRC. Σαν έτος βάσης χρησιμοποίησαν το 1993, διότι Κίνα από τότε υιοθέτησε μια νέα λογιστική μέθοδο, που είναι πιο κοντά στα διεθνή λογιστικά πρότυπα και παρέχουν πιο πλήρεις πληροφορίες. Η περίοδο που επέλεξαν να εξετάσουν είναι τα 8 έτη, και περιλαμβάνει τις χρονιές 1993 έως 2000.

---

<sup>27</sup> Κράτος, νομική μορφή και ξένη ιδιοκτησία.

Για την αξιοποίηση των δεδομένων τους χρησιμοποίησαν μέθοδο ελαχίστων τετραγώνων (OLS) έχοντας σαν εξαρτημένη την μόχλευση και σαν ανεξάρτητες μεταβλητές: το μέγεθος, την υλική καθαρή θέση, την ανάπτυξη, τον κίνδυνο, την κερδοφορία, τον οριακό φορολογικό συντελεστή, τον δείκτη πληρωμής μερίσματος, την κρατική ιδιοκτησία, την ξένη ιδιοκτησία και την ιδιοκτησία νομικού προσώπου. Για την μόχλευση χρησιμοποίησαν 4 πληρεξούσια α) τον δείκτη συνολικού χρέους, β) το μακροπρόθεσμο χρέος, γ) το σύνολο χρέους προς την αγοραία τιμή εταιρείας και δ) το μακροπρόθεσμο χρέος προς την αγοραία τιμή εταιρείας.

Τα ευρήματα τους είναι τα εξής: οι μεταβλητές του μεγέθους και του ενεργητικού έχουν θετική σχέση με την μόχλευση και είναι στατιστικά σημαντικές. Αντίθετα οι μεταβλητές όπως η ανάπτυξη και η κερδοφορία έχουν αρνητική σχέση με την μόχλευση και είναι στατιστικά σημαντικές. Ως εκ τούτου έχουν την τάση οι μεγάλες εταιρείες σε κύκλο εργασιών καθώς και οι εταιρείες με αυξημένο υλικό κεφάλαιο, να χρησιμοποιούν περισσότερο το χρέος. Ενώ οι επιχειρήσεις με ευκαιρίες ανάπτυξης και κερδοφορίας τείνουν να χρησιμοποιούν λιγότερο το χρέος, από άλλες επιχειρήσεις. Τα αποτελέσματα σχετικά με το μέγεθος, τις ενσώματες ακινητοποιήσεις και των ευκαιριών ανάπτυξης είναι σύμφωνες με την θεωρία αντισταθμίματος.

Οι Jong and Dijk (2007), ερευνούν εμπειρικά τους καθοριστικούς παράγοντες της μόχλευσης και τα προβλήματα αντιπροσώπευσης. Για να επιτευχθεί η έρευνα τους, χρησιμοποίησαν προσωπικά δεδομένα που λαμβάνονταν μέσω ερωτηματολογίων και έπειτα τα ανέλυαν μέσω εγκάρσιας διατομής παλινδρόμηση (cross sectional regression) προκειμένου να γίνει η διεξαγωγή συμπερασμάτων. Πιο συγκεκριμένα οι επιχειρήσεις στο σύνολο των δεδομένων τους είναι Ολλανδικές, μη χρηματοπιστωτικές εισηγμένες στο χρηματιστήριο του Άμστερνταμ. Ακόμα το δείγμα τους αποτελείται από 168 επιχειρήσεις και περιλαμβάνει την περίοδο 1996 έως 1998. Επιπλέον χρησιμοποίησαν τις ετήσιες εκθέσεις των εταιρειών όπου τις έλαβαν από την Κεντρική Ολλανδική Στατιστική Υπηρεσία. Η μόχλευση αντιπροσωπεύει το δείκτη λογιστικής αξίας χρέους. Σαν παράγοντες μόχλευσης χρησιμοποίησαν: την υποκλοπή, τον οριακό φορολογικό συντελεστή, την φορολογική ασπίδα που σχετίζεται με τις οφειλές, την αξία των εμπράγματων δικαιωμάτων ενεργητικού, τον εταιρικό κίνδυνο, τον βιομηχανικό κίνδυνο (κλάδου), την μοναδικότητα στους πελάτες και στους εργαζομένους και την σημασία της ποιότητας σε υπερεπενδύσεις.

Τα αποτελέσματα για τους καθοριστικούς παράγοντες της μόχλευσης παρουσιάζουν ένα θετικό αντίκτυπο με τον οριακό φορολογικό συντελεστή και την αξία των εμπράγματων δικαιωμάτων. Αντιθέτως αρνητικό αντίκτυπο παρουσιάζει ο δείκτης βιομηχανικού κινδύνου καθώς μια αύξηση της πτώχευσης θα επηρέαζε αρνητικά την μόχλευση. Δεν βρίσκεται να υπάρχει συσχέτιση με τις φορολογικές ασπίδες των οφειλών, το ίδιο ισχύει και για τις υποθέσεις που σχετίζονται με την ποιότητα και την μοναδικότητα. Ακόμα παρά την διαπίστωση ότι τα προβλήματα αντιπροσώπευσης είναι παρόν δεν υπάρχει καμία απόδειξη για άμεση σχέση μεταξύ της μόχλευσης και τα προβλήματα αντιπροσώπευσης.

Οι Manos, Murinde and Green (2007), είχαν ως σκοπό να διευκρινίσουν καλύτερα ένα γενικό πρότυπο δομής κεφαλαίου. Το κίνητρο ήταν τα προβλήματα πληροφοριών και άλλες ατέλειες της αγοράς που εξηγούν το φαινόμενο της σταθερής δομής και ιδιοκτησίας των επιχειρηματικών μονάδων. Συγκέντρωσαν στοιχεία από διάφορες θεωρίες που σχετίζονται με τις επιχειρηματικές μονάδες καθώς επίσης και από τις θεωρίες διάρθρωσης κεφαλαίου. Έπειτα ανακτήθηκαν δεδομένα από την βάση Prowess που αφορούν 1652 εισηγμένες και μη καθώς και συνδεδεμένων ( όμιλος) και μη εταιρειών, μη χρηματοοικονομικού κλάδου. Η χώρα που ερεύνησαν ήταν η Ινδία και το δείγμα τους εξετάστηκε για το έτος 2000.

Χρησιμοποίησαν εγκάρσια διατομής παλινδρόμηση (cross-sectional regression) και είχαν σαν εξαρτημένη τη μόχλευση και σαν ανεξάρτητες τις μεταβλητές: το μέγεθος της εταιρείας, την ανάπτυξη, την κερδοφορία, τα κέρδη προ φόρων και τόκων, την έρευνα και ανάπτυξη, την μέση τιμή μετοχών, τον δείκτη άμεσης ρευστότητας και το δείκτη πάγιου ενεργητικού προς πάγιες υποχρεώσεις. Σαν μόχλευση λαμβάνεται το σύνολο χρέους προς την αγοραία αξία του ενεργητικού. Διαπιστώνεται ότι η μόχλευση στην ομάδα των συνδεδεμένων εταιρειών είναι σημαντικά πιο διαφορετική από εκείνες των μη συνδεδεμένων εταιρειών. Επιπλέον τα ευρήματα δείχνουν ότι οι συνδεδεμένες εταιρείες απολαμβάνουν άνετη πρόσβαση στην κυβέρνηση καθώς και στα ξένα κεφάλαια στηριζόμενες στην αδυναμία της αγοράς καθώς και σε πολιτικές των επιχειρηματικών ομίλων.

Οι Jong, Kabir and Nguyen, (2008), αναλύουν την σπουδαιότητα ορισμένων παραγόντων στην επιλογή μόχλευσης των επιχειρήσεων. Οι επιχειρήσεις του δείγματος τους καλύπτουν 42 χώρες, οι οποίες είναι ίσα κατανεμημένες μεταξύ των ανεπτυγμένων και αναπτυσσόμενων χωρών. Οι πηγές των στοιχείων τους προέρχονται από την Compustat, παγκόσμια βάση δεδομένων ενώ για κάποιες άλλες

συγκεκριμένες μεταβλητές συλλέχτηκαν από διάφορες πηγές κυρίως από την World Development Indicators και την Financial Structure Database of the World Bank. Το συνολικό δείγμα των επιχειρήσεων και από τις 42 χώρες είναι 11.845 επιχειρήσεις. Η περίοδος του δείγματος τους καλύπτει τα έτη 1997- 2001, επιδίωκαν το δείγμα της μελέτης τους να έχει τουλάχιστον τρία έτη διαθέσιμων στοιχείων. Έχοντας σαν εξαρτημένη μεταβλητή την μόχλευση και σαν ανεξάρτητες μεταβλητές: το μέγεθος, τον κίνδυνο, τις ασώματες ακινητοποιήσεις, τους φόρους, την ανάπτυξη, την κερδοφορία και την ρευστότητα. Για την ανάλυση των δεδομένων εφαρμόζουν την φαινομενικά ανεξάρτητη παλινδρόμηση, Seemingly Unrelated Regression (SUR). Επιπλέον η μόχλευση αντιπροσωπεύει το μακροπρόθεσμο χρέος των εταιρειών.

Η ανάλυση τους παράγει δυο νέα αποτελέσματα. Καταρχάς διαπιστώνουν ότι οι σταθεροί καθοριστικοί παράγοντες της μόχλευσης διαφέρουν από χώρα σε χώρα, ενώ οι προγενέστερες μελέτες υποθέτουν σιωπηρά στον ίδιο αντίκτυπο αυτών των παραγόντων. Δεύτερον αν και συμπίπτουν με το συμβατικό άμεσο αντίκτυπο των παραγόντων, στην κύρια δομή των εταιρειών, παρουσιάζουν ένα έμμεσο αντίκτυπο σε συγκεκριμένους παράγοντες. Αυτό συμβαίνει γιατί οι χώρες επηρεάζουν τους ρόλους των καθοριστικών παραγόντων της μόχλευσης μέσα στην επιχείρηση.

Οι Ramalho and Silva, (2009), εξετάζουν δύο υποθέσεις που σχετίζονται με την παραδοσιακή δομή κεφαλαίου. Η πρώτη υπόθεση αφορά τους καθοριστικούς παράγοντες της χρηματοοικονομικής μόχλευσης, και κατά πόσο αυτοί επηρεάζουν τις αποφάσεις σε μικρές, μεσαίες και μεγάλες επιχειρήσεις. Η δεύτερη υπόθεση, αφορά τους παράγοντες που καθορίζουν το ποσό του χρέους που εκδίδει η εταιρεία ανάλογα με το μέγεθος τους. Από την βάση δεδομένων CBSDO άντλησαν κάποιες πληροφορίες σχετικά με τους ισολογισμούς, καταστάσεις αποτελεσμάτων και άλλων χαρακτηριστικών για 4692 πορτογαλικές επιχειρήσεις, για το έτος 1999. Οι μεταβλητές που χρησιμοποίησαν για την εξέταση της μόχλευσης ήταν: η κερδοφορία, το μέγεθος, η ηλικία, οι ενσώματες ακινητοποιήσεις, η προσδοκώμενη ανάπτυξη, η ρευστότητα και οι φορολογικές ελαφρύνσεις που σχετίζονται με το χρέος των εταιρειών. Η μόχλευση αντιπροσωπεύεται από τον δείκτη μακροπρόθεσμου χρέους.

Χρησιμοποιώντας ένα κλασματικό μοντέλο παλινδρόμησης συμπεράναν ότι με βάση την μόχλευση η κερδοφορία και η ρευστότητα έχουν μια αρνητική σχέση, ενώ η ανάπτυξη έχει μια θετική σχέση. Ακόμα η ηλικία και το μέγεθος έχουν αντίθετα αποτελέσματα πάνω στην μόχλευση. Επιπλέον σύμφωνα με τα αποτελέσματα της



έρευνας οι μικρές εταιρείες τείνουν να χρησιμοποιούν περισσότερο το μακροπρόθεσμο χρέος από ότι οι άλλες δυο ομάδες(μεσαίες και μεγάλες).

Ο Welch (2010), σε μια έρευνα που διεξήγαγε, εξέτασε πιο προσεκτικά την δυναμική κερδοφορία των εταιρειών και τις πληρωμές σε κατόχους κοινών ονομαστικών μετοχών, αυτό διευκολύνει την επίλυση της διαφοράς μεταξύ λογιστικής μόχλευσης και μόχλευση αγοράς. Το δείγμα του δίνει έμφαση σε χώρες που διαθέτουν ανεπτυγμένη αγορά μετοχών, και σε αγγλοσαξονικές χώρες συν την Ιαπωνία, ώστε τα λογιστικά τους στοιχεία να είναι συγκρίσιμα. Η βάση τους είναι η Thomson Reuters και το δείγμα τους περιλαμβάνει 73.796 επιχειρήσεις. Πιο συγκεκριμένα οι εταιρείες προέρχονται από τις Ηνωμένες Πολιτείες, το Ηνωμένο Βασίλειο, την Ιαπωνία, την Αυστραλία, και τον Καναδά. Το δείγμα εξετάζεται για 9 έτη και αναφέρεται για την περίοδο 2000 έως 2008.

Χρησιμοποιώντας εγκάρσια διατομής παλινδρόμηση (cross-sectional regression) και έχοντας σαν εξαρτημένες την μόχλευση αγοράς και την λογιστική μόχλευση και σαν ανεξάρτητες: την κερδοφορία, το κίνδυνο, το μέγεθος, τις ενσώματες ακινητοποιήσεις, και την φορολογική ασπίδα έναντι των χρεών. Αξίζει να αναφερθεί ότι ως μόχλευση αγοράς χρησιμοποιήθηκε το χρέος προς την αγοραία αξία περιουσιακών στοιχείων. Τα ευρήματα έδειξαν ότι δεν υπάρχει καμία επίδραση της αύξησης των κερδών στην λογιστική αξία των ιδίων κεφαλαίων, αλλά και καμία επίδραση στην λογιστική μόχλευση.

Οι Hanousek and Shamshur (2011), επηρεαζόμενοι από ευρήματα των Lemon et al 2008, εξέτασαν τη διάρθρωση κεφαλαίου και την σταθερότητα του κεφαλαίου στην Ευρώπη. Χρησιμοποίησαν μια ολοκληρωμένη βάση δεδομένων των εταιρειών με σκοπό να μελετήσουν τις υπό μετάβαση χώρες. Οι στόχοι τους ήταν δύο, α) να εξετάσουν την επεξηγηματική δύναμη των καθοριστικών παραγόντων μόχλευσης όπως προσδιορίζονται από παλαιότερες μελέτες, β) να ασχοληθούν πιο εκτενέστερα στο ζήτημα της σταθερότητας κεφαλαιακής διάρθρωσης. Τα δεδομένα τους συλλέχτηκαν από την βάση δεδομένων Amadeus.

Το δείγμα τους φτάνει τις 35.891 εταιρείες όπου περιλαμβάνει 7 χώρες της Ανατολικής Ευρώπης,<sup>28</sup> η περίοδος που εξετάζουν είναι δέκα έτη και περιλαμβάνει τα έτη 1996 έως 2006. Χρησιμοποίησαν παλινδρόμηση ελαχίστων τετραγώνων (OLS), με εξαρτημένη μεταβλητή την μόχλευση και σαν ανεξάρτητες μεταβλητές:

---

<sup>28</sup> Τσέχικη Δημοκρατία, Εσθονία, Ουγγαρία, Λετονία, Λιθουανία, Πολωνία και Σλοβακία.

την κερδοφορία, τις ευκαιρίες ανάπτυξης, το μέγεθος των επιχειρήσεων, τις ενσώματες ακινητοποιήσεις, την ωριμότητα του ενεργητικού, την αντίληψη της διαφθοράς, τον δείκτη αντίληψης διαφθοράς, την ηλικία και την μέση μόχλευση του κλάδου.

Η μόχλευση ισούται με το χρέος προς τα ίδια κεφάλαια συν το χρέος, όπου χρέος είναι το σύνολο του παθητικού συν τις εμπορικές πιστώσεις. Τα ευρήματα τους δείχνουν ότι ένας μικρός αριθμός καθοριστικών παραγόντων είναι σε θέση να ερμηνευτεί. Αυτό συμβαίνει γιατί η πλειοψηφία των επιχειρήσεων του δείγματος δεν είναι εισηγμένες στο χρηματιστήριο. Επιπλέον όσον αφορά την κεφαλαιακή διάρθρωση τα αποτελέσματα τους έδειξαν ότι δεν έχει επηρεαστεί σημαντικά από τις οικονομικές αναταράξεις.

Οι Afza and Ahmed (2011), αναλύουν εμπειρικά στοιχεία σχετικά με τους καθοριστικούς παράγοντες της κεφαλαιακής δομής των εταιρειών, στον ασφαλιστικό τομέα του Πακιστάν. Ο σκοπός της μελέτης τους είναι να καθορίσουν τους παράγοντες που επηρεάζουν τις αποφάσεις μιας επιχείρησης στην χρηματοδότηση της. Επιπλέον προσδιορίζουν τα χαρακτηριστικά που έχουν σημαντική επίπτωση στη δομή των ασφαλιστικών εταιρειών του Πακιστάν. Για την συλλογή των δεδομένων χρησιμοποιούν διάφορες πηγές τις οποίες όμως δεν τις αναφέρουν.

Αναφέρονται σε 50 εταιρείες και αναλύουν τις ετήσιες οικονομικές καταστάσεις για 7 έτη, από το 2001 έως το 2007. Για την αξιοποίηση των δεδομένων τους χρησιμοποιούν παλινδρόμηση, έχοντας ως εξαρτημένη την μόχλευση και ως ανεξάρτητες μεταβλητές την κερδοφορία, το μέγεθος επιχειρήσεων, τον κίνδυνο και την ρευστότητα. Τα ευρήματα τους δείχνουν ότι το μέγεθος, η κερδοφορία, η ρευστότητα και ο κίνδυνος είναι σημαντικοί παράγοντες στην διάρθρωση κεφαλαίου των ασφαλιστικών εταιρειών. Επιπλέον οι ασφαλιστές του Πακιστάν ακολουθούν την θεωρία της ιεράρχησης. Ακόμα τα αποτελέσματα παρουσιάζουν ότι, όσον αφορά την διαχείριση των κερδών την ρευστότητα και τον κίνδυνο, οι ασφαλιστικές εταιρείες δίνουν περισσότερη έμφαση στα κέρδη εις νέον ή στις κοινές μετοχές παρά στην χρηματοδότηση του χρέους.

Ο Ali (2011), εξετάζει τους προσδιοριστικούς παράγοντες της μόχλευσης των επιχειρήσεων, στον κλάδο της κλωστοϋφαντουργίας. Το δείγμα του προέρχεται από την Ινδία και καλύπτει 170 εταιρείες εισηγμένες στο Χρηματιστήριο της Βομβάης. Εξετάζονται για μια πενταετία και καλύπτουν την περίοδο 1996 έως 2010. Για την καλύτερη κατανόηση στη σχέση μεταξύ της μόχλευσης και των καθοριστικών

παραγόντων της μόχλευσης, χρησιμοποιεί τρεις εναλλακτικές μεθόδους: την μέθοδο των ελαχίστων τετραγώνων (OLS), την τυχαία μέθοδο αποτελεσμάτων και την σταθερή μέθοδο αποτελεσμάτων. Χρησιμοποίησε ως επεξηγηματικές μεταβλητές το μέγεθος της εταιρείας, το σύνολο του ενεργητικού, τις ασπίδες μη φορολογικών χρεών, την κερδοφορία και τις ενσώματες ακινητοποιήσεις, ενώ σαν εξαρτημένη μεταβλητή την μόχλευση.

Ο δείκτης μόχλευσης μετριέται ως την λογιστική αξία του μακροπρόθεσμου χρέους προς την λογιστική αξία του συνολικού ενεργητικού. Τα αποτελέσματα της μελέτης παρουσιάζουν ότι οι πέντε επεξηγηματικές μεταβλητές, το μέγεθος της επιχείρησης, η ανάπτυξη, οι φορολογικές ασπίδες, η κερδοφορία και οι ενσώματες ακινητοποιήσεις επηρεάζουν σημαντικά την μόχλευση των επιχειρήσεων. Θετική επίδραση στην μόχλευση έχουν το μέγεθος της επιχείρησης, οι ενσώματες ακινητοποιήσεις, ενώ αρνητικές επιπτώσεις έχουν η ανάπτυξη των επιχειρήσεων και η κερδοφορία. Σε γενικές γραμμές τα ευρήματα επιβεβαιώνουν τις προβλέψεις των θεωριών κεφαλαιακής διάρθρωσης αλλά και προηγούμενες έρευνες.

Οι Qureshi, Imdadullah and Ahsan (2012), εξετάζουν την συμπεριφορά της μόχλευσης στις επιχειρήσεις του Πακιστάν στον τομέα των χημικών. Υποθέτουν ότι η συμπεριφορά μόχλευσης των εν λόγω εταιρειών είναι ανάλογη με τα αποτελέσματα των διεθνών μελετών της μόχλευσης, που πραγματοποιούνται στις ανεπτυγμένες οικονομίες. Για τους σκοπούς της μελέτης τους χρησιμοποίησαν δεδομένα από 22 εισηγμένες επιχειρήσεις στο Χρηματιστήριο Karachi. Τα δεδομένα τους αντλήθηκαν από την κεντρική τράπεζα του Πακιστάν, για την περίοδο 1988 έως και το 2006.

Για την καλύτερη επίτευξη του στόχου τους χρησιμοποιούν τρεις μεθόδους, την μέθοδο των ελαχίστων τετραγώνων, την μέθοδο των σταθερών αποτελεσμάτων και την μέθοδο των τυχαίων αποτελεσμάτων. Χρησιμοποιούν ως επεξηγηματικές μεταβλητές την ηλικία της επιχείρησης, το μέγεθος της εταιρείας, την περιουσιακή διάρθρωση, την ρευστότητα, των επιχειρηματικό κίνδυνο, τα μερίσματα, την κερδοφορία, την ανάπτυξη, το κόστος της επιχείρησης και τη φορολογική ασπίδα οφειλών. Ως εξαρτημένη μεταβλητή χρησιμοποίησαν την μόχλευση η οποία, για τον προσδιορισμό της χρησιμοποιούν τρία πληρεξούσια. Στο πρώτο χρησιμοποίησαν το μακροπρόθεσμο χρέος προς τα ίδια κεφάλαια, στο δεύτερο χρησιμοποίησαν το μακροπρόθεσμο χρέος προς τα ίδια κεφάλαια συν το μακροπρόθεσμο χρέος και στο τρίτο χρησιμοποίησαν το συνολικό χρέος προς το σύνολο του ενεργητικού.

Τα αποτελέσματα της έρευνας τους καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι οι επιχειρήσεις στον τομέα των χημικών προϊόντων του Πακιστάν, αν και είναι κερδοφόρες και κατέχουν υψηλό επιχειρηματικό κίνδυνο, προτιμούν υψηλότερο χρέος στην διάθρωση του κεφαλαίου τους. Από την άλλη πλευρά όσο αυξάνεται το μέγεθος της επιχείρησης προτιμούν λιγότερο χρέος στην διάθρωση του κεφαλαίου τους αυτό συμβαίνει γιατί έχουν μεγαλύτερες ευκαιρίες ανάπτυξης και μεγαλύτερη ρευστότητα.

Οι Mand, Sharma and Mathur (2012), εξετάζουν τους παράγοντες που επηρεάζουν την χρηματοοικονομική μόχλευση των μικρών επιχειρήσεων της Ινδίας. Ο σκοπός της παρούσας έρευνας είναι να επεκτείνει τα ευρήματα των Michaelas *et a* 1999. Το δείγμα τους περιλαμβάνει 800 μικρές επιχειρήσεις με ινδική ιδιοκτησία. Χρησιμοποίησαν δύο μεθόδους, τη περιγραφική στατιστική και τη γραμμική παλινδρόμηση. Οι επεξηγηματικές μεταβλητές που χρησιμοποίησαν είναι: οι επιδόσεις των επιχειρήσεων, το κυκλοφορούν ενεργητικό, το σύνολο ενεργητικού, οι πωλήσεις, η φορολογία των φυσικών προσώπων, η ανάπτυξη των εταιρειών και ο κλάδος δραστηριότητας. Ενώ σαν εξαρτημένη μεταβλητή χρησιμοποίησαν την μόχλευση.

Πρέπει να τονιστεί ότι η εξαρτημένη μεταβλητή εφαρμόστηκε όπου οι ιδιοκτήτες των εταιρειών αντιλαμβάνονται ότι διατηρούν ένα επίπεδο μόχλευσης, όπου θα μεγιστοποιεί το φορολογικό πλεονέκτημα, θα βελτιώνει τις επιδόσεις της εταιρείας, θα μεγιστοποιεί τις ταμειακές εισροές, θα ελαχιστοποιεί τις πιθανότητες πτώχευσης, θα παρουσιάζει μία μακροπρόθεσμη επιβίωση και τέλος θα αποτρέπει τις εξαγορές. Τα ευρήματα αυτής της μελέτης παρουσιάζουν μια θετική συσχέτιση της μόχλευσης με την ανάπτυξη των μικρών εταιρειών, τις επιδόσεις των εταιρειών, των μακροπρόθεσμων στοιχείων ενεργητικού και του ενεργητικού στο σύνολο του.

## 5.2 ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΚΗ ΕΠΙΣΚΟΠΗΣΗ.

Οι Noulas and Genimakis (2011), αξιολογούν το βαθμό στον οποίο η μόχλευση εξαρτάται από ένα ευρύτερο σύνολο καθοριστικών παραγόντων κεφαλαιακής δομής. Γι' αυτό το λόγο ερευνούν την δομή κεφαλαίου σε εταιρείες που αναφέρονται στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών. Οι πληροφορίες των στοιχείων προέρχονται από τις βάσεις δεδομένων της ICAP A.E., της Hellastat A.E. και το Χρηματιστήριο Αξιών Αθήνας. Τα δεδομένα τους αποτελούνται κυρίως από στοιχεία ισολογισμού για 259

επιχειρήσεις και εξετάζονται για 9 χρόνια, πιο συγκεκριμένα από το 1998 έως το 2006, με εξαίρεση τις τράπεζες, τις ασφαλιστικές εταιρείες και τις εταιρείες που ασχολούνται με τα ακίνητα και την οικονομία

Χρησιμοποίησαν παλινδρόμηση ελαχίστων τετραγώνων (OLS) με εξαρτημένη την μόχλευση και σαν επεξηγηματικές μεταβλητές: την ηλικία των εταιρειών, το μέγεθος των εταιρειών, την κερδοφορία, τον δείκτη ανάπτυξης, τις ενσώματες ακινητοποιήσεις, την αξιολόγηση της πιστοληπτικής ικανότητας, την απόσβεση και τον τομέα δραστηριότητας των εταιρειών, όλες οι εταιρείες είναι ταξινομημένες με βάση τις οικονομικές τους καταστάσεις. Τα ευρήματα τους παρουσιάζουν σημαντικά θετικές συσχετίσεις μεταξύ της μόχλευσης και των πωλήσεων της εταιρείας, τον ρυθμό ανάπτυξης, τις ενσώματες ακινητοποιήσεις, τις αποσβέσεις, την μεταβλητότητα των κερδών και την διαβάθμιση της πιστοληπτικής ικανότητας. Αντίστοιχα η κερδοφορία και η ηλικία της εταιρείας συσχετίζονται αρνητικά σε μεγάλο βαθμό με την μόχλευση, ενώ το μέγεθος<sup>29</sup> της εταιρείας δεν είχε καμία επίδραση στην μόχλευση.

Όσον αφορά την μόχλευση χρησιμοποιούνται τρεις διαφορετικές σχέσεις ως πληρεξούσια. Πιο συγκεκριμένα, α) πληρεξούσιο είναι το μακροπρόθεσμο χρέος προς τα ίδια κεφάλαια, β) πληρεξούσιο είναι ο συνολικός τραπεζικός δανεισμός προς τα ίδια κεφάλαια και γ) πληρεξούσιο είναι ο λόγος των συνολικών υποχρεώσεων προς ίδια κεφάλαια

Vasiliou and daskalakis (2005), στην μελέτη τους προσπαθούν να προσδιορίσουν τους παράγοντες που καθορίζουν την κεφαλαιακή διάρθρωση των ελληνικών εταιρειών. Γι' αυτό το σκοπό θα προβούν σε ποιοτική μελέτη των καθοριστικών παραγόντων της κεφαλαιακής δομής. Τα συμπεράσματα βασίζονται στις γνώμες των ερωτηθέντων σε ένα ερωτηματολόγιο. Το δείγμα τους αποτελείται από 89 εταιρείες που είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αξιών και το ερωτηματολόγιο τους το χωρίζουν σε τρεις κατηγορίες. Η πρώτη ομάδα αναφέρεται σε παράγοντες που επηρεάζουν τη δομή κεφαλαίου. Η δεύτερη ομάδα περιλαμβάνει ερωτήσεις έμμεσες και γενικές ενώ η τρίτη ομάδα περιλαμβάνει ερωτήσεις άμεσες και εξειδικευμένες για μια συγκεκριμένη προσέγγιση της κεφαλαιακής διάρθρωσης. Τα αποτελέσματα τους δείχνουν ότι οι εταιρείες ενδιαφέρονται περισσότερο για τα μειονεκτήματα του χρέους παρά να εκμεταλλευτούν τα πλεονεκτήματα του χρέους. Επιπλέον οι

---

<sup>29</sup> Βάση τον αριθμό των εργαζομένων.

οικονομικοί διευθυντές δηλώνουν ότι για την διάρθρωση κεφαλαίου ένας σημαντικός παράγοντας είναι η ικανότητα να αποπληρώνουν το χρέος καθώς και την διατήρηση μιας υψηλής πιστοληπτικής ικανότητας. Ακόμα τα ευρήματα τους δείχνουν ότι το κόστος αντιπροσώπευσης δεν είναι τόσο σημαντικό γιατί η ιδιοκτησιακή δομή των ελληνικών εταιρειών είναι συγκεντρωμένη σε λίγους μεγάλους μετόχους

Οι Ελευθεριάδη και Αγοραστού (2002) στη μελέτη τους επιδιώκουν να κατανοήσουν την επίδραση της μόχλευσης στην διαμόρφωση του συνολικού συστηματικού κινδύνου. Χρησιμοποιούν το υπόδειγμα αγοράς του Markowitz (1958), το οποίο είναι εξελιγμένο από τον Sharpe (1963). . το συγκεκριμένο μοντέλο χρησιμοποιεί μια διαδικασία ώστε να μπορεί να εκτιμήσει την απόδοση μιας μετοχής, που να σχετίζεται με την μεταβολή της απόδοσης της αγοράς, σε συνδυασμό με το ύψος του συστηματικού κινδύνου της μετοχής. Το δείγμα τους έχει δεδομένα από το έτος 1988 και αποτελείται από 370 εταιρείες στον κλάδο της κλωστοϋφαντουργίας, οι οποίες απασχολούν 30 άτομα και το ενεργητικό τους είναι πάνω από 100 εκατομμύρια δραχμές. Τα δεδομένα τους αντλήθηκαν από την ICAP. Τα ευρήματα τους παρουσιάζουν ότι όταν οι εταιρείες έχουν ήδη επιχειρηματικό κίνδυνο έχουν την τάση να μην αυξάνουν το συνολικό συστηματικό κίνδυνο, αντίθετα μειώνουν τον χρηματοοικονομικό κίνδυνο χρησιμοποιώντας ίδια κεφάλαια αντί για δανειακά κεφάλαια. Επιπλέον ο επιχειρηματικός κίνδυνος γίνεται ένας σημαντικός παράγοντας για να διαμορφώσει την χρηματοοικονομική δομή της εταιρείας.

Οι Αθανάσογλου Λαλούντας και Συριόπουλος (2008), στην μελέτη τους εφαρμόζουν υποδείγματα επιβίωσης σε δεδομένα εταιρειών με μετοχές εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αθηνών. Τέτοια έρευνα μέχρι τώρα δεν έχει εφαρμοστεί για ελληνικές εταιρείες, η προσέγγιση για αυτό το ζήτημα είναι διαφορετική από εκείνο της πτώχευσης. Τα δεδομένα της μελέτης τους αντλήθηκαν από το Χρηματιστήριο Αθηνών και από την Εθνική Στατιστική Υπηρεσία Ελλάδος. Το δείγμα τους αποτελείται από 196 εταιρείες για να ελαχιστοποιηθεί η πιθανότητα μεροληψίας των εκτιμήσεων εφαρμόζεται μια σειρά από παραμετρικά και μη παραμετρικά υποδείγματα. Η πιθανότητα επιβίωσης των εταιρειών εξετάστηκε από την εφαρμογή μιας συνάρτησης κινδύνου (hazard function). Η εξαρτημένη μεταβλητή που χρησιμοποιούν είναι η διάρκεια επιβίωσης ενώ σαν επεξηγηματικές μεταβλητές χρησιμοποιούν την δανειακή επιβάρυνση, τον αριθμό των εργαζομένων, το ποσοστό των μετοχών που έχει ο διευθύνων σύμβουλος, το ποσοστό μετοχών που κατέχουν τα μέλη του διοικητικού συμβουλίου, τον λογάριθμο των νεοεισερχομένων στον κλάδο

εταιρειών και τον δείκτη παραγωγής βιομηχανίας. Σύμφωνα με τα ευρήματα που προκύπτουν από την μελέτη τους ο κίνδυνος εξόδου από την κεφαλαιαγορά είναι αρχικά μικρός και στην συνέχεια μεγιστοποιείται, με μέγιστες τιμές στα 7 έτη. Οι εταιρείες με υψηλή δανειακή επιβάρυνση αντιμετωπίζουν μεγαλύτερο κίνδυνο να τεθούν σε επιτήρηση ή ακόμα και να εξέλθουν από το Χρηματιστήριο Αξιών, σε αντίθεση με τις υπόλοιπες με χαμηλότερη δανειακή επιβάρυνση. Ακόμα σημαντικός παράγοντας παραμονής μιας εταιρείας στην αγορά είναι το αρχικό μέγεθος της καθώς μια εταιρεία που με το μικρότερο μέγεθος στον κλάδο έχει διπλάσια πιθανότητα από αυτή που έχει υψηλή δανειακή επιβάρυνση.

**Πίνακας 1 Μελέτες που σχετίζονται με τους παράγοντες μόχλευσης**

Θέμα έρευνας	Ερευνητικός στόχος	Στατιστικά στοιχεία	Μέθοδος έρευνας	Εξαρτημένη μεταβλητή	Ανεξάρτητες μεταβλητές
<p><b>Sheel and Wattanasuttiwong, 1998, <i>The Relevance of Financial Leverage for Equity Returns of Restaurant Firms – An Empirical Examination</i></b></p>	<p>Να ερευνηθούν την σχέση της μεταξύ της χρηματοοικονομικής μόχλευσης και της απόδοσης των κοινών μετοχών.</p>	<p>37 επιχειρήσεις για την περίοδο 1992 έως 1996</p>	<p>Παλινδρόμηση χρονολογικών σειρών</p>	<p>Μόχλευση: Χρέος προς τα ίδια κεφάλαια.</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Οφειλές προς ίδια κεφάλαια,</li> <li>• Δείκτη αγοραίας αξίας προς λογιστικής αξίας, μέγεθος εταιρείας ,</li> <li>• Σύνολο αποδόσεων</li> </ul>
<p><b>Weill, 2002, <i>Determinants of Leverage and Access to Credit: Evidence on Western and Eastern Europe countries</i></b></p>	<p>Εξετάζει εμπειρικά τους καθοριστικούς παράγοντες μόχλευσης στις χώρες Δυτικής Ευρώπης και Ανατολικής Ευρώπης.</p>	<p>1800 εταιρείες από τις χώρες Τσεχία, Πολωνία, Ηνωμένο Βασίλειο, Γαλλία, για την περίοδο 1996 έως 1997</p>	<p>Παλινδρόμηση</p>	<p>Μόχλευση: Σύνολο χρέους προς το σύνολο ενεργητικού.</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Κερδοφορία,</li> <li>• Καινοτομία,</li> <li>• Ανάπτυξη,</li> <li>• Μέγεθος εταιρίας,</li> <li>• Ηλικία,</li> <li>• Ενσώματες ακινητοποιήσεις</li> </ul>



<p><b>Jong and Dijk, 2002,</b> <i>DETERMINANTS OF LEVERAGE AND AGENCY PROBLEMS</i></p>	<p>Ερευνούν τους παράγοντες μόχλευσης και τη σχέση της μόχλευσης με τα προβλήματα αντι προσώπησης</p>	<p>154 εταιρείες Ολλανδίας Για την περίοδο 1996 έως 1998</p>	<p>Μέθοδο ελαχίστων τετραγώνων και μέθοδο Tobin'q</p>	<p>Μόχλευση: μακροπ. Χρέος προς το συν. Ενεργητικού</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Οριακό συντελεστή φόρου</li> <li>• Φορολογική ασπίδα χρέους <ul style="list-style-type: none"> <li>• Διασφαλιστική αξία</li> <li>• Εταιρικό κίνδυνο</li> <li>• Κλαδικό κίνδυνο</li> </ul> </li> <li>• Σημασία της ποιότητας <ul style="list-style-type: none"> <li>• Υπερεπενδύσεις</li> </ul> </li> </ul>
<p><b>Schoubben and Hulle, 2004,</b> <i>The Determinants of Leverage; Differences between Quoted and Non Quoted Firms</i></p>	<p>Μελετάνε την κεφαλαιακή διάρθρωση και την μόχλευση, τους καθοριστικούς παράγοντες τους αλλά και την σχέση μεταξύ τους</p>	<p>587 εταιρείες Βελγίου</p>	<p>Παλινδρόμηση (maximum likelihood regression)</p>	<p>Μόχλευση: Α) συν. Χρέους προς το συν. Ενεργητικού Β) βραχυπρ. Χρέος προς το σύν. Ενεργητικού</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Κερδοφορία,</li> <li>• Κίνδυνος,</li> <li>• Μεγέθυνση,</li> <li>• Ρευστότητα,</li> <li>• Άυλα περιουσιακά στοιχεία προς το σύνολο του ενεργητικού <ul style="list-style-type: none"> <li>• Απόδοση του ενεργητικού</li> </ul> </li> </ul>
<p><b>Berk, 2006,</b> <i>Determinants of Leverage in Slovenian Blue-Chip Firms and Stock Performance Following Substantial Debt Increases</i></p>	<p>Αναλύει τη έκταση χρηματοδότησης σε εταιρείες blue ship</p>	<p>44 εταιρείες Σλοβενίας για την περίοδο 1997 έως 2003</p>	<p>Παλινδρόμηση (OLS)</p>	<p>Μόχλευση: Μακροπρόθεσμο χρέος</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Ενσώματες ακινητοποιήσεις, <ul style="list-style-type: none"> <li>• Αύξηση πωλήσεων,</li> <li>• Μέγεθος πωλήσεων,</li> </ul> </li> <li>• Ένταση λειτουργικής μόχλευσης, <ul style="list-style-type: none"> <li>• Κερδοφορία,</li> </ul> </li> <li>• Φορολογική ασπίδα προς το χρέος.</li> </ul>

<p><b>Zou and Xiao, 2006,</b> <i>The financing behaviour of listed Chinese firms</i></p>	<p>Ερευνούν ένα σύνολο καθοριστικών παραγόντων κεφαλαιακής διάρθρωσης με σκοπό να εξηγήσουν την μόχλευση στις κινέζικες εταιρείες.</p>	<p>1205 εταιρείες Κίνας για την περίοδο 1993 - 2000</p>	<p>Παλινδρόμηση (OLS)</p>	<p>Μόχλευση: Α) σύνολο χρέους Β) μακρ. χρέος Γ) συν. Χρέους προς την αγοραία τιμή εταιρείας Δ) μακρ. Χρέος προς την αγοραία τιμή εταιρείας.</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Μέγεθος των εταιρειών,</li> <li>• Υλική καθαρή θέση, <ul style="list-style-type: none"> <li>• Ανάπτυξη,</li> <li>• Κίνδυνο,</li> <li>• Κερδοφορία,</li> </ul> </li> <li>• Οριακό φορολογικό συντελεστή,</li> <li>• Δείκτη πληρωμής μερίσματος, <ul style="list-style-type: none"> <li>• Κρατική ιδιοκτησία,</li> <li>• Ξένη ιδιοκτησία,</li> </ul> </li> <li>• Ιδιοκτησία νομικού προσώπου.</li> </ul>
<p><b>Jong and Dijk, 2007, Determinants of Leverage and Agency Problems: A Regression Approach with Survey Data</b></p>	<p>Ερευνούν τους καθοριστικούς παράγοντες μόχλευσης και τα προβλήματα αντιπροσώπευσης</p>	<p>168 εταιρείες Ολλανδίας για την περίοδο 1996 έως 1998</p>	<p>Παλινδρόμηση (cross sectional regression)</p>	<p>Μόχλευση: Δείκτη λογιστικής αξίας χρέους.</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Υποκλοπή,</li> <li>• Οριακό φορολογικό συντελεστή,</li> <li>• Φορολογική ασπίδα που σχετίζεται με το χρέος,</li> <li>• Παγία ενσώματων δικαιωμάτων ενεργητικού, <ul style="list-style-type: none"> <li>• Εταιρικό κίνδυνο,</li> <li>• Βιομηχανικό κίνδυνο,</li> </ul> </li> <li>• Μοναδικότητα στους πελάτες -εργαζομένους,</li> <li>• Ποιότητα υπερεπένδυσης.</li> </ul>
<p><b>Manos, Murinde, Green, 2007, Leverage and business groups: Evidence from Indian firms</b></p>	<p>Σκοπός τους είναι η καλύτερη ανάλυση ενός γενικού προτύπου δομής κεφαλαίου μεταξύ εισηγμένων και μη εισηγμένων.</p>	<p>1652 εταιρείες Ινδίας για την περίοδο 2000 έως 2001.</p>	<p>Παλινδρόμηση (cross sectional regression)</p>	<p>Μόχλευση: Σύνολο χρέους προς την αγοραία αξία του συνολικού ενεργητικού.</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Μέγεθος εταιρείας,</li> <li>• Ανάπτυξη,</li> <li>• Κερδοφορία,</li> <li>• Κέρδη προ φόρων και τόκων,</li> <li>• Έρευνα και ανάπτυξη,</li> <li>• Μέση τιμή μετοχών,</li> <li>• Άμεση ρευστότητα,</li> </ul>

					<ul style="list-style-type: none"> <li>• Δείκτη πάγιου ενεργητικού προς πάγιες υποχρεώσεις</li> </ul>
<p><b>Jong, Kabir, Nguyen, (2008),</b> <i>Capital structure around the world: The roles of firm- and country-specific determinants</i></p>	Αναλύουν την σημαντικότητα ορισμένων παραγόντων στην επιλογή μόχλευσης.	11.845 εταιρείες από 42 χώρες για την περίοδο 1997 έως 2001	Παλινδρόμηση (SUR)	Μόχλευση: Μακροπρόθεσμο χρέος	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Μέγεθος εταιρείας, <ul style="list-style-type: none"> <li>• Κίνδυνο,</li> </ul> </li> <li>• Ενσώματες ακινητοποιήσεις,</li> <li>• Φόρους που σχετίζονται με το χρέος, <ul style="list-style-type: none"> <li>• Ανάπτυξη,</li> <li>• Κερδοφορία,</li> <li>• Ρευστότητα.</li> </ul> </li> </ul>
<p><b>Ramalho and Silva, (2009),</b> <i>A two part fractional regression model for the financial leverage decisions of micro, small, medium and large firms</i></p>	Έρευνα στους καθοριστικούς παράγοντες μόχλευσης. Έρευνα στους παράγοντες που καθορίζουν το ύψος του χρέους	4.692 επιχειρήσεις της Πορτογαλίας για το έτος 1992	Γραμμική παλινδρόμηση	Μόχλευση: Μακροπρόθεσμο χρέος	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Κερδοφορία,</li> <li>• Μέγεθος εταιρείας, <ul style="list-style-type: none"> <li>• Ηλικία,</li> </ul> </li> <li>• Ενσώματες ακινητοποιήσεις</li> <li>• Προσδοκώμενη ανάπτυξη, <ul style="list-style-type: none"> <li>• Ρευστότητα,</li> </ul> </li> <li>• Φορολογία που σχετίζεται με το χρέος</li> </ul>
<p><b>Welch, 2010,</b> <i>Testing Dynamic Tradeoff Theory: Profitability and Leverage</i></p>	Εξέτασε την δυναμική κερδοφορία των εταιρειών και τις αποδόσεις που καρπώνονται οι κάτοχοι των κοινών ονομαστικών μετοχών, με σκοπό να επιλύσει την διαφορά μεταξύ λογιστικής μόχλευσης και μόχλευση αγοράς.	73796 εταιρείες που αναφέρονται στις Ηνωμένες Πολιτείες, Ηνωμένο Βασίλειο, Ιαπωνία, Αυστραλία και τον Καναδά. Για την περίοδο 2000 - 2008	Παλινδρόμηση (cross sectional regression)	Μόχλευση: Χρέος προς αγοραία αξία περιουσιακών στοιχείων.	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Κερδοφορία,</li> <li>• Κίνδυνο,</li> <li>• το Μέγεθος εταιρειών,</li> <li>• Ενσώματες ακινητοποιήσεις</li> <li>• Φορολογική ασπίδα έναντι των χρεών.</li> </ul>

<p><b>Hanousek and Shamshur, 2011, A Stubborn Persistence: Is the Stability of Leverage Ratios Determined by the Stability of the Economy?</b></p>	<p>Εξετάζουν τους καθοριστικούς παράγοντες μόχλευσης και την σταθερότητα της κεφαλαιακής διάρθρωσης.</p>	<p>35.891 εταιρείες ανατολικής Ευρώπης για την περίοδο 1996 έως 2006</p>	<p>Παλινδρόμηση (OLS)</p>	<p>Μόχλευση: Χρέος προς ίδια κεφάλαια συν το χρέος</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Κερδοφορία,</li> <li>• Ευκαιρίες ανάπτυξης</li> <li>• Μέγεθος εταιρειών</li> <li>• Ενσώματες ακινητοποιήσεις <ul style="list-style-type: none"> <li>• Ωριμότητα ενεργητικού</li> <li>• Αντίληψη διαφθοράς <ul style="list-style-type: none"> <li>• Ηλικία</li> </ul> </li> </ul> </li> <li>• Μέση μόχλευση κλάδου</li> </ul>
<p><b>Afza and Ahmed, 2011, Leverage Choice and its Determinants: An Empirical Investigation of Insurance Sector of Pakistan</b></p>	<p>Καθορίζουν τους παράγοντες που επηρεάζουν τις αποφάσεις χρηματοδότησης των εταιρειών</p>	<p>50 εταιρείες του Πακιστάν για την περίοδο 2001 έως 2007</p>	<p>Παλινδρόμηση</p>	<p>Μόχλευση</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Κερδοφορία</li> <li>• Μέγεθος εταιρειών <ul style="list-style-type: none"> <li>• Κίνδυνο</li> <li>• Ρευστότητα</li> </ul> </li> </ul>
<p><b>Ali, 2011, The Determinants of Leverage of the Listed-Textile Companies in India</b></p>	<p>Εξετάζει τους προσδιοριστικούς παράγοντες μόχλευσης</p>	<p>170 εταιρείες Ινδίας Για την περίοδο 1996 έως 2010</p>	<p>Παλινδρόμηση (OLS)</p>	<p>Μόχλευση: Μακροπρόθεσμο χρέος προς σύν. Ενεργητικού</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Μέγεθος εταιρείας</li> <li>• Σύνολο ενεργητικού</li> <li>• Ασπίδες φορολογικών χρεών <ul style="list-style-type: none"> <li>• Κερδοφορία</li> </ul> </li> <li>• Ενσώματες ακινητοποιήσεις</li> </ul>
<p><b>Qureshi, Imdadullah and Ahsan, 2011, What determines leverage in</b></p>	<p>Εξέτασαν την συμπεριφορά της μόχλευσης</p>	<p>22 εταιρείες του Πακιστάν. Για την περίοδο 1988 έως 2006</p>	<p>Μέθοδο Α)ελαχίστων τετραγώνων, Β) σταθερών αποτελεσμάτων Γ) τυχαίων</p>	<p>Μόχλευση: Α) μακροπ. Χρέος προς ίδια κεφάλαια Β) μακροπ. Χρέος προς ίδια κεφάλαια συν</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Ηλικία εταιρειών</li> <li>• Μέγεθος εταιρειών</li> <li>• Περιουσιακή διάρθρωση <ul style="list-style-type: none"> <li>• Ρευστότητα</li> </ul> </li> <li>• Επιχειρηματικό κίνδυνο</li> </ul>

<i>Pakistan? A panel data analysis</i>			αποτελεσμάτων	μακροπ. Χρέος Γ) συν. χρέος προς το σύν. του ενεργητικού	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Μερίσματα</li> <li>• Κερδοφορία</li> <li>• Ανάπτυξη</li> <li>• Κόστος επιχείρησης</li> <li>• Φορολογική ασπίδα</li> </ul>
<b>Noulas and Genimakis, 2011</b> <i>The determinants of capital structure choice: evidence from Greek listed companies</i>	Εξετάζουν πόσο ένα σύνολο παραγόντων κεφαλαιακής δομής επηρεάζουν την μόγλευση	259 εταιρείες Ελλάδα Για την περίοδο 1998 ως 2006	Παλινδρόμηση (OLS)	Μόγλευση: Α) μακρ. Χρέος προς τα ίδια κεφάλαια Β) συν. Τραπεζικός δανεισμός προς ίδια κεφάλαια Γ) σύν. Υποχρεώσεων προς ίδια κεφάλαια	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Ηλικία εταιρειών</li> <li>• Μέγεθος εταιρειών</li> <li>• Κερδοφορία</li> <li>• Ενσώματες ακινητοποιήσεις</li> <li>• Αξιολ. Πιστοληπτικής ικανότητας <ul style="list-style-type: none"> <li>• Απόσβεση</li> </ul> </li> <li>• Δραστηριότητες εταιρειών</li> <li>• Ταξινόμηση οικ. καταστάσεων</li> </ul>
<b>Mand, Sharma, and Mathur, 2012,</b> <i>Factors that Influence Financial Leverage of Small Business Firms in India</i>	Εξετάζουν τους παράγοντες μόγλευσης στις μικρές εταιρείες	800 εταιρείες Ινδίας	Περιγραφική στατιστική και μέθοδο ελαχίστων τετραγώνων	Μόγλευση	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Επιδόσεις των εταιρειών</li> <li>• Κυκλοφορούν ενεργητικό <ul style="list-style-type: none"> <li>• Συν. Ενεργητικού <ul style="list-style-type: none"> <li>• Πωλήσεις</li> </ul> </li> </ul> </li> <li>• Φορολογία φυσικών προσώπων</li> <li>• Ανάπτυξη των επιχειρήσεων <ul style="list-style-type: none"> <li>• Κλάδο</li> </ul> </li> </ul>

Πηγή: ίδια επεξεργασία.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6: ΔΕΔΟΜΕΝΑ ΚΑΙ ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ ΕΡΕΥΝΑΣ

Στο παρόν κεφάλαιο παρουσιάζεται ο σκοπός της έρευνας, καθώς και οι ερευνητικές υποθέσεις, όπως προκύπτουν από την βιβλιογραφική επισκόπηση που έγινε σε προηγούμενο κεφάλαιο. Επιπλέον γίνεται αναφορά στα δεδομένα της έρευνας και παρουσιάζεται ο προσδιορισμός των μεταβλητών που χρησιμοποιήθηκαν. Περαιτέρω, παρουσιάζονται η μεθοδολογία που ακολουθήθηκε και τα υποδείγματα της έρευνας που χρησιμοποιήθηκαν.

### 6.1 ΣΚΟΠΟΣ ΤΗΣ ΕΡΕΥΝΑΣ

Στο πρώτο κεφάλαιο της παρούσας διπλωματικής εργασίας παρουσιάστηκαν οι ορισμοί της δανειακής επιβάρυνσης. Στο δεύτερο κεφάλαιο γίνεται μια αναφορά στις θεωρίες που διέπουν την μόχλευση. Ενώ στα παραπάνω κεφάλαια έγινε εκτενής αναφορά σε μεγέθη που επηρεάζουν την μόχλευση καθώς και σε μελέτες που σχετίζονται με το εξεταζόμενο μέγεθος. Η βιβλιογραφική επισκόπηση καλύπτει θέματα όπως τους παράγοντες που επηρεάζουν την μόχλευση, καθώς και την επίδραση που έχει η μόχλευση στα οικονομικά μεγέθη της εταιρείας. Συνοψίζοντας ο σκοπός της παρούσας διπλωματικής είναι να εξετάσουμε τους παράγοντες, του δείγματος μας, που επηρεάζουν δραστικά το μέγεθος της μόχλευσης μιας εταιρείας, και έπειτα θα τους αναλύσουμε σύμφωνα με την θεωρία και την βιβλιογραφική επισκόπηση που έχει προηγηθεί στα παραπάνω κεφάλαια.

Οι ερευνητικές υποθέσεις οι οποίες διατυπώνονται στο παρόν κεφάλαιο και εξετάζονται εμπειρικά με στοιχεία από ελληνικές εταιρείες και ειδικότερα αυτές που είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αθηνών, έχουν ως εξής:

*H1: Το μέγεθος της εταιρείας επηρεάζει θετικά την μόχλευση.*

*H2: Η κερδοφορία μιας εταιρείας έχει αρνητική σχέση με την μόχλευση μιας εταιρείας.*

*H3: Η μόχλευση έχει θετική σχέση με τις ενσώματες ακινητοποιήσεις.*

## 6.2 ΤΑ ΔΕΔΟΜΕΝΑ ΤΗΣ ΕΡΕΥΝΑΣ

Τα δεδομένα που χρησιμοποιήθηκαν στο εμπειρικό μέρος της εργασίας αντλήθηκαν από την βάση Thomson-One. Το δείγμα αποτελείται από εταιρείες, οι οποίες είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών για τη χρονική περίοδο 2004 – 2011. Το αρχικό μας δείγμα ήταν 249 εταιρείες με 1768 αναφορές. Έπειτα έγινε έλεγχος για ακραίες τιμές με την μέθοδο του Handi (1995) και αφαιρέθηκαν 276 παρατηρήσεις, με αποτέλεσμα από 1768 παρατηρήσεις που είχαμε αρχικά έμεινα 1492 παρατηρήσεις, οι οποίες στο σύνολο τους είναι 210 εταιρείες. Οι εταιρείες με τη μεγαλύτερη συχνότητα είναι στο κλάδο της βιομηχανίας, του κυκλικού καταναλωτισμού και των πρώτων υλών. Στο παρακάτω πίνακα παρουσιάζονται αναλυτικότερα.

**Πίνακας 2: Οι εταιρίες ανά βιομηχανικό κλάδο**

<b>Κλάδος</b>	<b>Πλήθος εταιρειών</b>
Πρώτων Υλών	41
Κυκλικού Καταναλωτισμού αγαθών <sup>30</sup>	55
Ενέργειας	6
Υγείας	7
Βιομηχανίας	49
Μη Κυκλικών Καταναλωτικών Αγαθών και Υπηρεσιών <sup>31</sup>	30
Τεχνολογίας	13
Υπηρεσιών και Τηλεπικοινωνιών	5
Κοινής Ωφέλειας	4
<b>Σύνολο</b>	<b>210</b>

<sup>30</sup> Consumer Cyclicals

<sup>31</sup> Non – Cyclical Consumer Goods and Services

### 6.3 ΜΕΤΑΒΛΗΤΕΣ ΕΡΕΥΝΑΣ

Η εξαρτημένη μεταβλητή της δανειακής επιβάρυνσης είναι η μόχλευση, η οποία υπολογίζεται ως ο λόγος του βραχυπρόθεσμου χρέους προς το συνολικό χρέος. Υπάρχουν ερευνητές που εξετάζουν το συγκεκριμένο μέγεθος ως το λόγο του μακροπρόθεσμου χρέους ως προς το σύνολο των κεφαλαίων ή ακόμα και ως το λόγο του συνολικού χρέους ως προς το σύνολο του ενεργητικού ( Qureshi et. Al., 2011 Noulas and Genimakis, 2011). Το παραπάνω είναι κατανοητό γιατί εξετάζουν την χρηματοοικονομική δομή που διαμορφώνει η εταιρεία σχετίζοντας τη μόχλευση με την βέλτιστη κεφαλαιακή διάρθρωση. Ως μεταβλητές ελέγχου χρησιμοποιήθηκαν το μέγεθος της εταιρείας η φορολογική ασπίδα εκτός χρέους, η κερδοφορία, ο δείκτης άυλων περιουσιακών στοιχείων, ο δείκτης παγιοποίησης, ο δείκτης ο δείκτης κεφαλαίου κίνησης καθώς και μια ψευδομεταβλητή.

Πιο συγκεκριμένα για τον έλεγχο του μεγέθους των εταιρειών αλλά και τις επιδράσεις που αυτό μπορεί να έχει στην απόδοση της εταιρείας εισάγουμε ως μέτρο του μεγέθους λογάριθμο στο σύνολο του ενεργητικού. Με αυτό τον τρόπο πετυχαίνουμε εξομάλυνση της κατανομής του εν λόγω μεγέθους. Ο δείκτης της κερδοφορίας εξετάζει τα κέρδη μιας εταιρείας σε σχέση με την περιουσία της. Αποτελεί μια από τις θεμελιώδεις σχέσεις σε μια εταιρεία, καθώς αυτός ο δείκτης μετράει την απόδοση των συνολικών περιουσιακών στοιχείων μιας εταιρείας. Το μέγεθος της ανάπτυξης λογίστηκε ως οι πωλήσεις της τρέχουσας περιόδου μείον τις πωλήσεις της προηγούμενης περιόδου προς τις πωλήσεις της προηγούμενης περιόδου ( $\text{salest-salest-1}/\text{salest-1}$ ). Ο δείκτης παγιοποίησης, είναι ο λόγος των πάγιων περιουσιακών στοιχείων προς το σύνολο του ενεργητικού. Η χρήση του ενδείκνυται για να εξετάσουμε την περιουσιακή διάρθρωση μιας εταιρείας. Σε περιόδους κρίσεως ένας ακόμα σημαντικός δείκτης είναι και ο δείκτης του κεφαλαίου κίνησης. Καθώς από αυτόν εξαρτάται το ύψος του χρημάτων που θα πρέπει να χρησιμοποιεί η εταιρεία. Ο δείκτης της κρίσης είναι μια ψευδομεταβλητή και χρησιμοποιείται για να εξετάσουμε εάν η κρίση επηρέασε την μόχλευση μέσα στην εταιρεία. Όλα τα στοιχεία καθώς και αυτά που αφορούσαν μεταβλητές της έρευνας μας έχουν αντληθεί από την βάση δεδομένων Thomson One.



**Πίνακας 3: Περιγραφή Μεταβλητών.**

Μεταβλητές	Ορισμός
Μόχλευση (LEVERAGE)	Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις / συνολικές υποχρεώσεις
Μέγεθος (SIZE)	Φυσικός Λογάριθμος Ενεργητικού $\ln(\text{asset})$
Κερδοφορία (ROA)	Κέρδη πριν από φόρους και τόκους / Σύνολο Ενεργητικού
Ανάπτυξη (GROWTH)	Ετήσιος Ρυθμός μεταβολής των Πωλήσεων $(\Pi t - \Pi t-1) / \Pi t-1$
Φορολογική Ασπίδα εκτός Χρέους (NDTAX)	Αποσβέσεις / Σύνολο Ενεργητικού
Δείκτης Άυλων Περιουσιακών Στοιχείων (INTAS)	Άυλα Περιουσιακά Στοιχεία / Σύνολο Ενεργητικού
Βαθμός Παγιοποίησης (TANGAS)	Σύνολο Παγίων / Σύνολο Ενεργητικού
Ρευστότητα (LIQUIDITY)	Μετρητά και Χρεόγραφα/ Κυκλοφορούν Ενεργητικό
Κεφάλαιο κίνησης(CURAS)	Κυκλοφορούν Ενεργητικό / Σύνολο Ενεργητικού
Περίοδος Κρίσης	Από τα έτη 2004 -2007 βάζουμε 0 ενώ στα έτη 2008 -2011 βάζουμε 1

Πηγή: ίδια επεξεργασία.

#### 6.4 ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ

Για την ανάλυση των υποδειγμάτων, τα δεδομένα που χρησιμοποιήθηκαν στο εμπειρικό μέρος της εργασίας αντλήθηκαν από την βάση δεδομένων Thomson-One, επιπλέον έχουμε εισάγει μια ψευδομεταβλητή (dummy variable) για να εξετάσουμε πόσο έχει επηρεάσει η κρίση την μόχλευση. Για την επίδραση των προσδιοριστικών παραγόντων στην μόχλευση χρησιμοποιήσαμε την μεθοδολογία ανάλυσης δεδομένων πάνελ (panel data analysis). Η χρησιμοποίηση panel data analysis, έχει μια σειρά από

πλεονεκτήματα σε σχέση με την χρήση μόνο διαστρωματικών δεδομένων ή μόνο χρονολογικών σειρών. Το κυριότερο είναι ότι μπορεί να ελεγχθεί η ετερογένεια μεταξύ των διαστρωματικών δεδομένων. Επιπλέον τα panel data προσφέρουν περισσότερη πληροφόρηση και μεγαλύτερη διακύμανση, η οποία να μπορεί να αξιοποιηθεί οικονομετρικά. Επιπλέον παρουσιάζει μικρότερο βαθμό πολυσυγγραμικότητας, περισσότερους βαθμούς ελευθερίας με μεγαλύτερη αποτελεσματικότητα στις εκτιμήσεις και με πιο αξιόπιστα αποτελέσματα (Hsiao, 2003)

Οι εκτιμήσεις μας στηρίχθηκαν στο υπόδειγμα των μη παρατηρούμενων επιδράσεων (Unobserved Effects Model) ώστε να έχει τη δυνατότητα να διατυπωθεί, για μια τυχαία ληφθείσα διαστρωματική παρατήρηση  $i$ , ως εξής (Chamberlain, 1984; Wooldridge, 2002; Camerron and Trivedi, 2005) :

$$Y_{it} = \chi_{it}\beta + c_i + u_{it} = t \ 1, 2, \dots T \quad (4.1)$$

Όπου  $\chi_{it}$ , ισούται με ένα διάνυσμα διαστάσεων  $1 \times K$  το οποίο περιλαμβάνει τις παρατηρούμενες μεταβλητές που μεταβάλλονται τόσο ως προς το  $i$ , όσο και ως το  $t$  καθώς και μεταβλητές που μεταβάλλονται ως προς το  $i$  αλλά όχι και στο  $t$  (Αρβανίτης, 2011).

Ο όρος  $c_i$  μπορεί να ληφθεί ως η μη παρατηρούμενη συνιστώσα (unobserved component), η λανθάνουσα μεταβλητή (latent variable), ή η μη παρατηρούμενη ετερογένεια (unobserved heterogeneity). Όταν το  $i$  αντιπροσωπεύει τις εταιρείες του δείγματος μας, τότε το  $c_i$ , ονομάζεται και ως ατομική ετερογένεια (individual heterogeneity) ή ατομική επίδραση (individual effect) (Αρβανίτης, 2011).

Τα  $u_{it}$ , είναι οι όροι σφάλματος ιδιαίτερων χαρακτηριστικών (idiosyncratic errors) αλλιώς ονομάζονται και διαταρακτικοί όροι ιδιαίτερων χαρακτηριστικών (idiosyncratic disturbances) λόγω του ότι μεταβάλλονται ως προς τον χρόνο  $t$  και το  $i$  (Αρβανίτης, 2011). Ο προβληματισμός που συχνά δημιουργείται, τόσο σε εφαρμογές όσο και σε μεθοδολογικές έρευνες που αφορά το  $c_i$ , είναι αν θα πρέπει να ληφθεί ως τυχαία επίδραση (random effect) ή ως μια σταθερή επίδραση (fixed effect).

Επομένως, διακρίνονται οι εξής δύο περιπτώσεις:

- α) Το υπόδειγμα σταθερών επιδράσεων (fixed effects).

β) Το υπόδειγμα τυχαίων επιδράσεων (random effects).

Το Υπόδειγμα Σταθερών Επιδράσεων (Fixed Effects Model) έχει την εξής μορφή:

$$Y_{it} = \beta_0 + \beta_1 X_{it,1} + \beta_2 X_{it,2} + \dots + \beta_k X_{it,k} + c_i + u_{it}, Cov(c_i, X_{it}) \neq 0 \quad (4.2)$$

Το Υπόδειγμα Τυχαίων Επιδράσεων (Random Effects Model) έχει την εξής μορφή:

$$Y_{it} = \beta_0 + \beta_1 X_{it,1} + \beta_2 X_{it,2} + \dots + \beta_k X_{it,k} + c_i + u_{it}, Cov(c_i, X_{it}) = 0 \quad (4.3)$$

Στο θέμα αυτό θεωρεί ο Wooldridge, σύμφωνα με την σύγχρονη οικονομετρική ορολογία, ότι η τυχαία επίδραση είναι αλληλένδετη με την μηδενική συσχέτιση μεταξύ των υπό εξέταση επεξηγηματικών μεταβλητών και την μη – παρατηρούμενη επίδραση δηλαδή,  $Cov(\chi_{it}, c_i) = 0, t = 1, 2, \dots, T$ . Στις εφαρμοσμένες μελέτες, όταν το  $c_i$  αναφέρεται ως μια ατομική τυχαία επίδραση (individual random effect) τότε γίνεται η υπόθεση για ότι το  $c_i$  και το  $\chi_{it}$  είναι ασυσχέτιστα (Αρβανίτης, 2011).

Με τον όρο «σταθερή επίδραση» δεν εννοείται ότι το  $c_i$  λογίζεται ως μη – τυχαίο, αλλά πιθανόν αναγνωρίζεται η αυθαίρετη συσχέτιση (arbitrary correlation) μεταξύ παρατηρούμενης επίδρασης  $c_i$  και παρατηρούμενων επεξηγηματικών μεταβλητών  $\chi_{it}$  (Αρβανίτης, 2011).

Η μεγάλη διαφορά στην εκτίμηση των σταθερών επιδράσεων με την εκτίμηση των τυχαίων επιδράσεων υπάρχει στη συσχέτιση του  $u_{it} = c_i + u_{it}$ . Για την εκτίμηση του  $\beta$ , η μέθοδος των τυχαίων επιδράσεων θέτει αποτελεσματικά το  $c_i$  στον όρο σφάλματος, κάτω από την υπόθεση ότι το  $c_i$  είναι ορθογώνιο προς το  $\chi_{it}$ . Εν συνεχεία λαμβάνει υπόψη την αυτοσυσχέτιση στον σύνθετο όρο  $u_{it} = c_i + u_{it}$  χρησιμοποιώντας την ανάλυση των γενικευμένων ελαχίστων τετραγώνων. Σε πολλές οικονομετρικές εφαρμογές όπου γίνεται χρήση εξατομικευμένων δεδομένων, επιδιώκουμε να επιτρέπεται στο  $c_i$  να συσχετίζεται αυθαίρετα με το  $\chi_{it}$  (Αρβανίτης, 2011).

Το υπόδειγμα που εκτιμήθηκε με την μέθοδο των ελαχίστων τετραγώνων, είναι το ακόλουθο:

$$LEVERAGE = \beta_0 + \beta_1 SIZE + \beta_2 ROA + \beta_3 GROTWH + \beta_4 NDTAX + \beta_5 INTAS + \beta_6 TANGAS + \beta_7 CURAS + \beta_8 LIQUIDITY + \beta_9 CRISIS \dots \dots \dots \quad (4.4)$$

## 6.5 ΠΕΡΙΓΡΑΦΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ ΔΕΔΟΜΕΝΩΝ.

Στον πίνακα που ακολουθεί παρουσιάζονται τα περιγραφικά στατιστικά δεδομένα του δείγματος. Το σύνολο των παρατηρήσεων της κάθε μεταβλητής είναι  $N= 1492$  ( $n= 210$  εταιρείες και  $T= 7,1$  αναφοράς). Από τα παρακάτω στοιχεία διακρίνουμε ότι ο μέσος όρος μόχλευσης που οι εταιρείες έχουν στα οικονομικά τους στοιχεία είναι 61,19%. Οπότε παραπάνω από το μισό των υποχρεώσεων τους είναι βραχυπρόθεσμο. Επίσης παρατηρούμε ότι η μέση τιμή του μεγέθους των εταιρειών είναι 11,64 εκατ. ευρώ, δηλαδή το δείγμα μας αποτελείται από μεγάλες εταιρείες. Ακόμα η μέση απόδοση του ενεργητικού είναι 2,6% προφανώς γιατί το ενεργητικό καταλαμβάνει το μεγαλύτερο κομμάτι στην εταιρεία. Ανάλογη με το προηγούμενο μέγεθος είναι η μέση απόδοση και στον δείκτη άυλων περιουσιακών στοιχείων καθώς τα αποτελέσματα είναι στο ύψος 1,36%. Τα πάγια περιουσιακά στοιχεία είναι στο 52,49% και ο δείκτης οικονομικής διάρθρωσης είναι στο 50,13% εδώ βέβαια υπάρχει μεγάλη διαφορά μεταξύ της μεγάλης και της μικρής τιμής που είναι 99,40% και 1,47% αντίστοιχα. Η ρευστότητα που κατέχουν στο ενεργητικό τους οι εταιρείες είναι στο 13,48% ενώ η μέση τιμή της κρίσης είναι στο 49,80%.

**Πίνακας 4: Περιγραφικά στατιστικά στοιχεία.**

<b>Μεταβλητή</b>		<b>Mean</b>	<b>Std. Dev.</b>	<b>Min</b>	<b>Max</b>	<b>Observations</b>
<b>LEVERAGE</b>	overall	0,6119	0,3071	-0,3482	1,0000	N = 1492
	between		0,2400	0,0000	1,0000	n = 210
	within		0,1974	-0,2452	1,3852	T-bar = 7.10476
<b>SIZE</b>	overall	11,6436	1,3764	7,0428	16,6276	N = 1492
	between		1,3799	8,4670	16,4529	n = 210
	within		0,3213	7,6305	14,3081	T-bar = 7.10476
<b>ROA</b>	overall	0,0268	0,0717	-0,3350	0,2699	N = 1492
	between		0,0484	-0,1006	0,1707	n = 210
	within		0,0541	-0,2532	0,2852	T-bar = 7.10476
<b>GROWTH</b>	overall	-0,0335	0,3571	-1,0000	1,9389	N = 1492
	between		0,1370	-0,5701	0,2731	n = 210
	within		0,3317	-1,2231	1,6541	T-bar = 7.10476
<b>NDTAX</b>	overall	0,0250	0,0164	-0,0260	0,1006	N = 1492
	between		0,0140	0,0028	0,0783	n = 210
	within		0,0091	-0,0527	0,0897	T-bar =7.10476
<b>INTAS</b>	overall	0,0136	0,0252	0,0000	0,1524	N = 1492
	between		0,0235	0,0000	0,1238	n = 210
	within		0,0132	-0,0449	0,1050	T-bar = 7.10476
<b>TANGAS</b>	overall	0,5249	0,2139	0,0001	0,9847	N = 1492
	between		0,2010	0,0465	0,9457	n = 210
	within		0,0741	0,0415	0,9693	T-bar = 7.10476
<b>CURAS</b>	overall	0,5013	0,1979	0,0147	0,9940	N = 1492
	between		0,1853	0,0521	0,9763	n = 210
	within		0,0727	0,1420	0,9359	T-bar = 7.10476
<b>LIQUID~Y</b>	overall	0,1348	0,1536	0,0001	0,8878	N = 1492
	between		0,1308	0,0077	0,8332	n = 210
	within		0,0829	-0,2734	0,7458	T-bar = 7.10476
<b>CRISIS</b>	overall	0,4980	0,5002	0,0000	1,0000	N = 1492
	between		0,1208	0,0000	1,0000	n = 210
	within		0,4916	-0,2520	1,2980	T-bar = 7.10476

Από τον πίνακα 5 της συσχέτισης των μεταβλητών κατά Pearson, παρατηρούμε ότι υπάρχει μια αρνητική συσχέτιση μεταξύ των ανεξάρτητων μεταβλητών SIZE, INTAS, TANGAS, ROA, LIQUIDITY και της εξαρτημένης LEVERAGE. Με τις μεταβλητές GROWTH και CURAS βρέθηκε μια θετική συσχέτιση με την εξαρτημένη. Δεν βρέθηκε να υπάρχει καμία σημαντική συσχέτιση μεταξύ των μεταβλητών LEVERAGE και NDTAX. Η αρνητική συσχέτιση που παρουσιάζει η μεταβλητή SIZE είναι σύμφωνη με την μελέτη του Majumdar (1997), επιπλέον ενισχύει την θεωρία της ιεράρχησης (pecking order theory). Επιπλέον η μεταβλητή ROA είναι σύμφωνη με τα αποτελέσματα της μελέτης των Chen and zhao (2005), οι οποίοι έχουν στηριχτεί στη θεωρία του δανεισμού. Παρόμοια είναι και τα αποτελέσματα άλλων μελετών όπως των (Myers, 1984; Chittenden et al. 1996; Michaelas et al. 1999; Cassar and Holmes, 2003; Gedajlovic et al. 2003; Lincoln et al. 1996). Η μέση τιμή LIQUIDITY είναι σύμφωνη με τα αποτελέσματα των Opler and Titman (1994), Myers(1997) και Kim(1998). Επιπλέον λόγω της μεγάλης απόστασης μεταξύ της μικρής και της μεγάλης τιμής θα μπορούσαμε να συμπεράνουμε ότι είναι σύμφωνο με την έρευνα των Hvide and Moen(2000).

**Πίνακας 5: Εκτιμήσεις υποδειγμάτων πάνελ δεδομένων, κατά Pearson**

	<b>LEVERAGE</b>	<b>SIZE</b>	<b>ROA</b>	<b>GROWTH</b>	<b>NDTAX</b>	<b>INTAS</b>	<b>TANGAS</b>	<b>CURAS</b>	<b>LIQUIDITY</b>
<b>LEVERAGE</b>	1.0000								
<b>SIZE</b>	-0.2966	1.0000							
<b>ROA</b>	-0.1445	0.1828	1.0000						
<b>GROWTH</b>	0.261	0.0321	0.0185	1.0000					
<b>NDTAX</b>	0.0426	-0.0346	0.0277	0.3635	1.0000				
<b>INTAS</b>	-0.0740	-0.0368	0.0730	0.0398	0.0226	1.000			
<b>TANGAS</b>	-0.1637	0.0677	-0.1131	0.0146	0.0299	-0.3205	1.0000		
<b>CURAS</b>	0.2569	-0.2564	0.1463	-0.0168	0.0039	-0.0891	-0.4363	1.0000	
<b>LIQUIDITY</b>	-0.2772	0.2398	0.2462	0.0069	0.0114	0.1322	-0.0656	-0.1364	1.0000

## 6.6 ΕΚΤΙΜΗΣΕΙΣ ΥΠΟΔΕΙΓΜΑΤΩΝ

Στον παρακάτω πίνακα παρουσιάζονται οι εκτιμήσεις υποδειγμάτων με εξαρτημένη μεταβλητή τη μόχλευση (LEVERAGE). Σε όλα τα υποδείγματα πραγματοποιήθηκε ανάλυση δεδομένων πάνελ (panel data analysis). Ειδικότερα το 1<sup>ο</sup> υπόδειγμα εκτιμήθηκε με την μέθοδο των ελαχίστων τετραγώνων (ordinary least squares) και την γενικευμένη μέθοδο (GLS). Κατ' αρχάς οι στατιστικές F και Wald chi2 (F(9, 1492)= 46,91; Pr > F = 0.000 και chi2(9) = 152.90; Pr > chi2 = 0.000) δείχνουν ότι οι ανεξάρτητες μεταβλητές που χρησιμοποιήθηκαν ασκούν σημαντική επίδραση στη μεταβολή της μόχλευσης. Η διενέργεια του ελέγχου Hausman(chi2(15) = 6.15; prob > chi2 = 0.9771), παρουσιάζει 'ότι το πιο κατάλληλο υπόδειγμα για την ερμηνεία των αποτελεσμάτων, είναι το αυτό των τυχαίων επιδράσεων (random regression).

Στη συνέχεια πραγματοποιήθηκε μια σειρά από διαγνωστικούς ελέγχους για την αποδοχή ή όχι του υποδείγματος. Συγκεκριμένα κατά τον έλεγχο αν το υπόδειγμα των τυχαίων επιδράσεων χρειαζόταν χρονικές μεταβλητές (test year parameters), προκύπτει ότι χρειάζεται (chi2(7) = 40.45; prob > chi2 = 0.000). Ο έλεγχος (Perasan's test) για αυτοσυσχέτιση των καταλοίπων (cross sectional independence) όπου έδειξε ότι δεν έχουμε αυτοσυσχέτιση μεταξύ των ετών (Perasan = 0,255, Pr = 0, 7987). Αντίθετα ο έλεγχος (Wooldridge test) για αυτοσυσχέτιση των καταλοίπων μεταξύ των πάνελ, έδειξε ότι υπάρχει αυτοσυσχέτιση (F(1, 209) = 56,612; Prob > 0,000) . στη συνέχεια ο έλεγχος για ετεροσκεδαστικότητα (Modified Wald test) παρουσίασε ότι υπάρχει πρόβλημα ετεροσκεδαστικότητας (chi2(210) = 2.2e + 0.5; prob > chi2 = 0.000). Τελευταία, για την διάγνωση ή μη πολυσυγραμμικότητας των μεταβλητών, προκύπτει ότι δεν υφίσταται πρόβλημα για ύπαρξη πολυσυγραμμικότητας αφού ο μέσος Συντελεστής Διόγκωσης της Διακύμανσης(VIF) ισούται με 1.26. Όπου για μια τιμή VIF μεγαλύτερη από το 10 αποτελεί λόγο για ύπαρξη πολυσυγραμμικότητας<sup>32</sup> (Χρήστου Γ., Εισαγωγή στην Οικονομετρία,2005, σελ.206).

Εξ αιτίας των προβλημάτων ετεροσκεδαστικότητας και αυτοσυσχέτισης στα δεδομένα κατά την εκτίμηση των υποδειγμάτων, όπως προκύπτει από τους παραπάνω διαγνωστικούς ελέγχους, δεν είναι εφικτό να αποδεχτούμε τις εκτιμήσεις των

---

<sup>32</sup> Ο συντελεστής διογκώσεως της διακύμανσεως  $VIF_j = \frac{1}{1 - R_j^2}$ , όπου  $R_j^2$  παριστάνει το

συντελεστή προσδιορισμού ανάμεσα στην ερμηνευτική μεταβλητή j και σ' όλες τις υπόλοιπες που περιλαμβάνονται στο υπόδειγμα



εκτιμήσεων για την ερμηνεία των μεταβλητών. Γι' αυτό το λόγο θα χρησιμοποιήσουμε την μεθοδολογία της ανάλυσης δεδομένων, με την διαφορά ότι θα εκτιμήσουμε το βασικό υπόδειγμα με σταθερές επιδράσεις (Fixed effects ) και ολικές επιδράσεις (Pooled effects ) με την μέθοδο των ελαχίστων τετραγώνων (OLS), χρησιμοποιώντας Driscoll and Kraay (1998) για τα τυπικά σφάλματα.

Οι εκτιμήσεις σφαλμάτων συνήθως εφαρμόζονται σε τεχνικές εκτίμησης μήτρας συνδιακύμανσης. Η στατιστική επαγωγή που βασίζεται σε μια τέτοια εκτίμηση για τυπικά σφάλματα είναι άκυρη. Οι Driscoll and Kraay (1998), προτείνει μια μη παραμετρική εκτίμηση συνδιακύμανσης που παράγει ετεροσκεδαστικότητα, καθορίζει την συνέπεια αυτών των τυπικών σφαλμάτων στα διαστρωματικά στοιχεία και στο χρόνο του υποδείγματος, τα παραπάνω αυξάνονται και περιορίζουν την εξάρτηση δεδομένων υπό συνθήκες ανάμιξης. Το λογισμικό Stata παρέχει την επιλογή να εκτιμήσουμε τυπικά σφάλματα που είναι 'ισχυρά' σε ορισμένες παραβιάσεις του συγκεκριμένου οικονομικού μοντέλου. Το λογισμικό Stata υπολογίζει τις συγκεντρωτικές παλινδρομήσεις ελαχίστων τετραγώνων (Pooled OLS) και τις παλινδρομήσεις με σταθερές επιδράσεις (Fixed effects OLS) με Driscoll and Kraay τυπικά σφάλματα.

Στη περίπτωση αυτή η δομή των σφαλμάτων υποθέτεται ότι είναι ετεροσκεδαστικά, αυτοσυσχετιζόμενα μέχρι κάποια χρονική υστέρηση και ενδεχομένως συσχετίζονται και μεταξύ των πάνελ. Για το υπόδειγμα (4) και (5) παρατηρούμε ότι το  $R^2$  βρίσκεται στο 19,34% και 3,74% αντίστοιχα. Γεγονός που σημαίνει ότι για τα συγκεκριμένα μοντέλα σε μικρό βαθμό από κοινού όλες οι ανεξάρτητες μεταβλητές που έχουμε εισάγει στο εξεταζόμενο υπόδειγμα επηρεάζουν την μεταβλητότητα του μερίσματος.

Πίνακας 6: Εκτιμήσεις υποδειγμάτων πάνελ δεδομένων, χρησιμοποιώντας Driscoll – Kraay

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
	OLS	Fixed-effects	Random-effects	Pooled OLS with AR(2) & Driscoll- Kraay standard errors	Fixed-effects OLS with AR(2) & Driscoll- Kraay standard errors
SIZE	<b>-0.0418<sup>***</sup></b> (-7.52)	<b>-0.0689<sup>**</sup></b> (-3.25)	<b>-0.0562<sup>***</sup></b> (-5.21)	<b>-0.0418<sup>*</sup></b> (-3.34)	<b>-0.0689<sup>**</sup></b> (-5.27)
ROA	<b>-0.652<sup>***</sup></b> (-5.60)	<b>-0.308<sup>*</sup></b> (-2.36)	<b>-0.415<sup>***</sup></b> (-3.34)	<b>-0.652<sup>***</sup></b> (-6.10)	<b>-0.308<sup>a</sup></b> (-2.08)
GROWTH	-0.00828 (-0.37)	-0.0180 (-1.05)	-0.0118 (-0.70)	-0.00828 (-1.05)	-0.0180 (-1.00)
NDTAX	0.229 (0.45)	<b>1.427<sup>*</sup></b> (2.26)	0.911 (1.52)	0.229 (0.48)	<b>1.427<sup>a</sup></b> (2.07)
INTAS	-0.270 (-1.01)	-0.180 (-0.29)	-0.323 (-0.69)	-0.270 (-1.20)	-0.180 (-0.51)
TANGAS	<b>-0.204<sup>***</sup></b> (-4.85)	<b>-0.293<sup>**</sup></b> (-3.11)	<b>-0.257<sup>***</sup></b> (-3.76)	<b>-0.204<sup>**</sup></b> (-5.11)	<b>-0.293<sup>***</sup></b> (-6.90)
CURAS	<b>0.218<sup>***</sup></b> (4.30)	0.0430 (0.32)	0.149 (1.52)	<b>0.218<sup>***</sup></b> (6.17)	<b>0.0430</b> (0.43)
LIQUIDITY	<b>-0.364<sup>***</sup></b> (-6.46)	-0.101 (-1.17)	<b>-0.222<sup>**</sup></b> (-2.86)	<b>-0.364<sup>***</sup></b> (-6.56)	<b>-0.101<sup>**</sup></b> (-3.98)
CRISIS	<b>-0.0381<sup>*</sup></b> (-2.57)	-0.0261 (-1.55)	-0.0271 (-1.66)	-0.0381 (-1.56)	-0.0261 (-1.50)
CONSTANT	<b>1.179<sup>***</sup></b> (14.04)	<b>1.547<sup>***</sup></b> (5.58)	<b>1.363<sup>***</sup></b> (8.41)	<b>1.179<sup>***</sup></b> (7.26)	<b>1.547<sup>***</sup></b> (10.51)
Παρατηρήσεις (N)	1492	1492	1492	1492	1492
Σύν. εταιρειών (n)	210	210	210	210	210

<i>E<math>\eta</math> (T)</i>	7,1	7,1	7,1	7,1	7,1
<i>R -squared</i>	0.1934	0.1531	0.1816	0.1934	0.0374
<i>F &amp; Wald statistics</i>	F(9, 1482) = 46.91 Prob > F = 0.000	F(9, 209) = 4.82 Prob > F = 0.000	Chi2(9) = 152.90 Prob > chi2 = 0.000	F(9, 7) = 1037.63 Prob > F = 0.000	F (9, 7) = 67.79 Prob > F = 0.000
<i>Hausman test</i>	Chi2(15) = 6.15; Prob > chi2 = 0,9771				
<i>Test years parameteres</i>	Chi2(7) = 40.45; Prob > chi2 = 0.000				
<i>Perasan 's test</i>	0.255, Pr = 0.7987				
<i>Wald test for heteroskedasticity</i>	Chi2(210) = 2.2e + 0.5; Prob > chi2 = 0.000				
<i>Wooldridge test for autocorreltion</i>	F(1, 209) = 56.612; Prob > F = 0.000				
<i>Mean VIF</i>	1.260				

t-statistics in parentheses,

\* p < 0.05, \*\* p < 0.01, \*\*\* p < 0.001, <sup>a</sup>p < 0. 1

Σύμφωνα με τα παραπάνω το καλύτερο υπόδειγμα εξειδίκευσης είναι το τέταρτο και το πέμπτο όπου

$$\begin{aligned} LEVERAGE = & \beta_0 + \beta_1 SIZE + \beta_2 ROA + \beta_3 GROTWH + \beta_4 NDTAX + \beta_5 INTAS \\ & + \beta_6 TANGAS + \beta_7 CURAS + \beta_8 LIQUIDITY + \beta_9 CRISIS + u \end{aligned}$$

Όπου αντικαθιστώντας με τις τιμές έχουμε:

$$\begin{aligned} LEVERAGE = & 1.179 - 0.0418 SIZE - 0.652 ROA - 0.00828 GROTWH \\ & + 0.229 NDTAX - 0.270 INTAS - 0.204 TANGAS + 0.218 CURAS \\ & - 0.364 LIQUIDITY - 0.0381 CRISIS + u \end{aligned}$$

Και για το πέμπτο υπόδειγμα έχουμε:

$$\begin{aligned} LEVERAGE = & 1.547 - 0.0689 SIZE - 0.308 ROA - 0.0180 GROTWH + 1.427 \\ & NDTAX - 0.180 INTAS - 0.293 TANGAS + 0.0430 CURAS - 0.101 LIQUIDITY - \\ & 0.0261 CRISIS + u \end{aligned}$$

Η μεταβλητή  $u$  ονομάζεται διαταρακτικός όρος (σφάλμα), είναι μία ερμηνευτική μεταβλητή και περιλαμβάνει όλες εκείνες τις επιδράσεις – εξωγενείς μεταβλητές που επηρεάζουν τη μεταβλητή “LEVERAGE” αλλά δεν είναι εφικτό να τις γνωρίζουμε.

Εξετάζοντας το τέταρτο υπόδειγμα παρατηρούμε ότι οι στατιστικά σημαντικές μεταβλητές στο επιλεγμένο υπόδειγμα μας είναι οι μεταβλητές: η κερδοφορία (ROA), το κεφάλαιο κίνησης (CURAS) και η ρευστότητα (LIQUIDITY) καθώς η τιμή τους στο t-Statistic είναι μεγαλύτερη του 2 και το επίπεδο σημαντικότητας των συντελεστών τους είναι μικρότερο του 5%, άρα η μηδενική υπόθεση απορρίπτεται, δηλ. απορρίπτεται η υπόθεση ότι ο συντελεστής δεν είναι σημαντικός.

Αναλυτικότερα, μία μεταβολή στην μεταβλητή “κερδοφορία” κατά μία μονάδα, παραμένοντας όλες οι άλλες μεταβλητές σταθερές, θα επιφέρει μία μείωση της μεταβλητής “LEVERAGE” κατά 0.652 ή σε ποσοστό αφού μιλάμε για αριθμοδείκτες 65.2%. Αυτό σημαίνει ότι αυξάνοντας η εταιρεία τα κέρδη της, θα μειώσει την μόχλευση σε σημαντικό βαθμό, επιπλέον θα καλύπτει τα λειτουργικά αλλά και άλλα έξοδα της και συγχρόνως θα της αφήνει ικανοποιητικό καθαρό κέρδος σε σχέση με τις πωλήσεις και τα ίδια κεφάλαια που απασχολεί με αποτέλεσμα να αυξάνεται έτσι και η αποδοτικότητα της σε ολόκληρο το ενεργητικό της. Γενικά ένας υψηλός δείκτης

περιθωρίου καθαρού κερδοφορίας δείχνει την ικανότητα της διοίκησης να επιτυγχάνει φθηνές αγορές και να πουλάει σε υψηλότερες τιμές κάνοντας έτσι την επιχείρηση αποδοτική και επιτυχημένη.

Επίσης μία μεταβολή κατά μία μονάδα στην μεταβλητή “κεφάλαιο κίνησης”, παραμένοντας όλες οι άλλες ανεξάρτητες μεταβλητές σταθερές, θα επιφέρει μία αύξηση κατά 0,204 ή 20.4% στην μεταβλητή “LEVERAGE”. Αυτό σημαίνει ότι ένα μέρος από το κυκλοφορούν έχει καλυφτεί από ξένα κεφάλαια. Όσο πιο μεγάλη είναι η τιμή του δείκτη τόσο πιο μικρή είναι η συμμετοχή των ιδίων κεφαλαίων και τόσο μεγαλύτερη είναι η συμμετοχή των ξένων κεφαλαίων άρα αυξάνεται ο μακροχρόνιος κίνδυνος επιβίωσης της εταιρείας (δηλ αυξάνεται ο κίνδυνος της χρεοκοπίας). Γιατί για τις τυπικές της ανάγκες της εταιρείας χρειάζεται ξένα κεφάλαια.

Επιπλέον μια μεταβολή κατά μια μονάδα στη μεταβλητή “ρευστότητα” παραμένοντας όλες οι άλλες μεταβλητές σταθερές, θα επιφέρει μια μείωση κατά 0.364 ή 36.4% στην μεταβλητή LEVERAGE. Αυτό σημαίνει ότι όταν η εταιρεία έχει υψηλή ρευστότητα δεν έχει την ανάγκη να προβεί σε δανεισμό από εξωτερικό παράγοντα για να καλύψει τις ανάγκες της. Αντίθετα οι ανάγκες αυτές καλύπτονται από κεφάλαια της εταιρείας. Με αποτέλεσμα η εταιρεία να έχει μεγαλύτερο βαθμό ελευθερίας μέσα στην αγορά.

Ο διορθωμένος ως προς τους βαθμούς ελευθερίας συντελεστής παλινδρομήσεως ( $\overline{R^2}$ ) είναι πολύ χαμηλός, σημειώνοντας ότι το υπόδειγμα ερμηνεύει το 19.34% της συνολικής μεταβλητότητας της εξαρτημένης μεταβλητής. Στη συνέχεια εξετάζοντας το πέμπτο υπόδειγμα παρατηρούμε ότι οι στατιστικά σημαντικές μεταβλητές στο επιλεγμένο υπόδειγμα μας είναι οι μεταβλητές: Βαθμός Παγιοποίησης (TANGAS) και το μέγεθος (SIZE) καθώς η τιμή τους στο t-Statistic είναι μεγαλύτερη του 2 και το επίπεδο σημαντικότητας των συντελεστών τους είναι μικρότερο του 5%, άρα η μηδενική υπόθεση απορρίπτεται, δηλ. απορρίπτεται η υπόθεση ότι ο συντελεστής δεν είναι σημαντικός.

Αναλυτικότερα μια μεταβολή στην μεταβλητή μέγεθος (SIZE) κατά μια μονάδα, παραμένοντας όλες οι άλλες σταθερές θα επιφέρει μια μείωση στην σταθερή μεταβλητή “LEVERAGE” κατά 0.0689 ή 6.89%. Αυτό σημαίνει ότι αυξάνοντας η εταιρεία στοιχεία του ενεργητικού της χρησιμοποιεί τα δικά της κεφάλαια. Μπορούμε να συμπεράνουμε ότι η εταιρεία επιδιώκει τον εσωτερικό δανεισμό και έπειτα τον εξωτερικό δανεισμό.

Στη συνέχεια μια μεταβολή στο βαθμό παγιοποίησης κατά μια μονάδα και όλες οι άλλες μεταβλητές μείνουν σταθερές τότε θα επιφέρει μια μείωση στην μεταβλητή “LEVERAGE” κατά 0.293 ή κατά 29.3%. Το αποτέλεσμα αυτό μας δείχνει ότι όταν η εταιρεία προβεί σε αύξηση παγίων θα χρησιμοποιήσει δικά της κεφάλαια και όχι εξωτερικό δανεισμό. Εάν τώρα συνδυάσουμε αυτό το αποτέλεσμα με το προηγούμενο συμπεραίνουμε ότι η εταιρεία έχει την τάση να χρησιμοποιεί τον εξωτερικό δανεισμό για άλλες ανάγκες όπως για αύξηση κεφαλαίου.

Ο διορθωμένος ως προς τους βαθμούς ελευθερίας συντελεστής παλινδρομήσεως ( $\overline{R^2}$ ) είναι πολύ χαμηλός, συγκεκριμένα είναι ο χαμηλότερος από όλα τα υποδείγματα. Οπότε το υπόδειγμα ερμηνεύει το 3.74% της συνολικής μεταβλητότητας της εξαρτημένης μεταβλητής.

Οι δύο τελευταίες παλινδρομήσεις είναι οι πιο κατάλληλες από τις προηγούμενες όπως αναφέραμε και παραπάνω. Τα αποτελέσματα της τέταρτης παλινδρόμησης παρουσιάζουν τα ίδια αποτελέσματα με την επόμενη με την διαφορά ότι στην τέταρτη οι μεταβλητές είναι ένα βαθμό σημαντικές για την εξαρτημένη. Η πιο σημαντική διαφορά είναι ότι η πέμπτη παλινδρόμηση παρουσιάζει την φορολογική ασπίδα εκτός χρέους ως σημαντική μεταβλητή για την εξαρτημένη μεταβλητή, ενώ η τέταρτη παλινδρόμηση δεν παρουσιάζει κάτι ανάλογο γι' αυτή τη μεταβλητή.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7: ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Η δημιουργία και η αναπαραγωγή της γνώσης από τις σημερινές ανεπτυγμένες οικονομίες, αποτελούν σημαντικούς παράγοντες για την ανάπτυξη την εξέλιξη και την οικονομική ευημερία. Η χρήση δανειακών κεφαλαίων από την εταιρεία είναι ένα σημαντικό μέγεθος ικανό να οδηγήσει σε ανάπτυξη τόσο σε μικροοικονομικό όσο και σε μακροοικονομικό επίπεδο. Η σημασία και η χρήση τους σίγουρα δεν περιορίζεται στα στενά πλαίσια της λογιστικής εννοιολογικής προσέγγισης και αντιμετώπισης, ωστόσο είναι δύσκολο να αναλυθούν όλες οι πτυχές τους. Από την αρχή με την έννοια κατανόησης της κεφαλαιακής διάρθρωσης, εκτεταμένης τεχνολογικής ανάπτυξης της παγκόσμιας οικονομίας, η σωστή χρήση των δανειακών κεφαλαίων αποτελούν βασικό παράγοντα για την κερδοφορία και την αποδοτικότητα της επιχείρησης. Μέσα από την παρούσα διπλωματική εργασία, επιχείρησα να καταδείξω την σπουδαιότητα των ξένων κεφαλαίων καθώς και πόσο επηρεάζονται από άλλα μεγέθη μέσα από την εταιρεία.

Η παρούσα διπλωματική εργασία, είχε ως σκοπό την μελέτη της επίδρασης της δανειακής επιβάρυνσης και ποια μεγέθη την επηρεάζουν. Η εργασία αυτή έχει επηρεαστεί από την μελέτη των Schoubben and Hulle (2004), καθώς οι μεταβλητές που χρησιμοποιήθηκαν για την κατανόηση της μόχλευσης στο υπόδειγμα της παρούσας εργασίας είναι οι ίδιες που έχουν χρησιμοποιήσει για την ερευνά τους.

Για τους καθοριστικούς παράγοντες της μόχλευσης που αναλύσαμε νωρίτερα βρίσκουμε ότι το μέγεθος και στα δύο υποδείγματα έχει μια αρνητική σχέση με την μόχλευση. Το αποτέλεσμα αυτό είναι αντίθετο με την θεωρία αντισταθμίσεως και τις μελέτες των Psillaki and Daskalakis.(2008) καθώς και των Ozkan (2001), Gaud et al. (2005), και Sogorb-Mira (2005) οι οποίοι στα αποτελέσματα τους αναφέρουν ότι οι μεγαλύτερες εταιρείες έχουν και υψηλότερα ποσοστά χρέους.

Το κέρδος όπως υποστηρίζει και η θεωρία δανεισμού έχει αρνητική σχέση με την μόχλευση καθώς οι εταιρείες προτιμούν την εσωτερική χρηματοδότηση από ότι την εξωτερική. Επιπλέον μελέτες που έχουν ασχοληθεί με αυτό το θέμα, παρουσιάζουν αρνητική σχέση μεταξύ της μόχλευσης και της κερδοφορίας σύμφωνα με τους (Myers, 1984; Chittenden et al. 1996; Michaelas et al. 1999; Cassar and Holmes, 2003; Gedajlovic et al. 2003; Lincoln et al. 1996).

Ο βαθμός παγιοποίησης σύμφωνα με τα αποτελέσματα παρουσιάζει μια αρνητική σχέση με την μόχλευση. Σύμφωνα με την θεωρία της ιεράρχησης η οποία υποστηρίζει ότι η χαμηλή ασυμμετρία πληροφοριών συνδέεται με τις ενσώματες ακινητοποιήσεις και καθιστά την καθαρή θέση λιγότερο δαπανηρή (Harris and Ravin, 1991).

Η ρευστότητα σύμφωνα με τα αποτελέσματα έχει μια αρνητική σχέση με τη μόχλευση, τα αποτελέσματα αυτά είναι σύμφωνα με τις έρευνες των Hvide and Moen (2000), καθώς και Evans and Jovanovic, (1989) αυτό πιθανότατα να οφείλεται γιατί σε βραχυπρόθεσμο διάστημα οι εταιρείες δεν έχουν σκοπό να επενδύσουν. Η κρίση αν και δεν είναι σημαντικό στατιστικό μέγεθος επηρέαζε αρνητικά την μόχλευση γεγονός που είναι αντίθετο σύμφωνα με την θεωρία αντιπροσώπευσης καθώς σε δυσχερείς συνθήκες η ασύμμετρη πληροφόρηση αυξάνεται και κατ' επέκταση οι ανάγκες για αυστηρότερη πειθαρχία.

Η μόχλευση που έχουν οι εταιρείες στα οικονομικά τους στοιχεία είναι πάνω από το 50% γεγονός που τις καθιστά να έχουν μια όχι και τόσο καλή πιστοληπτική ικανότητα. Επιπλέον δεν έχουν το βαθμό ελευθερίας και τις περιορίζει στις μελλοντικές τους επιχειρηματικές κινήσεις καθώς πρέπει να καλύψουν το κόστος των δανειζόμενων κεφαλαίων.



## ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

- Αθανάσογλου Π.Π., Ι.Γ. Ασημακόπουλος και Κ.Π. Συριόπουλος (2008), 'Οι προσδιοριστικοί παράγοντες της επιβίωσης των επιχειρήσεων στο Χρηματιστήριο Αθηνών' Τράπεζα της Ελλάδος, Οικονομικό Δελτίο, 37, 7-34
- Αθανάσογλου, Π.Π., Ι.Γ. Ασημακόπουλος και Κ.Π. Συριόπουλος, 2006. 'Εξωτερική χρηματοδότηση, ανάπτυξη και κεφαλαιακή δομή των επιχειρήσεων του Χρηματιστηρίου Αθηνών' Τράπεζα της Ελλάδος, Οικονομικό Δελτίο, 26, 67 - 90.
- Αρβανίτης, Σ., 2011. Σημειώσεις στο μάθημα Στατιστικές και Οικονομετρικές Μέθοδοι με θέμα: Οικονομετρικά Υποδείγματα Διαστρωματικών και Εξατομικευμένων Δεδομένων (Panel Data), Ηράκλειο
- Βασιλίου Δ., Δασκαλάκης Ν., (2005) "The Determinants of Capital Structure: Evidence from the Greek Market' Μελέτες προς τιμήν του καθηγητού Στυλιανού Σαραντίδη, Πανεπιστήμιο Πειραιώς, 2005, pp. 145 - 159
- Ελευθεριάδη Ι., και Αγοραστό Κ. (2002). 'Η Επίδραση της Χρηματοοικονομικής Μόχλευσης στην Διαμόρφωση του Συνοδικού Επιχειρηματικού Κινδύνου Πανεπιστήμιο Πειραιώς. «ΣΠΟΥΔΑΙ». Τόμος 52, Τεύχος 1ο-2ο.
- Θάνος, Γ, Κιόχος, Π, Παπανικολάου, Γ, 2002. Χρηματοδότηση των Επιχειρήσεων. Εκδόσεις Σύγχρονη Εκδοτική.
- Χρήστου, Κ. Γ. (2004). Εισαγωγή στην Οικονομετρία. (Γ' έκδοση). Αθήνα: Gutenberg.
- Χρυσοβιτσιώτη, Ι, Σταυρακοπούλου, Ι, 2006. Λεξικό Εμπορικών – Τραπεζικών και Χρηματοοικονομικών Όρων. Εκδόσεις Παπαζήση.

## ΔΙΕΘΝΗΣ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

- A.Berk, 2004. 'Determinants of Leverage in Slovenian Blue-Chip Firms and Stock Performance Following Substantial Debt Increases', Post-Communist Economies, 18: 4, 479 — 494.
- A.Jong and R. Dijk, 2002. 'Determinants of leverage and agency problems,' University Rotterdam and ING Investment Management.
- Abor, J., 2005. The effect of capital structure on profitability: an empirical analysis of listed firms in Ghana, Journal of Risk Finance, 6(5), 16-30.

Adrian, T., and Shin H., 2008. Financial intermediary leverage and value at-risk, Federal Reserve Bank of New York Staff Reports, 338.

Adrian, T., and Shin H., 2009. Money, Liquidity, and Monetary Policy, *American Economic Review* 99, 600-605.

Adrian, T., and Shin H., 2010. Liquidity and Leverage, *Journal of Financial Intermediation* 19, 3, 418-437.

Aharony, J., and I. Swary., 1980. Quarterly dividend and earnings announcements and stockholders' returns: An empirical analysis. *Journal of Finance* 35 (1): 1-12.

Aivazian, V.A., Ge, Y., Qiu, J., 2005a. "The Impact of Leverage on Firm Investment: Canadian Evidence", *Journal of Corporate Finance*, 11, pp. 277 - 291.

Aivazian, V.A., Ge, Y., Qiu, J., 2005b. "Debt Maturity Structure and Firm Investment", *Financial Management*, 34, pp. 107 - 119.

Alkhasawneh, Ohud, 2006. "The Ownership Structure and its Impact in Determining the Structure of Capital in the Jordanian Public Shareholding Companies (2000 - 2003)" PhD Thesis, Amman Arab University for Graduate Studies.

Almeida, Heitor, and Thomas Philippon, 2006. The risk-adjusted cost of financial distress, *Journal of Finance*, Forthcoming.

Altman, E.I. 1968. "Financial ratios, discriminant analysis and the prediction of corporate bankruptcy", *The Journal of Finance*, 23, 4, 589-609.

Amjed S., 2007. The impact of financial structure on profitability: Study of Pakistan's Textile Sector, *Management of International Business and Economic Systems*, 440-450.

Annuar, M.N. and Shamsheer, M. 1993. Capital Structure, *Capital Market Review*, 1(2), 171-177.

Ariff, M., 1998. *Stock Pricing in Malaysia - Corporate Financial & Investment Management*. UPM Press.

Audretsch, D.B., P. Houweling and A.R. Thurick, 2000. "Firm survival in the Netherlands", *Review of Industrial Organization*, 16, 1-11.

Baker, M., R.S. Ruback, and J. Wurgler, 2007. Behavioral corporate finance, in B.E. Eckbo, (ed.) *Handbook of Corporate Finance: Empirical Corporate Finance*, Vol. 1. In: *Handbook of Finance Series*, Chapter 4, (Elsevier/North-Holland, Amsterdam).

Ball, Ray and Philip Brown, (1968)"An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers", *Journal of Accounting Research*, vol. 6, pp. 159-178.

- Barbosa, N. and H. Louri (2005), "Corporate performance: Does ownership matter? A comparison of foreign and domestic owned firms in Greece and Portugal", *Review of Industrial Organization*, 27, 73-102
- Barclay, M.J., Smith Jr, C.W., 1995. "The Maturity Structure of Corporate Debt", *Journal of Finance*, 50, pp. 609 - 631..
- Barclay, Michael J., Leslie M. Marx, and Clifford W. Smith Jr., 2003. The joint determination of leverage and maturity, *Journal of Corporate Finance* 9, 149 – 167.
- Barthwal, R.R., 2000. *Industrial Economics: An Introductory Textbook*, New Age International Publishers, New Delhi.
- Beaver, William H., and James Manegold,(1975) "The Association between Market Determined and Accounting Determined Measures of Systematic Risk: Some Further Evidence", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 10, pp. 231-284.
- Beaver, William H., Paul Kettler, and Myron Scholes, (1970) "The Association between Market Determined and Accounting Determined Risk Measures", *The Accounting Review*, vol. 45 pp. 654-682.
- Berkivitch, E., & Israel, R., 1996. The Design of Internal Control and Capital Structure, *Review of Financial Study*, 9(1), 116-129.
- Bernanke, B.S. and Gertler, M., 1995. Inside the Black Box: The Credit Channel of Monetary Policy Transmission," *Journal of Economic Perspectives* 9, 27-48.
- Billett M.T., King TH.D., Mauer D.C., 2006. "Growth Opportunities and the Choice of Leverage, Debt Maturity, and Covenants", *Journal of Financial Economics*, forthcoming.
- Black, F., 1976. "Studies of Stock Price Volatility Changes", In: Alexandria VA (eds.), *Proceedings of the American Statistical Association, Business and Economic Section*: 177-181.
- Bollerslev, T., Kretschmer, U., Pigorsch, C., and Tauchen, G., 2007. "A Discrete-Time Model for Daily S&P 500 Returns and Realized Variations: Jumps and Leverage Effects", *Journal of Econometrics*, 150(2): 151 - 166.
- Bollerslev, T., Tauchen, G., and Zhou, H., 2009. "Expected Stock Returns and Variance Risk Premia", *Review of Financial Studies*, 22(11): 4463-4492.
- Booth, L., Aivazian, V., Demirguc-Kunt, A., & Maksimovic, V. (2001). Capital structure in developing countries. *Journal of Finance*, 56, 87–130.
- Bos, T and Fetherston, 1993. Capital structure practices on the pacific firm. *Research in International Business and Finance*. Vol. 10. 53-66.

Bouchaud, J., Matacz, A., and Potters, M., 2001. "The Leverage Effect in Financial Markets: Retarded Volatility and Market Panic", *Physical Review Letters*, 87(22): 1 - 4.

Bowman, Robert G., (1979) "The Theoretical Relationship between Systematic Risk and Financial (Accounting) Variables", *Journal of Finance*, vol. 34, pp. 617-630.

Bradley, M., G. Jarrell, and E.H. Kim, 1984. On the existence of an optimal capital structure: theory and evidence, *Journal of Finance* 39, 857–877.

Brealey, A and Myers, S., 1973. *Principles of Corporate Finance*. McGraw-Hill book company.

Brunnermeier, M., 2009. Deciphering the 2007/8 Liquidity and Credit Crunch, *Journal of Economic Perspectives* 23, 77-100.

Bureau of Economic Analysis, 2003. National Income and Products Account Table 2.1. pp15-26.

Cameron, A, Trivedi, P (2005) "Microeconometrics: Methods and Applications" Published in the United States of America by Cambridge University Press, New York

Cassar, G., & Holmes, 2003. Capital Structure and Financing of SMEs: Australian Evidence, *Accounting and Finance Journal*, 43(2) 123-147.

CGFS (Committee on the Global Financial System). 2009, *The Role of Valuation and Leverage in Procyclicality*.

CGFS Papers, no. 34. Basel: Bank for International Settlements Joint Forum., 2005. "Credit Risk Transfer." Basel Committee on Banking Supervision, Basel.

Chamberlain, G. (1984), "Panel Data," Chapter 22 in *Handbook of Econometrics*, Volume II, Z. Griliches and M. Intriligator, eds., North-Holland.

Chandrakumarmangalam, S. & Govindasamy P., 2010. Leverage- An Analysis and its Impact on Profitability with Reference to Selected Cement Companies in India, *European Journal of Economics, Finance and Administrative Sciences*, 27, 1450 - 2275.

Cheung, Y.W., and Ng, L. 1992. "Stock Price Dynamics and Firm Size: An Empirical Investigation", *Journal of Finance*, 47(5): 1985 - 1997.

Childs, Paul D., David C. Mauer, and Steven H. Ott, 2005. Interactions of corporate financing and investment decisions: The effects of agency conflicts, *Journal of Financial Economics* 76, 667 - 690.

Chirinko, R., and A. Singha, 2000. Testing static trade-off against pecking order models of capital structure: A critical comment, *Journal of Financial Economics* 58, 417–425.

Chittenden, F., Hall, G. & Hutchinson, P., 1996. Small Firm Growth, Access to Capital Markets and Financial Structure: Review of Issues and Empirical Investigation, *Small Business Economics*, 8(1), 59 – 67.

Christie, A., 1982. “The Stochastic Behavior of Common Stock Variances: Value, Leverage, and Interest Rate Effects”, *Journal of Financial Economics*, 10(4): 407 - 432.

Cooper, Ilan., 2006. .Asset Pricing Implications of Non convex Adjustment Costs and Irreversibility of Investment.. *Journal of Finance* 61(1): 139 - 170.

D. Carlson, A. Fisher, and R. Giammarino, 2004. Corporate Investment and Asset Price Dynamics: Implications for the Cross Section of Returns. *Journal of Finance* 59(6): 2577- 2603.

De Jong, A. & Van Dijk, R., 2007. 'Determinants of Leverage and Agency Problems: A Regression Approach with Survey Data', *The European Journal of Finance* 13, 565 - 593.

De Jong, A., Van Dijk, R., 1998, Determinants of leverage and agency problems, Working Paper, Tilburg University, Center for Economic Research.

Dean, J. 1968, *Managerial Economics*, Prentice-Hall of India, New Delhi.

DeAngelo, H. and Masulis, R.W., 1980. Optimal capital structure under corporate and personal taxation. *J. Finan. Econ.*, 8, 3–29.

Doumpos, M. and C. Zopounidis (2007), “Model combination for credit risk assessment: A stacked generalization approach”, *Annals of Operations Research*, vol. 151, no. 1, 289-306.

Duffee, G., 1995. “Stock Returns and Volatility: A Firm Level Analysis”, *Journal of Financial Economics*, 37(3): 399 - 420.

Evans, D.S. and Jovanovic, B., 1989. An Estimated Model of Entrepreneurial Choice under Liquidity Constraints. *Journal of Political Economy*, 97 (4), 808-827.

F.Schoubben, and C. Hulle, 2004. The determinants of leverage: Differences between quoted and non quoted firms. *Tridschrift voor Economie en Management*, 589-620.

Fama, E., and K.R. French, 2005. Financing decisions: Who issues stock?, *Journal of Financial Economics* 76, 549 – 582.

Fama, E.F. & French, K.R. 1998. Taxes, Financing Decision and Firm Value, *The Journal of Finance*, 53.

Farhi E. and Tirole J., 2010. Bubbly Liquidity, NBER WP No. 16750.

Federal Reserve, 2012. Statistical Release G19 Consumer Credit.

Figlewski, S., and Wang, X., 2000. "Is the "Leverage Effect" a Leverage Effect?" Technical Report, NYU Stern School of Business and City University of Hong Kong. [Online] Available: [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=256109](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=256109) (16 May 2011)

Fisher, E.O.,Heinkel,R.,Zechner,J.,1989. Dynamiccapitalstructure choice: theory and tests. *Journal of Finance*44, 19 – 40.

Fostel A. and Geanakoplos J.. 2008. Leverage Cycles and the Anxious Economy, *American Economic Review* 98, 1211 - 1244.

Fotopoulos, G. and H. Louri, 2000. "Determinants of hazard confronting new entry: Does financial structure matter?", *Review of Industrial Organization* 17, 3, 285 – 300.

Frank and Goyal. 2005. Trade-off and pecking order theories of debt. B.Espen Eckbo, *Handbook of Corporate Finance, Empirical Corporate Finance*.

Frank, M., Goyal, V., 2009. Capital structure decisions: Which factors are reliably important? *Financial Management* 38, 1–37.

Gaud, P., Jani, E., Hoesli, M., & Bender, A. (2005). The capital structure of swiss companies: An empirical analysis using dynamic panel data. *European Financial Management*, 11(1), 51–69.

Gedajlovic, E.R., Shapiro, D.M. & Buduru, B. 2003. Financial Ownership, Diversification and Firm Profitability in Japan, *Journal of Management and Governance*, 7, 315 – 350.

Gitman, Lawrence J, 2009. *Managerial Finance*. Pearson ,Prentice Hall.USA.

Glosten, L.R., Jaganathan, R., and Runkle, D.E. 1993. "On the Relation Between the Expected Value and the Volatility of the Nominal Excess Returns on Stocks", *Journal of Finance*, 48(5): 1779-1801.

Goergen, M., Renneboog, L. 2001. Investment policy, internal financing and ownership concentration in the UK, *Journal of Corporate Finance*, vol. 7, pp. 257-284.

Graham, J.R., 2000. How big are the tax benefits of debt?, *Journal of Finance* 55, 1901–1941.

Greenlaw D., Hatzius J., Kashyap A., Shin H. 2008. Leveraged Losses: Lessons from the Mortgage Market Meltdown, U.S. Monetary Policy Forum Report No. 2.

Gropp R. and Heider F., 2009. The Determinants of Bank Capital Structure, *European Central Bank WP*, No. 1096.

H.Zou, and J.Xiao, 2006. 'The financing behaviour of listed Chinese firms, 'The British Accounting Review 38 239 – 258.

Hackbarth, D., 2007. Managerial traits and capital structure decisions, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Forthcoming.

Hall, G., Hutchinson, P. & Michael, M., 2000. Industry Effects on the Determinants of Unquoted SME' Capital Structure, *International Journal of the Economics of Business*, 7(3), 297-312.

Hall, G., Hutchinson, P., & Michaelas, N. (2004). Determinants of the capital structure of European SMEs. *Journal of Business Finance and Accounting*, 31(5), 711–728

Halov, N., and F. Heider, 2005. Capital structure, risk and asymmetric information, NYU and ECB working paper.

Handy, C., 1995. Trust and the virtual organization. *Harvard Business Review* 73, 40-50

Harris, M and Raviv., 1991. The theory of capital structure. *Journal of Finance*. 46. 297-355.

Haugen, R.A and Senbet, L.W., 1988. Corporate Finance and Taxes : A review. *Financial Management*. 15. 5-22.

Hausman, J.A. and W.E. Taylor (1981), "Panel Data and Unobservable Individual Effects," *Econometrica*, 49, 1377-1398

Hennessy, C.A., and T.A. Whited, 2005, Debt dynamics, *Journal of Finance* 60, 1129–1165.

Hovakimian, A, Opler, T and Titman, S., 2001. The debt –equity choice. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. 36. 1-24.

Hvide, H.K. and Moen, J., 2007. Liquidity Constraints and Entrepreneurial Performance. Available at <http://ssrn.com/abstract=1012012>

Iliev, Peter, and I. Welch, 2010. Reconciling estimates of the speed of adjustment of leverage ratios, Working paper, April 30, Pennsylvania State University and Brown University.

J.Ramalho, J. Silva, 2009. 'A two-part fractional regression model for the financial leverage decisions of micro, small, medium and large firms', *Quantitative Finance*, 9: 5, 621 — 636.

Jensen, M., 1986. Agency costs of the free cash flow, corporate finance and takeovers. *The American Economic Review*. 76. 323-339.

Jensen, M.C., and Meckling, W., 1976. Theory of the firm : Managerial behavior, agency costs and capital structure. *The Journal of Financial Economics*. 3. 301-360.

- Johnson, S.A., 2003. "Debt Maturity and the Effects of Growth Opportunities and Liquidity Risk on Leverage", *Review of Financial Studies*, 16, pp. 209 - 236.
- Joint Forum, 2005. "Credit Risk Transfer." Basel Committee on Banking Supervision, Basel.
- Jong, R. Kabir, T. Nguyen, 2008. Capital structure around the world: The roles of firm- and country-specific determinants *Journal of Banking & Finance* 32, 1954–1969.
- Kharawish, A., Husni., 2008. " The Determinants of the Capital Structure Evidence from Jordanian Industrial Companies". *JKAU: Econ. & Adm.*, Vol. 24 No. 1, pp: 173-196.
- Kim, C., Mauer, D.S. and Sherman, A.E., 1998. The Determinants of Corporate Liquidity: Theory and Evidence. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 33 (3), 335-359.
- Kiyotaki, N., and Moore J., 1997. Credit Cycles, *Journal of Political Economy* 105, 211 - 248.
- Korajczyk, R.A., Levy, A., 2003. Capital structure choice: macroeconomic conditions and financial constraints. *Journal of Financial Economics* 68, 75–109.
- L. Weill, 2003. 'Determinants of Leverage and Access to Credit: Evidence on Western and Eastern Europe countries' Université Robert Schuman, Institut d'Etudes Politiques.
- Leary, M., Roberts, M.R., 2005. Do firms rebalance their capital structures? *Journal of Finance* 60, 2575 – 2619.
- Lemmon, M. L., Roberts, M. R., Zender, J. F., 2008. Back to the beginning: persistence and the cross-section of corporate capital structure. *J. Finance* 63, 1575 - 1608.
- Lemmon, M.L., and J.F. Zender, 2004. Debt capacity and tests of capital structure theories, working paper, University of Utah and University of Colorado at Boulder.
- Lincoln, J. R., Gerlach & Ahmadjian, C. L., 1996. Reiretsu Networks and Corporate Performance in Japan, *American Sociological Review*, 61, 67-88.
- Long, M. & Malitz, I., 1986. The Investment Financing Nexus: Some Empirical Evidence, *Midland Corporate Finance Journal*, 3.
- M. Qureshi, M. Imdadullah and T. Ahsan, 2012. 'What determines leverage in Pakistan? A panel data analysis' *African Journal of Business Management* Vol.6 (3), pp. 978-985.
- Majumdar, S.K., 1997. The Impact of Size and Age on Firm-Level Performance: Some Evidence from India. *Review of Industrial Organization*, 12, 231–241.
- Maksimovic, V., and G.M. Phillips, 1998. Asset efficiency and the reallocation decisions of bankrupt firms, *Journal of Finance* 53, 1495–1532.



- Mand, H. Sharma, and S. Mathur, 2012. 'Factors that Influence Financial Leverage of Small Business Firms in India' *International Journal of Economics and Finance* Vol. 4, No. 3.
- Manda, K., 2010. "Stock Market Volatility during the 2008 Financial Crisis", Working Paper, Glucksman Institute for Research in Securities Markets: 1 - 32.
- Markowitz, H., (1959) "Portfolio Selection: Efficient Diversification of Investments", John Willey & Sons, Inc.
- Marshall, A., 1920. *Principles of Economics* (8th Edition. London: Macmillan).
- Michaelas, N., Chittenden, F., & Poutziouris, P., 1999. Financial policy and capital structure choice in U.K. SMEs: Empirical evidence from company panel data. *Small Business Economics*, 12 (2), 113 - 130.
- Minton, B.A., and K.H.Wruck, 2001. Financial conservatism: Evidence on capital structure from low leverage firms, university of Ohio Working Paper No. 2001-6.
- Modigliani, F. and Miller, M.H., 1958. "The Cost of Capital, Corporate Finance and the Theory of Investment", *American Economic Review*, 49, pp. 261 - 297.
- Modigliani, F. and Miller, M.H., 1963. "Taxes and the Cost of Capital: A Correction", *American Economic Review*, 53, pp. 433 - 43.
- Molina, C.A., 2005. Are firms underleveraged? an examination of the effect of leverage on default probabilities, *Journal of Finance* 60, 1427–1459.
- Morgado, A., Pindado, J., 2003. The underinvestment and overinvestment hypotheses: an analysis using panel data, *European Financial Management*, vol. 9, no. 2, pp. 163–177.
- Myers, S. C. & Majluf, N.S., 1984. Corporate Financing and Investment Decisions when Firms have information that Investors do not have, *Journal of Financial Economics* 13, 187 – 221.
- Myers, S.C., 1977. Determinants of Corporate Borrowing. *Journal of Financial Economics*, 5, 147-175.
- Myers, S.C., 2001. "Capital Structure, *Journal of Economics Perspectives*, 15 (2), 81-102.
- Negash, M., 2001. Debt, Tax Shield and Bankruptcy Costs: Some Evidence from Johannesburg Stock Exchange, *Investment Analysis Journal*, 54(3), 114-128
- Nelson, D.B., 1991. "Conditional Heteroskedasticity in Asset Returns: A New Approach", *Econometrica*, 59(2): 347 - 370.

Noulas; G. and Genimakis, 2011. ‘The determinants of capital structure choice: evidence from Greek listed companies’ *Applied Financial Economics*, Volume 21, Number 6, pp. 379-387(9).

Opler, T.C. and Titman, S., 1994. Financial Distress and Corporate Performance. *Journal of Finance*, 49, 1015-1040.

Ozkan, A. (2001). Determinants of capital structure and adjustment to long run target: Evidence from UK company panel data, *Journal of Business Finance and Accounting*, 28(1 & 2), January/March, 175–199.

Pandey, I. M., ‘Capital Structure and the Firm Characteristics: Evidence from an Emerging Market’, Indian Institute of Management Ahmedabad Working Paper 2001-10-04.

Pandey, I.M., Chotigeat, T. and Ranjit, M. K., 2000. Capital Structure Choices in an Emerging Capital Market: Case of Thailand, *Management and Change*, 4, 1, 1- 14.

Pawlina, G., Renneboog, L., 2005. Is investment-cash flow sensitivity caused by agency costs or asymmetric information? Evidence from the UK, *European Financial Management*, vol. 11, issue 4, pp. 483 – 513.

Perspectives on Hedge Fund Investing, (February 2005) by Ed Easterling, Crestmont Research; see <http://www.crestmontresearch.com/content/hedgefunds.htm>

Phillips, P.A. & Sipahioglu, M. A., 2004. Performance Implications of Capital Structure; Evidence from Quoted U. K. Organizations with Hotel Interests, *The Services Industry Journal*, 24 (5) 1-21.

Psillaki, M, Daskalakis, N, (2008) ‘Are the determinants of capital structure country or firm specific?’ *Springer Science and Business Media*, 33: 319–333

R.Manos, V. Murinde and C. Green, 2007. ‘Leverage and business groups: Evidence from Indian firms’ *Journal of Economics and Business* 59 443–465.

Rajan, R., and L. Zingales, 1995. What do we know about capital structure: Some evidence from international data, *Journal of Finance* 50, 1421–1460.

Ravid, S.A. and O.H. Sarig, 1991 “Financial Signaling by Committing to Cash Outflows” *The Journal of Financial and Quantitative Analysis* 26(2): 165-180.

Richardson, S., 2006. Over-investment of free cash flow, *Review of Accounting Studies*, vol. 11, issue 2, pp. 159-189.

Robb A. & Robinson, D.T., 2009. The capital structure decision of new firms [Online] Available: <http://papers.ssrn.com/so13/papers.cfm?abstract-id=1345895> [Accessed: 17 October 2009]

Rose, C., 2005. Managerial ownership and firm performance in listed Danish firms: In Search of the Missing Link, *European Management Journal*, vol. 23, no. 5, pp. 542-553.

Ross, S.A. "The Determination of Financial Structure: The Incentive-Signaling Approach." *Bell Journal of Economics* 8(1977): 23 – 40.

Ruland, W. & Zhou, P., 2005. Debt, diversification and valuation, *Review of Quantitative. Financial. Accounting*, 25(3); 277 – 291.

Shamshur, and J. Hanousek, 2011. A Stubborn Persistence: Is the Stability of Leverage Ratios Determined by the Stability of the Economy? *Journal of Corporate Finance* 17(5): 1360-76.

Sharpe, William F. (1963), "A Simplified Model for Portfolio Analysis", *Management Science*, IX January, pp. 277-293.

Sheel and N. Wattanasuttiwong., 1998. 'The Relevance of Financial Leverage for Equity Returns of Restaurant Firms – An Empirical Examination'. *Journal of Hospitality Financial Management* Vol. 6, Issue 1

Sheel, A., 1994. Determinants of capital structure choice and empirics on leverage behavior: A comparative analysis of hotel and manufacturing firms, *Hospitality Research Journal*, 17, 3 – 16.

Shenoy, C. and P.D. Koch., 1996. "The Firm's Leverage-Cash Flow Relationship." *Journal of Empirical Finance* 2: 307-331.

Shivdasani, A., Stefanescu, I., 2010. How do pensions affect capital structure decisions? *Review of Financial Studies* 23, 1287 –1 323.

Shlash, Al Bakom, Aloan, 2006. "The Determinants of Financial Structure in the Business Companies", Applied Case of Jordanian Public Shareholding Companies Listed on Amman Stock Exchange for the Period (1997-2001), Field study. ([web2.aabu.edu.jo/nara/manar/suportFile/1412.doc](http://web2.aabu.edu.jo/nara/manar/suportFile/1412.doc))

Shleifer, A., and Vishny, R. W., 1992. Liquidation Values and Debt Capacity: A Market Equilibrium Approach, *Journal of Finance* 47, 4, 1343 – 1366.

Shuetrim, G., Lowe, P, Morling, S., 1993. The determinants of corporate leverage : a panel data analysis, Research Discussion Paper n°9313, Reserve Bank of Australia.

Simerly, R.L. and Li, M, 2002. Translating research into practical solutions. Unpublished paper.

Simon, D.P., 2003. "The NASDAQ Volatility Index During and After the Bubble", *Journal of Derivatives*, 11(2): 9 - 24.

- Sogorb-Mira, F. (2005). How SME uniqueness affects capital structure: Evidence from A 1994–1998 Spanish data panel. *Small Business Economics*, 25(5), 447–457
- Stinchcombe, Arthur L., 1965. Social Structure and Organizations, in James G. March, ed.: *Handbook of Organizations* (Rand McNally, Chicago).
- Strebulaev, I.A., 2007, Do tests of capital structure theory mean what they say?, Forthcoming, *Journal of Finance*
- Stulz R.M., 1990. “Managerial Discretion and Optimal Financing Policies”, *Journal of Financial Economics*, 26, pp. 3-27.
- Sun, Y., and Wu, X., 2010. “A Nonparametric Study of Dependence Between S&P 500 Index and Market Volatility Index(VIX)”, Beijing: European Financial Management Symposium on Asian Finance, April: 1 - 21.
- Sunder, L.S. & Myers, S.C., 1999. Testing static tradeoff against pecking order models of capital structure, *Journal of Financial Economics*, 51, 219 – 244.
- T. Afza, and N. Ahmed, 2011. ‘Leverage Choice and its Determinants: An Empirical Investigation of Insurance Sector of Pakistan’ Society of Interdisciplinary Business Research (SIBR) Conference on Interdisciplinary Business Research.
- Taggart, Jr. R.A., 1985. Secular patterns in the financing of U.S. corporations (University of Chicago Press, New York), in Friedman, B.M. *Corporate Capital Structures in the United States*.
- Titman and Tsyplakov., 2004. Dynamic model of optimal capital. Working paper. WFA seminar.
- Titman, S. and Wessels, R., 1988. “The Determinants of Capital Structure **URL:**
- Van der Wijst, D., & Thurik, R. (1993). Determinants of small firm debt ratios: An analysis of retail panel data. *Small Business Economics*, 5, 55–65.
- Wald, J. K., 1999. How firm characteristics affect capital structure: an international comparison, *Journal of Financial Research*, 22(2), 161 - 188.
- Warner, J.B., 1977. Bankruptcy costs: some evidence, *Journal of Finance* 32, 337–347.
- Welch, 2004. Capital structure and stock returns. *Journal of Political Economy*, 106 – 131.
- Whaley, R.E., 1993. “Derivatives on Market Volatility: Hedging Tools Long Overdue”, *Journal of Derivatives*, 1(1): 71 - 84.
- Whitaker, R.B., 1999. “The Early Stages of Financial Distress”, *Journal of Economics and Finance*, 23(2): 123 - 133.

Wooldridge, J. M. (2002), *Econometric Analysis of Cross Section and Panel Data*, Cambridge, MA, MIT Press.

Wruck, H.K., 1990. "Financial distress, reorganization and organizational efficiency", *Journal of Financial Economics*, 27, 419 – 444.

Z. Zhang, 2009. 'Recovery rates and macroeconomic conditions: The role of loan covenants', working paper, Carroll School of Management, Boston College.

Zhang, Lu., 2005. 'The Value Premium,' *Journal of Finance* 60(1): 67 - 103.