

Τ.Ε.Ι. ΚΡΗΤΗΣ



Σχολή Διοίκησης και Οικονομίας

ΤΜΗΜΑ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗΣ ΚΑΙ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ

ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ

«ΛΟΓΙΣΤΙΚΗ ΚΑΙ ΕΛΕΓΚΤΙΚΗ»

**ΚΕΦΑΛΑΙΑΚΗ ΔΙΑΘΡΩΣΗ ΣΥΓΚΕΝΤΡΩΣΗ ΙΔΙΟΚΤΗΣΙΑΣ
ΚΑΙ ΑΠΟΔΟΣΗ ΤΩΝ ΕΛΛΗΝΙΚΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ**

Διπλωματική Εργασία

Που υποβλήθηκε στο Τμήμα Λογιστικής και Χρηματοοικονομικής του Τ.Ε.Ι
ΚΡΗΤΗΣ

ως μέρος των απαιτήσεων για την απόκτηση

Μεταπτυχιακού Διπλώματος Ειδίκευσης στη Λογιστική και Ελεγκτική

από τον

Κουκούλα Κωνσταντίνο ΑΜ 173

Ηράκλειο Νοέμβριος 2016

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

Copyright © Κουκούλας Κωνσταντίνος, 2016

Με την επιφύλαξη παντός δικαιώματος. All rights reserved.

«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 :

- Αναπληρωτής Καθηγητής Σ. Αρβανίτης (Επιβλέπων)
- Καθηγητής Θ. Σταματόπουλος (Μέλος)
- Καθηγητής Δ. Τερζάκης (Μέλος)

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

Ευχαριστίες

Η συγκεκριμένη διπλωματική αποτελεί το επιστέγασμα των προσπαθειών που καταβλήθηκαν όλο αυτό το διάστημα , από την έναρξη φοίτησής μου στο μεταπτυχιακό αυτό πρόγραμμα έως σήμερα.

Νιώθω βαθιά την ανάγκη στο τέλος αυτής της διαδρομής να ευχαριστήσω πρώτα απ' όλους τον καθηγητή μου κ. Αρβανίτη Σταύρο ο οποίος εκτός του ότι μου έδωσε την ευκαιρία να παρακολουθήσω αυτό το μεταπτυχιακό πρόγραμμα υπήρξε και ο καθηγητής εκείνος ο οποίος ανέλαβε να με επιβλέψει στην συγκεκριμένη διπλωματική εργασία.

Με την τεράστια υπομονή του, τις ουσιαστικές παρεμβάσεις του, την πολύτιμη γνώση του αλλά και την άμεση ανταπόκρισή του με βοήθησε να ξεπεράσω πολλά από τα αδιέξοδα τα οποία αντιμετώπισα κατά την συγγραφή αυτής της εργασίας.

Επίσης ιδιαίτερες ευχαριστίες ανήκουν στον καθηγητή μου κ. Σταματόπουλο Θεόδωρο, ο οποίος με τον πληθωρικό χαρακτήρα του, την μεθοδικότητά του, τις αστείρευτες γνώσεις του, και την ουσιαστική συμβολή του στο ερευνητικό κομμάτι, αποτέλεσε πολύτιμο συνοδοιπόρο στο δύσκολο αυτό δρόμο.

Τελευταίο αλλά όχι λιγότερο σημαντικό ευχαριστώ τον καθηγητή κ. Τερζάκη Δημήτριο για την συμβολή του ως μέλος της τριμελούς αυτής επιτροπής.

Θα ήταν παράλειψή μου αν δεν ευχαριστούσα και όλους τους υπόλοιπους καθηγητές του τμήματος και το επιστημονικό προσωπικό για τις σημαντικές γνώσεις με τις οποίες με εφοδίασαν κατά την διάρκεια των σπουδών μου και οι οποίες υπήρξαν απαραίτητες για την εκπόνηση αυτής της διπλωματικής.

Τέλος θα ήθελα να ευχαριστήσω την οικογένειά μου για την στήριξη που μου παρείχε καθώς και την υπομονή και ανοχή που επέδειξε κατά τις πολύωρες απουσίες μου.

Ελπίζω το τελικό αποτέλεσμα να αποτελεί δικαίωση για όλους τους παραπάνω.

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

1.	ΕΙΣΑΓΩΓΗ	3
2.	ΘΩΡΙΕΣ ΚΕΦΑΛΑΙΑΚΗΣ ΔΙΑΘΡΩΣΗΣ	
2.1	ΤΟ ΘΩΡΗΜΑ MODIGLIANI MILLER	7
2.1.1	ΚΡΙΤΙΚΗ ΤΟΥ ΘΕΩΡΗΜΑΤΟΣ MODIGLIANI MILLER	10
2.2	ΘΕΩΡΙΑ ΤΗΣ ΙΕΡΑΡΧΗΣΗΣ	11
2.3	ΘΕΩΡΙΑ ΤΗΣ ΑΝΤΙΣΤΑΘΜΙΣΗΣ	13
2.4	ΘΕΩΡΙΑ ΤΟΥ ΚΟΣΤΟΥΣ ΑΝΤΙΠΡΟΣΩΠΕΥΣΗΣ	16
2.5	ΘΕΩΡΙΑ ΤΟΥ ΕΤΑΙΡΙΚΟΥ ΕΛΕΓΧΟΥ	18
2.6	ΘΕΩΡΙΑ ΤΟΥ ΚΟΣΤΟΥΣ ΤΟΥ ΠΡΟΙΟΝΤΟΣ	19
2.7	ΘΕΩΡΙΑ ΤΗΣ ΤΑΧΥΤΗΤΑΣ ΠΡΟΣΑΡΜΟΓΗΣ ΣΤΟΝ ΣΤΟΧΟ	21
2.7.1	ΠΡΟΣΔΙΟΡΙΣΤΙΚΟΙ ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ	21
2.7.2	ΜΟΝΤΕΛΟ ΜΕΡΙΚΗΣ ΠΡΟΣΑΡΜΟΓΗΣ	23
2.7.3	ΜΟΝΤΕΛΟ ΣΩΡΕΥΤΙΚΗΣ ΠΡΟΣΑΡΜΟΓΗΣ	24
2.8	ΠΡΟΣΔΙΟΡΙΣΤΙΚΟΙ ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ ΚΕΦΑΛΑΙΑΚΗΣ ΔΙΑΘΡΩΣΗΣ	25
3	ΙΔΙΟΚΤΗΣΙΑΚΗ ΔΟΜΗ	
3.1	ΙΔΙΟΚΤΗΣΙΑΚΗ ΔΟΜΗ ΚΑΙ ΕΤΑΙΡΙΚΗ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗ	36
3.1.1	ΣΥΓΚΕΝΤΡΩΣΗ ΙΔΙΟΚΤΗΣΙΑΣ ΚΑΙ ΣΥΣΤΗΜΑΤΑ ΕΤΑΙΡΙΚΗΣ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗΣ	36
3.2	ΙΔΙΟΚΤΗΣΙΑΚΗ ΔΟΜΗ ΚΑΙ ΚΕΦΑΛΑΙΑΚΗ ΔΟΜΗ	
3.2.1	ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΤΙΚΗ ΙΔΙΟΚΤΗΣΙΑ ΚΑΙ ΙΔΙΟΚΤΗΣΙΑ ΜΕΓΑΛΟΜΕΤΟΧΟΥ	38
3.2.1.1	ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΤΙΚΗ ΙΔΙΟΚΤΗΣΙΑ	38
3.2.1.2	ΙΔΙΟΚΤΗΣΙΑ ΜΕΓΑΛΟΜΕΤΟΧΟΥ	40

4	ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΚΗ ΕΠΙΣΚΟΠΗΣΗ	43
5	ΔΕΔΟΜΕΝΑ ΚΑΙ ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ ΕΡΕΥΝΑΣ	
5.1	ΟΙΚΟΝΟΜΕΤΡΙΚΑ ΜΟΝΤΕΛΑ ΩΣ ΠΡΟΣ ΤΟΝ ΔΑΝΕΙΣΜΟ ΚΑΙ ΤΗΝ ΑΠΟΔΟΣΗ	89
5.2	ΤΟ ΜΟΝΤΕΛΟ ΤΗΣ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΜΟΧΛΕΥΣΗΣ	91
5.3	ΤΟ ΜΟΝΤΕΛΟ ΤΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΙΑΚΗΣ ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑΣ	92
5.4	ΟΡΙΣΜΟΣ ΕΞΑΡΤΗΜΕΝΩΝ ΚΑΙ ΑΝΕΞΑΡΤΗΤΩΝ ΜΕΤΑΒΛΗΤΩΝ	92
5.5	ΠΗΓΕΣ ΔΕΔΟΜΕΝΩΝ ΚΑΙ ΠΕΡΙΓΡΑΦΗ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ	93
5.6	ΠΕΡΙΓΡΑΦΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ ΚΑΙ ΣΥΣΧΕΤΙΣΗ ΜΕΤΑΒΛΗΤΩΝ	95
5.7	ΕΜΠΕΙΡΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ ΤΟΥ ΜΟΝΤΕΛΟΥ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΜΟΧΛΕΥΣΗΣ	101
5.8	ΕΜΠΕΙΡΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ ΤΟΥ ΜΟΝΤΕΛΟΥ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΙΑΚΗΣ ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑΣ	105
6	ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ	108
7	ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ	111

ΚΑΤΑΛΟΓΟΣ ΠΙΝΑΚΩΝ

4.1.1	Συνοπτική παρουσίαση διεθνών ερευνητικών εργασιών στην κεφαλαιακή & ιδιοκτησιακή δομή	63
4.1.2	Συνοπτική παρουσίαση προσδιοριστικών παραγόντων και επιδράσεων στην μόχλευση και αποδοτικότητα των επιχειρήσεων	72
5.4.1	Περιγραφή μεταβλητών	92
5.5.1	Σύνθεση του δείγματος	94
5.6.1	Βασικά περιγραφικά μέτρα μεταβλητών	97
5.6.2	Βασικά περιγραφικά μέτρα μεταβλητών	98
5.6.3	Συσχέτιση μεταβλητών κατά Pearson	100
5.7.1	Εκτιμήσεις μοντέλου χρηματοοικονομικής μόχλευσης	103
5.8.1	Εκτιμήσεις μοντέλου επιχειρησιακής αποδοτικότητας	106

ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Σκοπός : Στόχος της παρούσας εργασίας είναι η διερεύνηση της σχέσης που υπάρχει μεταξύ κεφαλαιακής δομής, ιδιοκτησιακής δομής και απόδοσης στις Ελληνικές επιχειρήσεις.

Σχεδιασμός/ Μεθοδολογία/Προσέγγιση : Τα στοιχεία συλλέχθηκαν από την βάση δεδομένων Thomson Reuters και αφορούν ελληνικές επιχειρήσεις εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών. Το δείγμα μας αποτελείται από 217 επιχειρήσεις από διάφορους κλάδους εκτός του τραπεζικού και χρηματοοικονομικού, λόγω των ιδιαίτερων συνθηκών που τους διέπουν. Από το δείγμα αυτό λαμβάνουμε ένα πλήθος 3.034 παρατηρήσεων για την περίοδο 2000- 2015. Η εμπειρική διερεύνηση έγινε με ανάλυση δεδομένων panel (panel data analysis). Χρησιμοποιήθηκαν οικονομετρικά υποδείγματα σταθερών επιδράσεων (δανειακής επιβάρυνσης και αποδοτικότητας) τα οποία εκτιμήθηκαν με την μέθοδο των ελαχίστων τετραγώνων. Εξετάζουμε επίσης την πρόσφατη σχετική βιβλιογραφία για να καθορίσουμε και να συγκρίνουμε με τα αποτελέσματα των οικονομετρικών μας μοντέλων για το δείγμα των επιχειρήσεων που έχουμε επιλέξει.

Ευρήματα : Κατά την εκτίμηση του υποδείγματος της δανειακής επιβάρυνσης προέκυψε ότι τόσο ο μεγαλομέτοχος όσο και οι λοιπές μεταβλητές ελέγχου είναι στατιστικά σημαντικές. (μεγαλομέτοχος, μέγεθος, μεταβλητότητα, κερδοφορία κλπ) Κατά την εκτίμηση του δεύτερου υποδείγματος της αποδοτικότητας προκύπτει ότι η δανειακή επιβάρυνση, ο βασικός μεγαλομέτοχος ,το μέγεθος, η κερδοφορία και ο δείκτης άυλων περιουσιακών στοιχείων είναι στατιστικά σημαντικές.

Περιορισμοί έρευνας : Στην έρευνά μας αυτή έχουμε χρησιμοποιήσει δεδομένα πάνελ με στατικά οικονομετρικά υποδείγματα, όπως μοντέλα σταθερών ή τυχαίων επιδράσεων. Απαιτείται περαιτέρω έρευνα με δυναμικά οικονομετρικά υποδείγματα (π.χ τύπου Arellano- Bond) και επέκταση του δείγματος σε διάφορες χώρες.

Πρωτοτυπία/ Αξία : Αυτή η εργασία συμβάλλει στην βιβλιογραφία ερευνώντας για το αν η ιδιοκτησιακή ή η κεφαλαιακή δομή έχει επίδραση στην απόδοση των Ελληνικών επιχειρήσεων. Με τον τρόπο αυτό παρέχει επιπλέον πληροφορίες στην θεωρία των επιχειρήσεων διαχρονικά και διατοπικά.

Λέξεις κλειδιά : Ελλάδα, κεφαλαιακή δομή, ιδιοκτησιακή δομή , απόδοση

Τύπος εργασίας: Ερευνητική

ABSTRACT

Purpose: The purpose of this paper is to investigate the relationship between capital structure, ownership and firm performance on Greek firms.

Design/ methodology/ approach: Data were collected from the Thomson Reuters database and related Greek companies listed on the Athens Stock Exchange. Our sample consists of 217 companies from various sectors except banking and finance, due to the special conditions governing them. From this sample we receive a multitude of 3034 observations for the period 2000- 2015. The empirical analysis was done using panel data (panel data analysis). We use econometric fixed effects models (leverage and efficiency) which were estimated by the least squares method. We review recent relevant literature, to determine and compare the results of our econometric models for business sample we have chosen.

Findings: In assessing the model of leverage shown that both the shareholder and other control variables are statistically significant. (Major shareholder, size, volatility , profitability, etc.)

In assessing the second model of efficiency shown that the leverage, the main shareholder, size, profitability and the ratio of intangible assets is statistically significant..

Research Limitations: We have used simple Static Panel Data Econometrics, such as Fixed Effects or Random Effects models. Further research is needed with both Dynamic Panel Data Econometric Models (such as Arellano-Bond type-methods) and multi-country datasets.

Originality/value: This paper contribute to literature by investigating whether the structure of capital or ownership mater on the Greek firms performance. Thus provide additional confirmation on the firm's theory for time and space.

Keywords: Greece, capital structure, ownership, performance

Paper type: Research paper

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Στο σύγχρονο χρηματοοικονομικό περιβάλλον η ανάπτυξη των οικονομικών σχέσεων και δραστηριοτήτων απαιτεί ολοένα και περισσότερο εξειδικευμένη διαχείριση των εταιρικών θεμάτων γεγονός που με την σειρά του οδηγεί σε μεγαλύτερο διαχωρισμό της ιδιοκτησίας από την διοίκηση των επιχειρήσεων.

Παρά το γεγονός ότι αυτός ο διαχωρισμός θα μπορούσε δυνητικά να διαδραματίσει σημαντικό ρόλο στην επίτευξη του επιθυμητού στόχου των επιχειρήσεων, στην πράξη ανακύπτουν συχνά προβλήματα συμφερόντων μεταξύ διαχειριστών και ιδιοκτητών που οδηγούν σε σειρά προβλημάτων με το γνωστό πρόβλημα της αντιπροσώπευσης. Ένα από τα ζητήματα που διαδραματίζουν σημαντικό ρόλο στην λήψη αποφάσεων για τους μετόχους, τους δανειστές και γενικότερα αποτελούν σημείο κλειδί στην οικονομική ανάλυση μιας επιχείρησης είναι η απόδοσή της. Η απόδοση της επιχείρησης μπορεί να βοηθήσει τους επενδυτές να λάβουν σωστές αποφάσεις ζυγίζοντας τον κίνδυνο που αναλαμβάνουν και τα ωφελήματα που θα έχουν από την επένδυσή τους. Λόγω αυτού του γεγονότος οι οικονομικές επιδόσεις των εταιρειών είναι ένα από τα κριτήρια για την αξιολόγηση της επιτυχίας τους και ως εκ τούτου η διερεύνηση διαφόρων πτυχών της επιχείρησης η μέτρηση των επιδόσεων της καθώς και των παραγόντων που την επηρεάζουν είναι πολύ σημαντικός παράγοντας και παρέχει χρήσιμες πληροφορίες στους χρήστες των οικονομικών καταστάσεων.

Η σχέση μεταξύ ιδιοκτησιακής δομής, κεφαλαιακής διάθρωσης και απόδοσης της επιχείρησης όμως δεν είναι σαφής. Στην παραδοσιακή βιβλιογραφία αναφέρεται ότι τα προβλήματα αντιπροσώπευσης που ανακύπτουν μεταξύ διαχειριστών και μετόχων μπορεί να μειώσουν τον δείκτη δανεισμού της επιχείρησης κάτω από το βέλτιστο επίπεδο σε μια προσπάθεια να διασφαλιστεί η βιωσιμότητα της επιχείρησης.

Οι Jensen & Meckling (1976) ωστόσο υποστηρίζουν ότι η εισαγωγή διαχειριστικής κατοχής μετοχών μπορεί να μειώσει αυτά τα προβλήματα αντιπροσώπευσης, ευθυγραμμίζοντας τα συμφέροντα διαχειριστών και μετόχων. Οι Brailsford et al προχωρούν ακόμα περισσότερο υποστηρίζοντας ότι η σχέση μεταξύ διευθυντικής ιδιοκτησίας και δανεισμού είναι στην πραγματικότητα μη γραμμική. Υπάρχουν

επίσης στοιχεία ότι η συγκέντρωση της ιδιοκτησίας μπορεί να βελτιώσει πχ (Shleifer and Vishny, 1986) ή να επιδεινώσει την απόδοση της επιχείρησης ανάλογα με το επίπεδο συγκέντρωσης (Morck et al., 1988). Οι Fama & Jensen (1983) αναφέρουν ότι τα διευθυντικά στελέχη που κατέχουν αυξημένο ποσοστό μετοχικού κεφαλαίου έχουν την δυνατότητα να επιβάλλουν στο διοικητικό συμβούλιο την δική τους άποψη και να διαχειριστούν την εταιρική ιδιοκτησία σύμφωνα με τα δικά τους συμφέροντα. Ο Stultz (1988) καταλήγει ότι η αυξημένη μετοχική ιδιοκτησία οδηγεί σε κερδοσκοπικές συμπεριφορές εκ μέρους των διευθυντών και μειώνει την απόδοση της επιχείρησης.

Στα πλαίσια αυτής της διπλωματικής εργασίας εξετάζουμε την επίδραση της κεφαλαιακής και ιδιοκτησιακής δομής στην απόδοση των Ελληνικών επιχειρήσεων χρησιμοποιώντας ένα δείγμα από 217 ελληνικές εταιρείες από διάφορους κλάδους, εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών.

Η παρούσα διπλωματική οργανώνεται σε πέντε κεφάλαια. Το πρώτο κεφάλαιο αποτελεί η εισαγωγή όπου περιγράφονται τα βασικά στοιχεία και οι αιτιώδεις σχέσεις που αποτέλεσαν αφετηρία για την έρευνα αυτή. Στο δεύτερο κεφάλαιο αναλύονται οι κυριότερες θεωρίες πάνω στην κεφαλαιακή δομή των επιχειρήσεων. Ξεκινώντας από το θεώρημα των Modigliani & Miller (1958) που αποτελεί στην ουσία και τον θεμέλιο λίθο της σύγχρονης σκέψης πάνω στην κεφαλαιακή δομή και τις δύο προτάσεις που αυτό περιλαμβάνει, πάνω στην κεφαλαιακή δομή των επιχειρήσεων, περνάμε στην συνέχεια στην θεωρία της ιεράρχησης (peaking order theory) όπου μια επιχείρηση επιλέγει χρηματοδοτικά κεφάλαια με βάση μια ορισμένη σειρά, επόμενη θεωρία που εξετάζεται είναι η θεωρία της αντιστάθμισης (trade off theory) όπου οι επιχειρήσεις αντισταθμίζουν τα φορολογικά πλεονεκτήματα που προκύπτουν από τον δανεισμό έναντι του κόστους που προκύπτει από τις χρηματοοικονομικές δυσκολίες και την χρεοκοπία και επιλέγουν την σύνθεση της κεφαλαιακής τους δομής εξισορροπώντας αυτούς τους παράγοντες. Επόμενη θεωρία που εξετάζεται είναι αυτή του κόστους αντιπροσώπευσης (agency cost theory) όπου σύμφωνα με αυτήν η κεφαλαιακή δομή επιλέγεται προκειμένου να μειωθούν οι συγκρούσεις που ανακύπτουν είτε μεταξύ μετόχων και διευθυντικών στελεχών είτε μεταξύ μετόχων και κατόχων χρέους. Στη συνέχεια παραθέτουμε δυο λιγότερο προβεβλημένες θεωρίες της κεφαλαιακής διάθρωσης, την θεωρία του

εταιρικού ελέγχου και την θεωρία του κόστους του προϊόντος. Κλείνουμε την παρουσίαση των θεωριών πάνω στην κεφαλαιακή δομή με την σύγχρονη θεωρία της ταχύτητας προσαρμογής στον στόχο (target adjustment speed theory) όπου οι επιχειρήσεις συγκρίνουν το κόστος του να βρίσκονται εκτός βέλτιστου χρέους, με το κόστος προσαρμογής και προσέγγισης του χρέους στόχου και εάν το τελευταίο είναι επαχθές τότε επιλέγουν είτε να εγκαταλείψουν την προσαρμογή προς τον στόχο ή εναλλακτικά να μειώσουν αυτήν την ταχύτητα προσαρμογής. Κλείνουμε το δεύτερο κεφάλαιο παραθέτοντας τους παράγοντες εκείνους που θεωρούνται ότι προσδιορίζουν την κεφαλαιακή δομή των επιχειρήσεων.

Στο τρίτο κεφάλαιο γίνεται μια παρουσίαση της ιδιοκτησιακής δομής των επιχειρήσεων καθώς και των σχέσεων που υπάρχουν μεταξύ συγκέντρωσης ιδιοκτησίας και συστημάτων εταιρικής διακυβέρνησης. Τέλος γίνεται ιδιαίτερη αναφορά σε δυο τύπους εταιρικής ιδιοκτησίας, την εταιρική διαχειριστική ιδιοκτησία και την ιδιοκτησία από μεγαλομετόχους.

Στο τέταρτο κεφάλαιο γίνεται ανασκόπηση της πιο πρόσφατης βιβλιογραφίας, σχετικής με το θέμα της κεφαλαιακής διάθρωσης, της ιδιοκτησιακής δομής αλλά και της απόδοσης των επιχειρήσεων. Παρουσιάζονται κατά χρονολογική σειρά οι μελέτες και έρευνες που έχουν γίνει πάνω στο σχετικό θέμα σε διεθνές επίπεδο και τα αποτελέσματα στα οποία έχουν καταλήξει. Για την ευκολότερη αντίληψη του πλήθους των μελετών παρατίθενται δυο πίνακες. Στον πρώτο παρουσιάζονται κατά χρονολογική σειρά οι μελέτες και τα συμπεράσματα στα οποία αυτές έχουν καταλήξει και στον δεύτερο παρουσιάζονται οι προσδιοριστικοί παράγοντες που έχουν χρησιμοποιηθεί από τους ερευνητές και η επίδραση τους στην εξαρτημένη μεταβλητή της κάθε μελέτης.

Το πέμπτο κεφάλαιο ασχολείται με το εμπειρικό κομμάτι της έρευνας. Γίνεται παρουσίαση των οικονομετρικών μοντέλων που χρησιμοποιήσαμε τόσο ως προς τον χρηματοοικονομική μόχλευση όσο και ως προς την επιχειρησιακή αποδοτικότητα. Ορίζουμε τις εξαρτημένες και ανεξάρτητες μεταβλητές που έχουμε χρησιμοποιήσει και γίνεται παρουσίαση των πηγών από όπου αντλήσαμε τα δεδομένα καθώς και περιγραφή του δείγματος που χρησιμοποιήσαμε. Τέλος γίνεται παράθεση των αποτελεσμάτων που προέκυψαν από την εμπειρική ανάλυση των παραπάνω μοντέλων χρηματοοικονομικής μόχλευσης και επιχειρηματικής αποδοτικότητας.

Το τελευταίο κεφάλαιο της εργασίας είναι το έκτο όπου και γίνεται παράθεση των συμπερασμάτων που προέκυψαν από την εργασία αυτή.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2: ΘΕΩΡΙΕΣ ΚΕΦΑΛΑΙΑΚΗΣ ΔΙΑΘΡΩΣΗΣ

Οι Modigliani & Miller με την εργασία που δημοσίευσαν το 1958 με τίτλο «The cost of capital, corporation finance and the theory of investment» έθεσαν τα θεμέλια της σύγχρονης σκέψης πάνω στην κεφαλαιακή διάθρωση. Στηριζόμενοι σε αυστηρές υποθέσεις καταλήγουν στη διατύπωση δυο προτάσεων- συμπερασμάτων ως προς την κεφαλαιακή δομή των εταιρειών.

Η πρόταση I αναφέρει ότι η αγοραία αξία μιας εταιρείας είναι ανεξάρτητη από την κεφαλαιακή της διάθρωση. Αυτό σημαίνει ότι το μέσο κόστος κεφαλαίου μιας εταιρείας είναι ανεξάρτητο από την κεφαλαιακή της δομή και ισούται με τον δείκτη κεφαλαιοποίησης της καθαρής ροής των ιδίων κεφαλαίων της εταιρείας.

Η πρόταση II αναφέρει ότι η αναμενόμενη απόδοση μιας μετοχής είναι ίση με τον δείκτη κεφαλαιοποίησης συν ένα πριμ σχετιζόμενο με τον χρηματοοικονομικό κίνδυνο, ίσο με τον δείκτη χρέους προς ίδια κεφάλαια.

Το θεώρημα των MM (1958) υπήρξε η αφετηρία για την ανάπτυξη διάφορων θεωριών πάνω στην κεφαλαιακή διάρθρωση των επιχειρήσεων. Την περίοδο 1960-1970 διάφοροι οικονομολόγοι διατύπωσαν αρκετές θεωρίες μεταξύ των οποίων τη θεωρία της αντιστάθμισης, της ιεράρχησης, του κόστους αντιπροσώπευσης, της κατάλληλης χρονικής στιγμής (market timing), του εταιρικού ελέγχου, του κόστους προϊόντος και της ταχύτητας προσαρμογής στον στόχο. Στο κεφάλαιο αυτό γίνεται παράθεση των κυριότερων θεωριών καθώς και των παραγόντων που επηρεάζουν την κεφαλαιακή διάθρωση μιας επιχείρησης.

2.1 ΤΟ ΘΕΩΡΗΜΑ MODIGLIANI- MILLER

Οι MM θεωρούνται οι θεμελιωτές της θεωρίας της κεφαλαιακής διάρθρωσης, όπως αναφέρθηκε και παραπάνω. Οι προτάσεις του θεωρήματος των MM όπως διατυπώθηκαν στην αρχική έκφρασή τους έχουν ως εξής:

Η πρώτη πρόταση αναφέρει ότι η αγοραία αξία μιας εταιρείας είναι ανεξάρτητη από τις χρηματοδοτικές της αποφάσεις, δηλαδή εξαρτάται αποκλειστικά από την ικανότητα μιας εταιρείας να παράγει κέρδη και όχι από την κεφαλαιακή της

διάθρωση. Οι MM κατασκεύασαν το αρχικό μοντέλο βασιζόμενοι στις εξής υποθέσεις :

1. Οι επενδυτικές ευκαιρίες για την εταιρεία παραμένουν σταθερές
2. Οι επενδυτές έχουν ομοιογενείς προσδοκίες σχετικά με τα μελλοντικά εταιρικά κέρδη και την μεταβλητότητα αυτών των κερδών
3. Οι αγορές κεφαλαίου είναι τέλειες, δηλαδή δεν υπάρχουν κόστη συναλλαγών και φόροι και οι επενδυτές μπορούν να δανειζονται με το ίδιο επιτόκιο όπως και οι εταιρείες
4. Δεν υπάρχει κόστος χρεοκοπίας και αναδιοργάνωσης
5. Το χρέος είναι ελεύθερο κινδύνου και το επιτόκιο χρέους είναι το ακίνδυνο επιτόκιο
6. Οι εταιρείες μπορούν να κατηγοριοποιηθούν σε διακριτούς επιχειρηματικούς τομείς.

Στο θεωρητικό μοντέλο των MM η πρόταση I λαμβάνει τον ακόλουθο τύπο για κάθε εταιρεία j στην κατηγορία k :

$$V_j = (S_j + D_j) = \bar{X}_j$$

Όπου V_j : Η αγοραία αξία της εταιρείας

S_j : Η αγοραία αξία των κοινών μετοχών της

D_j : Η αγοραία αξία του χρέους της εταιρείας

\bar{X}_j : Η αναμενόμενη απόδοση των περιουσιακών στοιχείων που κατέχονται από την εταιρεία

Αργότερα οι MM (1963) χαλάρωσαν την υπόθεση σχετικά με τους φόρους και ενσωμάτωσαν το φορολογικό πλεονέκτημα επί των κερδών στο υπόδειγμά τους. Υποστηρίζουν μετά απ' αυτό ότι το φορολογικό πλεονέκτημα της χρηματοδότησης με χρέος είναι μεγαλύτερο από το αρχικά προτεινόμενο. Επειδή το χρέος παρέχει στην εταιρεία την λεγόμενη φορολογική ασπίδα με την μορφή της έκπτωσης του επιτοκίου η οποία οδηγεί σε μείωση του κόστους του δανειακού κεφαλαίου και κατ' επέκταση του συνολικού κόστους κεφαλαίου η επιχείρηση μπορεί να επωφεληθεί από την έκδοση χρέους. Καταλήγουν ότι η αγοραία αξία των επιχειρήσεων σε κάθε κατηγορία κινδύνου πρέπει να είναι αναλογική και σε ισορροπία προς τις αναμενόμενες καθαρές από φόρους αποδόσεις.

Η δεύτερη πρόταση των MM δηλώνει ότι οποιαδήποτε ωφέλεια προκύπτει από την χρήση φθηνού δανειακού κεφαλαίου, αποδυναμώνεται από την χρήση ακριβότερου μετοχικού κεφαλαίου, λόγω του υψηλότερου κινδύνου που αυτό εμπεριέχει μετά την επιπλέον δανειακή επιβάρυνση.

Για να εξηγήσουν γιατί μια επιχείρηση δεν μπορεί να μειώσει το κόστος κεφαλαίου εκδίδοντας περισσότερο χρέος έναντι ιδίων κεφαλαίων οι MM χρησιμοποίησαν ως παράδειγμα την αναλογία της τιμής του γάλατος μετά την αφαίρεση του βουτύρου. Κάτω από συνθήκες τέλει αγοράς, αναφέρουν οι M,M κάποιος γαλακτοπαραγωγός δεν μπορεί να κερδίζει περισσότερα από το γάλα αφαιρώντας το βούτυρο και πουλώντας το χωριστά, επειδή το κέρδος από το πωλούμενο σε υψηλότερη τιμή βούτυρο θα αντισταθμίζεται από την απώλεια από την πώληση σε χαμηλότερη τιμή του εναπομείναντος αραιωμένου γάλατος.

Δηλώνει ότι το ποσοστό απόδοσης των κοινών μετοχών των εταιρειών των οποίων η κεφαλαιακή δομή περιέχει κάποιο χρέος ισούται με τον κατάλληλο δείκτη κεφαλαιοποίησης για την καθαρή ροή των ιδίων κεφαλαίων συν ένα επιπλέον πριμ σχετιζόμενο με τον χρηματοοικονομικό κίνδυνο το οποίο ισούται με τον δείκτη οφειλών προς τα ίδια κεφάλαια της εταιρείας επί την διαφορά ανάμεσα στο επιτόκιο κεφαλαιοποίησης και στο ακίνδυνο επιτόκιο. Η πρόταση II των MM λαμβάνει την εξής μορφή :

$$i_j = p_k + (p_k - r)D_j/E_j$$

Όπου : i_j η αναμενόμενη απόδοση των μετοχών

p_k ο δείκτης κεφαλαιοποίησης για την καθαρή ροή ιδίων κεφαλαίων της εταιρείας

r το κόστος χρέους

D_j/E_j ο δείκτης οφειλών προς τα ίδια κεφάλαια

Το κόστος των ιδίων κεφαλαίων είναι αύξουσα συνάρτηση του δανεισμού. Αυτό συμβαίνει επειδή το χρέος αυξάνει τον βαθμό επικινδυνότητας των μετοχών και ως εκ τούτου οι μέτοχοι θα απαιτήσουν υψηλότερη απόδοση των μετοχών τους.

2.1.1 Κριτική του θεωρήματος MM

Ο Durand (1959), ο πρώτος επίσημος κριτής της θεωρίας των MM (1958) κριτικάρει τις περιοριστικές υποθέσεις που έθεσαν κατά την διατύπωσή της. Επισημαίνει ότι το μοντέλο δεν εξετάζει τις στενά ελεγχόμενες επιχειρήσεις όπως, ατομικές επιχειρήσεις και υβριδικές επιχειρήσεις, οι οποίες εκδίδουν εμπορεύσιμους τίτλους. Οι ιδιοκτήτες αυτών των εταιρειών δεν μπορούν εύκολα να αγοράσουν ή να πουλήσουν το μερίδιό τους στο κεφάλαιο όπως συμβαίνει στις ανώνυμες εταιρείες. Επίσης το επιχείρημα της μη κερδοσκοπίας δεν είναι πλήρως εφαρμόσιμο σε αυτές τις επιχειρήσεις και έτσι οι πραγματικές αγορές κεφαλαίων δεν συμπεριφέρονται όπως καθορίστηκε στο μοντέλο των MM. Ο Durant επίσης έθεσε το ερώτημα αν οι ιδιώτες έχουν ίση πρόσβαση στις αγορές κεφαλαίου και αν μπορούν να δανειστούν ή να δανείσουν με τους ίδιους όρους όπως οι εταιρείες. Στην πράξη οι ιδιώτες δεν μπορούν να δανειστούν με τους ίδιους όρους με τις εταιρείες και συναντούν σημαντικούς περιορισμούς στην ποσότητα της πίστωσης που λαμβάνουν.

Επίσης επισημαίνει ότι το μοντέλο των MM (1958) είναι στατικό ενώ ο πραγματικός κόσμος προφανώς ακολουθεί μια δυναμική ισορροπία όπου συνήθως παρατηρούνται αποκλίσεις από το μοντέλο. Επίσης σε επίπεδο εταιρείας σε πραγματικές συνθήκες οι διευθυντές λαμβάνουν υπόψη τα διάφορα έξοδα των εναλλακτικών οικονομικών λύσεων και οι επενδυτές αντιμετωπίζουν σημαντικά κόστη συναλλαγής και κανονιστικούς περιορισμούς.

Ο Durand (1959) θεωρεί το μοντέλο των MM ακατάλληλο επειδή δεν αντικατοπτρίζει την πραγματικότητα. Σε αντίθεση με τους MM που ισχυρίζονται ότι η οικονομική πολιτική γενικά δεν επηρεάζει την αξία της εταιρείας πιστεύει ότι οι επιχειρήσεις πρέπει να εκμεταλλευτούν τις ευκαιρίες κερδοσκοπίας όπου αυτό είναι εφικτό. Η συμβουλή του είναι να προσαρμοστεί η κεφαλαιακή δομή της εταιρείας λαμβάνοντας υπόψη τα κέρδη που προκύπτουν από τις διακυμάνσεις της αγοράς.

Ο Stiglitz (1969) χαλαρώνει τις υποθέσεις των κατηγοριών κινδύνου και των ομογενών προσδοκιών και δείχνει ότι η πρόταση MM (1958) ισχύει αν οι εταιρείες δεν εκδίδουν υπερβολικό χρέος το οποίο επισύρει μια σοβαρή πιθανότητα χρεοκοπίας. Αργότερα ο Stiglitz (1974) έδειξε ότι δεν υπάρχει συσχέτιση ανάμεσα στον χρονικό ορίζοντα του χρέους και άλλες πτυχές οικονομικής πολιτικής της επιχείρησης. Σε κατάσταση ισορροπίας η αγοραία αξία της εταιρείας συνεπάγεται

μια βέλτιστη κεφαλαιακή δομή ανεξάρτητα από τις οικονομικές πολιτικές που επιλέγονται απ αυτήν. Ακόμα και αν η εταιρεία δεν επιλέξει την βέλτιστη κεφαλαιακή δομή οι επενδυτές μπορούν, όπως αναφέρει, με δική τους πρωτοβουλία να εφαρμόσουν δανειακή μόχλευση ώστε να επιτευχθούν οι βέλτιστες αναλογίες.

2.2 Η ΘΕΩΡΙΑ ΤΗΣ ΙΕΡΑΡΧΗΣΗΣ (PEAKING ORDER THEORY)

Η θεωρία της ιεράρχησης που προτάθηκε αρχικά από τους Myers & Majluf (1984) και Myers (1984), βασίζεται στην έννοια της ασύμμετρης πληροφόρησης που υπάρχει ανάμεσα στα διευθυντικά στελέχη της εταιρείας και τους επενδυτές που βρίσκονται εκτός εταιρείας και στα επακόλουθα προβλήματα αντίθετων προτιμήσεων και επιλογών από την κάθε πλευρά.

Τα διευθυντικά στελέχη έχουν περισσότερη και καλύτερη πληροφόρηση σχετικά με την πραγματική αξία των περιουσιακών στοιχείων της εταιρείας και τις μελλοντικές ευκαιρίες ανάπτυξης, σε σχέση με τους εξωτερικούς επενδυτές και ως εκ τούτου οι επενδυτές είναι αναγκασμένοι να παρακολουθούν από κοντά τις χρηματοοικονομικές αποφάσεις που λαμβάνει μια εταιρεία για να εξάγουν πληροφορίες σχετικά με τις προοπτικές της. Σε αντίθεση με την θεωρία της αντιστάθμισης η θεωρία της ιεράρχησης δεν προβλέπει κάποιον βέλτιστο δείκτη δανεισμού. Περισσότερο υποθέτει ότι η κεφαλαιακή δομή μιας επιχείρησης είναι το αποτέλεσμα των χρηματοδοτικών αναγκών της εταιρείας διαχρονικά και της προσπάθειάς της να ελαχιστοποιήσει τις δαπάνες επιζήμιων επιλογών. Οι διευθυντές ευρισκόμενοι στο εσωτερικό της εταιρείας τείνουν να έχουν καλύτερη πληροφόρηση σχετικά με την αξία της εταιρείας και ως εκ τούτου είναι απρόθυμοι να εκδώσουν νέες μετοχές όταν εκτιμούν ότι η εταιρεία είναι υποτιμημένη, διότι η έκδοση νέων μετοχών οδηγεί σε εξασθένηση της αξίας των υπαρχόντων μετοχών. Με άλλα λόγια οι νέοι μέτοχοι θα επωφεληθούν από τις δαπάνες των παλιών μετόχων οι οποίοι με την σειρά τους ενδέχεται να αντιτάσσονται στην νέα έκδοση. Η μοναδική στιγμή κατά την οποία μια εταιρεία εκδίδει μετοχές είναι όταν οι διευθυντές πιστεύουν ότι είναι υπερτιμημένες κατά την συγκεκριμένη χρονική στιγμή. Με την ανακοίνωση της έκδοσης μετοχών η επιχείρηση ουσιαστικά στέλνει σήμα στην αγορά ότι η μετοχή της είναι ακριβή. Επομένως η βέλτιστη απόφαση για την εταιρεία για να ικανοποιήσει τις χρηματοδοτικές της ανάγκες είναι να βρει εσωτερικά κεφάλαια

όταν αυτό είναι εφικτό. Μια τέτοια χρηματοδότηση αποφεύγει όλα τα προβλήματα που προκύπτουν από την ασύμμετρη πληροφόρηση. Αν τα εσωτερικά κεφάλαια δεν επαρκούν για να καλύψουν τις χρηματοδοτικές της ανάγκες η εταιρεία σε επόμενο στάδιο θα εκδώσει χρέος ενώ η έκδοση μετοχών χρησιμεύει μόνο σαν τελική εναλλακτική χρηματοδότηση.

Η θεωρία της ιεράρχησης κατατάσσει τις χρηματοδοτικές πηγές σύμφωνα με τον βαθμό που επηρεάζονται από την ασυμμετρία πληροφόρησης, όπου τα ίδια κεφάλαια παρουσιάζουν το χαμηλότερο και οι μετοχές το υψηλότερο κόστος ασύμμετρης πληροφόρησης. Οι διευθυντές των εταιρειών ικανοποιούν τις χρηματοδοτικές τους ανάγκες αρχικά με τα αδιανέμητα κέρδη τα οποία δεν εμπεριέχουν ασύμμετρη πληροφόρηση, στη συνέχεια με χαμηλού ρίσκου χρέος για το οποίο το πρόβλημα είναι ασήμαντο και τέλος με επικίνδυνο χρέος. Η επιχείρηση εκδίδει μετοχές μόνο σε έσχατη ανάγκη. Ο Krasker (1986) δοκίμασε το μοντέλο της ιεράρχησης και τα αποτελέσματά του είναι παρόμοια με αυτά του Myers (1984). Οι Aybar Arias, Casino- Martinez και Lopez- Cracia (2004) εξέτασαν την θεωρία της ιεράρχησης σε μικρές και μεσαίες επιχειρήσεις και βρήκαν επίσης αποτελέσματα που συμφωνούν με το μοντέλο της ιεράρχησης. Οι Narayanan (1988) και Heinkel & Zechner (1990) βρήκαν και αυτοί αποτελέσματα τα οποία είναι παρόμοια με του Myers καθώς συμπέραναν ότι μπορεί να υπάρχει επένδυση σε προγράμματα με αρνητικές καθαρές παρούσες αξίες όταν η ασυμμετρία πληροφόρησης αφορά την αξία των νέων προγραμμάτων. Ο Narayanan εξηγεί ότι όταν οι εταιρείες μπορούν να εκδώσουν χρέος ή μετοχές όλες οι εταιρείες εκδίδουν χρέος. Επίσης βρήκε ότι η νέα έκδοση χρέους ενώ οι Heinkel & Zechner βρήκαν ότι το υπάρχον χρέος μειώνει το πρόβλημα της υπερεπένδυσης το οποίο σχετίζεται με την χρηματοδότηση με ίδια κεφάλαια. Άλλες μελέτες δοκίμασαν την θεωρία της ιεράρχησης έμμεσα. Για παράδειγμα οι Korajczyk, Lucas και McDonald (1991) και Choe, Maslious και Nanda (1993) εξέτασαν τον χρόνο που οι εταιρείες εκδίδουν μετοχές για να αποφύγουν περιόδους με μεγαλύτερα προβλήματα ασύμμετρης πληροφόρησης. Βρήκαν ότι οι εταιρείες είναι πιθανότερο να εκδώσουν μετοχές σε περιόδους άνθησης όταν οι επενδυτές έχουν ευνοϊκές προοπτικές για την οικονομία ενώ οι Korajczyk et al βρήκαν ότι ο χρόνος που οι εταιρείες προσφέρουν μετοχές είναι αμέσως μετά την ανακοίνωση των κερδών. Οι Helwege & Liang (1996) εξέτασαν άμεσα την ύπαρξη

της θεωρίας της ιεράρχησης εξετάζοντας τις χρηματοδοτικές επιλογές μικρών επιχειρήσεων στην πάροδο του χρόνου. Τα εμπειρικά τους αποτελέσματα δεν υποστηρίζουν επαρκώς την θεωρία της ιεράρχησης. Βρήκαν ότι η πιθανότητα απόκτησης εξωτερικών κεφαλαίων είναι άσχετη με την έλλειψη εσωτερικών πηγών ρευστότητας. Ωστόσο τα αποτελέσματά τους δείχνουν ότι επιχειρήσεις με πλεόνασμα μετρητών αποφεύγουν τις κεφαλαιαγορές. Οι Frank & Goyal (2003) εξέτασαν την θεωρία της ιεράρχησης και της εταιρικής μόχλευσης, αντίθετα όμως με την θεωρία βρήκαν ότι οι εκδόσεις μετοχών ακολουθούν την πορεία του ελλείμματος χρηματοδότησης περισσότερο απ' ό,τι οι εκδόσεις χρέους. Οι χρηματοδοτήσεις χρέους υστερούν σε μέγεθος των χρηματοδοτήσεων ιδίων κεφαλαίων και καταλήγουν ότι τα ίδια κεφάλαια είναι περισσότερο σημαντικά από το χρέος. Οι Graham & Harvey (2001) βρήκαν ανάμικτα αποτελέσματα στην έρευνά τους σε 392 οικονομικούς διευθυντές στον έλεγχο της θεωρίας της ιεράρχησης και πολύ λίγες ενδείξεις ότι τα ανώτερα στελέχη των εταιρειών ανησυχούν σχετικά με την ασύμμετρη πληροφόρηση. Παρόμοια, στην μελέτη τους σχετικά με την κεφαλαιακή δομή των ολλανδικών επιχειρήσεων οι De Jong & Veld (2001) βρήκαν ότι τα αποτελέσματά τους δεν υποστηρίζουν την θεωρία της ασύμμετρης πληροφόρησης των Myers & Majluf (1984). Οι Agca & Mozumdar (2005) υποστηρίζουν ότι τα αντικρουόμενα στοιχεία της θεωρίας της ιεράρχησης οφείλονται περισσότερο στις διαφορές ανάμεσα στις χρηματοδοτικές πρακτικές μεγάλων και μικρών επιχειρήσεων καθώς και στην ασύμμετρη κατανομή του μεγέθους επιχειρήσεων. Οι συγγραφείς βρήκαν ότι η θεωρία δεν ισχύει για τις μικρές επιχειρήσεις λόγω της χαμηλής δανειοληπτικής ικανότητας η οποία γρήγορα εξαντλείται αναγκάζοντας τις να εκδώσουν μετοχές.

2.3 Η ΘΕΩΡΙΑ ΤΗΣ ΑΝΤΙΣΤΑΘΜΙΣΗΣ (TRADE OFF THEORY)

Η θεωρία της αντιστάθμισης πηγάζει από το θεώρημα των MM (1963) και διακρίνεται στην στατική θεωρία και την δυναμική θεωρία της αντιστάθμισης. Στην στατική θεωρία της αντιστάθμισης όπως αρχικά διατυπώθηκε από τους Kraus & Litzenberger (1973) οι επιχειρήσεις αντισταθμίζουν τα φορολογικά πλεονεκτήματα

που προκύπτουν από τον δανεισμό έναντι του κόστους που προκύπτει από τις χρηματοοικονομικές δυσκολίες και την χρεοκοπία. Επειδή οι επιχειρήσεις επιτρέπεται να εκπίπτουν τους τόκους που πληρώνουν για το χρέος τους από τις φορολογικές τους υποχρεώσεις συχνά προτιμούν την έκδοση χρέους από την έκδοση μετοχών . Η παρούσα αξία του προκύπτοντος κέρδους από την επιλογή έκδοσης χρέους έναντι μετοχών, ονομάζεται φορολογική ασπίδα και αυξάνει την αξία της εταιρείας κάτι που θεωρητικά θα μπορούσε να οδηγήσει στην πλήρη χρηματοδότηση της εταιρείας με χρέος. Ένας προφανής αντισταθμιστικός παράγοντας της χρηματοδότησης με χρέος είναι η χρηματοοικονομική δυσχέρεια στην οποία μπορεί να περιέλθει η εταιρεία η οποία στην ακραία της μορφή εκφράζεται με την χρεοκοπία. Στην πράξη το χρέος αυξάνει τον κίνδυνο εμφάνισης χρηματοοικονομικών δυσκολιών κάνοντας τις επιχειρήσεις να αποφεύγουν τον υπερβολικό δανεισμό. Όσο υψηλότερος είναι ο δείκτης δανεισμού μια επιχείρησης τόσο υψηλότερη θεωρητικά είναι η πιθανότητα να οδηγηθεί σε χρεοκοπία. Τα προκύπτοντα κόστη των χρηματοοικονομικών δυσκολιών μπορούν να διακριθούν σε άμεσα και έμμεσα κόστη (Haugen & Senbet 1977). Τα άμεσα κόστη της χρεοκοπίας περιλαμβάνουν μεταξύ άλλων, νομικά έξοδα, έξοδα αναδιοργάνωσης και έξοδα πιστώσεων. Τα έμμεσα κόστη περιλαμβάνουν απώλεια εμπιστοσύνης των πελατών, χειροτέρευση των σχέσεων με τους πωλητές και απώλεια ικανών εργαζομένων. Το κόστος αντιπροσώπευσης είναι ένας άλλος τύπος κόστους ο οποίος πρέπει να σταθμιστεί έναντι των φορολογικών πλεονεκτημάτων του χρέους. Οι Jensen & Meckling (1976) υποστηρίζουν ότι οι διευθυντές έχουν κίνητρο να μεγιστοποιήσουν την αξία του μετοχικού κεφαλαίου αντί της συνολικής αξίας της επιχείρησης. Οι διευθυντές σε επιχειρήσεις χρηματοδοτούμενες με χρέος όταν έχουν διαθέσιμες ελεύθερες ταμειακές ροές τείνουν να εφαρμόζουν στρατηγικές μετατόπισης του κινδύνου. Ειδικότερα προτιμούν ριψοκίνδυνα σχέδια τα οποία ευνοούν τους μετόχους σε περίπτωση επιτυχίας αλλά επιβαρύνουν με απώλειες τους πιστωτές σε περίπτωση αποτυχίας. Οι ορθολογικοί επενδυτές ομολόγων έχουν επίγνωση αυτού του προβλήματος της υπερεπένδυσης και ως εκ τούτου απαιτούν ένα επασφάλιστρο κινδύνου και κατά συνέπεια υψηλότερο επιτόκιο σαν αποζημίωση για αυτή την συμπεριφορά. Αυτά τα αυξημένα κόστη μειώνουν την ελκυστικότητα των εταιρειών που εκδίδουν χρέος. Η υπόθεση της υποεπένδυσης του Myers (1977) ακολουθεί ένα

παρόμοιο συλλογισμό. Οι διευθυντές εταιρειών με υψηλό δανεισμό έχουν κίνητρα να απέχουν από σχέδια θετικής καθαρής παρούσας αξίας για όσο καιρό τα κέρδη από αυτά τα σχέδια προκύπτουν μόνο για τους πιστωτές. Τόσο το πρόβλημα της υποεπένδυσης όσο και της υπερεπένδυσης θεωρούνται εκφράσεις διευθυντικού ηθικού κινδύνου και τείνουν να είναι εμφανίζονται εντονότερα σε επιχειρήσεις που παρουσιάζουν υψηλό δανεισμό και οι οποίες υποφέρουν από χρηματοοικονομικές δυσκολίες. Ωστόσο το χρέος μπορεί να έχει επίσης μια επίδραση μετριασμού των συγκρούσεων αντιπροσώπευσης. Η υπόθεση των ελεύθερων ταμειακών ροών του Jensen (1986) θεωρεί ότι ο δανεισμός είναι ένα εργαλείο τιθάσευσης των μη ορθολογικών δαπανών των διευθυντών. Επειδή οι διευθυντές είναι υποχρεωμένοι να παράγουν σταθερές ταμειακές ροές για την κάλυψη των δανειακών αποπληρωμών της εταιρείας η δυνατότητα να επενδύσουν σε προγράμματα που μειώνουν την εταιρική αξία αλλά αυξάνουν την αξία των μετοχών μειώνεται. Σε αντίθεση με τις πληρωμές μερισμάτων ή τις επαναγορές μεριδίων η σταθερή και με συνέπεια αποπληρωμή των τόκων είναι σημάδι αξιοπιστίας στην αγορά και ένδειξη ότι η επιχείρηση απολαμβάνει ευνοϊκές προοπτικές. Επομένως προκειμένου να φτάσουν στην βέλτιστη απόφαση χρηματοδότησης οι διευθυντές χρειάζεται να εκτιμήσουν το κόστος αντιπροσώπευσης του χρέους (μετατόπιση κινδύνου και υποεπένδυση) έναντι του κόστους αντιπροσώπευσης των μετόχων (πρόβλημα των ελεύθερων ταμειακών ροών). Συνοπτικά η στατική θεωρία εξισορρόπησης ακολουθείται αν ο δανεισμός της ερμηνεύεται από μια μόνο περίοδο εξισορρόπησης ανάμεσα στα φορολογικά πλεονεκτήματα του χρέους και τα λανθάνοντα κόστη της πτώχευσης όπως π.χ το κόστος αντιπροσώπευσης χρέους και μετοχών. Ωστόσο το στατικό μοντέλο επικεντρώνεται μόνο στην απόφαση μιας περιόδου και δεν περιέχει την έννοια της προσαρμογής στον στόχο χρέους. Πιο συγκεκριμένα παρέχει μια εξήγηση για τον δανεισμό αλλά δεν δίνει περιθώριο για την εταιρεία να βρεθεί οπουδήποτε αλλού εκτός από το βέλτιστο σημείο. Μια φυσική επέκταση είναι να εξετάσουμε πολλαπλές περιόδους, γεγονός το οποίο οδηγεί σε δυναμικές θεωρίες εξισορρόπησης. Παρότι μπορεί να υπάρχει ένας βέλτιστος δείκτης χρέους το να κρατηθεί αυτός ο δείκτης σταθερός συνεχώς μπορεί να είναι αρκετά δαπανηρό για μια επιχείρηση. Η διατήρηση ενός σταθερού δείκτη χρέους απαιτεί συχνά εξισορρόπηση χρέους και ιδίων κεφαλαίων και ως εκ τούτου προκύπτουν διάφορα

κόστη συναλλαγών. Οι Kane, Marcus και McDonald (1984) και Brennan & Schwartz (1984), ήταν οι πρώτοι που υποστήριξαν ότι οι εταιρείες έχουν ένα εύρος μέσα στο οποίο ο δείκτης χρέους μπορεί να κινείται αντί να προσπαθούν να διατηρήσουν ένα σταθερό δείκτη χρέους. Άραξ ο δείκτης χρέους περάσει το άνω ή κάτω όριο του εύρους αυτού η εταιρεία επαναπροσδιορίζει την κεφαλαιακή της δομή στο βέλτιστο επίπεδο. Τα αποτελέσματα προσομοίωσης των Fischer, Heinkel και Zechner (1989) δείχνουν ότι ακόμα και μικρά κόστη συναλλαγών μπορούν να οδηγήσουν σε καθυστέρηση στην εξισορρόπηση και μεγάλες διαφορές στους δείκτες δανεισμού. Σε ένα δυναμικό μοντέλο ο δείκτης δανεισμού των περισσότερων επιχειρήσεων τον περισσότερο χρόνο είναι ως εκ τούτου πιθανό να αποκλίνει από τον βέλτιστο δείκτη δανεισμού. Για παράδειγμα οι Welch (2004) και Bessler, Drobetz & Pensa (2008) τεκμηρίωσαν ότι ο δανεισμός της επιχείρησης όταν μετράται σε όρους αγοράς δεν ανταποκρίνεται σε βραχυπρόθεσμες διακυμάνσεις των μετοχών αλλά μόνο σε αλλαγές αξίας μακροπρόθεσμα. Πρόσφατα θεωρητικά μοντέλα από τους Hennessy & Whited (2005), Leary & Roberts (2005) και Strebulaev (2007) μεταξύ άλλων ενσωματώνουν τέτοια φαινόμενα μακροπρόθεσμης διάρκειας σε δυναμικές θεωρίες εξισορρόπησης. Σε αυτά τα μοντέλα διαφορετικοί τύποι κόστους προσαρμογής οδηγούν σε διαφορετική δυναμική κεφαλαιακής δομής.

2.4 ΘΕΩΡΙΑ ΤΟΥ ΚΟΣΤΟΥΣ ΑΝΤΙΠΡΟΣΩΠΕΥΣΗΣ (AGENCY COST THEORY)

Τα υποδείγματα που στηρίζονται στο κόστος αντιπροσώπευσης επικεντρώνονται στο πως η κεφαλαιακή δομή μπορεί να βοηθήσει στον περιορισμό του κόστους αντιπροσώπευσης ευθυγραμμίζοντας τα συμφέροντα μετόχων, διευθυντών και κατόχων χρέους. Οι Jensen & Meckling (1976) αναγνώρισαν δυο τύπους συγκρούσεων : συγκρούσεις ανάμεσα σε μετόχους και διευθυντικά στελέχη και συγκρούσεις ανάμεσα σε κατόχους ιδίων κεφαλαίων και κατόχους χρέους. Σύμφωνα με τους Harris & Raviv (1991) συγκρούσεις μεταξύ μετόχων και διευθυντών προκύπτουν επειδή μπορεί να διαφωνούν σε σχέση με μια λειτουργική διαδικασία όπως πχ την επιλογή ενός επενδυτικού σχεδίου. Το χρέος βοηθά στον

μετριασμό του προβλήματος δίνοντας στους επενδυτές την δυνατότητα να εξαναγκάσουν την εταιρεία σε εκκαθάριση αν οι ταμειακές ροές που πραγματοποιεί είναι χαμηλές και δεν μπορεί να το αποπληρώσει. Ο Jensen (1986) υποστηρίζει ότι οι πληρωμές χρέους μειώνουν τις ελεύθερες ταμειακές ροές που είναι διαθέσιμες σε σπάταλους διευθυντές. Για τον λόγο αυτό οι διευθυντές προσαρμόζουν την κεφαλαιακή δομή αντισταθμίζοντας τα πλεονεκτήματα του χρέους με το κόστος χρήσης του. Ο Stulz (1990) κατέληξε ότι οι πληρωμές χρέους περιορίζουν το ποσό των ελεύθερων ταμειακών ροών που είναι διαθέσιμες για σπατάλες. Σύμφωνα με τους DeAngelo & DeAngelo (2006) οι επιχειρήσεις μπορούν να χρησιμοποιούν τον δανεισμό, τα ίδια κεφάλαια και τα αποθέματα μετρητών για τον έλεγχο του κόστους αντιπροσώπευσης διατηρώντας παράλληλα την οικονομική τους ευελιξία καθώς η χρησιμοποίηση της τρέχουσας δανειοληπτικής ικανότητας μεταφράζεται σε μικρότερη διαθεσιμότητα ρευστότητας στο μέλλον. Συγκρούσεις ανάμεσα στους κατόχους χρέους και στους μετόχους προκύπτουν επειδή το χρέος οδηγεί τους μετόχους σε μη βέλτιστες επενδύσεις. Έτσι εάν μια επένδυση επιτυγχάνει αποδόσεις οι οποίες είναι πάνω από την ονομαστική αξία του χρέους οι μέτοχοι καρπώνονται τα περισσότερα από τα κέρδη. Ωστόσο αν μια επένδυση αποδειχτεί ζημιογόνος οι κάτοχοι χρέους θα πρέπει να υποστούν τις συνέπειες. Σαν αποτέλεσμα οι μέτοχοι μπορεί να αναλαμβάνουν πολύ ριψοκίνδυνα σχέδια με έξοδα των κατόχων χρέους. Ως εκ τούτου οι κάτοχοι χρέους φέρουν το βάρος της επένδυσης σε επενδύσεις φθίνουσας αξίας προερχόμενες από χρέος. Αυτό αποκαλείται αποτέλεσμα υποκατάστασης περιουσιακού στοιχείου και είναι το κόστος αντιπροσώπευσης της χρηματοδότησης χρέους. Σύμφωνα με τον Williamson (1988) τα οφέλη του χρέους είναι η επιβολή κανόνων στους διαχειριστές οι οποίοι όταν αθετούνται οδηγούν σε έλεγχο της εταιρείας και ρευστοποίηση των περιουσιακών της στοιχείων από τους κατόχους χρέους. Το κόστος του χρέους είναι ότι η ακαμψία των κανόνων μπορεί να οδηγήσει σε ρευστοποίηση των περιουσιακών στοιχείων κατά την στιγμή εκείνη που είναι περισσότερο πολύτιμα για την εταιρεία. Ως εκ τούτου ο Williamson συμπέρανε ότι οι εταιρείες θα πρέπει να χρηματοδοτούν περισσότερο, κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία με χρέος.

Οι Agarwal & Mandelker (1987) βρήκαν ότι η κατοχή μετοχών από τους διευθυντές εταιρειών των οποίων ο δείκτης οφειλών προς ίδια κεφάλαια αυξάνει είναι

μεγαλύτερη παρά αυτών που ο δείκτης μειώνεται. Ως εκ τούτου όταν οι εταιρείες λαμβάνουν οικονομικές αποφάσεις τα στελέχη κάτοχοι μετοχών, φαίνεται να έχουν ρόλο στην μείωση των προβλημάτων αντιπροσώπευσης. Οι Harvey, Lins και Roper (2004) εστίασαν στο αποτέλεσμα της κεφαλαιακής διάρθρωσης σαν μηχανισμό διακυβέρνησης στις αναδυόμενες αγορές. Βρήκαν ότι η ενεργή παρακολούθηση του χρέους βοηθά στην δημιουργία αξίας για τις επιχειρήσεις οι οποίες πιθανόν έχουν υψηλά κόστη αντιπροσώπευσης τα οποία πηγάζουν είτε από μη ευθυγραμμισμένα διευθυντικά κίνητρα είτε από προβλήματα υποεπένδυσης. Οι Hovakimian, Opler και Titman (2001) βρήκαν ότι η αρνητική σχέση μεταξύ παρελθοντικών αποδόσεων των μετοχών και των επιλογών αύξησης δανεισμού είναι παρόμοια με τα μοντέλα αντιπροσώπευσης και οι διαχειριστές έχουν κίνητρα να αυξήσουν τον δανεισμό όταν οι τιμές των μετοχών είναι χαμηλές. Τα αποτελέσματά τους επίσης είναι παρόμοια με την θεωρία ότι οι διευθυντές είναι απρόθυμοι να εκδώσουν μετοχές όταν θεωρούν τις μετοχές των επιχειρήσεών τους ως υποτιμημένες. Οι Biais & Casamatta (1999) αναλύουν την βέλτιστη χρηματοδότηση των επενδυτικών σχεδίων όταν οι διευθυντές πρέπει να στραφούν σε λιγότερο κερδοφόρες – επικίνδυνες επενδύσεις όπου βέλτιστες χρηματοοικονομικές συμβάσεις μπορούν να εφαρμοστούν με ένα κατάλληλο συνδυασμό χρέους και μετοχών.

2.5 ΘΕΩΡΙΑ ΤΟΥ ΕΤΑΙΡΙΚΟΥ ΕΛΕΓΧΟΥ

Η θεωρία του εταιρικού ελέγχου μελετά την κεφαλαιακή δομή σε σχέση με δραστηριότητες εξαγοράς. Οι Harris & Raviv (1988,1991), Stulz (1988) και Israel (1991) είναι οι κύριοι εκφραστές της θεωρίας του εταιρικού ελέγχου και της κεφαλαιακής διάρθρωσης. Σύμφωνα με τους Harris & Raviv (1988) και Stulz η κεφαλαιακή δομή επηρεάζει τα αποτελέσματα των διεκδικήσεων εξαγοράς για την κατανομή των ψήφων ανάμεσα στη διοίκηση και στους εξωτερικούς επενδυτές. Ο Israel μελέτησε το πώς η κεφαλαιακή διάρθρωση επηρεάζει τα αποτελέσματα των εξαγορών και την κατανομή των ταμειακών ροών μεταξύ δικαιωμάτων ψήφου. Στην μελέτη τους οι Harris & Raviv (1988) κατέληξαν ότι η βέλτιστη κεφαλαιακή δομή προκύπτει σαν αποτέλεσμα της αντιστάθμισης ανάμεσα στην αύξηση της ισχύς ψήφου των διαχειριστών και της αύξησης της πιθανότητας η εταιρεία να

πωχεύσει προκαλώντας την απώλεια των πλεονεκτημάτων ελέγχου της κατεστημένης διοίκησης. Ο Stulz (1988) δείχνει ότι το υψηλότερο ποσοστό των μετοχών που κατέχεται από την διοίκηση μειώνει την πιθανότητα εξαγοράς αλλά αυξάνει την υπερτίμηση σε περίπτωση που γίνει κάποια προσφορά εξαγοράς.

Ο Israel (1991) διαπίστωσε ότι καθώς η διαπραγματευτική ισχύς της ομάδας των μετόχων μειώνεται, εκδίδουν περισσότερο χρέος και σαν αποτέλεσμα το ποσοστό του τιμήματος εξαγοράς πέφτει. Ο συγγραφέας αναφέρει ότι η επιλογή της κεφαλαιακής διάρθρωσης βασίζεται στο γεγονός ότι οι εξαγορές οι οποίες αυξάνουν την αξία θα πραγματοποιηθούν και το κέρδος συνεργασίας θα διανεμηθεί μεταξύ των διαφόρων μερών. Ο Israel συμπεραίνει ότι το επίπεδο βέλτιστου χρέους ισορροπεί μια μείωση της πιθανότητας εξαγοράς έναντι ενός μεγαλύτερου μεριδίου κέρδους για την ομάδα των μετόχων. Τα αποτελέσματά του δείχνουν ότι η πιθανότητα των εταιρειών να γίνουν στόχοι εξαγορών μειώνεται με τον δανεισμό και το μερίδιο του αγοραστή του συνόλου των μετοχών αυξάνει σύμφωνα με τον δείκτη δανειακής μόχλευσης.

Ο Israel επίσης βρήκε ότι μια προσφορά εξαγοράς οδηγεί σε αύξηση της τιμής της μετοχής της εταιρείας και επίσης ότι το επίπεδο χρέους καθώς και η αξία της εξαγοραζόμενης εταιρείας αυξάνει. Η βασική ιδέα είναι ότι οι διευθυντές επιλέγουν την κεφαλαιακή δομή και την δομή ιδιοκτησίας για να κερδίσουν πλεονεκτήματα σε μελλοντικές εξαγορές μετοχών. Ο Israel (1992) θεωρεί το χρέος σαν μηχανισμό που επιτρέπει στην τρέχουσα διοίκηση να αποκτήσει την μέγιστη αξία σε σχέση με τις αντίπαλες. Αποδεικνύει ότι η αξία της εταιρείας εξαρτάται τόσο από την κεφαλαιακή όσο και από την ιδιοκτησιακή της δομή.

2.6 ΘΕΩΡΙΑ ΤΟΥ ΚΟΣΤΟΥΣ ΤΟΥ ΠΡΟΙΟΝΤΟΣ

Οι μελέτες πάνω στην συγκεκριμένη θεωρία εξετάζουν την σχέση ανάμεσα στην κεφαλαιακή διάρθρωση και στα χαρακτηριστικά των συντελεστών παραγωγής του προϊόντος (Harris & Raviv 1991) και της αγορά του προϊόντος. Οι Brander & Lewis (1986) βρήκαν ότι οι αποφάσεις για την αγορά προϊόντων και οι οικονομικές αποφάσεις συνήθως συνδέονται. Τεκμηρίωσαν συστηματικές διαφορές μεταξύ των βιομηχανιών σε σχέση με την οικονομική δομή τους. Αυτές οι διαφορές μπορούν να

εξηγηθούν από συγκεκριμένους παράγοντες στην βιομηχανία όπως ο διαφορετικός βαθμός ανάπτυξης του ανταγωνισμού. Ο Titman (1984) επισήμανε ότι η ρευστοποίηση μιας εταιρείας έχει συνέπειες για τους πελάτες της, όπως η αδυναμία να τους προμηθεύσει το προϊόν, ανταλλακτικά και υπηρεσίες. Δείχνει ότι οι εταιρείες μπορούν να χρησιμοποιούν την κεφαλαιακή τους διάθρωση για να δεσμεύσουν τους μετόχους σε μια βέλτιστη χρηματοοικονομική πολιτική. Οι Singh, Davidson & Suchard (2003) βρήκαν ότι ο εταιρικός δανεισμός είναι θετικά συσχετισμένος με τις γραμμές προϊόντων αλλά αρνητικά συσχετισμένος με την γεωγραφική διαφοροποίηση. Ο Campello (2003) παρέχει αποδείξεις σε επίπεδο βιομηχανίας των αποτελεσμάτων της κεφαλαιακής διάθρωσης σχετικά με τα αποτελέσματα του εξαγόμενου προϊόντος για ένα αντιπροσωπευτικό δείγμα βιομηχανιών. Τα αποτελέσματα του φανερώνουν ότι οι επιχειρήσεις οι οποίες βασίζονται περισσότερο στον εξωτερικό δανεισμό είναι πιο πιθανόν να μειώνουν τις επενδύσεις τους για την απόκτηση μεριδίου της αγοράς κατά την διάρκεια της ύφεσης και ότι τα ανταγωνιστικά αποτελέσματα που προκύπτουν από τέτοιες ενέργειες καθορίζονται από κοινού τόσο από την κεφαλαιακή δομή της εταιρείας όσο και των αντιπάλων της. Οι Stomper & Zulehner (2004) εξέτασαν το αποτέλεσμα του δανεισμού στις επενδύσεις. Βρήκαν στοιχεία ότι ο δανεισμός και η ωριμότητα χρέους επηρεάζουν την εταιρική στρατηγική. Ο Norton (1995) μελέτησε το θέμα της δικαιόχρησης και την κεφαλαιακή δομή. Συμπέρανε ότι η δικαιόχρηση είναι καθαρά ένα θέμα κεφαλαιακής διάθρωσης και το χρέος που παρέχεται από τους δικαιοδόχους τους δίνει την δυνατότητα ελέγχου πάνω στην εταιρεία.

Ο Campello (2006) επιδιώκει να καθορίσει κατά πόσο το χρέος πλήττει την απόδοση της αγοράς των προϊόντων της επιχείρησης. Ταυτίζει το χρέος ως αποτίμηση των περιουσιακών στοιχείων από τους πιστωτές. Ο Campello δείχνει ότι η μέτρια ανάληψη χρέους συνδέεται θετικά με τα κέρδη των πωλήσεων, αλλά υψηλό χρέος οδηγεί στην υποαπόδοση της αγοράς προϊόντος. Οι Kale & Shahrur (2007) ερεύνησαν πως η συμπερίληψη των προμηθευτών και πελατών ως συμμετεχόντων επηρεάζει την επιλογή του δανεισμού. Βρήκαν ότι ο δανεισμός της εταιρείας είναι αρνητικά συνδεδεμένος με τα έξοδα έρευνας και ανάπτυξης (R&D) των προμηθευτών και πελατών της.

Καθώς αυτή είναι σχετικά νέα θεωρία περισσότερη δουλειά απαιτείται για να τεκμηριώσει τις υπάρχουσες ερευνητικές αποδείξεις.

2.7 ΘΕΩΡΙΑ ΤΗΣ ΤΑΧΥΤΗΤΑ ΠΡΟΣΑΡΜΟΓΗΣ ΣΤΟΝ ΣΤΟΧΟ (TARGET ADJUSTMENT SPEED THEORY)

2.7.1 ΚΑΘΟΡΙΣΤΙΚΟΙ ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ ΤΗΣ ΤΑΧΥΤΗΤΑΣ ΠΡΟΣΑΡΜΟΓΗΣ

1. Απόσταση μεταξύ βέλτιστου χρέους και παρατηρούμενου χρέους

Οι επιχειρήσεις συγκρίνουν το κόστος του να βρίσκονται εκτός βέλτιστου χρέους, με το κόστος προσαρμογής και προσέγγισης του χρέους στόχου. Εάν το τελευταίο είναι επαχθές τότε θα επιλέξουν είτε να εγκαταλείψουν την προσαρμογή προς τον στόχο ή εναλλακτικά να μειώσουν αυτήν την ταχύτητα προσαρμογής. Η απόσταση από τον στόχο μετράται με την απόσταση μεσολάβησης η οποία ορίζεται ως η απόλυτη διαφορά ανάμεσα στην βέλτιστη δανειακή επιβάρυνση τον χρόνο tD_{it}^* και την παρατηρούμενη δανειακή επιβάρυνση τον ίδιο χρόνο D_{it} το οποίο είναι απόσταση $= |D_{it}^* - D_{it}|$ όπου το D_{it}^* είναι προσαρμοσμένο με τις σταθερές επιδράσεις της παρατηρηθείσας παλινδρόμησης του παρατηρούμενου δείκτη D_{it} στο διάλυμα των καθοριστικών παραγόντων της κεφαλαιακής δομής.

2. Βαθμός χρηματοοικονομικής ευελιξίας

Μικρές και μεσαίου μεγέθους επιχειρήσεις με ευέλικτη χρηματοοικονομική δομή, έχουν περισσότερες ευκαιρίες να προσαρμόσουν την παρατηρούμενη κεφαλαιακή τους δομή προς τον στόχο χρέους. Η ευέλικτη χρηματοοικονομική δομή νοείται εδώ ως η ικανότητα των επιχειρήσεων να μεταβάλλουν την σύνθεση του χρέους τους χωρίς το κόστος μεταβολής να είναι απαγορευτικό. Έτσι υποχρεώσεις βραχυχρόνιου χρέους μπορεί περισσότερο εύκολα να αναδομηθούν και να επαναδιαπραγματευθούν με τους δανειστές σε σχέση με τα ομόλογα, ή το μακροχρόνιο χρέος. Ωστόσο αυτό δεν σημαίνει ότι επιχειρήσεις με υψηλή αναλογία βραχυπρόθεσμων προς μακροπρόθεσμα δάνεια είναι απαραίτητα ευέλικτες αν δεν

είναι οικονομικά υγιείς. Αναμένουμε αυτή η μεταβλητή να έχει θετική επίδραση στην ταχύτητα προσαρμογής.

3. Ευκαιρίες Μεγέθυνσης

Οι αναπτυσσόμενες εταιρείες έχουν προφανή κίνητρα να μετασχηματίζουν την κεφαλαιακή τους δομή μέσω της άντλησης νέων εξωτερικών κεφαλαίων που προέρχονται από την έκδοση χρέους ή μετοχών, παρά το γεγονός ότι τυπικά προβλήματα ασυμμετριών πληροφόρησης αποτρέπουν τις επιχειρήσεις από την έκδοση νέων μετοχών όταν αναζητούν νέα κεφάλαια. Έτσι οι επιχειρήσεις θα τείνουν να αυξήσουν τον δανεισμό όταν οι εσωτερικές πηγές οι οποίες δεν εμπεριέχουν ασυμμετρίες πληροφόρησης – έχουν εξαντληθεί. Επιπλέον στο βαθμό που ένα σημαντικό μέρος των εξόδων της νέας χρηματοδότησης είναι σταθερά, μπορούμε να υποθέσουμε ότι όσο περισσότερες ευκαιρίες ανάπτυξης υπάρχουν τόσο μεγαλύτερη είναι η αύξηση στην ταχύτητα προσαρμογής. Ως εκ τούτου αναμένεται μια θετική σχέση μεταξύ ευκαιριών μεγέθυνσης και ταχύτητας προσαρμογής.

4. Μέγεθος

Το μέγεθος επίσης έχει μια σημαντική επίδραση στο πόσο γρήγορα οι επιχειρήσεις προσαρμόζονται στον στόχο τους. Οι μεγάλες επιχειρήσεις όταν αποκλίνουν από τον στόχο χρέους μπορεί να μετασχηματίζουν την κεφαλαιακή τους δομή στο βαθμό που ένα σημαντικό μέρος των σχετιζόμενων με αυτή την μεταβολή εξόδων είναι πάγια έξοδα . Ως εκ τούτου όσο μεγαλύτερο είναι το μέγεθος, τόσο μικρότερο είναι το κόστος μετασχηματισμού και συνεπώς τόσο υψηλότερη είναι η ταχύτητα προσαρμογής που πρέπει να αναμένεται. Επιπλέον μπορεί να υποστηριχθεί ότι οι μεγάλες επιχειρήσεις έχουν περισσότερες ευκαιρίες άντλησης κεφαλαίων στις χρηματοοικονομικές αγορές και επομένως περισσότερες δυνατότητες προσαρμογής. Ως εκ τούτου μέγεθος και ταχύτητα προσαρμογής αναμένεται να είναι θετικά συσχετισμένες.

Θα εξετάσουμε στην συνέχεια τα δυο μοντέλα που χρησιμοποιούνται για την ανάλυση της ταχύτητας προσαρμογής στον στόχο, το μοντέλο μερικής προσαρμογής και το μοντέλο σωρευτικής προσαρμογής.

2.7.2 ΜΟΝΤΕΛΟ ΜΕΡΙΚΗΣ ΠΡΟΣΑΡΜΟΓΗΣ

Επιχειρήσεις με αυξανόμενο δανεισμό δοκιμάζουν να εξισορροπήσουν σταδιακά την κεφαλαιακή τους διάθρωση προκειμένου να βρεθούν στην βέλτιστη κατάσταση ισορροπίας. Το ερώτημα είναι πόσο γρήγορα κάνουν αυτή την προσαρμογή. Η ανάλυση εστιάζει σε επιχειρήσεις που βρίσκονται μακριά από τον στόχο χρέους, επειδή επιχειρήσεις που έχουν πλησιάσει τους βέλτιστους δείκτες χρέους δεν κάνουν σημαντικές προσαρμογές στην κεφαλαιακή τους διάθρωση. Η ταχύτητα προσαρμογής είναι όπως χαρακτηριστικά αναφέρουν οι Frank & Goyal ένα αδιευθέτητο ζήτημα στην βιβλιογραφία (Frank & Goyal, 2007). Η ταχύτητα προσαρμογής μπορεί να εκτιμηθεί χρησιμοποιώντας ένα σταθερό μοντέλο μερικής προσαρμογής, όπως περιγράφεται παρακάτω:

$$L_{it} - L_{it-1} = \alpha(L_{it}^* - L_{it-1})$$

Όπου L_{it} είναι ο δείκτης χρέους της εταιρείας i το έτος t και L_{it}^* είναι ο δανειακός στόχος. Το α μετράει πόσο η αλλαγή στον δανεισμό επηρεάζεται από την απόκλιση του παρατηρούμενου δείκτη από τον στόχο. Το μοντέλο μερικής προσαρμογής μπορεί να χρησιμοποιηθεί για να ελέγξει εάν οι επιχειρήσεις έχουν μακροπρόθεσμο δανειακό στόχο και να εκτιμήσουν την ταχύτητα με την οποία το παρατηρούμενο ποσοστό δανεισμού προσαρμόζεται προς τον στόχο.

Εναλλακτικά το μοντέλο της παραπάνω εξίσωσης μπορεί να γραφτεί

$$L_{it} = (1 - \alpha)L_{it-1} + \alpha L_{it}^*$$

φανερώνοντας ότι ο παρατηρούμενος δείκτης δανεισμού την στιγμή t είναι ένας σταθμισμένος μέσος του βέλτιστου και με χρονική υστέρηση δείκτη δανεισμού με το α και $(1 - \alpha)$ σαν σταθμιστές αντίστοιχα. Δυστυχώς το ποσοστό στόχος δανεισμού είναι μη παρατηρήσιμο. Η πιο συχνή μεσολάβηση είναι η πρόβλεψη από την αρχή της περιόδου επιχειρηματικών χαρακτηριστικών της μορφής

$$L_{it}^* = \gamma + \beta X_{it-1} + (n_t + u_i + v_{it})$$

Όπου το X_{it-1} είναι ένα διάνυσμα χαρακτηριστικών της επιχείρησης το οποίο ερμηνεύει το ποσοστό δανεισμού της επιχείρησης, το n_t είναι αποτέλεσμα

χρονοσειρών, το u_i συλλαμβάνει τις ατομικές επιδράσεις στην επιχείρηση και το v_{it} είναι ο διαταρακτικός όρος. Με την παραπάνω εξειδίκευση το ποσοστό του στόχου χρέους μπορεί να διαφέρει τόσο μεταξύ επιχειρήσεων, όσο και στον χρόνο (Fama & French, 2002 ; Flannery & Rangan, 2006; και Huang & Ritter, 2005. Η συνοπτική μορφή του μοντέλου μερικής προσαρμογής είναι τότε :

$$L_{it} = (1 - \alpha)L_{it-1} + \alpha\beta X_{it-1} + \alpha\gamma + e_{it}$$

$$e_{it} = \alpha(n_t + u_i + v_{it})$$

Σε αυτό το μοντέλο το α μετρά την ταχύτητα προσαρμογής προς τον στόχο. Αν $0 < \alpha < 1$ θα φανερώσει μερική προσαρμογή, αν $\alpha = 0$ θα συνεπάγεται καμία ρύθμιση και αν $\alpha = 1$ θα υποδηλώνει πλήρη προσαρμογή.

2.7.3 ΜΟΝΤΕΛΟ ΣΩΡΕΥΤΙΚΗΣ ΠΡΟΣΑΡΜΟΓΗΣ

Το μοντέλο μερικής προσαρμογής, εκτιμά την ετήσια ταχύτητα προσαρμογής υποθέτοντας μια σταθερή ετήσια ρύθμιση. Στην πραγματικότητα, οι εταιρείες μπορεί να μην πραγματοποιούν προσαρμογές κάθε χρόνο και η ταχύτητα προσαρμογής μπορεί να διαφέρει κάθε χρόνο. Ένα μοντέλο σωρευτικής προσαρμογής μπορεί να εκτιμήσει τον βαθμό στον οποίο οι αλλαγές στον δανεισμό από το έτος αναφοράς εξηγούνται από τις αποκλίσεις του δείκτη δανεισμού το έτος αναφοράς από τον στόχο.

$$L_{it} - L_{i0} = \alpha(L_{it}^* - L_{i0})$$

Όπου L_{it} είναι ο δείκτης δανεισμού της επιχείρησης i το έτος t , L_{i0} είναι ο δείκτης δανεισμού της επιχείρησης i το έτος αναφοράς 0 και L_{it}^* είναι ο στόχος δανεισμού της επιχείρησης i , το α μετρά την σωρευτική ταχύτητα προσαρμογής από το έτος αναφοράς.

Στην συνοπτική του μορφή το μοντέλο σωρευτικής προσαρμογής είναι :

$$L_{it} = (1 - \alpha)L_{i0} + \alpha L_{it}^*$$

ή

$$L_{it} = (1 - a)L_{i0} + \alpha\beta X_{it-1} + \alpha\gamma + e_{it}$$

$$e_{it} = \alpha(n_t + u_i + v_{it})$$

Όπου το n_t είναι το αποτέλεσμα χρονολογικών σειρών, το u_i συλλαμβάνει τις ατομικές επιδράσεις στην επιχείρηση και το v_{it} είναι ο διαταρακτικός όρος.

2.8 ΠΡΟΣΔΙΟΡΙΣΤΙΚΟΙ ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ

Στο κομμάτι αυτό θα εξετάσουμε τους παράγοντες εκείνους οι οποίοι επηρεάζουν τις αποφάσεις της κεφαλαιακής διάθρωσης και οι οποίοι είναι ικανοί να εξηγήσουν τις σχέσεις και τις μεταβολές στους δείκτες δανεισμού των εταιρειών. Σύμφωνα με την εργασία των Harris & Raviv (1991) ο δανεισμός αυξάνει ανάλογα με τα πάγια περιουσιακά στοιχεία, τις μη δανειακές φορολογικές ασπίδες, τις επενδυτικές ευκαιρίες και το μέγεθος της επιχείρησης και μειώνεται με την μεταβλητότητα, τα έξοδα διαφήμισης, την πιθανότητα χρεοκοπίας, την κερδοφορία και την μοναδικότητα του προϊόντος. Οι παράγοντες που επηρεάζουν τον δανεισμό θα έπρεπε να συνδέονται με τις θεωρίες κεφαλαιακής διάθρωσης διότι υποτίθεται ότι πηγάζουν από τις υποκείμενες δυνάμεις οι οποίες οδηγούν αυτές τις θεωρίες, όπως τα κόστη οικονομικής δυσχέρειας και η ασυμμετρία πληροφόρησης. Ωστόσο το αναμενόμενο πρόσημο των σχέσεων αυτών δεν είναι πάντα σαφές και ως εκ τούτου η ταξινόμηση των παραγόντων που είναι οικονομικά σημαντικοί για την πρόβλεψη του δανεισμού είναι δύσκολο να πραγματοποιηθεί. Για λόγους συντομίας εξετάζουμε μόνο παράγοντες που συναντάμε συχνά σε εμπειρικές έρευνες κεφαλαιακής διάθρωσης. Οι περισσότεροι από αυτούς τους παράγοντες είναι μέρος αυτού που οι Frank & Goyal (2009) αποκαλούσαν «βασικό μοντέλο δανεισμού».

Κόστος πτώχευσης

Το κόστος των αναμενόμενων οικονομικών δυσκολιών που προκύπτουν σε περίπτωση υπερβολικού δανεισμού λειτουργεί αρνητικά ως προς το επίπεδο δανεισμού. Ο Warner (1977) βρήκε ότι το άμεσο κόστος της πτώχευσης προβλέπεται να είναι ασήμαντο, κυμαίνεται από 1% της αξίας της επιχείρησης επτά χρόνια πριν

την πτώχευση έως και 5% κατά το έτος της πτώχευσης. Ο Altman (1984) εκτίμησε ότι το έμμεσο κόστος πτώχευσης είναι 8,1 % τρία χρόνια πριν την πτώχευση και 10,5 % κατά το έτος πτώχευσης. Το συνολικό κόστος είναι ως εκ τούτου ουσιαστικό πριν και κατά την διάρκεια μιας χρεοκοπίας. Το αναμενόμενο κόστος πτώχευσης αυξάνει όταν η πιθανότητα πτώχευσης αυξάνει. Καθώς το αναμενόμενο κόστος πτώχευσης αυξάνει προκύπτει μια νέα ισορροπία ανάμεσα σε κόστος πτώχευσης και σε φορολογικό πλεονέκτημα του χρέους η οποία ισορροπία βρίσκεται σε χαμηλότερα επίπεδα δανεισμού. Ο Weiss (1990) ο οποίος μελέτησε 99 περιπτώσεις χρεοκοπιών επιχειρήσεων εισηγμένων στο χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης και το Αμερικανικό χρηματιστήριο βρήκε ότι το μέσο κόστος πτώχευσης είναι 20,6 % της αγοραίας αξίας των ιδίων κεφαλαίων. Η Thorburn Karin (2000) μελέτησε Σουηδικές επιχειρήσεις που υποβάλλονται σε πλειστηριασμούς και βρήκε ότι το κόστος αυτού του συστήματος είναι χαμηλότερο συγκρινόμενο με την διαδικασία αναδιοργάνωσης του Αμερικανικού κεφαλαίου 11. Βρήκε ότι το άμεσο μέσο κόστος είναι 6,4% της λογιστικής αξίας των περιουσιακών στοιχείων σε όλο το δείγμα των επιχειρήσεων που υποβάλλονται σε πλειστηριασμό λόγω πτώχευσης. Η Thorburn ανέφερε άμεσο κόστος 3,7 % για τις μεγαλύτερες επιχειρήσεις στο δείγμα της. Οι επιχειρήσεις στο δείγμα της είναι πολύ μικρότερες σε σχέση με τις επιχειρήσεις που υποβάλλονται στο κεφάλαιο 11. Το έμμεσο κόστος πτώχευσης είναι στενά συνδεδεμένο με το ποσοστό επανάκτησης του χρέους. Χαμηλά ποσοστά επανάκτησης ειδικά για τα μη εξασφαλισμένα δάνεια συνεπάγονται υψηλή αβεβαιότητα για τους δανειστές όταν οι δανειζόμενοι αντιμετωπίζουν οικονομικές δυσκολίες. Η Thorburn βρήκε ότι οι κάτοχοι διασφαλισμένων δανείων λαμβάνουν κατά μέσο όρο 69 % των απαιτήσεων τους όταν οι κατώτεροι στην εξασφάλιση πιστωτές λαμβάνουν κατά μέσο όρο 2 % . Αυτός ο βαθμός επανάκτησης είναι ακόμα χαμηλότερος για εταιρείες με μεγαλύτερο ποσοστό των άυλων περιουσιακών στοιχείων και κατά τα χρόνια που υπάρχει γενική οικονομική ύφεση. Οι Andrade & Kaplan (1998) εκτίμησαν το κόστος της οικονομικής δυσχέρειας στο 10% με 20% της αξίας της εταιρείας. Το κόστος πτώχευσης μπορεί να επηρεάζεται από τα κέρδη. Αυξημένα κέρδη θα μειώσουν το κόστος πτώχευσης και θα αυξήσουν τον δείκτη δανειακής επιβάρυνσης. Αντ' αυτού οι μελέτες συνήθως βρίσκουν μια αρνητική σχέση ανάμεσα σε δανεισμό και κερδοφορία κάτι το οποίο δεν υποστηρίζει την υπόθεση του κόστους πτώχευσης .

Μια επιχείρηση με υψηλότερη μεταβλητότητα των ταμειακών ροών είναι αναμενόμενο να έχει υψηλότερο προσδοκώμενο κόστος πτώχευσης. Οι Bradley, Jarrell & Kim (1984) βρήκαν ότι ο δανεισμός μειώνεται με τη μεταβλητότητα της απόδοσης. Δείχνουν ότι η μεταβλητότητα των κερδών της εταιρείας είναι ένας σημαντικός προσδιοριστικός παράγοντας του δείκτη δανεισμού της εταιρείας. Ο Kisgen (2006) βρήκε ότι οι επιχειρήσεις λαμβάνουν δράσεις για να βελτιώσουν τον βαθμό πιστοληπτικής τους ικανότητας όταν τα θεμελιώδη στοιχεία των εταιρειών είναι στο όριο να προκαλέσουν μια μεταβολή στην αξιοπιστία τους. Η πιστοληπτική ικανότητα αντιπροσωπεύει την πιθανότητα χρεοκοπίας και είναι συνδεδεμένη με το κόστος χρέους. Τα ευρήματα του Kisgen επομένως υποστηρίζουν την συνάφεια του αναμενόμενου κόστους πτώχευσης για την κεφαλαιακή δομή.

Ευκαιρίες ανάπτυξης

Σύμφωνα με την θεωρία του υπερβολικού χρέους του Myers (1977) το χρέος μπορεί να κάνει τις επιχειρήσεις να παραιτηθούν από επενδύσεις θετικής καθαρής παρούσας αξίας αν πρέπει να μοιραστούν μελλοντικά έσοδα με τους πιστωτές τους. Οι αναπτυσσόμενες επιχειρήσεις θα πρέπει ως εκ τούτου να χρηματοδοτούνται περισσότερο με ίδια κεφάλαια. Ο Kamath (1997) βρήκε ότι 82% των διευθυντών επιχειρήσεων του χρηματιστηρίου της Νέας Υόρκης θα εγκατέλειπαν τον στόχο του δείκτη δανειακής επιβάρυνσης για να επιδιώξουν ευκαιρίες ανάπτυξης. Οι Long & Malitz (1985) βρήκαν ότι τα άυλα περιουσιακά στοιχεία και οι μη παρατηρούμενες ευκαιρίες ανάπτυξης τείνουν να μειώσουν την αποτελεσματικότητα των συμβολαίων χρέους. Οι ιδιοκτήτες εταιρειών με υψηλό ποσοστό άυλων επενδύσεων πρέπει τότε να ελέγξουν το κόστος αντιπροσώπευσης μέσω του περιορισμού του επικίνδυνου χρέους. Σύμφωνα με τους Barclay & Smith (1995) οι επιχειρήσεις οι οποίες έχουν λίγες επιλογές ανάπτυξης και οι οποίες είναι μεγάλες ή υπόκεινται σε εποπτεία έχουν περισσότερο μακροπρόθεσμο δανεισμό στην κεφαλαιακή τους δομή. Ελαττώνοντας την πραγματική διάρκεια του χρέους των επιχειρήσεων μειώνουν το πρόβλημα κινήτρων που περιγράφηκε από τον Myers (1977). Οι διευθυντές εποπτευόμενων επιχειρήσεων έχουν περισσότερους περιορισμούς σε αποφάσεις μελλοντικών επενδύσεων από τους διευθυντές μη εποπτευόμενων επιχειρήσεων. Αυτή η μείωση στην διοικητική ευχέρεια μειώνει τις επιπτώσεις των δυσμενών κινήτρων του

μακροπρόθεσμοι χρέους. Οι Barclay & Smith συμπέραναν ότι ο πιο σημαντικός καθοριστικός παράγοντας της κεφαλαιακής διάθρωσης μιας επιχείρησης και της μερισματικής απόδοσης είναι οι επενδυτικές της ευκαιρίες. Τα ευρήματα των Kim & Sorensen (1986) υποστηρίζουν την θεωρία ανάπτυξης του Myers (1977) καθώς υψηλής ανάπτυξης εταιρείες βρέθηκε ότι χρησιμοποιούν λιγότερο χρέος. Στην ίδια κατεύθυνση με την θεωρία του Tobin ο δείκτης αγοραίας προς λογιστική αξία μπορεί να ερμηνευθεί ως οι επενδυτικές ευκαιρίες ή οι ευκαιρίες ανάπτυξης της εταιρείας αλλά μπορεί επίσης να ερμηνευτεί ως αποτέλεσμα επιλογής του κατάλληλου χρόνου της αγοράς για την έκδοση μετοχών (Baker & Wurgler 2002). Ο MacKay (1999) εξέτασε την πραγματική ευκαμψία και την οικονομική δομή, δηλαδή εξέτασε εάν η πραγματική ευκαμψία αυξάνει την δανειοληπτική ικανότητα μειώνοντας τον κίνδυνο χρεοκοπίας ή μειώνει την δανειοληπτική ικανότητα αφήνοντας τους μετόχους να σηκώσουν το βάρος. Μετρά την πραγματική ευκαμψία ως την ευαισθησία της οριακής παραγωγής και επενδυτικών αποφάσεων σε παραλλαγές στην οικονομία γύρω από την επιχείρηση. Τα ευρήματα του δείχνουν ότι δανεισμός και ωριμότητα χρέους είναι αντίθετα σχετιζόμενα με την πραγματική ευκαμψία.

Παγιοποίηση των περιουσιακών στοιχείων

Η παγιοποίηση των περιουσιακών στοιχείων μπορεί να ερμηνευτεί ως μέτρο του επιπέδου των εξασφαλίσεων που μια επιχείρηση προσφέρει στους πιστωτές της. Ένας υψηλός δείκτης παγίων προς συνολικά περιουσιακά στοιχεία παρέχει στους δανειστές υψηλό επίπεδο ασφάλειας, καθόσον μπορούν να ρευστοποιήσουν περιουσιακά στοιχεία σε περίπτωση πτώχευσης. Σε αντίθεση ένας χαμηλός δείκτης παγίων προς συνολικά περιουσιακά στοιχεία παρέχει ελάχιστες εξασφαλίσεις στους δανειστές σε περίπτωση χρεοκοπίας. Ενώ η παγιοποίηση κάνει το χρέος λιγότερο επικίνδυνο η επίδρασή της στην κεφαλαιακή διάθρωση της εταιρείας δεν είναι σαφής. Οι Galai & Masulis (1976) και Jensen & Meckling (1976) υποστήριξαν ότι οι μέτοχοι των δανειζόμενων επιχειρήσεων είναι επιρρεπείς στην υπερεπένδυση κάτι το οποίο οδηγεί στην κλασική σύγκρουση μετόχων - ομολογιούχων. Ωστόσο αν το χρέος μπορεί να εξασφαλίζεται από τα υπάρχοντα περιουσιακά στοιχεία οι πιστωτές έχουν μια βελτιωμένη εγγύηση της αποπληρωμής του και ο βαθμός επανάκτησης θα

είναι σαφώς υψηλότερος. Ως εκ τούτου στην θεωρία της αντιστάθμισης το χαμηλότερο αναμενόμενο κόστος των οικονομικών δυσκολιών και τα λιγότερο σχετιζόμενα με το χρέος προβλήματα αντιπροσώπευσης προβλέπουν μια θετική σχέση ανάμεσα στην αναλογία των ενσώματων ακινητοποιήσεων και τον δανεισμό. Σε αντίθεση οι Grossman & Hart (1982) υποστηρίζουν ότι το κόστος αντιπροσώπευσης σε περιπτώσεις διευθυντικών στελεχών που καταναλώνουν περισσότερο από το βέλτιστο επίπεδο πρόσθετων αμοιβών είναι υψηλότερο για επιχειρήσεις με χαμηλότερα επίπεδα περιουσιακών στοιχείων τα οποία μπορούν να χρησιμοποιηθούν σαν εξασφαλίσεις. Διευθυντικά στελέχη επιχειρήσεων με υψηλό δανεισμό έχουν λιγότερες δυνατότητες να καταναλώνουν υπερβολικές πρόσθετες παροχές επειδή οι δανειστές παρακολουθούν στενότερα τις επιχειρήσεις αυτές. Επιπλέον η πληροφορία χαμηλής ασυμμετρίας σχετιζόμενη με τα πάγια περιουσιακά στοιχεία κάνει την έκδοση μετοχών λιγότερο ακριβή (Harris & Raviv 1991). Το κόστος παρακολούθησης είναι γενικά υψηλότερο για επιχειρήσεις με λιγότερα εξασφαλισμένα περιουσιακά στοιχεία και ως εκ τούτου οι επιχειρήσεις αυτές μπορεί οικειοθελώς να επιλέξουν υψηλότερα επίπεδα χρέους ώστε να περιορίσουν τις υπερβολικές σπατάλες. Αυτή η αντίληψη συνεπάγεται μια αρνητική σχέση ανάμεσα στην παγιοποίηση των περιουσιακών στοιχείων και τον δανεισμό σύμφωνα με την θεωρία της ιεράρχησης. Η παγιοποίηση των περιουσιακών στοιχείων μπορεί να μετρηθεί χρησιμοποιώντας μια ποικιλία μεταβλητών όπως ο δείκτης καθαρής περιουσίας, ο δείκτης παραγωγικά μέσα και εξοπλισμός προς συνολική περιουσία, ο δείκτης των εξόδων έρευνας και ανάπτυξης προς πωλήσεις και τέλος ο δείκτης εξόδων πωλήσεων γενικών και διοικητικών προς πωλήσεις.

Κερδοφορία

Σύμφωνα με τη θεωρία της αντιστάθμισης, κόστος χρεοκοπίας, φόροι και κόστος αντιπροσώπευσης, ωθούν τις περισσότερες κερδοφόρες επιχειρήσεις σε υψηλότερο δανεισμό. Πρώτα, τα αναμενόμενα κόστη χρεοκοπίας μειώνονται όταν η κερδοφορία αυξάνεται. Δεύτερον η έκπτωση των τόκων για φορολογικούς σκοπούς παρακινεί τις περισσότερες κερδοφόρες επιχειρήσεις να χρηματοδοτηθούν με χρέος και τέλος ο υψηλότερος δανεισμός όπως περιγράφεται στο μοντέλο αντιπροσώπευσης των Jensen & Meckling (1976) , Easterbrook (1984) και Jensen

(1986), βοηθάει στον έλεγχο του κόστους αντιπροσώπευσης αναγκάζοντας τους διευθυντές να πληρώνουν περισσότερα από τα υπερβάλλοντα αποθέματα μετρητών των επιχειρήσεων για την εξυπηρέτηση του χρέους. Η δέσμευση να χρησιμοποιήσει ένα μεγαλύτερο κλάσμα των κερδών προ φόρων για πληρωμές χρέους υποδηλώνει μια θετική σχέση ανάμεσα στον δανεισμό και στην κερδοφορία. Η θεωρία αυτή είναι επίσης συνεπής με τα μοντέλα σηματοδότησης και κεφαλαιακής δομής όπου οι διευθυντές μπορούν να χρησιμοποιήσουν υψηλά επίπεδα χρέους για να σηματοδοτήσουν ένα αισιόδοξο μέλλον για την εταιρεία (Ross 1977). Σε έντονη αντίθεση στα μοντέλα της θεωρίας της ιεράρχησης οι επιχειρήσεις προτιμούν να αντλούν κεφάλαια αρχικά από τα παρακρατηθέντα κέρδη κατόπιν από τις εκδόσεις χρέους και τέλος από την έκδοση νέων μετοχών. Αυτή η ιεράρχηση των επιλογών χρηματοδότησης σχετίζεται με την παρουσία ασυμμετριών πληροφόρησης κατά την έκδοση νέων μετοχών. Σ' αυτήν την περίπτωση το χρέος μεγαλώνει όταν η επένδυση υπερβαίνει τα αδιανέμητα κέρδη. Επομένως μια αρνητική σχέση ανάμεσα σε δανεισμό και κερδοφορία είναι υποστηρικτική της θεωρίας της ιεράρχησης. Τα δύο μέτρα που χρησιμοποιούνται συχνότερα στην βιβλιογραφία για την κερδοφορία είναι η απόδοση των περιουσιακών στοιχείων και το μικτό περιθώριο κέρδους. Η απόδοση των περιουσιακών στοιχείων υπολογίζεται ως ο δείκτης των λειτουργικών εσόδων προς αποσβέσεις παγίων περιουσιακών στοιχείων και το μικτό περιθώριο κέρδους ορίζεται ως ο δείκτης των λειτουργικών εσόδων προς πωλήσεις.

Επίδραση του κλάδου

Οι επιδράσεις του κλάδου είναι σημαντικός παράγοντας για τις αποφάσεις κεφαλαιακής διάθρωσης είτε επειδή οι διευθυντές χρησιμοποιούν τον μέσο όρο δανεισμού του κλάδου σαν σημείο αναφοράς για τον δανεισμό της δικιάς τους επιχείρησης, είτε επειδή οι επιδράσεις του κλάδου αντανακλούν μια σειρά από σχετιζόμενους παράγοντες. Για παράδειγμα οι Harris & Ravin (1991) δείχνουν ότι μια κλαδική ταξινόμηση της επιχείρησης είναι σημαντικός καθοριστικός παράγοντας δανεισμού και αναφέρουν ότι «Οι επιχειρήσεις φαρμάκων, εργαλείων, ηλεκτρονικών και τροφίμων έχουν σταθερά χαμηλό δανεισμό, ενώ οι επιχειρήσεις χαρτικών, προϊόντων κλωστοϋφαντουργίας, χάλυβα, αεροπορικές εταιρείες και τσιμέντων έχουν σταθερά υψηλό δανεισμό. Ο έλεγχος είναι ένας άλλος παράγοντας

ο οποίος επιδρά στις αποφάσεις κεφαλαιακής διάθρωσης. Ελεγχόμενες εταιρείες τείνουν να έχουν περισσότερο σταθερές ταμειακές ροές και χαμηλότερα αναμενόμενα κόστη οικονομικών δυσχερειών. Ενώ αυτή η θεωρία δικαιολογεί τον υψηλότερο δανεισμό για επιχειρήσεις σε ελεγχόμενους κλάδους η θεωρία της αντιστάθμισης προσφέρει διφορούμενες προβλέψεις. Στην πράξη οι διευθυντές έχουν λιγότερη διακριτική ευχέρεια στις ελεγχόμενες επιχειρήσεις μειώνοντας τα προβλήματα του κόστους αντιπροσώπευσης και την ανάγκη χρέους σαν όργανο πειθαρχίας.

Μεταβλητότητα

Επιχειρήσεις με μεταβαλλόμενες ταμειακές ροές αντιμετωπίζουν υψηλότερα κόστη οικονομικών δυσκολιών και το κόστος αντιπροσώπευσης είναι επίσης περισσότερο έντονο και με αυξανόμενη αστάθεια. Επιπλέον περισσότερο ευμετάβλητες ταμειακές ροές μειώνουν την κερδοφορία την οποία η φορολογική ασπίδα θα πρέπει να αξιοποιεί πλήρως. Ως εκ τούτου η θεωρία της αντιστάθμισης συνεπάγεται μια αρνητική σχέση ανάμεσα στον δανεισμό και στην μεταβλητότητα των ταμειακών ροών.

Η θεωρία της ιεράρχησης καταλήγει στα ίδια συμπεράσματα. Σύμφωνα με τους De Angelo & Masulis (1980) οι επενδυτές έχουν μικρή ικανότητα για ακριβή πρόβλεψη μελλοντικών κερδών βασισμένοι στην δημόσια διαθέσιμη πληροφορία για τις επιχειρήσεις με υψηλή μεταβλητότητα κερδών. Η αγορά θα κρίνει αυτές τις επιχειρήσεις ως μη ικανοποιητικής ποιότητας και θα απαιτήσει επιπλέον απόδοση για να τους παρέχει δανεισμό. Επιπλέον στην προσπάθεια να μειώσουν την αναγκαιότητα έκδοσης νέων μετοχών και να είναι σε θέση να πραγματοποιήσουν κερδοφόρες επενδύσεις όταν οι ταμειακές ροές είναι χαμηλές, επιχειρήσεις με λιγότερο μεταβλητές ταμειακές ροές διατηρούν χαμηλό δανεισμό. Επομένως το μοντέλο της ιεράρχησης προβλέπει μια αρνητική σχέση ανάμεσα στον δανεισμό και την μεταβλητότητα των ταμειακών ροών.

Αξιολόγηση χρέους

Οι Faulkender & Petersen (2006) και Lemmon & Zender (2010) αναφέρουν ότι οι επιχειρήσεις εκδίδουν λιγότερο χρέος και χρηματοδοτούνται με έκδοση

μετοχών όταν η πρόσβαση στις αγορές χρέους είναι περιορισμένη . Από την μια μεριά βέβαια κάποιος θα περίμενε ότι επιχειρήσεις με αξιόπιστη πιστοληπτική ικανότητα θα έχουν υψηλότερη πρόσβαση στις αγορές χρέους απ' ότι επιχειρήσεις χωρίς τέτοια αξιολόγηση και ως εκ τούτου αυτές οι επιχειρήσεις θα παρουσιάζουν υψηλότερο δανεισμό. Από την άλλη μεριά έχοντας μια τέτοια πιστοληπτική ικανότητα συνεπάγεται για μια επιχείρηση χαμηλότερο βαθμό ασύμμετρης πληροφόρησης. Επομένως η θεωρία της ιεράρχησης προβλέπει ότι επιχειρήσεις με καλή πιστοληπτική ικανότητα θα χρησιμοποιήσουν λιγότερο χρέος και περισσότερα ίδια κεφάλαια. Σαν υποστήριξη της γενικής θεωρίας ότι οι αξιολογήσεις πιστοληπτικής ικανότητας επηρεάζουν τις χρηματοοικονομικές αποφάσεις ο Kisgen (2009) τεκμηρίωσε ότι επιχειρήσεις εκδίδουν σημαντικά λιγότερο χρέος όταν βρίσκονται κοντά σε αξιολόγηση της χρηματοπιστωτικής τους ικανότητας.

Συνθήκες αγοράς χρέους

Ο Taggart (1985) υποστηρίζει ότι υψηλός αναμενόμενος πληθωρισμός αυξάνει την πραγματική αξία των εκπτώσεων φόρου. Ως εκ τούτου υψηλός αναμενόμενος πληθωρισμός θα έπρεπε σύμφωνα με την θεωρία της ιεράρχησης να οδηγεί σε υψηλότερο δανεισμό. Η θετική σχέση μεταξύ αναμενόμενου πληθωρισμού και δανεισμού μπορεί επίσης να είναι αποτέλεσμα της προσπάθειας για πρόβλεψη της κατεύθυνση κίνηση της αγοράς χρέους : Οι διευθυντές προσπαθούν να εκδώσουν χρέος όταν ο αναμενόμενος πληθωρισμός σχετίζεται σε μεγάλο βαθμό με το τρέχον επιτόκιο. Υποστηρίζοντας αυτή την θεωρία του χρονισμού της αγοράς χρέους οι Barry, Mann Mihon και Rodriguez (2008) παρέχουν αποδείξεις ότι οι επιχειρήσεις εκδίδουν περισσότερο χρέος όταν το τρέχον επίπεδο των επιτοκίων είναι χαμηλό σε σχέση με τα ιστορικά επίπεδα. Οι Henderson, Jegadeesh και Weisbach (2006) επίσης τεκμηρίωσαν ότι οι επιχειρήσεις εκδίδουν περισσότερο μακροπρόθεσμο χρέος όταν τα επιτόκια είναι χαμηλότερα και προγραμματίζουν τις εκδόσεις μακροπρόθεσμου χρέους πριν από την μελλοντική αύξηση των επιτοκίων. Επιπλέον οι επιχειρήσεις εκδίδουν χρέος στο εξωτερικό όταν τα επιτόκια στη χώρα έκδοσης είναι χαμηλότερα από αυτά στην πατρίδα τους.

Φορολογικοί λόγοι

Οι επιχειρήσεις θα εκμεταλλευτούν την έκπτωση φόρου των τόκων για να μειώσουν τις πληρωμές των φόρων και ως εκ τούτου η θεωρία της αντιστάθμισης προβλέπει ότι οι επιχειρήσεις τείνουν να εκδίδουν περισσότερο χρέος όταν οι φορολογικοί συντελεστές είναι υψηλότεροι. Ωστόσο επιχειρήσεις με άλλες φορολογικές ασπίδες όπως καθαρές λειτουργικές ζημίες μεταφερόμενες στην επόμενη χρήση, έξοδα αποσβέσεων, φορολογικές απαλλαγές λόγω επενδύσεων έχουν λιγότερη ανάγκη να εκμεταλλευτούν την φορολογική ασπίδα χρέους. Ο Ross (1985) υποστηρίζει ότι αν τέτοιες επιχειρήσεις εκδίδουν υπερβολικό χρέος μπορεί να καταστούν «εξαντλημένες φορολογικά» με την έννοια ότι είναι ανίκανες να χρησιμοποιήσουν όλες τις πιθανές φορολογικές ασπίδες. Το χρέος τότε παραγκωνίζεται και το κίνητρο να χρησιμοποιήσει χρηματοδότηση χρέους ελαττώνεται καθώς οι φορολογικές εκτός χρέους ασπίδες αυξάνονται.

Επομένως στο πλαίσιο της θεωρίας της αντιστάθμισης κάποιος θα περίμενε μια αρνητική σχέση ανάμεσα στον δανεισμό και στις μη δανειακές φορολογικές ασπίδες. Σε αντίθεση ο Scott (1977) και ο Moore (1986) υποστηρίζουν ότι οι επιχειρήσεις με σημαντικές φορολογικές ασπίδες μη οφειλής θα έπρεπε επίσης να έχουν αξιοσημείωτα περιουσιακά στοιχεία εξασφάλισης τα οποία μπορούν να χρησιμοποιηθούν για να ασφαλίσουν το χρέος. Το ασφαλισμένο χρέος είναι λιγότερο επικίνδυνο παρά το χρέος χωρίς εξασφάλιση και ως εκ τούτου κάποιος θα μπορούσε να υποθέσει μια θετική σχέση ανάμεσα σε δανεισμό και φορολογικές ασπίδες μη οφειλής. Η επίδραση των φόρων στον δανεισμό μπορεί να μετρηθεί χρησιμοποιώντας διαφορετικές μεταβλητές. Παραδείγματα είναι οι κορυφαίοι φορολογικοί συντελεστές, ο δείκτης της καθαρής ζημίας εκμετάλλευσης μεταφερόμενη σε περιουσιακά στοιχεία, ο δείκτης των εξόδων απόσβεσης και ο δείκτης των φορολογικών εκπτώσεων λόγω επενδύσεων.

Μακροοικονομική κατάσταση

Οι Gertler & Gilchrist (1993) τεκμηρίωσαν ότι οι συνολικές καθαρές εκδόσεις χρέους των μεγάλων εταιρειών αυξάνουν μετά την ύφεση που προκαλείται από νομισματική συστολή. Η πιθανότητα της χρεοκοπίας μειώνεται, το φορολογικό εισόδημα αυξάνει και η αξία των εγγυήσεων επίσης αυξάνει κατά την διάρκεια των

επεκτάσεων όλα κάνοντας το χρέος της επιχείρησης λιγότερο επικίνδυνο και τον δανεισμό προκυκλικό. Αντίθετα οι Frank & Goyal (2009) υποστηρίζουν ότι τα προβλήματα αντιπροσώπευσης είναι περισσότερο έντονα κατά τη διάρκεια της ύφεσης. Γι αυτό εάν το χρέος πειθαρχεί τους διευθυντές ο δανεισμός πρέπει να είναι κυκλικά μετρούμενος. Η θεωρία της ιεράρχησης επίσης προβλέπει μια αρνητική σχέση ανάμεσα σε δανεισμό και σε οικονομική ανάπτυξη. Τα εσωτερικά κεφάλαια αυξάνουν κατά την διάρκεια οικονομικής άνθησης κάνοντας τις επιχειρήσεις λιγότερο εξαρτώμενες από το εξωτερικό χρέος. Σύμφωνα με την θεωρία του χρονικά μεταβαλλόμενου κόστους δυσμενούς επιλογής οι όμιλοι επιχειρήσεων εκδίδουν μετοχές όταν οι οικονομικές προοπτικές είναι καλές καθώς μετρούνται από τις μεταβλητές των κυκλικών οικονομικών διακυμάνσεων τέτοιες όπως η διαφορά μεταξύ μακροπρόθεσμων και βραχυπρόθεσμων επιτοκίων και του επιτοκίου πτώχευσης και η ασυμμετρία πληροφόρησης είναι προσωρινά χαμηλή (Choe, Masulis, & Nanda 1993, Korajczyk & Levy 2003). Αναλόγως ο δανεισμός θα έπρεπε ξανά να είναι αντικυκλικός (ποσοτικά οικονομικά μεγέθη που τείνουν να αυξάνουν όταν η οικονομία επιβραδύνεται). Στην δυναμική θεωρία της αντιστάθμισης οι επιχειρήσεις ρυθμίζουν τον δείκτη χρέους τους προς τον στόχο δείκτη χρέους αν οικονομικές κρίσεις έχουν οδηγήσει σε απόκλιση από το βέλτιστο. Η ταχύτητα προσαρμογής επίσης εξαρτάται από τις μακροοικονομικές συνθήκες. Οι Hackbart, Miao & Movellec (2006) παρείχαν μια επισκόπηση των θεωρητικών εργασιών σ' αυτό το θέμα. Οι Drobetz & Wanzenried (2006) και Cook & Tang (2010) τεκμηρίωσαν ότι η ταχύτητα προσαρμογής είναι υψηλότερη όταν οι οικονομικές προοπτικές είναι καλές.

Συνθήκες χρηματιστηριακής αγοράς

Ο Welch (2004) τεκμηρίωσε ότι οι επιχειρήσεις δεν εξισορροπούν τις αλλαγές που προκαλούνται στην αγοραία αξία των μετοχών από τις αλλαγές που προκαλούνται από τις αποδόσεις των μετοχών. Προτείνει ότι οι αποδόσεις είναι ο κύριος προσδιοριστικός παράγοντας των αλλαγών της κεφαλαιακής δομής. Στην πραγματικότητα οι αποδόσεις των μετοχών δείχνουν ακόμα περισσότερο σημαντικές απ' ότι όλοι οι άλλοι παράγοντες, τουλάχιστον βραχυπρόθεσμα. Η θεωρία της κατάλληλης χρονικής στιγμής της αγοράς προβλέπει ότι οι διευθυντές δεν

ανταποκρίνονται παθητικά για να αντισταθμίσουν τα αποτελέσματα από την αποτίμηση καθοδηγούμενοι από την αγορά αλλά αντί αυτού επιδιώκουν μια ενεργή οικονομική στρατηγική και αξιοποιούν τις ευκαιρίες εκδίδοντας μετοχές μετά από άνοδο των τιμών των μετοχών (Bessler, Drobetz και Pensa 2008). Στενά συνδεδεμένη είναι η παρατήρηση ότι οι επιχειρήσεις προχωρούν σε αγορά μετοχών προσβλέποντας σε υψηλότερη θετική μακροπρόθεσμη απόδοση αν η αγορά αυτή ενεργοποιείται από μια σοβαρή πτώση των τιμών των μετοχών (Peyer & Vermaelen 2008). Μια αρνητική σχέση ανάμεσα στις τιμές των μετοχών και στον δανεισμό είναι επίσης συνεπής με την μεταβαλλόμενη χρονικά υπόθεση του κόστους ασύμμετρης πληροφόρησης. Αν ο βαθμός της ασύμμετρης πληροφόρησης είναι χρονικά μεταβαλλόμενος το μέγεθος του προκύπτοντος δυσμενούς κόστους επιλογής είναι σε κάποιο βαθμό κάτω από τον έλεγχο της εταιρείας και ως εκ τούτου η επιχείρηση θα εκδώσει μετοχές όταν αναμένει σχετικά χαμηλή ασύμμετρη πληροφόρηση και χαμηλά κόστη δυσμενούς επιλογής. Πιθανώς μια άνοδος των τιμών θα σχετίζεται με την μείωση της ασύμμετρης πληροφόρησης δεδομένου ότι η σταδιακή επίλυση της ασύμμετρης πληροφόρησης μπορεί να προκαλέσει την άνοδο αυτή (Lucas & MacDonald 1990). Μια άλλη σχετική πρόβλεψη είναι ότι οι επιχειρήσεις τείνουν να ανακοινώνουν εκδόσεις μετοχών μετά τα δελτία πληροφοριών ακόμα και αν συνεπάγεται δαπανηρές καθυστερήσεις των εκδόσεων (Dierkens 1991, Korajczyk, Lucas και McDonald 1991,1992. Τόσο η θεωρία χρονισμού της αγοράς όσο και η χρονικά μεταβαλλόμενη υπόθεση του κόστους της αντίθετης επιλογής προβλέπουν ότι οι επιχειρήσεις θα εκδώσουν μετοχές μετά την άνοδο των τιμών μειώνοντας τον δανεισμό της αγοράς ακόμα περισσότερο. Ενώ οι επιχειρήσεις εκμεταλλεύονται την κακή εκτίμηση σύμφωνα με την θεωρία του χρονισμού της αγοράς (Baker & Wurgler 2002) επωφελούνται από την προσωρινή χαμηλή ασυμμετρία στην δυναμική έκδοση της θεωρίας της ιεράρχησης (Autore & Kovacs 2010, Bessler, Drobetz & Gruninger 2010). Σε αντίθεση η θεωρία της αντιστάθμισης προβλέπει ότι χαμηλός αγοραίος δείκτης δανεισμού θα ενθάρρυνε τους διευθυντές να εκδώσουν χρέος στην προσπάθεια να εξισορροπήσουν την κεφαλαιακή δομή της εταιρείας τους η οποία οδηγεί σε αύξηση του δείκτη δανεισμού ακολουθούμενη από υψηλές αποδόσεις μετοχών

3.1 ΙΔΙΟΚΤΗΣΙΑΚΗ ΔΟΜΗ ΚΑΙ ΕΤΑΙΡΙΚΗ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗ

3.1.1 Συγκέντρωση ιδιοκτησίας και συστήματα εταιρικής διακυβέρνησης

Η ιδιοκτησιακή δομή αποτελεί ένα κομβικό σημείο για τους οικονομολόγους από την αρχή κιόλας της βιομηχανικής επανάστασης. Οι Berle & Means (1932) ήταν οι πρώτοι που δημιούργησαν ένα πλαίσιο για την μελέτη του διαχωρισμού μεταξύ ιδιοκτησίας και ελέγχου και του τρόπου που η ιδιοκτησιακή δομή επηρεάζει την διαδικασία λήψης αποφάσεων και ως εκ τούτου την εταιρική διακυβέρνηση.

Είναι γενικά παραδεκτό ότι υπάρχουν διακριτές διαφορές στα συστήματα εταιρικής διακυβέρνησης μεταξύ των χωρών. Οι Weimer & Pape (1999) κατέταξαν τις χώρες σε διαφορετικά συστήματα (Αγγλοσαξονικό, Γερμανικό, Λατινικό και Ιαπωνικό). Οι βασικές διαφορές τους είναι στον προσανατολισμό, στην συγκέντρωση ιδιοκτησίας και τον χρονικό ορίζοντα των οικονομικών σχέσεων (Shleifer & Vishny, 1997). Ακόμα και η έννοια των οικογενειακών επιχειρήσεων είναι διαφορετική ανάμεσα σ' αυτές τις ομάδες χωρών. Οι Ali, Chen & Radhakrishnan (2007) αναφέρουν ότι στις οικογενειακές επιχειρήσεις του δείκτη S&P 500 επιχειρήσεων οι ιδιοκτήτες κατέχουν κατά μέσο όρο το 11% των επιχειρήσεών τους όταν στην ηπειρωτική Ευρώπη το ποσοστό ιδιοκτησίας είναι περισσότερο από 35%. Οι Franks et al. (2008) αναφέρουν ότι η συγκέντρωση ιδιοκτησίας στο Ηνωμένο Βασίλειο είναι 18 % όταν στην Γερμανία το ποσοστό είναι 43 % και στην Ιταλία 68%.

Η διασπορά της ιδιοκτησίας στις Αγγλοσαξονικές χώρες προσδιορίζει το πρόβλημα της εταιρικής διακυβέρνησης στις χώρες αυτές.

Οι Shleifer & Vishny (1997) ορίζουν την εταιρική διακυβέρνηση σαν τον μηχανισμό με τον οποίο οι πάροχοι του κεφαλαίου διασφαλίζουν την επιστροφή του κεφαλαίου τους και τα κέρδη. Η ανάγκη αυτού του μηχανισμού βασίζεται στην περιορισμένη ισχύ και δυνατότητες ελέγχου των διεσπαρμένων μετόχων. Η ευθυγράμμιση των συμφερόντων μεταξύ μετόχων και διαχειριστών είναι απαραίτητη. Η παρακίνηση μέσω σχεδίων κινήτρων καθώς και μηχανισμοί παρακολούθησης και ελέγχου, υιοθετούνται για να επιτευχθεί αυτή η ευθυγράμμιση. Ιστορικά η προστασία των συμφερόντων των μικρομετόχων είναι μεγαλύτερη στο αγγλοσαξονικό σύστημα. Νομικές ρυθμίσεις και μηχανισμοί της αγοράς εξασφαλίζουν το υψηλότερο επίπεδο προστασίας των δικαιωμάτων της μειοψηφίας.

Στην ηπειρωτική Ευρώπη από την άλλη μεριά, το πρόβλημα της εταιρικής διακυβέρνησης είναι διαφορετικό. Η προστασία των δικαιωμάτων των μετόχων της μειοψηφίας είναι το κύριο πρόβλημα, ενώ το πρόβλημα της αντιπροσώπευσης έρχεται σε δεύτερη μοίρα. Οι μεγαλομέτοχοι έχουν κίνητρα να συμμετέχουν στον έλεγχο και την παρακολούθηση όπως και στην διοίκηση της εταιρείας. Ελέγχουν την ετήσια γενική συνέλευση και το διοικητικό συμβούλιο. Οι μέτοχοι της μειοψηφίας είναι ως εκ τούτου ευάλωτοι σε απαλλοτρίωση τους από τον μεγαλομέτοχο. Η απαλλοτρίωση μπορεί να πάρει την μορφή της ανακατανομής των κερδών, της κατάχρησης περιουσιακών στοιχείων, του καθορισμού τιμών μεταβίβασης, της πώλησης κάτω από τις αγοραίες τιμές τμημάτων ή κομματιών της εταιρείας σε άλλες εταιρείες τις οποίες ο μεγαλομέτοχος κατέχει, η εξαγοράς άλλων εταιρειών στις οποίες ο μεγαλομέτοχος έχει την πλειοψηφία (La Porta et al, 2000). Όπως και οι ίδιοι οι συγγραφείς χαρακτηριστικά αναφέρουν αυτή η μορφή απαλλοτρίωσης “αν και συχνά νόμιμη, έχει το ίδιο αποτέλεσμα με την κλοπή”.

Οι διαφορές των μεγαλομετόχων-μικρομετόχων σε σχέση με την εταιρική διακυβέρνηση είναι πολυάριθμες : α) οι μεγαλομέτοχοι έχουν μεγαλύτερο κίνδυνο έχοντας επενδύσει μεγαλύτερο ποσό κεφαλαίου, β) ο χρονικός ορίζοντας είναι διαφορετικός, (οι μεγαλομέτοχοι έχουν de facto μακροπρόθεσμο επενδυτικό ορίζοντα σε σχέση με τους μικρομετόχους). Ειδικά σε μια ρευστή χρηματιστηριακή αγορά το κόστος εξόδου για τους μικρομετόχους είναι χαμηλό και έτσι η επιλογή είναι πολύ ελκυστική στους μικρομετόχους αν το επίπεδο της εταιρείας (χρηματοοικονομικό ή άλλο) δεν είναι το αναμενόμενο γ) οι μεγαλομέτοχοι εξαιτίας του μεγάλου ποσοστού της επένδυσης έχουν λιγότερες ευκαιρίες να διασπείρουν τον πλούτο τους και να μειώσουν τον μη συστηματικό κίνδυνο δ) η ισχύς και ο έλεγχος για τους μεγαλομετόχους είναι αυτοσκοπός, ενώ για τους μικρομετόχους λόγω του κόστους ο στόχος είναι να λάβουν καλές αποδοχές για τις επενδύσεις τους. Ως εκ τούτου το πρόβλημα της εταιρικής διακυβέρνησης στην ηπειρωτική Ευρώπη είναι η δημιουργία ισορροπίας των στόχων και συμφερόντων των μεγαλομετόχων και μικρομετόχων και όχι η διακοπή της μη αρμόζουσας διαχειριστικής συμπεριφοράς. Ηθικά ζητήματα είναι διαφορετικά επίσης. Στην θεωρία της αντιπροσώπευσης ο ηθικός κίνδυνος, η δυσμενής επιλογή (Arnold & Lange, 2005) και η ασύμμετρη πληροφόρηση (Akerlof, 1970; Arrow, 1985; Rothschild & Stiglitz, 1976) είναι τα

βασικά ηθικά ζητήματα ενώ στην ηπειρωτική Ευρώπη το πρόβλημα είναι η κατάχρηση της εξουσίας και ο έλεγχος από τον μεγαλομέτοχο.

Στην ηπειρωτική Ευρώπη η πλειοψηφία των εκτελεστικών διαχειριστών είναι μέλη της κυρίαρχης ομάδας με απόλυτη ιδιοκτησιακή πλειοψηφία. Οι δράσεις τους και οι αποφάσεις τους είναι νόμιμες και δεν αμφισβητούνται από την μειοψηφία των μετόχων. Έτσι οι μηχανισμοί εταιρικής διακυβέρνησης οι οποίοι είναι σχεδιασμένοι να ελέγχουν και να παρακολουθούν τις αποφάσεις τους είναι άχρηστοι και ακόμα περισσότερο αυτοί οι μηχανισμοί είναι κοστοβόροι με έναν τρόπο που δεν συνάδει με το πώς η εταιρεία διοικείται, ελέγχεται και παρακολουθείται και γι' αυτό χωρίς καμιά αξία. Η εταιρική διακυβέρνηση σ' αυτήν την περίπτωση λειτουργεί περισσότερο ως επιβαρυντικός παράγοντας παρά ως εργαλείο βελτιστοποίησης.

3.2 ΙΔΙΟΚΤΗΣΙΑΚΗ ΔΟΜΗ ΚΑΙ ΚΕΦΑΛΑΙΑΚΗ ΔΟΜΗ

3.2.1 Διαχειριστική ιδιοκτησία και Ιδιοκτησία μεγαλομετόχου

3.2.1.1 Διαχειριστική Ιδιοκτησία

Η θεωρητική βιβλιογραφία πάνω στην κεφαλαιακή και ιδιοκτησιακή δομή προβλέπει υψηλότερα ή χαμηλότερα επίπεδα δανεισμού τα οποία εξαρτώνται από την αποστροφή κινδύνου των διαχειριστών, το κόστος παρακολούθησης και χρεοκοπίας, τον κίνδυνο εξαγορών και τις ευκαιρίες μεγέθυνσης της εταιρίας. Ο Stulz (1988) ισχυρίζεται ότι οι επιχειρήσεις με έναν βασικό μέτοχο θα πρέπει να παρουσιάζουν υψηλότερο χρηματοοικονομικό δανεισμό καθώς αυτό αυξάνει τον έλεγχο των δικαιωμάτων ψήφου για ένα δεδομένο επίπεδο επένδυσης και μειώνει τον κίνδυνο μιας εχθρικής εξαγοράς. Από την άλλη μεριά στην περίπτωση μετοχών διπλής τάξης, το χρέος περιορίζει αποτελεσματικά τα ιδιωτικά οφέλη του ελέγχοντος μετόχου καθώς οι πιστωτές είναι περισσότερο ικανοί να τον παρακολουθούν και μπορούν να επιβάλλουν περιορισμούς σε αυτόν μέσω συμβάσεων. Περιμένουμε ως εκ τούτου να βρούμε χαμηλότερο χρηματοοικονομικό δανεισμό για επιχειρήσεις με μετοχές διπλής τάξης σχετικά με ευρέως κατεχόμενες επιχειρήσεις. Παρόμοια με τα

αποτελέσματα στις εμπειρικές έρευνες για την ιδιοκτησία και την απόδοση οι έρευνες για την ιδιοκτησία και την κεφαλαιακή δομή παράγουν ανάμικτα αποτελέσματα. Η πλειοψηφία των μελετών μετά τους Holderness & Sheehan (1988) βρίσκουν μια αρνητική σχέση μεταξύ διαχειριστικής ιδιοκτησίας και δανεισμού ιδιαίτερα για τους μη ρισκοκίνδυνους διευθυντές οι οποίοι είναι περισσότερο πιθανό να χρησιμοποιήσουν ίδια κεφάλαια για να αποφύγουν το ρίσκο που σχετίζεται με τα υψηλά επίπεδα δανεισμού. Οι μελέτες από τους Kim & Sorensen (1986) μεταξύ άλλων τεκμηριώνουν το αντίθετο αποτέλεσμα, με τον χρηματοοικονομικό δανεισμό να αυξάνεται σύμφωνα με, είτε την εσωτερική ιδιοκτησία είτε ένα δείκτη διευθυντικής περιχαράκωσης. Οι Anderson & Reeb (2003) βρίσκουν ότι η εσωτερική ιδιοκτησία – είτε από διαχειριστές είτε από οικογένειες- δεν έχει καμιά επίδραση στις επιλογές κεφαλαιακής δομής.

Η διαχειριστική ιδιοκτησία έχει προταθεί ως ένας μηχανισμός ο οποίος μειώνει τις συγκρούσεις αντιπροσώπευσης εξαιτίας της ευθυγράμμισης των συμφερόντων μεταξύ διαχειριστών και μετόχων. Ωστόσο η ακριβής σχέση μεταξύ διαχειριστικής μετοχικής ιδιοκτησίας και εταιρικού χρέους είναι περίπλοκη. Επιπλέον η ίδια η βιβλιογραφία δεν είναι ιδιαίτερα συνεπής ή ξεκάθαρη στο συγκεκριμένο ζήτημα. Οι Jenssen & Meckling (1976) υποστηρίζουν ότι η διαχειριστική ιδιοκτησία μπορεί να μειώσει τα διευθυντικά κίνητρα για κατανάλωση πρόσθετων παροχών, την απαλλοτρίωση του πλούτου των μετόχων και την συμμετοχή τους σε άλλες συμπεριφορές μη μεγιστοποίησης. Ωστόσο καθώς το επίπεδο της διαχειριστικής μετοχικής ιδιοκτησίας αυξάνεται ο έλεγχος της επιχείρησης περνά από τους εξωτερικούς μετόχους στους διαχειριστές. Σε κάποιο σημείο προκύπτει η διαχειριστική περιχαράκωση. Σ' αυτό το σημείο υπάρχουν λίγοι περιορισμοί στην διευθυντική συμπεριφορά και αυτό οδηγεί σε αύξηση του διευθυντικού οπορτουνισμού. Ωστόσο σε υψηλά επίπεδα διαχειριστικής ιδιοκτησίας ανακύπτει σημαντικός κίνδυνος από την επιδίωξη του ατομικού συμφέροντος λόγω του υψηλού ποσοστού συμμετοχής στην διοίκηση της επιχείρησης. Ως εκ τούτου σε υψηλά επίπεδα διαχειριστικής ιδιοκτησίας υπάρχουν κίνητρα για την μείωση των επιπέδων χρέους.

Μια εναλλακτική οπτική που οδηγεί στο ίδιο συμπέρασμα είναι ότι υπάρχει ένα βέλτιστο επίπεδο των μηχανισμών εσωτερικού ελέγχου που απαιτούνται στο πλαίσιο

μιας επιχείρησης (Jensen & Meckling, 1976). Το εταιρικό χρέος από μόνο του είναι ένας εσωτερικός μηχανισμός ελέγχου ο οποίος μπορεί να μειώσει τις συγκρούσεις αντιπροσώπευσης (Grossman & Hart, 1980). Ειδικότερα οι υποχρεώσεις που σχετίζονται με το χρέος μειώνουν την διακριτική ευχέρεια ελέγχου των διαχειριστών πάνω στις ταμειακές ροές της επιχείρησης και τα κίνητρα τους να δεσμευτούν σε μη βέλτιστες δραστηριότητες. Σε υψηλά επίπεδα διαχειριστικής μετοχικής ιδιοκτησίας η ευθυγράμμιση των συμφερόντων μεταξύ διαχειριστών και μετόχων μπορεί να είναι τόσο ισχυρή ώστε να υπάρχουν ελάχιστα οφέλη από την αύξηση του επιπέδου του χρέους. Σε κάθε περίπτωση μια δυναμική σχέση μεταξύ διαχειριστικής μετοχικής ιδιοκτησίας και επιπέδων εταιρικού χρέους είναι μη γραμμική κοίλου σχήματος U.

3.2.1.2 Ιδιοκτησία Μεγαλομετόχου

Μια επιπλέον προέκταση λαμβάνει υπόψη τον ρόλο των μεγαλομετόχων. Η βιβλιογραφία υποδηλώνει σαφώς ότι οι εξωτερικοί μεγαλομέτοχοι έχουν κίνητρα να παρακολουθούν και να επηρεάζουν την διοίκηση ώστε να προστατεύουν τις σημαντικές επενδύσεις τους (Friend & Lang, 1988 ; Mehran, 1992).

Οι εξωτερικοί μεγαλομέτοχοι υποστηρίζουν την μείωση του επιπέδου του διευθυντικού ομορτισμού, με αποτέλεσμα την μείωση των άμεσων συγκρούσεων αντιπροσώπευσης μεταξύ διαχειριστών και μετόχων (Shleifer & Vishny, 1986). Αν οι εξωτερικοί μεγαλομέτοχοι λειτουργούν σαν ενεργοί επόπτες των δράσεων των εταιρικών διαχειριστών, οι διαχειριστές δεν θα είναι σε θέση να ρυθμίζουν το επίπεδο χρέους ελεύθερα σύμφωνα με τα δικά τους συμφέροντα όπως αν δεν υπήρχαν αυτοί οι επενδυτές. Καθώς το μερίδιο των μεγαλομετόχων αυξάνει σύμφωνα με το επίπεδο της μετοχικής τους ιδιοκτησίας αυξάνουν τα κίνητρα τους να προστατεύσουν την επένδυσή τους και κατά συνέπεια η παρακολούθηση των διαχειριστών αναμένεται να αυξάνεται σύμφωνα με το επίπεδο της μετοχικής ιδιοκτησίας των μεγαλομετόχων. Επιπλέον η ισχύς της ψήφου τους και η επιρροή επίσης αυξάνονται δίνοντας στους μεγαλομέτοχους μεγαλύτερη δυνατότητα ελέγχου των δράσεων των διαχειριστών. Ως εκ τούτου οι δείκτες του εταιρικού χρέους

αναμένεται να είναι αύξουσα συνάρτηση του επιπέδου της μετοχικής ιδιοκτησίας των εξωτερικών μεγαλομετόχων *ceteris paribus*.

Ωστόσο είναι πιθανόν να υπάρχει μια αλληλεπίδραση ανάμεσα στην διαχειριστική μετοχική ιδιοκτησία και την εξωτερική ιδιοκτησία από τους μεγαλομετόχους. Παρά την πιθανή αυτή σχέση προηγούμενες μελέτες έχουν γενικά ερευνήσει ξεχωριστά την επίδραση είτε της διαχειριστικής μετοχικής ιδιοκτησίας είτε των εξωτερικών μεγαλομετόχων στις συγκρούσεις αντιπροσώπευσης. Για παράδειγμα οι Friend & Lang (1988) βρήκαν ότι η παρουσία διαχειριστών μεγαλομετόχων σχετίζεται με την μείωση στο επίπεδο δανεισμού με αποτέλεσμα μια αρνητική σχέση. Βρήκαν ότι αυτή η σχέση είναι ανεξάρτητη της παρουσίας των εξωτερικών μεγαλομετόχων, αν και ο έλεγχός τους δεν εξετάζει άμεσα εάν η σχέση μεταξύ εξωτερικών μεγαλομετόχων και χρέους ποικίλει ανάλογα με το επίπεδο της διαχειριστικής μετοχικής ιδιοκτησίας. Οι Jensen et al., (1992) επίσης αναφέρουν μια σημαντική αρνητική σχέση ανάμεσα στον δανεισμό και στην εσωτερική μετοχική ιδιοκτησία. Ωστόσο αυτή η μελέτη δεν λαμβάνει υπόψη τον ρόλο των εξωτερικών μεγαλομετόχων. Σε αντίθεση οι Kim & Sorensen (1986) και ο Mehran (1992) αναφέρουν και οι δυο μια θετική σχέση μεταξύ δανεισμού και εσωτερικής μετοχικής ιδιοκτησίας. Ο Mehran (1992) εικάζει ότι η διαφορά στα εμπειρικά αποτελέσματα οφείλεται σε διαφορετικά σύνολα δεδομένων. Ωστόσο η μέθοδος έρευνας διαφέρει επίσης ανάμεσα στις μελέτες.

Υπάρχει επίσης εδώ το επιχείρημα ότι σε χαμηλά επίπεδα διαχειριστικής μετοχικής ιδιοκτησίας η εξωτερική μεγαλοιδιοκτησία διαδραματίζει ένα σημαντικό ρόλο στην παρακολούθηση της συμπεριφοράς της διοίκησης προκαλώντας χαμηλότερο διευθυντικό οπορτουνισμό. Με χαμηλά επίπεδα της διευθυντικής μετοχικής ιδιοκτησίας οι διαχειριστές έχουν περιορισμένη ισχύ ψήφου και επιρροή, ενώ οι εξωτερικοί μεγαλομέτοχοι έχουν την δυνατότητα να παρακολουθούν και να περιορίζουν της διευθυντικές οπορτουνιστικές συμπεριφορές και με αυτόν τον τρόπο να μετριάζουν τις συγκρούσεις αντιπροσώπευσης. Συνεπώς τόσο η εξωτερική μεγαλοιδιοκτησία όσο και η διευθυντική μετοχική ιδιοκτησία έχουν θετική επίδραση επί των προβλημάτων των διαχειριστικών κινήτρων. Ειδικότερα και οι δυο παράγοντες είναι υποθετικά σε θέση να μειώσουν την διευθυντική οπορτουνιστική

συμπεριφορά, έτσι ώστε η εξωτερική μεγαλοιδιοκτησία έχει συμπληρωματική επίδραση σε χαμηλά επίπεδα διευθυντικής μετοχική ιδιοκτησίας.

Σε υψηλά επίπεδα μετοχικής διαχειριστικής ιδιοκτησίας το αποτέλεσμα της παρακολούθησης των εξωτερικών μεγαλομετόχων αντισταθμίζεται από την περιχαράκωση που προκύπτει ακριβώς εξαιτίας αυτού του επιπέδου διαχειριστικής ιδιοκτησίας. Έτσι η αποτελεσματικότητα των εξωτερικών μεγαλομετόχων στον έλεγχο του διευθυντικού ομοιοτισμού μπορεί να μειωθεί σημαντικά. Με τους διαχειριστές που έχουν αποτελεσματικό έλεγχο, οι εξωτερικοί μεγαλομέτοχοι μπορεί να μην έχουν την δυνατότητα να τους αποτρέψουν από την ανάμιξή τους σε συμπεριφορές μη μεγιστοποίησης. Πράγματι υπάρχουν κίνητρα για τους ελέγχοντες μετόχους (π.χ διαχειριστές) να αποσπάσουν πλούτο μεταφέροντάς τον από την μειοψηφία των μετόχων. Εάν το αποτέλεσμα της περιχαράκωσης υπερτερεί της ικανότητας παρακολούθησης των εξωτερικών μεγαλομετόχων η σημασία της σχέσης μεταξύ εξωτερικής μεγαλοιδιοκτησίας και δανεισμού θα μειώνεται καθώς το επίπεδο της διαχειριστικής μετοχικής ιδιοκτησίας θα αυξάνεται. Σε ακραίες περιπτώσεις εάν η επίδραση της περιχαράκωσης κυριαρχεί τότε κάθε έλεγχος από τους εξωτερικούς μεγαλομετόχους το πιθανότερο είναι ότι θα είναι αναποτελεσματικός. Έτσι συμπεραίνουμε ότι γενικά η σχέση μεταξύ εξωτερικών μεγαλομετόχων και δανεισμού σε υψηλά επίπεδα μετοχικής διαχειριστικής ιδιοκτησίας δεν θα είναι τόσο σημαντική συγκρινόμενη με αυτή σε χαμηλά επίπεδα μετοχικής διαχειριστικής ιδιοκτησίας. Καταλήγουμε στο συμπέρασμα ότι σε χαμηλά επίπεδα διαχειριστικής μετοχικής ιδιοκτησίας, η διαχειριστική μετοχική ιδιοκτησία συνδέεται θετικά με τον δείκτη δανεισμού της επιχείρησης λόγω της σύγκλισης των συμφερόντων. Ωστόσο σε υψηλά επίπεδα μετοχικής διαχειριστικής ιδιοκτησίας το χρέος μειώνεται, καθώς οι διαχειριστές περιχαράκωνονται και επιδιώκουν να μειώσουν τους κινδύνους τους, ή εναλλακτικά, τα οφέλη της αντιπροσώπευσης από την χρήση του χρέους υποκαθίστανται από την διαχειριστική μετοχική ιδιοκτησία. Δεύτερον οι εξωτερικοί μεγαλομέτοχοι παίζουν έναν ενεργό ρόλο παρακολούθησης και η παρουσία τους οδηγεί σε υψηλότερους δείκτες δανεισμού. Τρίτον η διαχειριστική μετοχική ιδιοκτησία και η εξωτερική μεγαλοιδιοκτησία αλληλεπιδρούν. Σε χαμηλά επίπεδα μετοχικής διαχειριστικής ιδιοκτησίας, η ύπαρξη εξωτερικών μεγαλομετόχων οδηγεί πιο αποτελεσματικά σε μια θετική σχέση με τον δανεισμό. Ωστόσο καθώς οι

διαχειριστές περιχαρακώνονται στα υψηλά επίπεδα διαχειριστικής μετοχικής ιδιοκτησίας η συσχέτιση μεταξύ εξωτερικής μεγαλοιδιοκτησίας και δείκτη χρέους εξασθενίζει.

4. ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΚΗ ΕΠΙΣΚΟΠΗΣΗ

Στο κεφάλαιο αυτό θα παρουσιάσουμε, παραθέτοντάς τις με χρονολογική σειρά, τις κυριότερες μελέτες που πραγματοποιήθηκαν σε διεθνές επίπεδο με αντικείμενο την κεφαλαιακή διάθρωση, την ιδιοκτησιακή δομή και την απόδοση των επιχειρήσεων.

Οι **Agrawal & Nagarajan (1990)** εξετάζουν 104 επιχειρήσεις εισηγμένες στο Αμερικάνικο χρηματιστήριο. Αντλώντας στοιχεία από την βάση της Compustat για την περίοδο 1979-1983 για επιχειρήσεις με μηδενικό δανεισμό κατασκευάζουν ένα δείγμα ελέγχου σχετίζοντας κάθε εταιρία με ίδια κεφάλαια με μια επιχείρηση με δανεισμό που ανήκει στην ίδια κατηγορία σύμφωνα με τα τέσσερα ψηφία του πρότυπου κώδικα βιομηχανικής ταξινόμησης και έχει περίπου ίδιο μέγεθος παγίων στοιχείων.

Τα αποτελέσματα που βρίσκουν φανερώνουν ότι όλες οι εταιρείες ιδίων κεφαλαίων εμφανίζουν υψηλότερα επίπεδα διαχειριστικής κατοχής μετοχών, περισσότερο εκτεταμένες οικογενειακές σχέσεις μεταξύ των κορυφαίων διαχειριστών και υψηλότερες θέσεις ρευστότητας σε σχέση με το αντίστοιχο δείγμα με δανεισμό. Επιπλέον οι κορυφαίοι μάνατζερ των επιχειρήσεων με ίδια κεφάλαια με οικογενειακή συμμετοχή στις εταιρικές λειτουργίες έχουν μεγαλύτερο έλεγχο των εταιρικών δικαιωμάτων ψήφου παρά τους μάνατζερ με ίδια κεφάλαια χωρίς οικογενειακή συμμετοχή.

Τα παραπάνω ευρήματα είναι σύμφωνα με την ερμηνεία ότι ο διαχειριστικός έλεγχος των δικαιωμάτων ψήφου και οι οικογενειακές σχέσεις μεταξύ των ανώτερων διευθυντικών στελεχών είναι σημαντικοί παράγοντες στην απόφαση για εξάλειψη του δανεισμού.

Οι **Ghaganti & Damanpour (1991)** εστιάζουν στον ρόλο των θεσμικών ιδιοκτητών και θέτουν δυο βασικά ερωτήματα στην μελέτη τους : Πρώτον, ποιες είναι οι σχέσεις μεταξύ εξωτερικών θεσμικών μετόχων από την μια μεριά και της κεφαλαιακής δομής και της απόδοσης της εταιρείας από την άλλη και δεύτερον, κατά πόσο το

μέγεθος κατοχής μετοχών από εταιρικά στελέχη, οικογενειακούς ιδιοκτήτες και θεσμικούς επενδυτές συμβάλει στην διαμόρφωση αυτών των σχέσεων. Τα δεδομένα τα οποία έχουν συλλεχθεί από σαράντα ζεύγη βιομηχανικών επιχειρήσεων από ισάριθμους κλάδους για μια περίοδο τριών ετών δείχνουν ότι το μέγεθος των εξωτερικών θεσμικών μετόχων έχει σημαντική επίδραση στην κεφαλαιακή δομή της εταιρείας καθώς επίσης και ότι η συμμετοχή οικογενειακών και εσωτερικών θεσμικών επενδυτών μετριάζει την σχέση μεταξύ εξωτερικών θεσμικών μετόχων και κεφαλαιακής διάθρωσης. Ομοίως η συμμετοχή εταιρικών στελεχών επηρεάζει την σχέση μεταξύ εξωτερικών θεσμικών μετόχων και της απόδοσης της επιχείρησης. Αυτά τα ευρήματα δείχνουν ότι εσωτερικές και εξωτερικές συμμαχίες αλληλεπιδρούν μεταξύ τους για να επηρεάσουν την συμπεριφορά της επιχείρησης. Τα ευρήματά τους επίσης φανερώνουν ότι το μέγεθος των κατεχόμενων μετοχών από θεσμικούς επενδυτές σχετίζεται σημαντικά με την κεφαλαιακή δομή και τον δείκτη ROE. Σε σχέση με τις επιχειρήσεις αυτές με σχετικά μικρό ποσοστό συμμετοχής θεσμικών επενδυτών οι επιχειρήσεις με μεγάλο ποσοστό συμμετοχής θεσμικών επενδυτών έχουν σχετικά χαμηλό δείκτη χρέους προς κεφάλαιο και υψηλή απόδοση κεφαλαίου (ROE). Οι εξωτερικοί θεσμικοί επενδυτές επίσης έχουν επίδραση στους δείκτες ROA, ROE, και P/E αλλά η ένταση των αποτελεσμάτων μπορεί να μετριαστεί από την ύπαρξη και το μέγεθος της εταιρικής διευθυντικής ιδιοκτησίας. Τέλος η ιδιοκτησιακή δομή δεν έχει αναγνωρίσιμη επίπτωση στις αποδόσεις των μετοχών. Τα παραπάνω ευρήματα στηρίζουν το επιχειρήμα του McEachern (1975) για μεγαλύτερη διάκριση μεταξύ ποικίλων μορφών ιδιοκτησίας. Σε σχέση με την κεφαλαιακή δομή σε εταιρικό περιβάλλον όπου οι θεσμική συμμετοχή είναι σχετικά χαμηλή, υψηλά επίπεδα οικογενειακής ιδιοκτησίας ανταποκρίνονται σε υψηλότερους εταιρικούς δείκτες χρέους προς κεφάλαιο μακροπρόθεσμα. Σε αντίθεση τόσο οι εσωτερικοί όσο και οι εξωτερικοί θεσμικοί επενδυτές έχουν ως αποτέλεσμα την μείωση του μακροπρόθεσμου δείκτη χρέους προς κεφάλαιο. Αυτό το εύρημα δείχνει ότι η κεφαλαιακή δομή μπορεί να είναι πιθανή πηγή συγκρούσεων μεταξύ των ιδιοκτητών της οικογενειακής επιχείρησης και των θεσμικών επενδυτών. Τα αποτελέσματα επίσης υποστηρίζουν τον ισχυρισμό των Barton & Gordon ότι οι κορυφαίοι manager προτιμούν να χρηματοδοτήσουν τις ανάγκες της επιχείρησης τους από εσωτερικά κεφάλαια παρά από εξωτερικούς

πιστωτές ή νέους μετόχους και επίσης την παρατήρηση του Donaldson (1961) ότι οι διευθυντές αποφεύγουν το χρέος επειδή δεν μπορούν να δεχτούν τους περιορισμούς που τους υποβάλλουν οι πιστωτές. Ενώ οι διευθυντές μπορεί πράγματι να αποφεύγουν το χρέος τα αποτελέσματά μας δείχνουν ότι η κατοχή μετοχών από τους διευθυντές από μόνη της δεν έχει καμιά επίπτωση στην κεφαλαιακή δομή της εταιρείας. Η προτίμηση των διευθυντών για μια συγκεκριμένη μορφή κεφαλαιακής δομής μπορεί να είναι απλά συνάρτηση της εταιρικής στρατηγικής που επιθυμούν να ακολουθήσουν. Οι ιδιοκτήτες οικογενειακών επιχειρήσεων αντίθετα δείχνουν να βασίζονται στο μακροπρόθεσμο χρέος για να χρηματοδοτήσουν την επιχείρησή τους και είναι περισσότερο πρόθυμοι να δεχτούν τις συμφωνίες που τίθενται από τους πιστωτές. Τα αποτελέσματα υπογραμμίζουν την σημασία του πλαισίου στο οποίο οι αποφάσεις κεφαλαιακής δομής της επιχείρησης πραγματοποιούνται και την ανάγκη για ενσωμάτωση σημαντικών μεταβλητών όπως η ιδιοκτησιακή δομή σε κάθε ανάλυση της κεφαλαιακής δομής.

Οι **Mc Connell & Servaes (1992)** εξετάζουν εμπειρικά την σχέση μεταξύ εταιρικής αξίας, δανεισμού και μετοχικής ιδιοκτησίας. Η έρευνα τους έχει ως αφετηρία τις θεωρητικές εργασίες των Myers (1977), Jensen (1986), Shleifer & Vishny (1986), Stultz (1988,1990) και Morck, Shleifer & Vishny (1988) και την εμπειρική μελέτη των Mc Connell & Servaes (1990).

Το δείγμα τους περιλαμβάνει τα δεδομένα που χρησιμοποιήθηκαν στην μελέτη τους το 1990 και περιλάμβανε 1.173 εταιρείες το 1976 και 1.903 εταιρείες το 1986 εισηγμένες στο χρηματιστήριο αξιών της Νέας Υόρκης και στο Αμερικάνικο Χρηματιστήριο αξιών οι οποίες περιλαμβάνονται στη βάση δεδομένων της Compustat.

Τα αποτελέσματα της έρευνας δείχνουν ότι για τις εταιρείες υψηλής ανάπτυξης η εταιρική αξία συσχετίζεται αρνητικά με τον δανεισμό ενώ για τις εταιρείες χαμηλής ανάπτυξης η εταιρική αξία είναι θετικά συσχετισμένη με τον δανεισμό. Τα αποτελέσματα επίσης φανερώνουν ότι η κατανομή της μετοχικής ιδιοκτησίας μεταξύ των στελεχών, θεσμικών επενδυτών, μεγαλομετόχων και ατομικών εξωτερικών μετόχων, είναι οριακά μεγαλύτερης σημασίας στις χαμηλής ανάπτυξης παρά στις υψηλής ανάπτυξης επιχειρήσεις. Η ερμηνεία των αποτελεσμάτων τους δείχνει ότι η

πολιτική χρέους και η μετοχική ιδιοκτησία είναι σημαντικοί παράγοντες για την εταιρεία και η σημασία τους διαφέρει μεταξύ των εταιρειών.

Οι **Grier & Zychowicz (1994)** εξετάζουν την επίδραση της ιδιοκτησίας από θεσμικούς επενδυτές στις αποφάσεις κεφαλαιακής δομής των επιχειρήσεων. Σκοπός τους είναι να διερευνήσουν αν η θεσμική ιδιοκτησία η οποία ποικίλει ανάμεσα στις επιχειρήσεις είναι αρκετά σημαντική για να αλλάξει τις αποφάσεις χρηματοδότησης.

Οι μεταβλητές υπολογίζονται με δεδομένα που αντλούνται από την βάση δεδομένων της Compustat ενώ οι πληροφορίες για το ποσοστό των εξωτερικών μετοχών που κατέχονται από θεσμικούς επενδυτές εξάγονται από την έκδοση Money Manager Portfolios των εκδόσεων Pearson.

Βρίσκουν ότι η θεσμική συγκέντρωση της ιδιοκτησίας μπορεί να είναι ένα υποκατάστατο του πειθαρχικού και σηματοδοτικού ρόλου του χρέους. Επίσης παρατηρούν μια σημαντική αρνητική σχέση ανάμεσα στη χρήση χρέους και του ποσοστού που κατέχεται από θεσμικούς επενδυτές. Τα ευρήματα που αναφέρονται στην εργασία αυτή δείχνουν ότι η θεσμική επιρροή μέσω της διαδικασίας διακυβέρνησης δεν μπορεί να είναι ανεξάρτητη από τις εταιρικές χρηματοδοτικές αποφάσεις.

Οι **Wansley et al (1996)** εξετάζουν την σχέση μεταξύ χρέους και εσωτερικής ιδιοκτησίας για 1894 επιχειρήσεις στα τέλη του 1989 αντλώντας στοιχεία από την βάση δεδομένων της Compustat..

Έρευνες έχουν δείξει ότι το επίπεδο εσωτερικής συμμετοχής και η αξία της επιχείρησης σχετίζονται με μη γραμμικό τρόπο. Άλλες μελέτες βρίσκουν ότι το επίπεδο χρέους στην κεφαλαιακή δομή της επιχείρησης μειώνεται με την αύξηση των προοπτικών ανάπτυξής της. Η αρχή της σχέσης εντολέα- εντολοδόχου υποστηρίζει ότι μια αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου που κατέχεται από στελέχη της επιχείρησης μειώνει το κόστος έκδοσης χρέους. Φαίνεται όμως ότι σε υψηλά επίπεδα εσωτερικής ιδιοκτησίας το κόστος αντιπροσώπευσης του χρέους αυξάνεται καθώς τα στελέχη καταναλώνουν πρόσθετες παροχές σε βάρος των εξωτερικών μετόχων δείχνοντας με αυτόν τον τρόπο μια μη γραμμική σχέση.

Σύμφωνα με το μοντέλο παλινδρόμησης που εφαρμόζουν η σχέση δανεισμού και εσωτερικών ιδιοκτητών έχει σημαντικές μη γραμμικότητες. Όπως φαίνεται ο

δανεισμός αρχικά αυξάνει σύμφωνα με την εσωτερική ιδιοκτησία, έπειτα μειώνεται και τελικά αυξάνει πάλι καθώς η εσωτερική ιδιοκτησία προσεγγίζει το 100%. Αποδίδουν αυτή την σχέση στην πιθανότητα το κόστος αντιπροσώπευσης του χρέους να μειώνεται ταχύτερα από το κόστος αντιπροσώπευσης των ιδίων κεφαλαίων καθώς η εσωτερική ιδιοκτησία αυξάνει.

Οι **Thomsen & Pedersen (2000)** εξετάζουν την επίδραση της ιδιοκτησιακής δομής στην οικονομική απόδοση της επιχείρησης σε 435 από τις μεγαλύτερες Ευρωπαϊκές επιχειρήσεις. Για τον έλεγχο της υπόθεσής τους χρησιμοποιούν δεδομένα που προέρχονται από τις 100 μεγαλύτερες επιχειρήσεις, εκτός χρηματοοικονομικού κλάδου, από δώδεκα Ευρωπαϊκές χώρες το 1990 τα οποία συνδέουν με το δείγμα ως προ τα μέτρα απόδοσης.

Ο έλεγχος για τον κλάδο, την κεφαλαιακή δομή και τις εθνικές επιδράσεις δείχνει μια θετική επίδραση της συγκέντρωσης ιδιοκτησίας στην αξία των μετοχών και στην κερδοφορία οι οποίες όμως εξασθενούν σε υψηλά επίπεδα ιδιοκτησίας. Το αποτέλεσμα της ιδιοκτησιακής συγκέντρωσης διαπιστώθηκε ότι εξαρτάται από την ταυτότητα του ιδιοκτήτη. Επιπλέον η ταυτότητα του μεγαλομετόχου : οικογένεια, τράπεζα, θεσμικός επενδυτής, άλλες εταιρείες, έχει σημαντική επίπτωση στην εταιρική στρατηγική και στην απόδοση.

Επισημαίνουν ακόμα ότι όπως προκύπτει από την θεωρία της αντιπροσώπευσης η ιδιοκτησία είναι ένας σημαντικός μηχανισμός για την άσκηση του εταιρικού ελέγχου αλλά δεν είναι ο μόνος. Εναλλακτικοί τρόποι όπως η πίεση χρέους, οι αγορές στελεχών και ο ανταγωνισμός της αγοράς προϊόντος, μπορούν να χρησιμοποιηθούν για τον έλεγχο των διευθυντικών στελεχών και την μείωση των συγκρούσεων αντιπροσώπευσης.

Οι **Brailsford et al (2002)** μελετούν την σχέση μεταξύ κεφαλαιακής και ιδιοκτησιακής δομής στο πλαίσιο της θεωρίας της αντιπροσώπευσης. Υποστηρίζουν ότι η κατανομή της ιδιοκτησίας του μετοχικού κεφαλαίου μεταξύ διαχειριστών και εξωτερικών μεγαλομετόχων μπορεί να έχει σημαντική επίδραση στον δανεισμό της εταιρείας.

Το αρχικό δείγμα της έρευνας περιλαμβάνει τις 500 κορυφαίες επιχειρήσεις εισηγμένες στο χρηματιστήριο αξιών της Αυστραλίας την περίοδο 1989- 1995. Τα δείγμα αυτό όμως λόγω έλλειψης επαρκών στοιχείων για την δόμηση των

μεταβλητών μειώνεται σε 49 επιχειρήσεις. Το μέγεθος δείγματος λοιπόν είναι αρκετά μικρό και ως εκ τούτου όπως επισημαίνουν απαιτείται προσοχή στην ερμηνεία των αποτελεσμάτων.

Τα εμπειρικά δεδομένα παρέχουν στήριξη για μια θετική σχέση μεταξύ εξωτερικών μεγαλομετόχων και δανεισμού και μια μη γραμμική σχέση μεταξύ του επιπέδου της μετοχικής διαχειριστικής ιδιοκτησίας και του δανεισμού. Επίσης φανερώνουν ότι η σχέση μεταξύ εξωτερικής ιδιοκτησίας από μεγαλομέτοχους και δανεισμού ποικίλει σε όλα τα επίπεδα της διαχειριστικής ιδιοκτησίας. Αυτό το αποτέλεσμα είναι συνεπές με τα αποτελέσματα της ευθυγράμμισης των συμφερόντων και της διευθυντικής περιχαράκωσης. Ιδιαίτερα σε χαμηλά επίπεδα διευθυντικής κατοχής μετοχών έχει σαν αποτέλεσμα την ευθυγράμμιση των συμφερόντων μετόχων και διευθυντών. Ωστόσο όταν η διευθυντική κατοχή μετοχών φτάσει σε ένα ορισμένο επίπεδο υπάρχει δυνατότητα για αύξηση της διευθυντικής ομοιογενούς συμπεριφοράς η οποία σχετίζεται με την μείωση του επιπέδου δανεισμού. Τα αποτελέσματα επίσης παρέχουν στοιχεία ότι η κατανομή της μετοχικής ιδιοκτησίας μεταξύ εξωτερικών μεγαλομετόχων έχει στατιστικά σημαντική και θετική σχέση με τον δανεισμό. Τέλος βρίσκουν ότι η σχέση μεταξύ εξωτερικών μεγαλομετόχων και δανεισμού ποικίλει ανάλογα με το επίπεδο της διευθυντικής ιδιοκτησίας. Ειδικότερα σε χαμηλότερα επίπεδα διευθυντικής ιδιοκτησίας το αποτέλεσμα παρακολούθησης των εξωτερικών μεγαλομετόχων καταλήγει σε θετική σχέση μεταξύ εξωτερικής μεγάλης ιδιοκτησίας και δανεισμού. Ωστόσο στα υψηλά επίπεδα διευθυντικής ιδιοκτησίας η διευθυντική περιχαράκωση ανταγωνίζεται με τις δράσεις παρακολούθησης της εξωτερικής μεγάλης ιδιοκτησίας, κάτι που οδηγεί σε μείωση της σημασίας της.

Οι **Driffield et al (2007)** εξετάζουν τις επιδράσεις της ιδιοκτησιακής δομής στην κεφαλαιακή δομή και στην αποτίμηση της επιχείρησης. Μελετώντας τέσσερις Ανατολικό ασιατικές χώρες που επηρεάστηκαν περισσότερο από την Ασιατική κρίση στα τέλη της δεκαετίας του 1990 (Ινδονησία, Κορέα, Μαλαισία και Ταϊλάνδη) καταλήγουν ότι οι συνέπειες του διαχωρισμού του ελέγχου από τα δικαιώματα των ταμειακών ροών στην κεφαλαιακή δομή και στην απόδοση της επιχείρησης εξαρτώνται επίσης και από τον διαχωρισμό του ελέγχου από την διαχείριση καθώς επίσης και από τους νομικούς κανόνες που καθορίζουν την

προστασία των επενδυτών και την επιβολή τους. Χρησιμοποιώντας δεδομένα πάνελ σε επίπεδο επιχείρησης με την μέθοδο των ελαχίστων τετραγώνων τριών σταδίων (3SLS) , μελετούν τα αποτελέσματα της ιδιοκτησίας στην εταιρική συμπεριφορά σε κάθε χώρα ατομικά. Καταλήγουν ότι υπάρχουν ενδείξεις ότι η γενική αντίληψη ότι ο διαχωρισμός των ταμειακών ροών από τα δικαιώματα ελέγχου μπορεί να ελαττώσει την αξία της επιχείρησης σε συνολικό επίπεδο μπορεί να αναστραφεί σε επίπεδο διοικούμενων από τον ιδιοκτήτη οικογενειακών επιχειρήσεων δίνοντας έμφαση στην σπουδαιότητα των κινήτρων για την δημιουργία αξίας. Επιπλέον η διαφοροποίηση σε επίπεδο χώρας στα αποτελέσματα επιβεβαιώνει τον σπουδαίο ρόλο των θεσμών εκείνων που καθορίζουν την προστασία των επενδυτών και διαμορφώνουν την εταιρική διακυβέρνηση.

Οι **Tse & Jia (2007)** στην εργασία τους προσπαθούν να διερευνήσουν το είδος των επιχειρήσεων που είναι πιθανότερο να χρησιμοποιήσουν την κεφαλαιακή τους δομή για σηματοδότηση και ιδιαίτερα να ερευνήσουν τις επιδράσεις της εταιρικής ιδιοκτησίας στις αποφάσεις σηματοδότησης της εταιρείας.

Η εργασία αναπτύσσει θεωρητικά μοντέλα και στην συνέχεια χρησιμοποιεί πολλαπλή παλινδρόμηση OLS και τμηματική παλινδρόμηση, σε μια ομάδα δεδομένων που προέρχονται από 327 Βρετανικές επιχειρήσεις εισηγμένες στον δείκτη μετοχών FTSE ALL για να ελέγξει την υπόθεση. Τα εμπειρικά ευρήματα δείχνουν ότι η κεφαλαιακή διάρθρωση δεν χρησιμοποιείται από όλες τις εταιρείες το ίδιο σαν εργαλείο σηματοδότησης και ότι εταιρείες με εσωτερική ιδιοκτησία λιγότερη ή ίση του 1,14 % είναι περισσότερο πιθανό να λειτουργήσουν με αυτόν τον τρόπο.

Οι **Najjar & Taylor (2008)** στοχεύουν να διερευνήσουν την συγκριτικά λιγότερο μελετημένη σχέση μεταξύ ιδιοκτησιακής δομής και κεφαλαιακής δομής σε μια αναπτυσσόμενη αγορά, όπως της Ιορδανίας χρησιμοποιώντας ανάλυση δεδομένων πάνελ.

Τα αποτελέσματα της έρευνας δείχνουν ότι οι Ιορδανικές επιχειρήσεις ακολουθούν τους ίδιους καθοριστικούς παράγοντες για τον προσδιορισμό της κεφαλαιακής τους δομής όπως συμβαίνει και στις αναπτυγμένες αγορές, δηλαδή : κερδοφορία, μέγεθος επιχείρησης, ρυθμός ανάπτυξης, δείκτης αγοραίας προς λογιστική αξία, περιουσιακή δομή και ρευστότητα. Επιπλέον η θεσμική και ιδιοκτησιακή δομή βρέθηκε να

καθορίζεται από την περιουσιακή δομή, τον επιχειρηματικό κίνδυνο, τις ευκαιρίες ανάπτυξης και το μέγεθος της επιχείρησης. Τέλος τα αποτελέσματα αποκαλύπτουν ότι η παγιοποίηση των περιουσιακών στοιχείων, το μέγεθος της επιχείρησης, οι ευκαιρίες μεγέθυνσης και ο επιχειρηματικός κίνδυνος θεωρούνται από κοινού καθοριστικοί παράγοντες της ιδιοκτησιακής δομής και της κεφαλαιακής δομής.

Καταλήγουν ότι σύμφωνα με τα αποτελέσματα της μελέτης αυτής επενδυτές αλλά και διαχειριστές πρέπει να λαμβάνουν υπόψη τόσο την ιδιοκτησιακή όσο και την κεφαλαιακή δομή όταν λαμβάνουν επιχειρηματικές αποφάσεις.

Οι **Cespedes et al (2008)** μέσα από την εργασία τους αξιολογούν τους καθοριστικούς παράγοντες της κεφαλαιακής διάρθρωσης των εταιρειών της Λατινικής Αμερικής χρησιμοποιώντας ένα δείγμα επτά χωρών. Τα στοιχεία τους προέρχονται από την βάση δεδομένων Economatica για την περίοδο 1996- 2005. Το τελικό δείγμα περιλαμβάνει 806 επιχειρήσεις από Αργεντινή, Βραζιλία, Περού, Χιλή, Μεξικό και Βενεζουέλα.

Όπως αναφέρουν στην μελέτη τους οι εταιρείες της Λατινικής Αμερικής έχουν επίπεδα χρέους παρόμοια με αυτά των εταιρειών των ΗΠΑ, αλλά έχουν σχετικά χαμηλότερα φορολογικά ευεργετήματα και υψηλότερα κόστη χρεοκοπίας. Αποδεικνύουν ότι οι ιδιοκτησιακά συγκεντρωμένες επιχειρήσεις αποφεύγουν να εκδώσουν νέες μετοχές επειδή δεν επιθυμούν να μοιραστούν τον έλεγχο. Οι επιχειρήσεις της Λατινικής Αμερικής έχουν υψηλή συγκέντρωση ιδιοκτησίας κάτι το οποίο δημιουργεί ιδανικές συνθήκες για την μελέτη του πως η συγκέντρωση ιδιοκτησίας επηρεάζει την κεφαλαιακή διάρθρωση.

Τα ευρήματά τους δείχνουν μια θετική σχέση μεταξύ δανεισμού και συγκέντρωσης ιδιοκτησίας όπως επίσης φανερώνουν και μια θετική σχέση μεταξύ δανεισμού και ανάπτυξης. Επίσης διαπιστώνουν ότι μεγάλες επιχειρήσεις με αρκετά πάγια περιουσιακά στοιχεία και χαμηλή κερδοφορία παρουσιάζουν υψηλό δανεισμό.

Οι **King & Santor (2008)** εξετάζουν πως η οικογενειακή ιδιοκτησία επηρεάζει την απόδοση και την κεφαλαιακή δομή χρησιμοποιώντας δεδομένα πάνελ από ένα σύνολο 613 Καναδικών επιχειρήσεων για τα έτη από το 1998 έως το 2005. Το δείγμα των Καναδικών επιχειρήσεων ενδείκνυται για παράλληλη μελέτη με τις Αμερικάνικες επιχειρήσεις καθώς τα χαρακτηριστικά του Καναδά είναι παρόμοια με των ΗΠΑ, ίδιο νομικό, ρυθμιστικό και θεσμικό πλαίσιο αγοράς αλλά εμφανίζουν

υψηλότερη ιδιοκτησιακή συγκέντρωση και χρήση ενισχυμένων μηχανισμών ελέγχου.

Διαπιστώνουν ότι οι ανεξάρτητες οικογενειακές επιχειρήσεις με μια τάξη μετοχών έχουν παρόμοια αγοραία απόδοση σύμφωνα με τον δείκτη TobinQ, ανώτερη λογιστική απόδοση με βάση την απόδοση των περιουσιακών τους στοιχείων και υψηλότερο χρηματοοικονομικό δανεισμό με βάση τον δείκτη χρέους προς σύνολο ενεργητικού. Σε αντίθεση οικογενειακές επιχειρήσεις με δύο τάξεις μετοχών έχουν αποτιμήσεις χαμηλότερες του 17% του μέσου όρου σε σύγκριση με πολυμετοχικές επιχειρήσεις ενώ παρουσιάζουν τον ίδιο δείκτη ROA και χρηματοοικονομικό δανεισμό.

Οι **Margaritis και Psilaki (2009)** εξετάζουν τη σχέση μεταξύ κεφαλαιακής δομής, ιδιοκτησιακής δομής και επιχειρηματικής απόδοσης χρησιμοποιώντας δείγμα Γαλλικών επιχειρήσεων από κλάδους χαμηλής και υψηλής ανάπτυξης. Περιγράφουν τα όρια των βέλτιστων πρακτικών του κλάδου και καθορίζουν την αποδοτικότητα μιας επιχείρησης ως την απόσταση από τα όρια αυτά. Χρησιμοποιώντας αυτό το μέτρο απόδοσης εξετάζουν αν οι περισσότερο αποδοτικές επιχειρήσεις επιλέγουν περισσότερο ή λιγότερο χρέος στην κεφαλαιακή τους δομή. Εξετάζουν τις επιδράσεις στην αποτελεσματικότητα από την άποψη δυο ανταγωνιστικών θεωριών, αυτή του κινδύνου απόδοσης και της αξίας δικαιόχρησης. Χρησιμοποιώντας ισομερείς παλινδρομήσεις ελέγχουν τα αποτελέσματα της απόδοσης στον δανεισμό και την εγκυρότητα των δυο ανταγωνιστικών υποθέσεων μεταξύ διαφορετικών επιλογών κεφαλαιακών δομών. Επίσης εξετάζεται η άμεση σχέση δανεισμού και αποτελεσματικότητας που προτείνεται από το μοντέλο αντιπροσώπευσης των Jenssen & Meckling (1976). Τα αποτελέσματα (σε όλο το εύρος των παρατηρούμενων δεδομένων) παρέχουν στήριξη στην υπόθεση του κόστους αντιπροσώπευσης των Jenssen & Meckling (1976) σύμφωνα με την οποία υψηλότερος δανεισμός συνδέεται με βελτιωμένη αποδοτικότητα. Βρέθηκε ότι οι περισσότερο συγκεντρωμένες ιδιοκτησίες γενικά σχετίζονται με περισσότερο χρέος στην κεφαλαιακή τους δομή, ενώ δεν βρέθηκαν στοιχεία ότι ο τύπος της ιδιοκτησιακής δομής έχει επίδραση στις επιλογές δανεισμού. Επίσης γίνεται φανερό ότι τα φαινόμενα της διευθυντικής περιχαράκωσης, της αντιπροσώπευσης και της συγκέντρωσης ιδιοκτησίας ποικίλουν ανάλογα με τον κλάδο και τον βαθμό

συγκέντρωσης. Έτσι οι περισσότερο διασπαρμένες επιχειρήσεις αντιμετωπίζουν υψηλότερο κόστος αντιπροσώπευσης στους τομείς των Η/Υ και εξόδων έρευνας και ανάπτυξης ενώ το αντίθετο συμβαίνει στις εταιρείες στον κλάδο των χημικών. Ένα άλλο αποτέλεσμα που προέκυψε από την συγκεκριμένη μελέτη είναι ότι οι οικογενειακές επιχειρήσεις παρουσιάζουν υψηλότερες επιδόσεις από τις μη οικογενειακές επιχειρήσεις .

Οι **Short et al (2010)** εξετάζουν εμπειρικά τα αποτελέσματα της ιδιοκτησίας από διαχειριστές και της ιδιοκτησίας από μεγάλους εξωτερικούς μετόχους στην κεφαλαιακή δομή της εταιρείας από την άποψη της θεωρίας της αντιπροσώπευσης σε εισηγμένες εταιρείες στην Μεγάλη Βρετανία. Η εργασία επεκτείνεται και στην αμερικάνικη βιβλιογραφία σχετικά με το θέμα εξετάζοντας ανάλογα το αποτέλεσμα των αλληλεπιδράσεων ανάμεσα στην ιδιοκτησία από διαχειριστές και στην ιδιοκτησία από μεγάλους εξωτερικούς μετόχους στην κεφαλαιακή δομή των επιχειρήσεων στην Μ. Βρετανία. Δύο πτυχές της ιδιοκτησίας λαμβάνονται υπόψη : Η κατοχή μετοχών από διαχειριστές και ιδιοκτησιακή δομή κεφαλαίου κατεχόμενου από εξωτερικούς μετόχους. Για το δείγμα των επιχειρήσεων στην Μ. Βρετανία παρέχονται εμπειρικά στοιχεία τα οποία αποδεικνύουν ότι ο δείκτης δανεισμού συνδέεται θετικά με την διαχειριστική ιδιοκτησία και αρνητικά με την ιδιοκτησία μεγάλων εξωτερικών μετόχων. Επιπλέον η παρουσία ενός μεγάλου εξωτερικού μετόχου απομειώνει την θετική σχέση ανάμεσα στον δείκτη δανεισμού και την διαχειριστική ιδιοκτησία . Η παρατηρούμενη θετική σχέση μεταξύ δανεισμού και διαχειριστικής ιδιοκτησίας ισχύει μόνο όταν δεν υπάρχει κάποιος εξωτερικός μεγαλομέτοχος. Αυτά τα αποτελέσματα είναι συνεπή με την υπόθεση ότι η παρουσία μεγάλων εξωτερικών μετόχων επηρεάζει το σχετικό κόστος αντιπροσώπευσης του χρέους και των ιδίων κεφαλαίων. Τα αποτελέσματα παρόμοιων ερευνών στις ΗΠΑ δίνουν αντιφατικά αποτελέσματα. Η έρευνα των Bathala et al (1994) δείχνει ότι ο δείκτης χρέους συνδέεται αρνητικά τόσο με την διαχειριστική ιδιοκτησία όσο και με την εξωτερική ιδιοκτησία ενώ οι Friend & Lang (1988) και Frith (1995) αναφέρουν ότι ο δείκτης χρέους συνδέεται αρνητικά με την διαχειριστική ιδιοκτησία και θετικά με την εξωτερική ιδιοκτησία. Δεδομένου του κενού στην έρευνα των προηγούμενων εργασιών που εξετάζουν την κεφαλαιακή δομή και την ιδιοκτησιακή δομή στις επιχειρήσεις στην Μ. Βρετανία και τις διαφορές ανάμεσα στην κεφαλαιακή δομή σε

επίπεδο μεταξύ των χωρών είναι δύσκολο να κάνουμε συγκρίσεις ανάμεσα σε αυτήν και σε άλλες μελέτες. Κάποιες συγκρίσεις μπορούν να γίνουν μεταξύ της μελέτης του Firth's (1995) στις ΗΠΑ η οποία σε άμεση αντίθεση με την παρούσα εργασία βρίσκει το χρέος να είναι αρνητικά συνδεδεμένο με την διαχειριστική ιδιοκτησία ,θετικά σχετισμένο με την εξωτερική ιδιοκτησία και την εξωτερική ιδιοκτησία να μειώνει την αρνητική σχέση ανάμεσα στο χρέος και την διαχειριστική ιδιοκτησία. Ενώ η κατεύθυνση των σχέσεων διαφέρει ανάμεσα στις δύο μελέτες και οι δυο δείχνουν ότι οι εξωτερικοί μέτοχοι είναι ικανοί να επηρεάσουν την σχέση ανάμεσα στο χρέος και την διαχειριστική ιδιοκτησία, ως εκ τούτου να επηρεάσουν τις επιλογές της διαχείρισης.

Ο **Su (2010)** εξετάζει εάν και σε ποια έκταση η εταιρική διαφοροποίηση σε συγγενείς και μη επιχειρήσεις επηρεάζει τις επιλογές κεφαλαιακής διάθρωσης και εάν η ιδιοκτησιακή δομή σχετίζεται με την κατανόηση των στρατηγικών εταιρικής διαφοροποίησης σε χρηματοδοτικές αποφάσεις που έχουν να κάνουν με την χρηματοδότηση με χρέος ή με ίδια κεφάλαια. Για να καθορίσει το πρόσημο και το μέγεθος των αποτελεσμάτων της διαφοροποίησης στην κεφαλαιακή δομή με τον έλεγχο ενός αριθμού χαρακτηριστικών του κλάδου και της εταιρείας χρησιμοποιεί μονοπαραγοντικές προσεγγίσεις οι οποίες περιλαμβάνουν τον παραμετρικό έλεγχο t δυο δειγμάτων, τον μη παραμετρικό έλεγχο Kolmogorov – Smirnov και τον έλεγχο κατάταξης Kruskal- Wallis καθώς και πολυπαραγοντικές προσεγγίσεις οι οποίες περιλαμβάνουν παλινδρόμηση δεδομένων πάνελ.

Σύμφωνα με τα ευρήματά του η εταιρική διαφοροποίηση σε συγγενείς και μη επιχειρήσεις έχει αντίθετα αποτελέσματα στην κεφαλαιακή τους δομή. Βρίσκει επίσης ότι μια αύξηση στον βαθμό συγγένειας των επιχειρήσεων σχετίζεται με μείωση του χρέους ενώ μια αύξηση της μη συγγένειας συνδέεται με αύξηση του χρέους. Τέλος καταγράφει ισχυρές ενδείξεις ότι οι κρατικά ελεγχόμενες επιχειρήσεις χρησιμοποιούν λιγότερο χρέος για την χρηματοδότηση τους και ότι η κρατική εξουσία αποδυναμώνει την θετική σχέση μη συγγενών επιχειρήσεων και δανεισμού.

Οι **Konijn et al** εξετάζουν την σχέση ανάμεσα στην παρουσία μεγαλομετόχου και την διασπορά των μεγαλομετόχων από την μια μεριά και την αξία της επιχείρησης

όπως μετριέται με τον δείκτη Tobin Q από την άλλη για ένα μεγάλο δείγμα επιχειρήσεων στις ΗΠΑ.

Τα ευρήματα τους είναι ισχυρά για μια ποικιλία μοντέλων προδιαγραφών συμπεριλαμβανομένων του ελέγχου των δικαιωμάτων ελέγχου των μετόχων και εναλλακτικών μέτρων διασποράς όπως ο συντελεστής Gini . Δεν βρίσκουν αποδείξεις για την αλληλεπίδραση ανάμεσα στην παρουσία μεγαλομετόχου και στα δικαιώματα των υπόλοιπων μετόχων, ωστόσο τα αποτελέσματα για το μέγεθος και την παρουσία μεγαλομετόχου δείχνουν ότι μπορεί να υπάρχει περιθώριο για εκμετάλλευση τους από τους μεγαλομετόχους. Τα ευρήματα επίσης είναι σύμφωνα με τις θεωρίες που προβλέπουν ότι δεν υπάρχει μια μονοτονική σχέση ανάμεσα στο μέγεθος των μεγαλομετόχων και την παρουσία τους και την αξία της επιχείρησης όπως του Bolton & von Thadden (1998) και Burkart et al (1997). Τα αποτελέσματα υποστηρίζουν μερικώς θεωρίες οι οποίες αναφέρουν ότι η διασπορά των μεγαλομετόχων έχει αρνητική επίδραση στην αξία της επιχείρησης όπως των Bolton & von Thadden (1998) και Pagano & Roell (1998), Bennedsen & Wolfenzon (2000) και Bloch & Hedge (2001). Αυτό θέτει σε αμφισβήτηση διάφορες θεωρίες στις ΗΠΑ οι οποίες αντιμετωπίζουν τον μεγαλομέτοχο ως βασικό μηχανισμό δημιουργίας αξίας κάτω από πολλαπλές δομές μεγαλομετόχων. Συγκρίνοντας τα εμπειρικά αποτελέσματα για τις ΗΠΑ που παρέχονται από αυτή την εργασία με αυτά που παρέχονται για την Ευρώπη και την Ασία βρίσκουμε μια διαφορετική σχέση μεταξύ δομής μεγαλομετόχου και αξίας της επιχείρησης. Αυτή η σχέση μπορεί να εξαρτάται από τοπικά και θεσμικά χαρακτηριστικά και είναι απαραίτητη περισσότερη έρευνα για να αποκαλύψει την ακριβή σχέση αυτών των διαφορών. Η έρευνα επιβεβαιώνει ότι η αγοραία αξία των επιχειρήσεων με υψηλή συγκέντρωση μεγαλομετόχων διαφέρει από αυτή άλλων επιχειρήσεων, ωστόσο οι διαφορές ανάμεσα στα αποτελέσματα στις ΗΠΑ και στις άλλες περιοχές και η ατελής υποστήριξη των θεωριών οι οποίες υποστηρίζουν ότι η διασπορά των μετοχών επιδρά αρνητικά στην αξία της επιχείρησης υποδεικνύουν την ανάγκη για περισσότερη έρευνα για την κατανόηση του ακριβούς μηχανισμού μέσω του οποίου η δομή διακυβέρνησης με τους πολλαπλούς μεγαλομετόχους επηρεάζει την αξία της επιχείρησης.

Οι **Wellalage and Locke (2011)** εξετάζουν την σχέση μεταξύ ιδιοκτησιακής δομής και δείκτη δανεισμού των μη εισηγμένων επιχειρήσεων της Νέας Ζηλανδίας

χρησιμοποιώντας δεδομένα πάνελ για την περίοδο 1998 – 2009. Παρότι η επιλογή συμμετοχής του χρέους στην κεφαλαιακή τους δομή είναι σημαντική για όλες τις εταιρείες οι επιδράσεις κλίμακας μπορεί να επηρεάσουν τον βαθμό επιρροής των διάφορων οικονομικών θεωριών σχετικά με την κεφαλαιακή διάθρωση. Για να ελέγξουν την επίδραση της εσωτερικής ιδιοκτησίας χρησιμοποιούν δεδομένα δυναμικού πάνελ εκτιμώντας τα με την γενικευμένη μέθοδο των ροπών και χρησιμοποιούν τον έλεγχο αιτιότητας κατά Granger για να δοκιμάσουν το αποτέλεσμα της επίδρασης του δανεισμού και της εσωτερικής ιδιοκτησίας. Τα αποτελέσματα που βρίσκουν δείχνουν μια αντίστροφη σχέση μεταξύ δανεισμού και εσωτερικής ιδιοκτησίας καθώς και ότι η αύξηση της εσωτερικής ιδιοκτησίας αυξάνει την διαχειριστική περιχαράκωση ενώ μικρότερη εσωτερική ιδιοκτησία οδηγεί σε μη ευθυγράμμιση των συμφερόντων διαχειριστών και ιδιοκτητών. Επιπλέον αυτή η μελέτη βρίσκει αντίστροφη σχέση ανάμεσα στην εσωτερική ιδιοκτησία και τον δείκτη δανεισμού. Καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι η οικονομική πολιτική είναι απαραίτητο να διαφέρει ανάλογα με τον τύπο της επιχείρησης, τα χαρακτηριστικά του κλάδου και της επιχείρησης και θα πρέπει να προσαρμόζεται στις ανάγκες των επιχειρήσεων σύμφωνα με το μέγεθός τους.

Ο **Shyu Jonchi (2011)** ερευνά πως τα προβλήματα αντιπροσώπευσης και οι εσωτερικές αγορές κεφαλαίου σε συνδεδεμένες επιχειρήσεις επηρεάζονται αμοιβαία από την ιδιοκτησιακή δομή, την κεφαλαιακή δομή και την απόδοση. Η μέθοδος που χρησιμοποιεί είναι η παλινδρόμηση ελαχίστων τετραγώνων δυο σταδίων με την τεχνική της καθοριστικής μεταβλητής σε δεδομένα πάνελ.

Τα εμπειρικά ευρήματα φανερώνουν μια σχέση κοίλη, ανάμεσα στην εσωτερική ιδιοκτησία και στην απόδοση. Επιπλέον η ευθυγράμμιση της ιδιοκτησίας και του ελέγχου καθορίζει την σχέση μεταξύ ιδιοκτησιακής δομής και απόδοσης για τις συνδεδεμένες επιχειρήσεις. Οι αποφάσεις κεφαλαιακής δομής των συνδεδεμένων επιχειρήσεων είναι ανεξάρτητες από την απόδοση των επιχειρήσεων και την εσωτερική ιδιοκτησία, υποστηρίζοντας την άποψη ότι οι αποφάσεις αυτές καθορίζονται από το σύνολο των χαρακτηριστικών του επιχειρηματικού ομίλου παρά από αυτά των ατομικών επιχειρήσεων. Οι επιχειρηματικοί όμιλοι μπορούν να μειώσουν τα προβλήματα αντιπροσώπευσης τα οποία προκύπτουν στις ομάδες συνδεδεμένων επιχειρήσεων αυξάνοντας την εσωτερική ιδιοκτησία την

χρηματοδότηση με χρέος και την πληρωμή μερισμάτων. Δεν είναι ξεκάθαρο αν η ενδογένεια αποτελεί συνέπεια των κοινών χαρακτηριστικών των ομάδων συνδεδεμένων επιχειρήσεων ή το αποτέλεσμα του ταυτοχρονισμού που υπάρχει μεταξύ ιδιοκτησιακής δομής, κεφαλαιακής δομής και απόδοσης.

Οι **Paligorova & Xu (2011)** εξετάζουν τις πυραμιδικές επιχειρήσεις και τα κίνητρά τους στην χρησιμοποίηση χρέους.

Ερευνώντας δείγμα 7.877 επιχειρήσεων των χωρών της G7 για τα έτη 2003 έως 2006, βρίσκουν ότι οι πυραμιδικές επιχειρήσεις έχουν σημαντικά υψηλότερο δανεισμό από τις μη πυραμιδικές και ότι η χρησιμοποίηση χρέους είναι συνδεδεμένη με τον κίνδυνο απαλλοτρίωσης από τους τελικούς ιδιοκτήτες.

Από τα ευρήματα δεν προκύπτουν στοιχεία για την ενίσχυση του ελέγχου την πειθάρχηση, την μείωση φόρων και τον επιμερισμό του κινδύνου για την χρησιμοποίηση χρέους στην χρηματοδότηση. Τα αποτελέσματα φανερώνουν ότι η κεφαλαιακή δομή των πυραμίδων επηρεάζεται από τις δραστηριότητες απαλλοτρίωσης των τελικών ιδιοκτητών οι οποίοι και έχουν αυξημένα δικαιώματα ελέγχου. Επίσης τεκμηριώνουν ότι πάνω από το ένα τρίτο των επιχειρήσεων στις χώρες της G7 έχουν πυραμιδική ιδιοκτησιακή δομή και περισσότερες από τις μισές αυτές επιχειρήσεις έχουν περισσότερους από ένα μεγαλομετόχους με δυνατότητα ελέγχου.

Οι **Lee & Kuo (2012)** ερευνούν πως η τελική ιδιοκτησιακή δομή και οι εταιρικοί φόροι επηρεάζουν την ισορροπία της σχέσης αντιστάθμισης μεταξύ διαχειριστικής ιδιοκτησίας και χρέους στην μείωση του κόστους αντιπροσώπευσης.

Εξετάζουν εταιρείες (εκτός του ασφαλιστικού και του χρηματοοικονομικού κλάδου) εισηγμένες στο χρηματιστήριο της Ταϊβάν για την περίοδο 1996- 2006. Το μέγεθος του αρχικού δείγματος είναι 5501 παρατηρήσεις ανά έτος και μετά την διαγραφή των ελλিপών στοιχείων είναι 5027 παρατηρήσεις ανά έτος. Η μέθοδος που εφαρμόζουν είναι ταυτόχρονη παλινδρόμηση ελαχίστων τετραγώνων δυο σταδίων για τον έλεγχο πιθανής ενδογένειας μεταξύ διαχειριστικής ιδιοκτησίας και χρέους.

Βασιζόμενοι στο μοντέλο της αντιστάθμισης αναπτύσσουν ένα θεωρητικό υπόβαθρο το οποίο χαρακτηρίζει η παρουσία ενός κύριου μετόχου σαν ελεγκτή των δράσεων των διευθυντικών στελεχών. Δείχνουν ότι το χρέος και η διαχειριστική ιδιοκτησία είναι εναλλακτικοί μηχανισμοί μείωσης του κόστους αντιπροσώπευσης και ως εκ

τούτου υπάρχει μια σχέση αντιστάθμισης μεταξύ τους. Επιπλέον ο φορολογικός συντελεστής μια επιχείρησης δημιουργεί φορολογικές ασπίδες εξαιτίας της έκπτωσης πληρωμών τόκων και ως εκ τούτου δυναμώνει την επίδραση των επιχειρηματικών τόκων στην σχέση αντιπροσώπευσης εξαιτίας της ελάττωσης του κόστους χρέους. Δείχνουν επίσης ότι τα δικαιώματα ελέγχου του βασικού μετόχου αποδυναμώνουν την σχέση αντιστάθμισης μεταξύ χρέους και διαχειριστικής ιδιοκτησίας και ότι υψηλότερα δικαιώματα ελέγχου αποδυναμώνουν την επίδραση του φορολογικού συντελεστή μιας επιχείρησης στην σχέση αντιπροσώπευσης.

Ο **Farooq (2013)** εξετάζει κατά πόσο η συγκέντρωση ιδιοκτησίας, (βασική μεταβλητή για τις συγκρούσεις αντιπροσώπευσης), επηρεάζει την κεφαλαιακή δομή των επιχειρήσεων στις αναδύμενες αγορές. Οι περισσότερες έρευνες έως τώρα για την σχέση μεταξύ κεφαλαιακής δομής και ιδιοκτησιακής δομής έχουν διεξαχθεί σε περισσότερο αναπτυγμένες χώρες. Η σχέση αντιπροσώπευσης μεταξύ εσωτερικών και εξωτερικών ιδιοκτητών επηρεάζει τις εταιρικές αποφάσεις οι οποίες με την σειρά τους έχουν επίδραση σε χαρακτηριστικά της επιχείρησης, όπως ο δανεισμός. Χρησιμοποιώντας ανάλυση παλινδρόμησης σε διαστρωματικά δεδομένα ελέγχει τα αποτελέσματα της συγκέντρωσης ιδιοκτησίας σε χώρες της Μέσης Ανατολής και στην Βόρειο Αφρική κατά το διάστημα μεταξύ 2005 και 2009.

Τα αποτελέσματα της έρευνας φανερώνουν ότι η συγκέντρωση ιδιοκτησίας επηρεάζει αρνητικά την κεφαλαιακή δομή καθώς επίσης ότι για ένα ποσοστό συγκέντρωσης ιδιοκτησίας το ποσοστό του χρέους στην κεφαλαιακή δομή αυξάνει καθώς η ασυμμετρία πληροφόρησης μειώνεται. Τέλος τα αποτελέσματα φανερώνουν ότι για δεδομένο επίπεδο συγκέντρωσης ιδιοκτησίας οι αναπτυσσόμενες επιχειρήσεις με χαμηλή ασυμμετρία είναι εκείνες με χαμηλότερο ποσοστό χρέους στην κεφαλαιακή τους δομή.

Αποδεικνύεται ότι οι ασυμμετρίες πληροφόρησης που σχετίζονται με την συγκέντρωση ιδιοκτησίας ελαττώνουν την ικανότητα της επιχείρησης να δανειστεί και για τον λόγο αυτό οδηγούν σε μια αρνητική σχέση μεταξύ της συγκέντρωσης ιδιοκτησίας και της κεφαλαιακής δομής. Επιπλέον η απροθυμία από την πλευρά των μετόχων να δανειστούν υπερβολικά προκειμένου να ελαχιστοποιήσουν το ρίσκο έχει αρνητική επίδραση στην κεφαλαιακή δομή.

Ο **Ganguli (2013)** στην εργασία του ερευνά εμπειρικά πως η ιδιοκτησιακή δομή επιδρά στην κεφαλαιακή δομή των εισηγμένων εταιρειών μεσαίας κεφαλαιοποίησης στην Ινδία καθώς και αν η κεφαλαιακή δομή σαν εξωγενής μεταβλητή, έχει επίσης ρόλο σαν ερμηνευτική μεταβλητή στον καθορισμό της ιδιοκτησιακής δομής.

Η ανάλυση των δεδομένων πραγματοποιείται με μοντέλο παλινδρόμηση σταθερής επίδρασης για δεδομένα πάνελ πέντε ετών (2005- 2009) για να βρεθεί η σχέση μεταξύ δανεισμού και ιδιοκτησιακής δομής.

Τα εμπειρικά ευρήματα στις Ινδικές επιχειρήσεις δείχνουν ότι η ιδιοκτησιακή δομή έχει επίδραση στην κεφαλαιακή δομή αλλά όχι το αντίστροφο. Συνεπώς με τις θεωρητικές προβλέψεις τα εμπειρικά ευρήματα αποκαλύπτουν ότι ο δανεισμός είναι θετικά σχετισμένος με την συγκέντρωση της ιδιοκτησίας και έχει αρνητική σχέση με την διάχυση της συμμετοχής . Τα ευρήματα είναι σύμφωνα με την υπόθεση της διοικητικής περιχαράκωσης και την θεωρία της ιεράρχησης της κεφαλαιακής δομής και βοηθούν στην κατανόηση του γιατί στο χρηματοπιστωτικό σύστημα στην Ινδία το οποίο κυριαρχείται από τράπεζες και χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς ο δανεισμός είναι στενά συνδεδεμένος με την συγκεντρωμένη ιδιοκτησία και γιατί τα παρακρατούμενα κέρδη είναι ο προτιμότερος τρόπος χρηματοδότησης για επιχειρήσεις με διεσπαρμένη ιδιοκτησία.

Οι **Sun et al (2013)** εξετάζουν το εάν και σε ποιο βαθμό οι συγκρούσεις αντιπροσώπευσης στην ιδιοκτησιακή δομή επηρεάζουν τον δείκτη δανεισμού της εταιρείας και τις αποφάσεις για εξωτερική χρηματοδότηση, χρησιμοποιώντας ένα γενικό δείγμα εταιρειών του Ηνωμένου Βασιλείου για την περίοδο 1998 – 2012.

Στην ανάλυση τους χρησιμοποιούν δυο κύριες μεταβλητές για την ιδιοκτησία : την διαχειριστική μετοχική ιδιοκτησία και την θεσμική ιδιοκτησία. Τα εμπειρικά ευρήματα δείχνουν μια μη μονοτονική σχέση μεταξύ διαχειριστικής μετοχικής ιδιοκτησίας και δείκτη χρέους. Σε χαμηλότερα επίπεδα διαχειριστικής μετοχικής ιδιοκτησίας η σχέση με τον δανεισμό είναι θετική υποστηρίζοντας την θεωρία της ευθυγράμμισης των κινήτρων των Jensen & Meckling, 1976. Αυτό επειδή η υψηλότερη διαχειριστική μετοχική ιδιοκτησία παίζει σπουδαίο ρόλο στην ευθυγράμμιση των κινήτρων μεταξύ διευθυντών και μετόχων οδηγώντας σε μείωση του κόστους του χρέους. Ωστόσο αυτή η σχέση γίνεται αρνητική για ένα μικρό ποσοστό επιχειρήσεων με υψηλότερη διαχειριστική μετοχική ιδιοκτησία κάτι το

οποίο μπορεί να εξηγηθεί από την θεωρία της διαχειριστικής περιχαράκωσης (Fama & Jensen, 1983). Εταιρικοί διαχειριστές που κατέχουν υψηλό ποσοστό μετοχών είναι σε καλύτερη θέση να προστατεύσουν τα ατομικά τους συμφέροντα από τον κίνδυνο της χρεοκοπίας που σχετίζεται με τον υψηλό δείκτη χρέους. Τα αποτελέσματα ως προς το μέρος αυτό είναι σύμφωνα με τις μελέτες των Brailsford et al. (2002) και Florakis & Ozkan (2009).

Τα ευρήματα δείχνουν ότι η θεσμική ιδιοκτησία έχει θετική επίδραση στον δείκτη δανεισμού της επιχείρησης, παρότι ένας υψηλός βαθμός θεσμικής ιδιοκτησίας μειώνει την πιθανότητα έκδοσης ομολόγων.

Καταλήγουν πρώτον, ότι οι υψηλής θεσμικής ιδιοκτησίας επιχειρήσεις έχουν κίνητρα να εκδώσουν περισσότερα ομόλογα και λιγότερες μετοχές και δεύτερον ότι τέτοιες επιχειρήσεις είναι πιθανόν να στραφούν σε άλλους τύπους χρέους για την χρηματοδότησή τους.

Τα ευρήματα κατά την εξέταση της επίδρασης της ιδιοκτησιακής δομής στις αποφάσεις εξωτερικής χρηματοδότησης υποδεικνύουν ότι επιχειρήσεις με υψηλότερη διαχειριστική μετοχική ιδιοκτησία προτιμούν να εκδίδουν μετοχές παρά ομόλογα για να αποφύγουν το ρίσκο της χρεοκοπίας και να διατηρήσουν τον έλεγχο. Οι διερεύνηση των παραπάνω υποθέσεων γίνεται με την χρήση πολλαπλών μοντέλων με την μέθοδο των ελαχίστων τετραγώνων.

Οι **Reddy & Locke (2014)** εξετάζουν τη φύση των πρακτικών εταιρικής διακυβέρνησης που ακολουθείται από συνεταιριστικές επιχειρήσεις και ταμεία ασφάλισης στην Νέα Ζηλανδία καθώς και τον αν υπάρχει σχέση ανάμεσα στην ιδιοκτησιακή δομή των συνεταιρισμών την κεφαλαιακή τους διάθρωση και στο κόστος αντιπροσώπευσης. Η έρευνα επίσης εξετάζει αν και κατά πόσο μεταβλήθηκε η κεφαλαιακή δομή των παραπάνω επιχειρήσεων κατά την περίοδο 2005-2011.

Για την ανάλυση των δεδομένων πάνελ για την περίοδο αυτή χρησιμοποιείται γραμμική παλινδρόμηση με την μέθοδο των ελαχίστων τετραγώνων (OLS). Σαν εξαρτημένες μεταβλητές έχουν χρησιμοποιηθεί τα λειτουργικά έξοδα προς πωλήσεις, η αξιοποίηση του ενεργητικού και ο δείκτης ROA.

Τα ευρήματα φανερώνουν ότι αύξηση στον αριθμό των ανεξάρτητων διευθυντών, η εμπειρία των μελών του διοικητικού συμβουλίου και το μέγεθος (μετρούμενο από τις συνολικές ετήσιες πωλήσεις) μειώνουν το κόστος αντιπροσώπευσης στους

συνεταιρισμούς και στα ταμεία ασφάλισης στην Νέα Ζηλανδία. Επίσης ο δανεισμός από μέλη των παραπάνω εταιρικών μορφών και όχι από τράπεζες μειώνει το κόστος αντιπροσώπευσης και αυξάνει την κερδοφορία τους. Ωστόσο οι συγγραφείς επισημαίνουν ότι πρέπει να δοθεί ιδιαίτερη προσοχή στην γενίκευση των παραπάνω συμπερασμάτων καθώς αυτά προέρχονται μόνο από την Νέα Ζηλανδία και από ένα πολύ μικρό δείγμα.

Οι **Lu & Jhuang (2014)** εξετάζουν την επίδραση των χρηματοοικονομικών περιορισμών στην ανάπτυξη της επιχείρησης λαμβάνοντας υπόψη έξι τύπους ιδιοκτησιακής δομής. Σύμφωνα με την θεωρία της χρηματοοικονομικής διοίκησης και την θεωρία της ασύμμετρης πληροφόρησης τα εξωτερικά κεφάλαια είναι κοστοβόρα για τις μικρές επιχειρήσεις, ωστόσο κάποιες ιδιοκτησιακές δομές μπορούν να μειώσουν αισθητά την ευαισθησία των ταμειακών ροών. Στην εργασία αυτή λαμβάνουν υπόψη διαφορετικούς τύπους ιδιοκτησίας για να μελετήσουν την αύξηση των ταμειακών ροών και την ευαισθησία τους.

Τα αποτελέσματα εξάγονται από δεδομένα δυναμικού πάνελ, στο πλαίσιο συγκεκριμένων εμπειρικών μοντέλων.

Καταλήγουν ότι η ευαισθησία στις ταμειακές ροές μειώνεται σημαντικά όταν οι διαχειριστές ελέγχουν μεγαλύτερο μέρος των μετοχών και όταν η επιχείρηση ανήκει σε ένα όμιλο ετερογενών δραστηριοτήτων.

Οι **Chung & Wang (2014)** εξετάζουν την δυναμική σχέση μεταξύ της θεσμικής ιδιοκτησίας και της κεφαλαιακής δομής των επιχειρήσεων. Η περίοδος του δείγματος είναι από το 1985 έως το 2008. Τα δεδομένα της έρευνας προέρχονται από τις εξής τρεις πηγές: Τα στοιχεία σχετικά με την θεσμική ιδιοκτησία αντλούνται από την βάση δεδομένων παρατηρήσεων θεσμικής ιδιοκτησίας CDA. Τα στοιχεία για τις τιμές των μετοχών, τις αποδόσεις των μετοχών την κεφαλαιοποίηση των εταιρειών αντλούνται από την βάση δεδομένων του κέντρου ερευνών στις τιμές των μετοχών. Τέλος τα λογιστικά στοιχεία προέρχονται από την βάση δεδομένων της Compustat.

Για να προσδιορίσουν την σχέση μεταξύ θεσμικής ιδιοκτησίας και κεφαλαιακής δομής της επιχείρησης και τις πιθανές αλληλεπιδράσεις με άλλα χαρακτηριστικά χρησιμοποιούν ένα πολυπαραγοντικό μοντέλο παλινδρόμησης.

Τα ερωτήματα που εξετάζονται είναι α) Πως οι αλλαγές στην θεσμική ιδιοκτησία επηρεάζουν τον δανεισμό (συνολικός δανεισμός και απόκλιση δανεισμού από τον μέσο όρο) και β) Πως οι αλλαγές στα μέτρα δανεισμού επηρεάζουν τις αλλαγές στην θεσμική ιδιοκτησία.

Βρίσκουν ότι ο δανεισμός των επιχειρήσεων μειώνεται όταν η θεσμική ιδιοκτησία αυξάνεται. Το αποτέλεσμα αυτό υποδηλώνει ότι μια εταιρεία μειώνει το επίπεδο χρέους της καθώς οι θεσμικοί επενδυτές υποκαθιστούν τον ρόλο τιθάσευσης που έχει το χρέος. Επίσης βρίσκουν ότι ο μη βέλτιστος δανεισμός της εταιρείας μειώνεται όταν η θεσμική ιδιοκτησία αυξάνει και η θεσμική ιδιοκτησία μειώνεται όταν ο μη βέλτιστος δανεισμός αυξάνεται. Αυτά τα ευρήματα φανερώνουν ότι τα θεσμικά όργανα όχι μόνο παρακολουθούν αποτελεσματικά την κεφαλαιακή δομή της επιχείρησης αλλά επίσης πωλούν τις μετοχές τους όταν είναι δυσαρεστημένα από τις επιλογές και τις αποδόσεις της επιχείρησης. Επιπλέον βρίσκουν ότι ο μη βέλτιστος δανεισμός είναι πιο έντονος όταν οι θεσμικοί επενδυτές έχουν λιγότερες επιχειρηματικές σχέσεις με την εταιρεία ή όταν η ασυμμετρία πληροφόρησης στην αγορά είναι υψηλή.

Οι **Pirzada et al (2015)** εξετάζουν την σχέση μεταξύ θεσμικών μετόχων και της απόδοσης της επιχείρησης όπως μετρείται από τους δείκτες ROA, ROE, PE, EPS και την κεφαλαιακή δομή όπως μετρείται από τον δείκτη μακροχρόνιου δανεισμού προς κεφάλαιο των εταιρειών που είναι εισηγμένες στο χρηματιστήριο αξιών της Μαλαισίας για την περίοδο 2001 έως 2005.

Τα αποτελέσματά που βρίσκουν φανερώνουν ότι υπάρχει ισχυρή σχέση μεταξύ κεφαλαιακής δομής και απόδοσης της επιχείρησης με την θεσμική ιδιοκτησία. Αντιθέτως βρέθηκε ότι η θεσμική ιδιοκτησία δεν επιδρά σημαντικά στην κεφαλαιακή δομή της επιχείρησης μετρούμενη από τον δείκτη μακροπρόθεσμου χρέους προς κεφάλαιο κάτι που μπορεί να σημαίνει ότι οι Μαλαισιανές επιχειρήσεις προτιμούν να καλύπτουν τις χρηματοδοτικές ανάγκες τους από εσωτερικά κεφάλαια παρά από εξωτερικές πηγές.

Ο **McCumber (2015)** διερευνά την κεφαλαιακή δομή ενός μεγάλου δείγματος ατομικών επιχειρήσεων των ΗΠΑ από το 2004 έως το 2013. Το δείγμα αποτελείται από ατομικές επιχειρήσεις εκτός χρηματοοικονομικού κλάδου με πλήρη στοιχεία για την κεφαλαιακή τους δομή στη βάση δεδομένων Capital IQ. Αποτελείται από 4.537

επιχειρήσεις για τα έτη 2004 έως 2013 οι οποίες παρουσιάζουν σημαντική ανομοιογένεια ως προς τον μέγεθος, τον κλάδο και την κεφαλαιακή δομή. Δεδομένης της σημαντικής ανομοιογένειας του δείγματος η μελέτη προσπαθεί να επεκτείνει την συζήτηση για την κεφαλαιακή δομή πέρα από τις μεγάλες, δημόσιες επιχειρήσεις. Στις μικρές ατομικές επιχειρήσεις εξαρτάται πως ορίζεται ο δανεισμός. Είναι δυνατόν μια εταιρεία να θεωρείται ότι έχει υψηλό δανεισμό ακόμα και σε σημείο αρνητικής καθαρής παρούσας αξίας όταν τον ορίζουμε ως χρέος προς περιουσιακά στοιχεία ενώ η ίδια επιχείρηση μπορεί να θεωρηθεί μέτρια δανεισμένη όταν εξετάζουμε την δυνατότητα να εξυπηρετεί το χρέος σε σχέση με τις ταμειακές της ροές.

Σύμφωνα με τα ευρήματά του ο δανεισμός αρχικά ερμηνεύεται από τα παρατηρήσιμα χαρακτηριστικά της επιχείρησης, κάτι που υποστηρίζει την θεωρία της σύμβασης. Ειδικότερα οι μεγαλύτερες, πιο κερδοφόρες, με μεγαλύτερη ρευστότητα επιχειρήσεις είναι λιγότερο δανεισμένες ενώ οι επιχειρήσεις με πολλά πάγια περιουσιακά στοιχεία και μεγάλη διαφάνεια εκδίδουν περισσότερο χρέος. Όσον αφορά την ανομοιογένεια του χρέους οι ατομικές επιχειρήσεις οι οποίες είναι μικρότερες και πιο αδιαφανείς σε σχέση με τις μεγάλες εταιρείες έχουν πιο συγκεντρωμένη κεφαλαιακή δομή χρέους κάτι το οποίο μπορεί να οφείλεται σε μειωμένη πρόσβαση στις αγορές κεφαλαίου με συμβατικούς όρους αποδεκτούς τόσο από τους δανειζόμενους όσο και τους πιστωτές.

Στον πίνακα 4.1.1 που ακολουθεί γίνεται μια συνοπτική παρουσίαση με χρονολογική σειρά των μελετών που αναφέρθηκαν προηγουμένως.

Πίνακας 4.1.1 Συνοπτική παρουσίαση διεθνών ερευνητικών εργασιών στην κεφαλαιακή & ιδιοκτησιακή δομή

A/A	Συγγραφέας/Έτος	Ερευνητικός στόχος	Συμπεράσματα
1	Agrawal & Nagarajan (1990)	Ερευνούν κατά πόσο ο διαχειριστικός έλεγχος των δικαιωμάτων ψήφου και οι οικογενειακές σχέσεις είναι σημαντικός παράγοντας για την εξάλειψη του δανεισμού	Συμπεραίνουν ότι όλες οι εταιρίες ιδίων κεφαλαίων εμφανίζουν υψηλότερα επίπεδα διαχειριστικής κατοχής μετοχών, περισσότερο εκτεταμένες οικογενειακές σχέσεις μεταξύ των κορυφαίων διαχειριστών και υψηλότερες θέσεις ρευστότητας σε σχέση με αντίστοιχο δείγμα επιχειρήσεων με δανεισμό. Επιπλέον οι κορυφαίοι μάνατζερ των επιχειρήσεων με ίδια κεφάλαια με οικογενειακή συμμετοχή στις εταιρικές λειτουργίες έχουν μεγαλύτερο έλεγχο των εταιρικών δικαιωμάτων ψήφου παρά τους μάνατζερ των εταιριών με ίδια κεφάλαια χωρίς οικογενειακή συμμετοχή.
2	Ghaganti & Damanpour (1991)	Εστιάζουν στον ρόλο των θεσμικών ιδιοκτητών και ερευνούν ποιες είναι οι σχέσεις μεταξύ εξωτερικών θεσμικών μετόχων από την μια μεριά και της κεφαλαιακής δομής και της απόδοσης της εταιρείας από την άλλη και κατά πόσο το μέγεθος κατοχής μετοχών από εταιρικά στελέχη, οικογενειακούς ιδιοκτήτες και θεσμικούς επενδυτές συμβάλει στην διαμόρφωση αυτών των σχέσεων.	Βρίσκουν ότι η συμμετοχή εταιρικών στελεχών επηρεάζει την σχέση μεταξύ εξωτερικών θεσμικών μετόχων και της απόδοσης της επιχείρησης Εσωτερικές και εξωτερικές συμμαχίες αλληλεπιδρούν μεταξύ τους για να επηρεάσουν την συμπεριφορά της επιχείρησης. Το μέγεθος των κατεχόμενων μετοχών από θεσμικούς επενδυτές σχετίζεται σημαντικά με την κεφαλαιακή δομή και τον δείκτη ROE.
3	Mc Connell & Servaes (1992)	Εξετάζουν εμπειρικά την σχέση μεταξύ εταιρικής αξίας, δανεισμού και μετοχικής ιδιοκτησίας.	Τα αποτελέσματα της έρευνας δείχνουν ότι για τις εταιρείες υψηλής ανάπτυξης η εταιρική αξία συσχετίζεται αρνητικά με τον δανεισμό ενώ για τις εταιρείες χαμηλής ανάπτυξης η εταιρική αξία είναι θετικά συσχετισμένη με τον δανεισμό. Τα αποτελέσματα επίσης φανερώνουν ότι η κατανομή της μετοχικής ιδιοκτησίας μεταξύ

			στελεχών, θεσμικών επενδυτών, μεγαλομετόχων και ατομικών εξωτερικών μετόχων, είναι οριακά μεγαλύτερης σημασίας στις χαμηλής ανάπτυξης παρά στις υψηλής ανάπτυξης επιχειρήσεις. Η ερμηνεία των αποτελεσμάτων τους δείχνει ότι η πολιτική χρέους και η μετοχική ιδιοκτησία είναι σημαντικές για την εταιρεία και ότι η σημασία τους διαφέρει μεταξύ των εταιρειών.
4	Grier & Zychowicz (1994)	Εξετάζουν την επίδραση της ιδιοκτησίας από θεσμικούς επενδυτές στις αποφάσεις κεφαλαιακής δομής των επιχειρήσεων. Σκοπός τους είναι να διερευνήσουν αν η θεσμική ιδιοκτησία η οποία ποικίλει ανάμεσα στις επιχειρήσεις είναι σημαντική ώστε να επηρεάσει τις αποφάσεις χρηματοδότησης.	Βρίσκουν ότι η θεσμική συγκέντρωση της ιδιοκτησίας μπορεί να υποκαταστήσει τον πειθαρχικό και σηματοδοτικό ρόλο του χρέους. Επίσης παρατηρούν μια σημαντική αρνητική σχέση ανάμεσα στη χρήση χρέους και στο ποσοστό που κατέχεται από τους θεσμικούς επενδυτές. Τα ευρήματα που αναφέρονται στην εργασία αυτή δείχνουν ότι η θεσμική επιρροή μέσω της διαδικασίας διακυβέρνησης δεν είναι ανεξάρτητη από τις εταιρικές χρηματοδοτικές αποφάσεις.
5	Wansley et al (1996)	Μελετούν την σχέση μεταξύ χρέους και εσωτερικής ιδιοκτησίας.	Βρίσκουν ότι αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου που κατέχεται από στελέχη της επιχείρησης μειώνει το κόστος έκδοσης χρέους, όμως σε υψηλά επίπεδα εσωτερικής ιδιοκτησίας το κόστος αντιπροσώπευσης του χρέους αυξάνεται καθώς τα στελέχη καταναλώνουν πρόσθετες παροχές σε βάρος των εξωτερικών μετόχων.
6	Thomsen & Pedersen (2000)	Εξετάζουν την επίδραση της ιδιοκτησιακής δομής στην οικονομική απόδοση της επιχείρησης σε 435 από τις μεγαλύτερες Ευρωπαϊκές επιχειρήσεις.	Ο έλεγχος για τον κλάδο, την κεφαλαιακή δομή και τις εθνικές επιδράσεις δείχνει μια θετική επίδραση της συγκέντρωσης ιδιοκτησίας στην αξία των μετοχών και στην κερδοφορία οι οποίες όμως εξασθενούν σε υψηλά επίπεδα ιδιοκτησίας. Το αποτέλεσμα της ιδιοκτησιακής συγκέντρωσης διαπιστώθηκε ότι εξαρτάται από την ταυτότητα του ιδιοκτήτη. Επιπλέον η ταυτότητα του μεγαλομετόχου : οικογένεια, τράπεζα, θεσμικός επενδυτής ή άλλες εταιρείες, έχει σημαντική επίπτωση στην εταιρική στρατηγική και στην απόδοση.

			Επισημαίνουν ακόμα ότι όπως προκύπτει από την θεωρία της αντιπροσώπευσης η ιδιοκτησία είναι ένας σημαντικός μηχανισμός για την άσκηση του εταιρικού ελέγχου αλλά δεν είναι ο μόνος. Εναλλακτικοί τρόποι όπως η πίεση χρέους, οι αγορές στελεχών και ο ανταγωνισμός της αγοράς προϊόντος μπορούν να χρησιμοποιηθούν για τον έλεγχο των διευθυντικών στελεχών και την μείωση των συγκρούσεων αντιπροσώπευσης.
7	Brailsford et al (2002)	Μελετούν την σχέση μεταξύ κεφαλαιακής και ιδιοκτησιακής δομής στο πλαίσιο της θεωρίας της αντιπροσώπευσης.	Τα ευρήματά τους παρέχουν στήριξη για μια θετική σχέση μεταξύ εξωτερικών μεγαλομετόχων και δανεισμού και μια μη γραμμική σχέση μεταξύ του επιπέδου της διαχειριστικής ιδιοκτησίας και του δανεισμού. Επίσης φανερώνουν ότι η σχέση μεταξύ εξωτερικής ιδιοκτησίας από μεγαλομετόχους και δανεισμού ποικίλει σε όλα τα επίπεδα της διαχειριστικής ιδιοκτησίας. Τα αποτελέσματα αυτά είναι σύμφωνα με την θεωρία της ευθυγράμμισης των συμφερόντων και της διευθυντικής περιχαράκωσης.
8	Driffield et al (2007)	Μελετούν τις επιδράσεις της ιδιοκτησιακής δομής στην κεφαλαιακή δομή και την αξία επιχείρησης	Βρήκαν ότι ο διαχωρισμός των ταμειακών ροών από τα δικαιώματα ελέγχου μπορεί να ελαττώσει την αξία της επιχείρησης σε συνολικό επίπεδο κάτι που όμως μπορεί να αναστραφεί σε επίπεδο διοικούμενων από τον ιδιοκτήτη οικογενειακών επιχειρήσεων
9	Tse & Jia (2007)	Διερευνούν το είδος των επιχειρήσεων που είναι πιθανότερο να χρησιμοποιήσουν την κεφαλαιακή δομή τους για σηματοδότηση και ιδιαίτερα ερευνούν τις επιδράσεις της εταιρικής ιδιοκτησίας στις αποφάσεις σηματοδότησης της εταιρείας.	Τα εμπειρικά ευρήματα δείχνουν ότι η κεφαλαιακή διάθρωση δεν χρησιμοποιείται το ίδιο σαν εργαλείο σηματοδότησης και εταιρείες με εσωτερική ιδιοκτησία λιγότερη η ίση με 1,14 τοις εκατό είναι πιθανότερο να χρησιμοποιήσουν την κεφαλαιακή δομή για σηματοδότηση.
10	Najjar & Taylor (2008)	Η μελέτη αυτή στοχεύει να διερευνήσει σχέση μεταξύ ιδιοκτησιακής δομής και κεφαλαιακής δομής σε μια αναπτυσσόμενη	Τα αποτελέσματα δείχνουν ότι η κεφαλαιακή δομή των Ιορδανικών επιχειρήσεων επηρεάζεται από τους ίδιους καθοριστικούς παράγοντες όπως συμβαίνει και στις αναπτυγμένες αγορές δηλαδή :

		αγορά, όπως είναι η αγορά της Ιορδανίας.	κερδοφορία, μέγεθος επιχείρησης, ρυθμός ανάπτυξης, δείκτης αγοραίας προς λογιστική αξία, περιουσιακή δομή και ρευστότητα. Επιπλέον η θεσμική ιδιοκτησιακή δομή βρέθηκε να καθορίζεται από : περιουσιακή δομή, επιχειρηματικό κίνδυνο, ευκαιρίες ανάπτυξης και μέγεθος της επιχείρησης. Τέλος τα αποτελέσματα αποκαλύπτουν ότι η παγιοποίηση των περιουσιακών στοιχείων, το μέγεθος της επιχείρησης, ευκαιρίες μεγέθυνσης, και επιχειρηματικός κίνδυνος θεωρούνται από κοινού καθοριστικοί παράγοντες της ιδιοκτησιακής δομής και της κεφαλαιακής δομής.
11	Cespedes et al (2008)	Εξετάζουν τους καθοριστικούς παράγοντες της κεφαλαιακής διάρθρωσης των εταιρειών της Λατινικής Αμερικής χρησιμοποιώντας ένα δείγμα επτά χωρών.	Αποδεικνύουν ότι οι ιδιοκτησιακά συγκεντρωμένες επιχειρήσεις αποφεύγουν να εκδώσουν νέες μετοχές επειδή δεν επιθυμούν να μοιραστούν τον έλεγχο. Τα ευρήματά τους δείχνουν μια θετική σχέση μεταξύ δανεισμού και συγκέντρωσης ιδιοκτησίας όπως επίσης φανερώνουν και μια θετική σχέση μεταξύ δανεισμού και ανάπτυξης. Επίσης μεγάλες επιχειρήσεις με πάγια περιουσιακά στοιχεία και χαμηλή κερδοφορία παρουσιάζουν υψηλό δανεισμό.
12	King & Santor (2008)	Εξετάζουν πως η οικογενειακή ιδιοκτησία επηρεάζει την απόδοση και την κεφαλαιακή δομή στις επιχειρήσεις του Καναδά.	Διαπιστώνουν ότι οι ανεξάρτητες οικογενειακές επιχειρήσεις με μια τάξη μετοχών έχουν παρόμοια αγοραία απόδοση, ανώτερη λογιστική απόδοση με βάση την απόδοση των περιουσιακών τους στοιχείων και υψηλότερο χρηματοοικονομικό δανεισμό με βάση τον δείκτη χρέους προς σύνολο ενεργητικού με τις πολυμετοχικές επιχειρήσεις. Σε αντίθεση οικογενειακές επιχειρήσεις με δύο τάξεις μετοχών έχουν αποτιμήσεις χαμηλότερες του 17% του μέσου όρου σε σύγκριση με πολυμετοχικές επιχειρήσεις ενώ παρουσιάζουν τον ίδιο δείκτη ROA και χρηματοοικονομικό δανεισμό.
13	Margaritis & Psilaki (2009)	Εξετάζουν την σχέση μεταξύ κεφαλαιακής δομής, ιδιοκτησιακής δομής και απόδοσης σε δείγμα Γαλλικών βιομηχανικών	Οι περισσότερο συγκεντρωμένες ιδιοκτησίες σχετίζονται με περισσότερο χρέος στην κεφαλαιακή τους δομή, δεν βρέθηκαν στοιχεία ότι ο τύπος της ιδιοκτησιακής δομής έχει επίδραση στις επιλογές δανεισμού. Υψηλότερος δανεισμός συνδέεται με

		επιχειρήσεων	βελτιωμένη αποδοτικότητα
14	Short et al (2010)	Αυτή η εργασία εξετάζει εμπειρικά τα αποτελέσματα της ιδιοκτησίας από τους διαχειριστές και της ιδιοκτησίας από μεγάλους εξωτερικούς μετόχους στην κεφαλαιακή δομή των εταιρειών από την οπτική της θεωρίας της αντιπροσώπευσης	Καταλήγουν ότι ο δείκτης δανεισμού συνδέεται θετικά με την διαχειριστική ιδιοκτησία και αρνητικά με την ιδιοκτησία μεγάλων εξωτερικών μετόχων. Επιπλέον η παρουσία ενός μεγάλου εξωτερικού μετόχου ενεργεί προς αναίρεση της θετικής σχέσης ανάμεσα στον δείκτη δανεισμού και της διαχειριστικής ιδιοκτησίας
15	Su (2010)	Εξετάζει εάν και σε ποια έκταση η εταιρική διαφοροποίηση σε συγγενείς και μη επιχειρήσεις επηρεάζει τις επιλογές κεφαλαιακής διάθρωσης και εάν η ιδιοκτησιακή δομή σχετίζεται με τις στρατηγικές εταιρικής διαφοροποίησης, σε χρηματοδοτικές αποφάσεις που έχουν να κάνουν με την χρηματοδότηση με χρέος ή με ίδια κεφάλαια.	Τα αποτελέσματά τους δείχνουν ότι η εταιρική διαφοροποίηση σε συγγενείς και μη επιχειρήσεις έχει αντίθετα αποτελέσματα στην κεφαλαιακή τους δομή ήτοι μια αύξηση στον βαθμό συγγένειας των επιχειρήσεων σχετίζεται με μείωση του χρέους ενώ μια αύξηση της μη συγγένειας συνδέεται με αύξηση του χρέους. Επιπλέον βρήκαν ισχυρές ενδείξεις ότι οι κρατικά ελεγχόμενες επιχειρήσεις χρησιμοποιούν λιγότερο την χρηματοδότηση χρέους και ότι η κρατική εξουσία αποδυναμώνει την θετική σχέση μη συγγενών επιχειρήσεων και δανεισμού.
16	Konijn et al (2011)	Εξετάζουν για ένα μεγάλο δείγμα επιχειρήσεων στις ΗΠΑ την σχέση ανάμεσα στην παρουσία μεγαλομετόχου, την διασπορά των μεγαλομετόχων και την αξία της επιχείρησης	Συμπεραίνουν ότι υπάρχει αρνητική συσχέτιση της αξίας των εταιρειών και της διασποράς των μεγαλομετόχων. Επίσης υπάρχει διαφορετική σχέση μεταξύ δομής μεγαλομετόχου και αξίας της επιχείρησης στις ΗΠΑ σε σχέση με την Ευρώπη και την Ασία. Αυτή η σχέση μπορεί να εξαρτάται από τοπικά και θεσμικά χαρακτηριστικά. Η έρευνα επιβεβαιώνει ότι η αγοραία αξία των επιχειρήσεων με υψηλή συγκέντρωση μεγαλομετόχων διαφέρει από αυτή άλλων επιχειρήσεων.
17	Wellalage and Locke (2011)	Εξετάζουν την σχέση μεταξύ ιδιοκτησιακής δομής και δείκτη δανεισμού των μη εισηγμένων επιχειρήσεων της Νέας	Τα αποτελέσματα που βρίσκουν δείχνουν ότι υπάρχει αντίστροφη σχέση μεταξύ δανεισμού και εσωτερικής ιδιοκτησίας καθώς και ότι η αύξηση της εσωτερικής ιδιοκτησίας αυξάνει την διαχειριστική

		Ζηλανδίας.	περιχαράκωση, ενώ μικρότερη εσωτερική ιδιοκτησία οδηγεί σε μη ευθυγράμμιση των συμφερόντων διαχειριστών και ιδιοκτητών. Επιπλέον αυτή η μελέτη βρίσκει αντίστροφη σχέση ανάμεσα στην εσωτερική ιδιοκτησία και τον δείκτη δανεισμού.
18	Shyu (2011)	Ερευνά πως τα προβλήματα αντιπροσώπευσης και οι εσωτερικές αγορές κεφαλαίου σε συνδεδεμένες επιχειρήσεις επηρεάζονται αμοιβαία από την ιδιοκτησιακή δομή, την κεφαλαιακή δομή και την απόδοση	Τα εμπειρικά ευρήματα φανερώνουν μια μη γραμμική σχέση, σχήματος U, ανάμεσα στην εσωτερική ιδιοκτησία και στην απόδοση. Επιπλέον αποκαλύπτεται ότι η ευθυγράμμιση της ιδιοκτησίας και του ελέγχου καθορίζει την σχέση μεταξύ ιδιοκτησιακής δομής και απόδοσης για τις συνδεδεμένες επιχειρήσεις. Οι αποφάσεις κεφαλαιακής δομής των συνδεδεμένων επιχειρήσεων είναι ανεξάρτητες από την απόδοση των επιχειρήσεων και την εσωτερική ιδιοκτησία, αλλά καθορίζονται από το σύνολο των χαρακτηριστικών του επιχειρηματικού ομίλου και όχι των ατομικών επιχειρήσεων.
19	Paligorova & Xu (2012)	Εξετάζουν τα κίνητρα για την χρησιμοποίηση χρέους στις πυραμιδικές επιχειρήσεις.	Τεκμηριώνουν ότι πάνω από το ένα τρίτο των επιχειρήσεων στις χώρες της G7 έχουν πυραμιδική ιδιοκτησιακή δομή και περισσότερες από τις μισές από αυτές επιχειρήσεις έχουν περισσότερους από έναν μεγαλομετόχους με δυνατότητα έλεγχου
20	Lee & Kuo (2012)	Ερευνούν πως η τελική ιδιοκτησιακή δομή και οι εταιρικοί φόροι επηρεάζουν την ισορροπία της σχέσης αντιστάθμισης μεταξύ διαχειριστικής ιδιοκτησίας και χρέους στην μείωση του κόστους αντιπροσώπευσης.	Δείχνουν ότι το χρέος και η διαχειριστική ιδιοκτησία είναι εναλλακτικοί μηχανισμοί μείωσης του κόστους αντιπροσώπευσης και ως εκ τούτου υπάρχει μια σχέση αντιστάθμισης μεταξύ τους. Επιπλέον δείχνουν ότι ο φορολογικός συντελεστής μια επιχείρησης δημιουργεί φορολογικές ασπίδες και ως εκ τούτου δυναμώνει την επίδραση των επιχειρηματικών τόκων στην σχέση αντιπροσώπευσης εξαιτίας της ελάττωσης του κόστους χρέους. Δείχνουν τέλος ότι τα δικαιώματα ελέγχου του βασικού μετόχου αποδυναμώνουν την σχέση αντιστάθμισης μεταξύ χρέους και διαχειριστικής ιδιοκτησίας και ότι υψηλότερα δικαιώματα ελέγχου

			αποδυναμώνουν την επίδραση του φορολογικού συντελεστή μιας επιχείρησης στην σχέση αντιπροσώπευσης.
21	Farooq (2013)	Εξετάζει κατά πόσο η συγκέντρωση ιδιοκτησίας, που αποτελεί βασική μεταβλητή στις συγκρούσεις αντιπροσώπευσης, επηρεάζει την κεφαλαιακή δομή των επιχειρήσεων στις αναδυόμενες αγορές.	Τα αποτελέσματα της έρευνας φανερώνουν ότι η συγκέντρωση ιδιοκτησίας επηρεάζει αρνητικά την κεφαλαιακή δομή, επίσης για ένα ποσοστό συγκέντρωσης ιδιοκτησίας το ποσοστό του χρέους στην κεφαλαιακή δομή αυξάνει καθώς η ασυμμετρία πληροφόρησης μειώνεται. Τέλος τα αποτελέσματα φανερώνουν ότι για δεδομένο επίπεδο συγκέντρωσης ιδιοκτησίας οι αναπτυσσόμενες επιχειρήσεις με χαμηλή ασυμμετρία είναι εκείνες με χαμηλότερο ποσοστό χρέους στην κεφαλαιακή τους δομή.
22	Ganguli (2013)	Ερευνά εμπειρικά πως η ιδιοκτησιακή δομή επιδρά στην κεφαλαιακή δομή εισηγμένων εταιριών μεσαίας κεφαλαιοποίησης στην Ινδία και αν η κεφαλαιακή δομή σαν εξωγενής μεταβλητή έχει επίσης ρόλο σαν ερμηνευτική μεταβλητή στην ιδιοκτησιακή δομή.	Τα εμπειρικά ευρήματα στις ινδικές επιχειρήσεις δείχνουν ότι η ιδιοκτησιακή δομή έχει επίδραση στην κεφαλαιακή δομή αλλά όχι το αντίστροφο. Σύμφωνα με τις θεωρητικές προβλέψεις τα εμπειρικά ευρήματα αποκαλύπτουν ότι ο δανεισμός είναι θετικά σχετισμένος με την συγκέντρωση ιδιοκτησίας και σχετίζεται αρνητικά με την διάχυση της ιδιοκτησίας. Τα ευρήματα είναι σύμφωνα με την υπόθεση της διοικητικής περιχαράκωσης και την θεωρία της ιεράρχησης της κεφαλαιακής δομής.
23	Sun et al (2013)	Εξετάζουν εάν και σε ποιόν βαθμό οι συγκρούσεις αντιπροσώπευσης στην ιδιοκτησιακή δομή επηρεάζουν τον δείκτη δανεισμού της εταιρείας και τις αποφάσεις για εξωτερική χρηματοδότηση στις εταιρείες του Ηνωμένου Βασιλείου.	Βρίσκουν ότι η θεσμική ιδιοκτησία έχει θετική επίδραση στον δείκτη δανεισμού της επιχείρησης, παρότι ένας υψηλός βαθμός θεσμικής ιδιοκτησίας μειώνει την πιθανότητα της έκδοσης χρέους. Τα ευρήματά επίσης αποκαλύπτουν ότι επιχειρήσεις με υψηλότερη διαχειριστική ιδιοκτησία προτιμούν να εκδίδουν μετοχές παρά χρέος για να αποφύγουν το ρίσκο της χρεοκοπίας και να διατηρήσουν τον εταιρικό τους έλεγχο.
24	Reddy & Locke (2014)	Εξετάζουν τη φύση των πρακτικών εταιρικής διακυβέρνησης που ακολουθείται από συνεταιριστικές	Τα ευρήματα φανερώνουν ότι αύξηση στον αριθμό των ανεξάρτητων διευθυντών, η εμπειρία των μελών του διοικητικού συμβουλίου και το μέγεθος (μετρούμενο από τις συνολικές ετήσιες

		επιχειρήσεις και ταμεία ασφάλισης στην Νέα Ζηλανδία καθώς και αν υπάρχει σχέση ανάμεσα στην ιδιοκτησιακή δομή των συνεταιρισμών την κεφαλαιακή τους διάθρωση και στο κόστος αντιπροσώπευσης.	πωλήσεις) μειώνουν το κόστος αντιπροσώπευσης στους συνεταιρισμούς και στα ταμεία ασφάλισης στην Νέα Ζηλανδία. Επίσης ο δανεισμός από μέλη των παραπάνω εταιρικών μορφών και όχι από τράπεζες μειώνει το κόστος αντιπροσώπευσης και αυξάνει την κερδοφορία τους
25	Lu & Jhuang (2014)	Η εργασία αυτή εξετάζει την επίδραση των χρηματοοικονομικών περιορισμών στην ανάπτυξη της επιχείρησης λαμβάνοντας υπόψη της έξι τύπους της ιδιοκτησιακής δομής. Η εργασία λαμβάνει υπόψη της διαφορετικούς τύπους ιδιοκτησίας για να μελετήσει την αύξηση των ταμειακών ροών και την ευαισθησία τους.	Η ευαισθησία στις ταμειακές ροές μειώνεται σημαντικά όταν οι διαχειριστές ελέγχουν μεγαλύτερο μέρος των μετοχών και όταν η επιχείρηση ανήκει σε ένα όμιλο ετερογενών δραστηριοτήτων. Τα ευρήματα επίσης δείχνουν ότι μικρές και νεοϊδρυόμενες επιχειρήσεις αναπτύσσονται γρηγορότερα. Τα έξοδα έρευνας και ανάπτυξης και τα έξοδα διαφήμισης ενισχύουν την ανάπτυξη της επιχείρησης όπως κάνουν η κερδοφορία και οι άφθονες ταμειακές ροές.
26	Chung & Wang (2014)	Εξετάζουν την δυναμική σχέση μεταξύ της θεσμικής ιδιοκτησίας και της κεφαλαιακής δομής των επιχειρήσεων.	Βρίσκουν ότι ο δανεισμός των επιχειρήσεων μειώνεται όταν η θεσμική ιδιοκτησία αυξάνει. Το αποτέλεσμα αυτό υποδηλώνει ότι μια εταιρεία μειώνει το επίπεδο χρέους της καθώς οι θεσμικοί επενδυτές υποκαθιστούν τον ρόλο παρακολούθησης του χρέους. Ακόμα βρίσκουν ότι ο μη βέλτιστος δανεισμός της εταιρείας μειώνεται όταν η θεσμική ιδιοκτησία αυξάνει και η θεσμική ιδιοκτησία μειώνεται όταν ο μη βέλτιστος δανεισμός αυξάνεται. Τα ευρήματα αυτά φανερώνουν ότι τα θεσμικά όργανα όχι μόνο παρακολουθούν αποτελεσματικά την κεφαλαιακή δομή της επιχείρησης αλλά επίσης πωλούν τις μετοχές τους όταν είναι δυσαρεστημένοι με αυτήν.
27	Pirzada et al (2015)	Διερευνούν την σχέση μεταξύ θεσμικών μετόχων απόδοσης της επιχείρησης όπως μετριέται από τους δείκτες ROA, ROE,	Τα αποτελέσματά που βρίσκουν φανερώνουν ότι υπάρχει ισχυρή σχέση μεταξύ κεφαλαιακής δομής και απόδοσης της επιχείρησης με την θεσμική ιδιοκτησία. Αντιθέτως βρίσκουν ότι η θεσμική

		<p>PE, EPS και την κεφαλαιακή δομή όπως μετριέται από τον δείκτη μακροχρόνιου δανεισμού προς κεφάλαιο, εταιρειών εισηγμένων στο χρηματιστήριο αξιών της Μαλαισίας για την περίοδο 2001 έως 2005.</p>	<p>ιδιοκτησία δεν επιδρά σημαντικά στην κεφαλαιακή δομή της επιχείρησης μετρούμενη από τον δείκτη μακροπρόθεσμου χρέους προς κεφάλαιο κάτι που μπορεί να σημαίνει ότι οι Μαλαισιανές επιχειρήσεις προτιμούν να καλύπτουν τις χρηματοδοτικές ανάγκες τους από εσωτερικά κεφάλαια παρά από εξωτερικούς πιστωτές.</p>
28	McCumber (2015)	<p>Διερευνά την κεφαλαιακή δομή ενός μεγάλου δείγματος ατομικών επιχειρήσεων στις ΗΠΑ από το 2004 έως το 2013.</p>	<p>Σύμφωνα με τα ευρήματά του ο δανεισμός αρχικά ερμηνεύεται από τα παρατηρήσιμα χαρακτηριστικά της επιχείρησης. Ειδικότερα οι μεγαλύτερες, πιο κερδοφόρες, με μεγαλύτερη ρευστότητα επιχειρήσεις είναι λιγότερο δανεισμένες ενώ οι επιχειρήσεις με πολλά πάγια περιουσιακά στοιχεία και μεγάλη διαφάνεια εκδίδουν περισσότερο χρέος. Όσον αφορά την ανομοιογένεια του χρέους οι ατομικές επιχειρήσεις οι οποίες είναι μικρότερες και πιο αδιαφανείς σε σχέση με τις μεγάλες εταιρείες έχουν πιο συγκεντρωμένη κεφαλαιακή δομή χρέους κάτι το οποίο μπορεί να οφείλεται σε μειωμένη πρόσβαση στις αγορές κεφαλαίου με συμβατικούς όρους αποδεκτούς τόσο από τους δανειζόμενους όσο και τους πιστωτές.</p>

Πίνακας 4.1.2 Συνοπτική παρουσίαση προσδιοριστικών παραγόντων και επιδράσεων στην μόχλευση και αποδοτικότητα των επιχειρήσεων

A/A	ΣΥΓΓΡΑΦΕΑΣ	ΤΙΤΛΟΣ ΜΕΛΕΤΗΣ	ΕΞΑΡΤΗΜΕΝΕΣ ΜΕΤΑΒΛΗΤΕΣ	ΔΕΙΓΜΑ/ΠΗΓΗ ΔΕΔΟΜΕΝΩΝ	ΑΝΕΞΑΡΤΗΤΕΣ ΜΕΤΑΒΛΗΤΕΣ (ΕΠΙΔΡΑΣΕΙΣ)
1	Agrawal & Nagarajan (1990)	Corporate capital structure, agency costs, and ownership control : The case of all equity firms	Χρηματοοικονομική δομή Διαχειριστική ιδιοκτησία	Δείγμα 104 επιχειρήσεις Χρονικός ορίζοντας 5 έτη (1979-1983) Πηγή δεδομένων: Compustat database	Καθαρές πωλήσεις (not sig.) Αγοραία αξία ιδίων κεφαλαίων (+) Εργαζόμενοι (not sig.) Μέτοχοι (-) Μακροπρόθεσμο χρέος προς αξία της εταιρείας (-) Βραχυπρόθεσμο χρέος προς σύνολο ενεργητικού (-) Κυκλοφορούν ενεργητικό προς βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις (+) Κυκλοφορούν Ενεργητικό προς βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις (+) Μετρητά και εμπορεύσιμα χρεόγραφα προς σύνολο του ενεργητικού (+) Ποσοστό μετοχών κατεχόμενων από : <ul style="list-style-type: none"> • Βασικούς Διαχειριστές (+) • Δευτερεύοντες διαχειριστές (not sig.)

					<ul style="list-style-type: none"> • Διευθυντές και προϊσταμένους (+)
2	Chaganti & Damanpour (1991)	Institutional ownership, capital structure and firm performance	Δείκτης δανειακής επιβάρυνσης Απόδοση	<p>Δείγμα 80 επιχειρήσεις</p> <p>Χρονικός ορίζοντας 3 έτη (1983-1985)</p> <p>Πηγή δεδομένων : Value line, proxy</p>	<p>Μετοχές κατεχόμενες από θεσμικούς επενδυτές (+)</p> <p>Μετοχές κατεχόμενες από εταιρικά στελέχη (-)</p> <p>Μετοχές κατεχόμενες από μέλη της οικογένειας (not sign.)</p> <p>Μετοχές κατεχόμενες από εσωτερικούς θεσμικούς επενδυτές (-)</p> <p>ROA (not sign.)</p> <p>ROE (+)</p> <p>P/E (not sign.)</p> <p>Συνολική απόδοση μετοχών (not sign.)</p>
3	McConnell & Servaes (1994)	Equity ownership and the two faces of debt	Δείκτης Tobin's Q	<p>Δείγμα 830 επιχειρήσεις</p> <p>Χρονικός ορίζοντας 3 έτη (1976,1986,1988)</p> <p>Πηγή δεδομένων: Compustat, Value line , Disclosure</p>	<p>Αγοραία αξία του χρέους προς εκτιμώμενο κόστος αντικατάστασης του ενεργητικού(+)</p> <p>Κοινές μετοχές (%) κατεχόμενες από εταιρικά στελέχη, διευθυντές και μέλη του διοικητικού συμβουλίου (+)</p> <p>Κοινές μετοχές κατεχόμενες από εξωτερικούς μετόχους οι οποίοι κατέχουν περισσότερο από 5% των</p>

					<p>κοινών μετοχών (+)</p> <p>Κοινές μετοχές (%) κατεχόμενες από θεσμικούς επενδυτές (+)</p> <p>Ετήσια έξοδα ερευνών και ανάπτυξης προς το σύνολο του Ενεργητικού (-)</p> <p>Ετήσια διαφημιστικά έξοδα προς το κόστος αντικατάστασης του ενεργητικού (-)</p>
4	Grier & Zychowicz (1994)	Institutional Investors, corporate discipline and the role of debt	Δείκτης δανειακής επιβάρυνσης	<p>Δείγμα 327 επιχειρήσεις</p> <p>Χρονικός ορίζοντας 10 έτη (1979-1988)</p> <p>Πηγή δεδομένων : Compustat database</p>	<p>Κέρδη προ φόρων και τόκων προς σύνολο Ενεργητικού (-)</p> <p>Τυπική απόκλιση των κερδών προ τόκων και φόρων προς σύνολο Ενεργητικού (-)</p> <p>Μέγεθος επιχείρησης (+)</p> <p>Μη δανειακές φορολογικές ασπίδες (+)</p> <p>Έξοδα ερευνών και ανάπτυξης σε κλίμακα του συνόλου Ενεργητικού (-)</p> <p>Ποσοστό μετοχών κατεχόμενων από εταιρικά στελέχη (+)</p> <p>Ποσοστό μετοχών κατεχόμενων από θεσμικούς επενδυτές (-)</p>

5	Wansley et al (2006)	Further evidence on the relation between corporate ownership structure and debt	Δείκτης δανειακής επιβάρυνσης	<p>Δείγμα 19 επιχειρήσεις</p> <p>Χρονικός ορίζοντας 5 έτη (1985-1989)</p> <p>Πηγή δεδομένων : Compustat database</p>	<p>Αποσβέσεις (-)</p> <p>Μεταβλητότητα (not sig.)</p> <p>Διαφοροποίηση (-)</p> <p>Αγοραία προς λογιστική αξία ιδίων κεφαλαίων (+)</p> <p>Μέγεθος επιχείρησης (+)</p> <p>Εσωτερική ιδιοκτησία (+)</p> <p>Διαχειριστική ιδιοκτησία (+)</p>
6	Thomsen & Pedersen (2000)	Ownership structure and economic performance in the largest European companies	Αγοραία προς λογιστική αξία ιδίων κεφαλαίων	<p>Δείγμα 435 επιχειρήσεις</p> <p>Χρονικός ορίζοντας 10 έτη (1990-1995)</p> <p>Πηγή δεδομένων: Worldscope data base</p>	<p>Ιδιοκτησιακή συγκέντρωση (+)</p> <p>Ταυτότητα ιδιοκτησίας (+/-)</p> <p>Κλάδος (dummy)</p> <p>Εθνικότητα (dummy)</p> <p>Πωλήσεις (-)</p> <p>Market capitalization/equity (+)</p> <p>ROA (-)</p> <p>Beta (-)</p> <p>Alpha (not sig.)</p> <p>Ρυθμός αύξησης πωλήσεων (not sig.)</p>

					<p>Ρυθμός ανάπτυξης ιδίων κεφαλαίων (not sig.)</p> <p>Συνολικό χρέος/ίδια κεφάλαια (+)</p> <p>Πληρωμές Μερισμάτων (not sig.)</p> <p>Πραγματικό επιτόκιο (not sig.)</p> <p>Δείκτης ρευστότητας (Μετρητά προς περιουσιακά στοιχεία) (-)</p>
7	Brailsford et al (2002)	On the relation between ownership structure and capital structure	Δείκτης δανειακής επιβάρυνσης	<p>Δείγμα 49 επιχειρήσεις</p> <p>Χρονικός ορίζοντας 6 έτη (1989-1995)</p> <p>Πηγή δεδομένων : Australian Stock Exchange</p>	<p>Ιδιοκτησιακό ποσοστό των 5 μεγαλύτερων μετόχων (+)</p> <p>Διαχειριστική ιδιοκτησία (+)</p> <p>Μέγεθος (+)</p> <p>Μεταβλητότητα (-)</p> <p>Ανάπτυξη (-)</p> <p>Λειτουργικά έσοδα προ φόρων συν αποσβέσεις και χρεολύσια μείον φόρους και πληρωτέα μερίσματα (-)</p> <p>Λειτουργικά έσοδα προ φόρων και τόκων (-)</p> <p>Ασώματα περιουσιακά στοιχεία (+)</p> <p>Ετήσια έξοδα αποσβέσεων (+)</p>

8	Driffield et all (2007)	How does ownership structure affect capital structure and firm value	<p>Δείκτης δανειακής επιβάρυνσης</p> <p>Αξία της εταιρείας</p>	<p>Δείγμα σε κάθε χώρα 321/656/493/287 επιχειρήσεις</p> <p>Χρονικός ορίζοντας 5 έτη (1994-1998)</p> <p>Πηγή δεδομένων : Worldscope, CDFL</p>	<p>Σε κάθε χώρα του δείγματος : Ινδονησία, Κορέα, Μαλαισία, Ταϊλάνδη</p> <p>Μέγεθος εταιρείας (-/-/+)</p> <p>Ανάπτυξη των πωλήσεων (not. Sign)</p> <p>Ηλικία της εταιρείας (ns/ns/+ns)</p> <p>Ποσοστό επενδύσεων (ns/+ns/ns)</p> <p>Διαφοροποίηση (ns/+ns/+)</p> <p>Συγκέντρωση (σε ποσοστό) (+/+/+ns)</p> <p>Συγκέντρωση >50%</p> <p>Έλεγχος υπερβαλλόντων αποθεμάτων μετρητών (CEC) (+/+/+)</p>
9	Tse & Jia (2007)	The impacts of corporate ownership structure on the incentive of using capital structure to signal	<p>Δείκτης δανειακής επιβάρυνσης</p>	<p>Δείγμα 327 επιχειρήσεις,</p> <p>Χρονικός ορίζοντας 5 έτη (1995-1999)</p> <p>Πηγή δεδομένων : Handbook compiled by Primark Extel</p>	<p>Εσωτερική ιδιοκτησία (-/not sig.)</p> <p>Βασικός μέτοχος (-/+)</p> <p>Κεφαλαιοποίηση της αγοράς (+/+)</p> <p>Μερισματική απόδοση (not sig./+)</p>

10	Najjar & Taylor (2008)	The relationship between capital structure and ownership structure	Δείκτης δανειακής επιβάρυνσης	<p>Δείγμα 86 επιχειρήσεις</p> <p>Χρονικός ορίζοντας 10 έτη (1994-2003)</p> <p>Πηγή δεδομένων : Jordanian Shareholding Companies Guide</p>	<p>Μετοχές κατεχόμενες από θεσμικούς επενδυτές (-)</p> <p>Θεσμική ιδιοκτησία (+/-)</p> <p>Δείκτης μερισματικής απόδοσης (-/+)</p> <p>ROE (-)</p> <p>Τυπική απόκλιση των περιουσιακών στοιχείων της επιχείρησης (-)</p> <p>Παγιοποίηση (+)</p> <p>Ρευστότητα (+)</p> <p>Αγοραία προς λογιστική αξία (+)</p> <p>Σύνολο Ενεργητικού (+)</p>
11	Cespedes et al (2009)	Ownership and capital structure in Latin America	Δείκτης δανειακής επιβάρυνσης	<p>Δείγμα 806 επιχειρήσεις</p> <p>Χρονικός ορίζοντας 10 έτη (1996-2005)</p> <p>Πηγή δεδομένων : Economatica database</p>	<p>Ευκαιρίες ανάπτυξης (+)</p> <p>Παγιοποίηση περιουσιακών στοιχείων (+)</p> <p>Μέγεθος (+)</p> <p>Κερδοφορία (-)</p>
12	King & Santor (2008)	Family values : Ownership structure, performance and capital	Δείκτης δανειακής επιβάρυνσης	<p>Δείγμα 613 επιχειρήσεις</p> <p>Χρονικός ορίζοντας 8 έτη (1998-2005)</p>	<p>Σύνολο Ενεργητικού (+)</p> <p>Ανάπτυξη πωλήσεων (not sig.)</p> <p>Μέσος Tobin'sQ του κλάδου (not sig.)</p>

		structure of Canadian firms	Απόδοση	Πηγή δεδομένων : Statistics Canada intercorporate database	<p>ROA (-)</p> <p>Ηλικία εταιρείας (not sig.)</p> <p>TSE300 Ψευδομεταβλητή (ίση με 1 αν η εταιρεία είναι στον δείκτη T300) (-)</p> <p>Δείκτης Capex προς πωλήσεις (+)</p> <p>Μετρητά προς περιουσιακά στοιχεία (-)</p> <p>Ψευδομεταβλητή για οικογενειακή ιδιοκτησία (+)</p> <p>Ψευδομεταβλητή για εταιρική ιδιοκτησία (not sig.)</p> <p>Ψευδομεταβλητή ως προς την χρηματοοικονομική κατάσταση (+)</p> <p>Διαφορά μεταξύ δικαιωμάτων ελέγχου και δικαιωμάτων ταμειακών ροών (not sig.)</p> <p>Ψευδομεταβλητή μετοχών διπλής τάξης (not sig.)</p> <p>Ψευδομεταβλητή ως προς την πυραμιδική μορφή (-)</p>
13	Margaritis & Psilaki (2009)	Capital structure, equity	Απόδοση επιχείρησης Δείκτης δανειακής	Δείγμα 1188 παρατηρήσεις από τον κλάδο της Βιομηχανίας χημικών, 3.253	<p>Κερδοφορία (+) (-)</p> <p>Μέγεθος εταιρείας (+/not sig.)</p>

		ownership and firm performance	επιβάρυνσης	παρατηρήσεις από τον κλάδο των Η/Υ και R&D και 1.705 παρατηρήσεις από την βιομηχανία υφασμάτων Χρονικός ορίζοντας 4 έτη (2002-2005) Πηγή δεδομένων : Diane database (bureau Van Dijk)	Παγιοποίηση (-) (+/not sig.) Ασώματα περιουσιακά στοιχεία (-/not sig.) (-/+not sig) Ανάπτυξη πωλήσεων (+/not sig) (+) Συγκέντρωση ιδιοκτησίας (+/-/not sig) (+/not sig)
14	Short et al (2002)	Capital Structure, Management Ownership and Large External Shareholders : A UK Analysis	Δείκτης δανειακής επιβάρυνσης	Δείγμα 226 επιχειρήσεις Χρονικός ορίζοντας 5 έτη (1988-1992) Πηγή δεδομένων : London Stock Exchange	Διαχειριστική ιδιοκτησία (+) Αξία εγγυήσεων περιουσιακών στοιχείων (not sign.) Κερδοφορία (-) Ανάπτυξη (not sign.) Επιχειρηματικός κίνδυνος (not sign) Μοναδικότητα του προϊόντος (-) Μέγεθος εταιρείας (+)
15	Su (2010)	Ownership structure, corporate diversification and capital structure. Evidence from	Δείκτης δανειακής επιβάρυνσης	Δείγμα : 789 επιχειρήσεις Χρονικός ορίζοντας 7 έτη (2000-'07) Πηγή δεδομένων : China Stock market and	ROA (-) ROA κατά την διάρκεια τριών ετών (not Sig.) Παγιοποίηση (not Sig.) Μη δανειακές φορολογικές ασπίδες (-) Αγοραία αξία των περιουσιακών στοιχείων προς συνολική αξία

		China's publicly listed firms		Accounting Research database Financial statement publicly available on web	<p>περιουσιακών στοιχείων (-) Εμπορεύσιμες μετοχές προς σύνολο μετοχών (not sig.) Αριθμός μελών του ΔΣ (-) Αριθμός ανεξάρτητων μελών του ΔΣ (not Sig.) CEO and Board Chair (Not Signif.) Log of Total Assets (+) AGE (+)</p>
16	Konijn et al	Blockholder dispersion and firm value	Δείκτης Tobin's Q	<p>Δείγμα : 3.722 παρατηρήσεις</p> <p>Χρονικός ορίζοντας : 6 έτη (1996-2001)</p> <p>Πηγή δεδομένων : Compustat data base, Center for research security prices (CRSP)</p>	<p>ROA (+)</p> <p>Δείκτης δανειακής επιβάρυνσης (-)</p> <p>Παγιοποίηση στοιχείων Ενεργητικού (-)</p> <p>Μέγεθος (-)</p> <p>Επενδύσεις (+)</p> <p>Δείκτης ρευστότητας Amihud (-)</p> <p>Κύκλος εργασιών (+)</p> <p>Beta (+)</p> <p>Αποτελεσματικότητα διοίκησης (-)</p> <p>Εταιρική ιδιοκτησία (+/not sig.)</p> <p>Εξωτερική ιδιοκτησία (-/not sig.)</p> <p>Δείκτης Herfindahl (+)</p>

					Συντελεστής Ginit (not sig.)
17	Wellalage & Locke (2014)	Impact of ownership structure on capital structure of New Zealand unlisted firms	Δείκτης δανειακής επιβάρυνσης (Σύνολο χρέους προς σύνολο ενεργητικού)	Δείγμα: 5027 επιχειρήσεις Χρονικός ορίζοντας 11 έτη (1996-2006) Πηγή δεδομένων : Taiwan Economic Journal (TEJ) Data Bank	Εσωτερική ιδιοκτησία (-) Μέγεθος εταιρείας (-) Κλάδος (+) Ανάπτυξη (-) Κερδοφορία (+) Παγιοποίηση (+) Κίνδυνος (+)
18	Shyu (2013)	Ownership structure, capital structure, and performance of group affiliation. Evidence from Taiwanese group affiliated firms	Απόδοση Κεφαλαιακή δομή Ιδιοκτησιακή δομή	Δείγμα 1.926 παρατηρήσεις Χρονικός ορίζοντας 9 έτη (1999-2007) Πηγή δεδομένων Taiwan Economic journal (TEJ) database	Μέγεθος εταιρείας (-/+/-) Κερδοφορία (+/-/0) Ευκαιρίες ανάπτυξης (+/0/0) Μερίσματα πληρωτέα σε σχέση με τα κέρδη της εταιρείας (+/+/-) Έξοδα έρευνας και ανάπτυξης (-/-/+) Λειτουργικός κίνδυνος (0/-/+)

19	Paligorova & Xu (2012)	Complex ownership and capital structure	Δείκτης δανειακής επιβάρυνσης	<p>Δείγμα 7.877 επιχειρήσεις</p> <p>Χρονικός ορίζοντας 4 έτη (2003-2006)</p> <p>Πηγή δεδομένων: OSIRIS database (bureau Van Dijk)</p>	<p>Πυραμιδική διάθρωση (+)</p> <p>Κερδοφορία (-)</p> <p>Παγιοποίηση (+)</p> <p>Αγοραία προς λογιστική αξία (-)</p> <p>Πωλήσεις (+)</p>
20	Lee & Kuo (2013)	Effects of ultimate ownership structure and corporate tax on capital structures : Evidence from Taiwan	<p>Δείκτης δανειακής επιβάρυνσης</p> <p>Διαχειριστική ιδιοκτησία</p>	<p>Δείγμα 5.027 παρατηρήσεις</p> <p>Χρονικός ορίζοντας 11 έτη (1996-2006)</p> <p>Πηγή δεδομένων : Taiwan Economic Journal (TEJ) Data Bank</p>	<p>Διαχειριστική ιδιοκτησία (-)</p> <p>Μερίσματα ανά μετοχή (+)</p> <p>Εξωτερική θεσμική ιδιοκτησία (+)</p> <p>Ανάπτυξη (+)</p> <p>Συντελεστής συνολικού κινδύνου Beta (-)</p> <p>Μέγεθος (-)</p> <p>ROA (+)</p> <p>Πάγιο ενεργητικό (+)</p> <p>Φορολογικό καθεστώς (+)</p> <p>Έλεγχος (-)</p> <p>Απόκλιση (-)</p> <p>Αποσβέσεις (+)</p>

					TLC (-)
21	Farooq (2015)	Effect of ownership concentration on capital structure : evidence from MENA region	Δείκτης δανειακής επιβάρυνσης (Σύνολο χρέους προς σύνολο ενεργητικού, σύνολο χρέους προς ίδια κεφάλαια, σύνολο χρέους προς συνολική αξία)	Δείγμα όλες οι επιχειρήσεις εκτός χρηματοοικονομικού κλάδου στην περιοχή MENA Χρονικός ορίζοντας 19 έτη (1985-2008) Πηγή δεδομένων: CDA/Spectrum institutional ownership database Center of research in Security Prices database Compustat database	Ιδιοκτησιακή συγκέντρωση (-) Μέγεθος (+) Κέρδη ανά μετοχή (-) Παγιοποίηση (+) Ανάπτυξη (+) Κέρδη διανεμόμενα ως μερίσματα (-) Πολυπλοκότητα (+) Νομικό καθεστώς (-)
22	Ganguli (2013)	Capital structure- does ownership structure matter? Theory and Indian evidence	Δείκτης δανειακής επιβάρυνσης	Δείγμα 81 επιχειρήσεις Χρονικός ορίζοντας 6 έτη (1985-2008) Πηγή δεδομένων : database Center for Monitoring Indian Economy (CMIE)	Κερδοφορία (-) Κίνδυνος (-) Παγιοποίηση (-) Ανάπτυξη (+) Μέγεθος (-) Μετοχές που κατέχονται από τον ιδιοκτήτη στο σύνολο των μετοχών (+) Κατεχόμενες από τρίτους μετοχές στο σύνολο των μετοχών (-)

23	Sun et al (2015)	Ownership, capital structure and financing decision : Evidence from the UK	Δείκτης δανειακής επιβάρυνσης	<p>Δείγμα 383 επιχειρήσεις</p> <p>Χρονικός ορίζοντας 15 έτη (1998-2012)</p> <p>Πηγή δεδομένων : Datastream Thomson One Banker</p>	<p>Μετοχές κατεχόμενες από διαχειριστές (+/0)</p> <p>Μετοχές κατεχόμενες από θεσμικούς επενδυτές (+)</p> <p>Παγιοποίηση (+)</p> <p>Κερδοφορία (+)</p> <p>Αγοραία προς λογιστική αξία (-)</p> <p>Αύξηση πωλήσεων (-)</p> <p>Μερίσματα (+/-)</p> <p>Μη δανειακές φορολογικές ασπίδες (+)</p> <p>Πιστοληπτική ικανότητα (+)</p>
24	Reddy & Locke (2013)	The relationship between ownership structure, capital structure and corporate governance practices. A case study of co-operatives and mutual's	<p>Δείκτης λειτουργικών εξόδων προς πωλήσεις</p> <p>Αξιοποίηση Ενεργητικού</p> <p>Δείκτης ROA</p>	<p>Δείγμα 160 επιχειρήσεις</p> <p>Χρονικός ορίζοντας 7 έτη (2008-2011)</p> <p>Πηγή δεδομένων : Cooperatives association web site, Ministry of economic development web site, New Zealand companies office web site</p>	<p>Ποσοστό μετοχών κατεχόμενο από του τρείς κύριους μετόχους (-)</p> <p>Μέγεθος του διοικητικού συμβουλίου (+/-/not sig.)</p> <p>Αριθμός ανεξάρτητων διευθυντών στο Διοικητικό Συμβούλιο (not sig.)</p> <p>Μέσος χρόνος εμπειρίας των μελών του Δ.Σ σε θέσεις Διοικητικού Συμβουλίου (not sig./-/+)</p> <p>Συνολικές αμοιβές λαμβανόμενες από τα</p>

		in New Zealand			<p>μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου (+/-/-)</p> <p>Ποσοστό του συνόλου των υποχρεώσεων προς το σύνολο του Ενεργητικού</p> <p>Ποσοστό του συνολικού τραπεζικού δανεισμού προς το σύνολο του Ενεργητικού</p> <p>Ποσοστό του συνολικού δανεισμού των μελών προς το σύνολο του Ενεργητικού</p> <p>Συνολικές ετήσιες πωλήσεις</p> <p>Ηλικία συνεταιρισμών και ταμείων ασφάλισης</p>
25	Lu & Jhuang (2014)	Cash flow and growth considering different ownership structure	Ρυθμός αύξησης των συνολικών περιουσιακών στοιχείων	<p>Δείγμα 427 επιχειρήσεις</p> <p>Χρονικός ορίζοντας 9 έτη (2000-2008)</p> <p>Πηγή δεδομένων : Taiwan Economics journal dataset</p>	<p>Μέγεθος επιχείρησης (-)</p> <p>Ηλικία (-)</p> <p>Δανειακή μόχλευση (-)</p> <p>Ρευστότητα (+)</p> <p>Διαφημιστικά έξοδα (+)</p> <p>Έξοδα έρευνας και ανάπτυξης (+)</p> <p>Χρέος προς περιουσιακά στοιχεία (-)</p> <p>Πωλήσεις (+)</p>

					Επιτόκιο δανεισμού (not sig.) Συναλλαγματική ισοτιμία (not sig.)
26	Chung & Wang (2014)	Do institutional investors monitor management? Evidence from the relation between institutional ownership and capital structure	Δείκτης δανειακής επιβάρυνσης	Δείγμα 40.963 επιχειρήσεις, Χρονικός ορίζοντας 24 έτη (1985-2008) Πηγή δεδομένων : a) CDA/Spectrum institutional ownership database b) Center of research in Security Prices (CRSP) database c) Compustat database	Μεταβολή ιδιοκτησίας (-) Κίνδυνος περιουσιακών στοιχείων (-) Κερδοφορία (-) Αγοραία προς λογιστική αξία των περιουσιακών στοιχείων (-) Έξοδα έρευνας και ανάπτυξης (-) Έξοδα πωλήσεων προς πωλήσεις (-) Μέγεθος (-)
27	Pirzada et al (2015)	Firm performance, institutional ownership and capital structure : A case of Malaysia	Θεσμική ιδιοκτησία	Δείγμα 30 επιχειρήσεις, Χρονικός ορίζοντας 5 έτη (2001-2005) Πηγή δεδομένων : database Center for Monitoring Indian Economy (CMIE)	ROA (insignificant) ROE (insignificant) Κέρδη ανά μετοχή (+) Δείκτης τιμής προς κέρδη (+) Μακροχρόνιος δανεισμός (+)
28	Mc Cumber (2015)	Ownership Matters : The capital structure of	Δείκτης δανειακής επιβάρυνσης L1= Χρέος προς ενεργητικό	Δείγμα : 4.537 επιχειρήσεις Χρονικός ορίζοντας 10 έτη (2004-'13)	Σύμφωνα με τους τρεις διαφορετικούς ορισμούς που δίνουμε στον δείκτη δανεισμού (L1, L2, L3). 1. Μέγεθος (-/-/+)

		private firms	L2= Χρέος προς έσοδα L3= Χρέος προς ταμειακές ροές	Πηγή δεδομένων : Standards and Poor's Capital IQ database, (Compustat Execucomp database)	2. Έσοδα (+/-/-) 3. Ρευστότητα (-/-/-) 4. Παγιοποίηση (+/+/-) 5. Κατάταξη (+/+/+) 6. Διαφοροποίηση (-/-/+) 7. Θυγατρικές(+/+/+)
--	--	---------------	---	---	--

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5 ΔΕΔΟΜΕΝΑ ΚΑΙ ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ ΕΡΕΥΝΑΣ

Στο παρόν κεφάλαιο παρουσιάζεται ο σκοπός της έρευνάς μας καθώς και τα οικονομετρικά υποδείγματα που χρησιμοποιούμε προκειμένου να εξετάσουμε τις ερευνητικές μας υποθέσεις όπως προκύπτουν από την βιβλιογραφική επισκόπηση που πραγματοποιήσαμε στο προηγούμενο κεφάλαιο. Επίσης παρουσιάζονται τα αποτελέσματα που προκύπτουν και γίνεται σχετικός σχολιασμός αυτών των αποτελεσμάτων.

5.1 ΟΙΚΟΝΟΜΕΤΡΙΚΑ ΜΟΝΤΕΛΑ ΩΣ ΠΡΟΣ ΤΟΝ ΔΑΝΕΙΣΜΟ ΚΑΙ ΤΗΝ ΑΠΟΔΟΣΗ

Σε πολλές περιπτώσεις εμπειρικών ερευνών, ένα δείγμα αποτελείται από διαστρωματικά στοιχεία $I = 1, 2, 3, \dots, n$, για χρονικές περιόδους t μεγαλύτερες από μια, $t = 2, 3, \dots, T$. Μια ομάδα δεδομένων με αυτού του είδους τη δομή ονομάζεται Panel data (συνδυασμός διαστρωματικών δεδομένων και χρονολογικών σειρών). Για την αξιοποίηση δεδομένων πάνελ (panel data), σε μια οικονομετρική ανάλυση (panel data analysis) απαιτείται τα δεδομένα να έχουν μια συγκεκριμένη μορφή, έτσι ώστε η μονάδα διαστρωμάτωσης (στην προκειμένη περίπτωση οι επιχειρήσεις) να συνδέεται με την χρονική μονάδα στην οποία αναφέρεται. Η χρησιμοποίηση ανάλυσης δεδομένων πάνελ, παρουσιάζει πλεονεκτήματα σε σχέση με την χρήση μόνο διαστρωματικών δεδομένων ή μόνο χρονολογικών σειρών. Το κυριότερο πλεονέκτημα είναι, ότι μπορεί να ελεγχθεί η ετερογένεια μεταξύ των διαστρωματικών δεδομένων. Επίσης τα δεδομένα πάνελ προσφέρουν μεγαλύτερη πληροφόρηση, μεγαλύτερη διακύμανση, η οποία μπορεί να αξιοποιηθεί οικονομετρικά, μικρότερο βαθμό πολυσυγραμμικότητας, περισσότερους βαθμούς ελευθερίας και μεγαλύτερη αποτελεσματικότητα στις εκτιμήσεις.

Επειδή τα στοιχεία της έρευνάς μας έχουν διάρθρωση δεδομένων πάνελ (επιχειρήσεις = $I = 1, 2, 3, \dots, 217$ και έτη $t = 2000, 2001, \dots, 2015$), για τον λόγο αυτό η οικονομετρική ανάλυση των υποδειγμάτων μας θα γίνει με την ανάλυση δεδομένων πάνελ (panel data analysis). Στο πλαίσιο αυτό, χρησιμοποιούμε το παρακάτω βασικό υπόδειγμα (Αρβανίτης, 2011):

$$Y_{it} = X'_{it} \beta + \epsilon_{it} + u_{it}$$

όπου :

Y_{it} = η παρατήρηση της μονάδας i της εξαρτημένης μεταβλητή Y για $I = 1, 2, \dots, N$ και $t = 1, 2, \dots, T$.

$X_{it} = (x_{it,1}, x_{it,2}, \dots, x_{it,k})'$, είναι ο πίνακας των ερμηνευτικών μεταβλητών.

$\beta = (\beta_1, \beta_2, \dots, \beta_k)'$, είναι ο πίνακας των συντελεστών των ερμηνευτικών μεταβλητών που θα πρέπει να εκτιμηθούν.

c_i = οι μη παρατηρούμενοι παράγοντες που επηρεάζουν την εξαρτημένη μεταβλητή και οι οποίοι δεν μεταβάλλονται διαχρονικά.

u_i = ονομάζονται όροι σφάλματος ιδιαίτερων χαρακτηριστικών (idiosyncratic disturbances), για το λόγο ότι μεταβάλλονται ως προς τον χρόνο t και το i . Ένα από τα βασικά προβλήματα που υπάρχουν στην σύγχρονη βιβλιογραφία αφορά την επιλογή της κατάλληλη μεθόδου εκτίμησης αυτού του είδους των υποδειγμάτων. Η επιλογή εξαρτάται από την βασική υπόθεση και το εάν οι μη παρατηρούμενοι παράγοντες c_i συσχετίζονται με τις ερμηνευτικές μεταβλητές ή όχι. Ένα ερώτημα επίσης που τίθενται συχνά, τόσο σε ειδικές μεθοδολογικές έρευνες, όσο και σε εφαρμογές και που αφορά το c_i , είναι αν θα πρέπει να αντιμετωπιστεί ως τυχαία επίδραση (random effect) ή μια σταθερή επίδραση (fixed effect). Επομένως, διακρίνονται οι εξής δυο τύπους υποδειγμάτων :

α. Το υπόδειγμα σταθερών επιδράσεων (fixed effects)

β. Το υπόδειγμα τυχαίων επιδράσεων (random effects)

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

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

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

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

Στην εμπειρική μας ανάλυση χρησιμοποιούνται δυο μοντέλα το μοντέλο της κεφαλαιακής διάθρωσης όπως εκφράζεται με τον δείκτη δανειακής επιβάρυνσης και το μοντέλο της επιχειρηματικής αποδοτικότητας όπως εκφράζεται με τον δείκτη Tobin's Q.

Παρακάτω θα προχωρήσουμε στην παρουσίαση των δύο αυτών οικονομετρικών μοντέλων. Χρησιμοποιούμε υποδείγματα σταθερών επιδράσεων, όπου τα αποτελέσματα συνδέονται με κάθε μονάδα (εταιρεία i) και χρονική στιγμή

(έτος t) για να εκτιμήσουμε τις παραμέτρους α , β , γ και για τα δυο θεωρητικά μοντέλα όπως εκφράζονται με τον δείκτη της δανειακής επιβάρυνσης (μοντέλο 1) και της απόδοσης της επιχείρησης όπως εκφράζεται με τον δείκτη Tobin's Q (μοντέλο 2) επειδή παρέχουν τους κατάλληλους LS εκτιμητές για την αντιμετώπιση της μη παρατηρούμενης εταιρικής ετερογένειας, όπως τα πολιτισμικά χαρακτηριστικά των διαχειριστών, μετόχων, ιδιοκτητών ή την χρηματοοικονομική ανάπτυξη του ελληνικού τραπεζικού συστήματος καθώς επίσης της συσχέτιση των σταθερών επιδράσεων με κάποιους από τους εκτιμητές στο μοντέλο όπως π.χ μέγεθος, μεταβλητότητα, ανάπτυξη, κερδοφορία κλπ και τέλος γιατί τα σφάλματα δεν πρέπει να συσχετίζονται ταυτόχρονα σε όλες τις επιχειρήσεις

Η γενική μορφή του μοντέλου των σταθερών επιδράσεων που επιλέχθηκε για να παρέχει συνεπείς εκτιμητές LS είναι :

$$y_{it} = \sum_k^2 X_{kit}\beta_k + u_i + \varepsilon_{it} \quad (\text{FE})$$

Για $k=1$ το X συμβολίζει τον σταθερό όρο κοινό για όλες τις μονάδες (επιχειρήσεις i)

5.2 ΤΟ ΜΟΝΤΕΛΟ ΤΗΣ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΜΟΧΛΕΥΣΗΣ

Στην φάση αυτή θα εξειδικεύσουμε το μοντέλο που θα χρησιμοποιήσουμε για να εξετάσουμε την μη γραμμική σχέση μεταξύ ιδιοκτησιακής δομής και κεφαλαιακής δομής και συγκεκριμένα του δείκτη δανειακής επιβάρυνσης.

Το μοντέλο που χρησιμοποιούμε μετρά πως η ιδιοκτησιακή δομή επιδρά στην κεφαλαιακή διάθρωση και έχει την ακόλουθη μορφή :

$$Leverage_{it} = \alpha_0 + \beta_0 OwnX_{it} + \beta_1 OwnX_{it}^2 + \sum_k Z_{kit}\gamma_k + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

Όπου με την μεταβλητή X απεικονίζουμε σε κάθε περίπτωση τον πρώτο μεγαλομέτοχο, τους δέκα μεγαλύτερους μετόχους και τους είκοσι μεγαλύτερους μέτοχους σε επίπεδο επιχείρησης.

5.3 ΤΟ ΜΟΝΤΕΛΟ ΤΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΙΑΚΗΣ ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑΣ

Για να εξετάσουμε την μη γραμμική σχέση μεταξύ ιδιοκτησιακής και κεφαλαιακής δομής και απόδοσης όπως εκφράζεται με τον δείκτη Tobin's Q χρησιμοποιούμε το παρακάτω μοντέλο, το οποίο μετρά την επίδραση της ιδιοκτησιακής δομής στην απόδοση της επιχείρησης :

$$Tobinq_{it} = a_0 + \beta_0 OwnX_{it} + \beta_1 OwnX_{it}^2 + \beta_2 Leverage_{it} \sum_k Z_{kit} \gamma_k + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

Όπου με την μεταβλητή X απεικονίζουμε όπως και στο προηγούμενο υπόδειγμα, σε κάθε περίπτωση τον πρώτο μεγαλομέτοχο, τους δέκα μεγαλύτερους μετόχους και τους είκοσι μεγαλύτερους μέτοχους σε επίπεδο επιχείρησης.

5.4 Ορισμός Εξαρτημένων και ανεξάρτητων μεταβλητών

Οι μεταβλητές που χρησιμοποιούνται στα παραπάνω μοντέλα, εξαρτημένες και ανεξάρτητες ορίζονται όπως περιγράφεται στον πίνακα 5.4.1 ως εξής :

Πίνακας 5.4.1 ΠΕΡΙΓΡΑΦΗ ΜΕΤΑΒΛΗΤΩΝ

Μεταβλητή	Μέτρηση
Δείκτης δανειακής επιβάρυνσης (Leverage)	Συνολικό χρέος προς το σύνολο ενεργητικού ή οι συνολικές υποχρεώσεις προς το σύνολο ενεργητικού ή το συνολικό χρέος προς την αγοραία αξία της εταιρείας.
Δείκτης Tobin's Q	Αγοραία αξία εταιρείας προς σύνολο ενεργητικού ή αγοραία αξία συν συνολικό χρέος προς σύνολο ενεργητικού
Ιδιοκτησιακό ποσοστό (Own X)	Ποσοστό κατεχόμενων μετοχών σε επίπεδο ενός, δέκα και είκοσι μεγαλύτερων μετόχων
Ιδιοκτησιακό ποσοστό στο τετράγωνο (OwnX ²)	Τα τετράγωνα των ποσοστών που κατέχουν οι παραπάνω μεγαλομέτοχοι
Ψευδομεταβλητές Χρόνου (d11, d12, d13)	Ψευδομεταβλητές οι οποίες παίρνουν την τιμή ένα στα έτη 2011, 2012, 2013 και μηδέν στα υπόλοιπα έτη.
Μέγεθος της εταιρείας (size)	Το οποίο εκφράζεται ως ο νεπέριος

	λογάριθμος του συνόλου του Ενεργητικού ή των πωλήσεων
Μεταβλητότητα (volatility)	Η οποία ορίζεται ως η τυπική απόκλιση των τριών τελευταίων ετών της ετήσιας ποσοστιαίας μεταβολής στα λειτουργικά έσοδα προ φόρων και αποσβέσεων
Ανάπτυξη (growth)	Η οποία ορίζεται ως η ετήσια ποσοστιαία μεταβολή στο σύνολο του ενεργητικού ή στις πωλήσεις
Οι ελεύθερες ταμειακές ροές (fcf)	Οι οποίες ορίζονται ως τα λειτουργικά έσοδα προ φόρων και αποσβέσεων και χρεολυσίων στα οποία προστίθενται οι πληρωμές φόρων και μερισμάτων
Η κερδοφορία (profit)	Η οποία ορίζεται ως τα λειτουργικά έσοδα προ φόρων και τόκων προς το σύνολο του ενεργητικού
Ασώματα περιουσιακά στοιχεία (intangibility)	Ασώματα περιουσιακά στοιχεία προς το σύνολο ενεργητικού
Μη δανειακές φορολογικές ασπίδες (ndts)	Ορίζεται ως τα ετήσια έξοδα αποσβέσεων προς το σύνολο του ενεργητικού στο τέλος του έτους.
Μερίσματα (dividend)	Ετήσιες πληρωμές μερισμάτων

5.5 ΠΗΓΕΣ ΔΕΔΟΜΕΝΩΝ ΚΑΙ ΠΕΡΙΓΡΑΦΗ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ

Στην εργασία αυτή ερευνούμε την επίδραση κεφαλαιακής και ιδιοκτησιακής δομής στην απόδοση των ελληνικών εισηγμένων επιχειρήσεων.

Το δείγμα μας αποτελείται από 217 επιχειρήσεις, εκτός τραπεζών και χρηματοοικονομικών επιχειρήσεων, εισηγμένες στο Χρηματιστήριο αξιών Αθηνών. Αντλούμε δεδομένα από τη βάση δεδομένων Thomson-Reuters μια περίοδο δεκαέξι ετών, από το 2000 έως το 2015 και από κλάδους επιχειρήσεων όπως αναλυτικά εμφανίζονται στον πίνακα 4.3.1 και από τις οποίες λαμβάνουμε 3.034 παρατηρήσεις

Πίνακας 5.5.1 Σύνθεση του δείγματος

Κλάδος	Αριθμός παρατηρήσεων	Δομή δείγματος σε ποσοστιαία αναλογία (%)
Αυτοκίνητα και ανταλλακτικά αυτοκινήτων	43	1,42
Ποτά	32	1,05
Χημικά προϊόντα	80	2,64
Επικοινωνίες και δικτύωση	22	0,73
Η/Υ, Τηλέφωνα και Οικιακές ηλεκτρονικές συσκευές	32	1,05
Κατασκευές	203	6,69
Υλικά κατασκευών	89	2,93
Εμπορευματοκιβώτια και είδη συσκευασίας	96	3,16
Διαφοροποιημένη εμπορία και διανομή	15	0,49
Λιανικό εμπόριο τροφίμων και φαρμάκων	45	1,48
Τρόφιμα και καπνικά προϊόντα	310	10,22
Υπηρεσίες εμπορευματικών μεταφορών και logistics	77	2,54
Υγειονομικός εξοπλισμός και εφόδια	40	1,32
Πάροχοι υπηρεσιών υγειονομικής περίθαλψης	93	3,07
Ξενοδοχεία και Υπηρεσίες ψυχαγωγίας	116	3,82
Οικιακά είδη	94	3,10
Βιομηχανικοί όμιλοι	32	1,05
Προϊόντα αναψυχής	15	0,49
Μηχανολογικός εξοπλισμός και εξαρτήματα	183	6,03
Εκδόσεις και ΜΜΕ	125	4,12
Εξόρυξη και μεταλλεύματα	225	7,42
Πετρέλαιο και φυσικό αέριο	73	2,41

Δασικά προϊόντα και χαρτί	48	1,58
Υπηρεσίες μεταφοράς επιβατών	45	1,48
Προϊόντα και υπηρεσίες ατομικής και οικιακής χρήσης	43	1,42
Φαρμακευτικά προϊόντα	29	0,96
Επαγγελματικές και εμπορικές υπηρεσίες	64	2,11
Υπηρεσίες λογισμικού και πληροφορικής	250	8,24
Ειδικότητα λιανοπωλητών	163	5,37
Τηλεπικοινωνιακές υπηρεσίες	70	2,31
Κλωστοϋφαντουργία και ένδυση	235	7,75
Υποδομές μεταφορών	47	1,55
	3.034	100

5.6 ΠΕΡΙΓΡΑΦΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ ΚΑΙ ΣΥΣΧΕΤΙΣΗ ΜΕΤΑΒΛΗΤΩΝ

Σκοπός αυτής της ενότητας είναι η παρουσίαση των αποτελεσμάτων που προκύπτουν από την εμπειρική μελέτη. Αρχικά γίνεται περιγραφική ανάλυση των μεταβλητών του δείγματος. Στην συνέχεια παρουσιάζονται τα αποτελέσματα από την εκτίμηση των δυο υποδειγμάτων.

Το δείγμα μας όπως έχουμε αναφέρει και προηγουμένως αποτελείται από 217 επιχειρήσεις οι οποίες μας δίνουν κατά περίπτωση μεταβλητής από 920 έως 3034 παρατηρήσεις. Αναλύοντας τις μέσες τιμές που παρουσιάζουν οι μεταβλητές των οικονομετρικών υποδειγμάτων στο δείγμα μπορούμε να εξάγουμε χρήσιμα συμπεράσματα. Βλέπουμε έτσι ότι ο δείκτης $tobins'q$ παρουσιάζει μέση τιμή 0,585 γεγονός που σημαίνει ότι η αγοραία αξία της εταιρείας είναι μικρότερη από το σύνολο του Ενεργητικού της και δεν θεωρείται επικερδής μια επένδυση στα κεφάλαια της επιχείρησης καθώς το κόστος απόκτησης των περιουσιακών στοιχείων είναι μεγαλύτερο από τα μελλοντικά οφέλη. Παρατηρούμε επίσης ότι ο δανεισμός εμφανίζει μέση τιμή 0,34 φανερώνοντας έτσι ότι σε στήριξη της θεωρίας της ιεράρχησης οι ελληνικές επιχειρήσεις προτιμούν σαν πηγή χρηματοδότησης τους τα

ίδια κεφάλαια. Το ιδιοκτησιακό ποσοστό σε επίπεδο ενός, δέκα και είκοσι μεγαλύτερων μετόχων ανέρχεται κατά μέσο όρο σε 15%, 25% και 25% αντίστοιχα. Ο μέσος ρυθμός ανάπτυξης όπως τον έχουμε ορίσει για τις επιχειρήσεις του δείγματός μας είναι 7% ετησίως ενώ ο μέσος όρος της κερδοφορίας ως λειτουργικά έσοδα προ φόρων και τόκων προς σύνολο ενεργητικού βρίσκεται στο 1%. Τα ασώματα περιουσιακά στοιχεία αποτελούν ένα μικρό μέρος του συνόλου του ενεργητικού των επιχειρήσεων που εξετάζουμε, ήτοι 5% γεγονός που σημαίνει ότι οι επιχειρήσεις που εξετάζουμε είναι κυρίως εντάσεως παγίων. Οι μη δανειακές φορολογικές ασπίδες όπως ορίζονται έχουν μέση τιμή 3% , και αντιπροσωπεύουν τα ετήσια έξοδα αποσβέσεων προς το σύνολο του ενεργητικού. Στους πίνακες 5.6.1 και 5.6.2 που ακολουθούν παρουσιάζονται αναλυτικά τα περιγραφικά χαρακτηριστικά του δείγματος ενώ ο πίνακας 5.6.3 δείχνει την συσχέτιση μεταβλητών κατά Pearson.

Πίνακας 5.6.1 Βασικά περιγραφικά μέτρα μεταβλητών

stats	Tobin's q	leverage	Own1	Own10	Own20	Size	Volatility	Growth	fcf	profitability	Intangibility	Non debt tax shields	dividend
N	2937	3022	1971	1971	1971	3034	2384	2817	2408	3027	2987	920	3034
Min	.0005557	0	.0001064	.0001064	.0001064	13.87554	.0009066	-.754659	-1.36e+09	-9.307973	0	.0000789	0
Max	26.03936	5.094954	.9727	.9946858	.9946858	23.24267	2564.353	33.55538	1.86e+09	.8325488	.8227297	.2463838	8.02e+08
Mean	.5853932	.3407851	.1513528	.2513023	.2547341	18.3501	8.083603	.0710073	-405301.3	.0107968	.0499409	.0290122	5583599
P50	.3221854	.3194049	.0553506	.1091883	.1176316	18.24818	.9105261	.0008216	-589830	.0201882	.0052877	.0250136	447.26
Sd	1.005852	.2774467	.202306	.2810309	.2817929	1.429641	98.05426	.8036065	9.55e+07	.1982373	.1049744	.0231983	3.60e+07
Range	26.03881	5.094954	.9725936	.9945795	.9945795	9.367133	2564.352	34.31	3.22e+09	10.14052	.8227297	.2463049	8.02e+08

Πίνακας 5.6.2 Βασικά περιγραφικά μέτρα μεταβλητών

variable		Mean	Std. Dev	Min	Max	Observations		
Tobin's q	overall	.5853932	1.005852	.0005557	26.03936	N	=	2937
	between		.5088107	.027667	4.224222	n	=	213
	within		.8743714	-2.641959	24.25493	T-bar	=	13.7887
leverage	overall	.3407851	.2774467	0	5.094954	N	=	3022
	between		.1904352	0	1.261877	n	=	217
	within		.2064319	-.6883523	4.476293	T-bar	=	13.9263
Own1	overall	.1513528	.202306	.0001064	.9727	N	=	1971
	between		.1208527	.0033676	.8024883	n	=	214
	within		.1823744	-.3873332	.971424	T-bar	=	9.21028
size	overall	18.3501	1.429641	13.87554	23.24267	N	=	3034
	between		1.408516	14.13649	22.94454	n	=	217
	within		.4285573	14.97206	20.66847	T-bar	=	13.9816
volatility	overall	8.083603	98.05426	.0009066	2564.353	N	=	2384
	between		44.80303	.093023	593.4907	n	=	206
	within		86.00891	-584.9107	1978.945	T-bar	=	11.5728
growth	overall	.0710073	.8036065	-.7546259	33.55538	N	=	2817
	between		.3630626	-.1867805	4.836746	n	=	216
	within		.7538675	-4.908817	28.78964	T-bar	=	13.0417
fcf	overall	-405301.3	9.55e+07	-1.36e+09	1.86e+09	N	=	2408
	between		5.01e+07	-2.24e+08	6.20e+08	n	=	217

		7.67e+07	-1.52e+09	1.24e+09	T-bar	=	11.0968
variable		Mean	Std. Dev	Min	Max	Observations	
profitability	overall	0.107968	.1982373	-9.307973	.8325488	N	= 3027
	between		.0765425	-.5451926	.5106327	n	= 217
	within		.1826036	-8.751983	.6594902	T-bar	= 13.9493
Intangibility	overall	.0499409	.1049744	0	.8227297	N	= 2987
	between		.1017661	0	.7106158	n	= 217
	within		.0501166	-.4277149	.4942815	T-bar	= 13.9493
Non debt tax shields	overall	.0290122	.0231983	.0000789	.2463838	N	= 920
	between		.0221938	.0016632	.1699432	n	= 178
	within		.010911	-.0404302	.1427758	T-bar	= 5.16854
Dividend yield	overall	1.514217	4.906359	0	219.3668	N	= 2780
	between		1.899391	0	16.83833	n	= 216
	within		4.536167	-15.32411	204.0427	T-bar	= 12.8704

Πίνακας 5.6.3 Συσχέτιση μεταβλητών κατά Pearson

	Tobin's q	leverage	Own1	Own10	Own20	Size	Volty	Growth	Fcf	Profit	Intagibl	Ndts	divid
Tobin's q	1.0000												
leverage	-0.2317*	1.0000											
Own1	-0.1398*	0.1711*	1.0000										
Own10	-0.1332*	0.2094*	0.8900*	1.0000									
Own20	-0.1288*	0.2064*	0.8862*	0.9994*	1.0000								
Size	-0.1042*	0.1101*	-0.0679*	-0.0911*	-0.0750*	1.0000							
Volty	-0.0008	0.0058	-0.0314	-0.0343	-0.0331	0.0389	1.0000						
Growth	0.0407*	-0.0492*	-0.0955*	-0.1005*	-0.0961*	0.0565*	0.0656*	1.0000					
Fcf	0.0574*	-0.0552*	-0.0078	0.0018	0.0086	0.0950*	-0.0167	0.0048	1.0000				
Profit	0.1669*	-0.1576*	-0.0616*	-0.0658*	-0.0608*	0.0916*	-0.0183	0.0309	0.0661*	1.0000			
Intagibl	0.0568*	0.0169	0.0213	0.0280	0.0327	0.0425*	0.0997*	0.0724	0.0273	0.0215	1.0000		
Ndts	-0.0581	0.2229*	0.0121	-0.0466	-0.0510	0.0995*	0.0322	-0.0253	0.1464*	-0.1547*	-0.0248	1.0000	
divid	0.2296*	-0.0628*	0.0301	0.0243	0.0365	0.2780*	-0.0087	0.0049	0.1573*	0.1788*	0.1522*	-0.0503	1.0000

5.7 ΕΜΠΕΙΡΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ ΤΟΥ ΜΟΝΤΕΛΟΥ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΜΟΧΛΕΥΣΗΣ

Η ανάλυση των αποτελεσμάτων του μοντέλου της κεφαλαιακής διάθρωσης οδηγεί στα παρακάτω αποτελέσματα- συμπεράσματα για την επίδραση των ανεξάρτητων μεταβλητών στην κεφαλαιακή διάθρωση της εταιρείας :

ΙΔΙΟΚΤΗΣΙΑΚΟ ΠΟΣΟΣΤΟ (ownership) και στις τρεις εκτιμήσεις του μοντέλου της δανειακής επιβάρυνσης βρίσκουμε σχεδόν παρόμοια αποτελέσματα σε σχέση με την επίδραση που υπάρχει μεταξύ συγκέντρωσης ιδιοκτησίας και δανεισμού. Εξετάζοντας τα τρία υποδείγματα παρατηρούμε ότι υπάρχει μια θετική σχέση μεταξύ ιδιοκτησιακής δομής και δανεισμού σε επίπεδο ενός, δέκα και είκοσι κύριων μετόχων. Προκύπτει όμως μη γραμμική σχέση μόνο στο πρώτο υπόδειγμα, στην περίπτωση δηλαδή του ενός κύριου μετόχου. Αυτή η μη γραμμική σχέση μας βοηθάει στο να προσδιορίσουμε ένα άριστο ποσοστό το οποίο πρέπει να κατέχει ο κύριος μεγαλομέτοχος και το οποίο μεγιστοποιεί την δανειακή επιβάρυνση της επιχείρησης. Προκύπτει δηλαδή μια καμπύλη κοίλη με μέγιστο σημείο της στο ποσοστό ιδιοκτησίας 57,6 % για τον κύριο μεγαλομέτοχο το οποίο είναι και το σημείο στο οποίο μεγιστοποιείται η δανειακή επιβάρυνση της επιχείρησης.

ΨΕΥΔΟΜΕΤΑΒΛΗΤΕΣ ΧΡΟΝΟΥ (d11, d12, d13) είναι στατιστικά σημαντικές με θετικό πρόσημο για τα έτη 2012 και 2013 υποδεικνύοντας μια θετική σχέση μεταξύ επιπέδου δανεισμού των ελληνικών επιχειρήσεων και κρίσης στην Ελληνική οικονομία.

ΜΕΓΕΘΟΣ (size) είναι στατιστικά σημαντική με αρνητικό πρόσημο, καταδεικνύοντας ότι οι μεγάλες επιχειρήσεις προτιμούν την χρηματοδότησή τους με ίδια κεφάλαια. Το εύρημα αυτό είναι σύμφωνο και με τα ευρήματα των Rajan & Zingales (1995) οι οποίοι στην μελέτη τους σχετικά με τις εισηγμένες επιχειρήσεις, ισχυρίζονται ότι εξαιτίας των πολύπλοκων δομών τους, οι μεγάλες επιχειρήσεις έχουν υψηλά επίπεδα ασυμμετρίας πληροφόρησης. Ως εκ τούτου δεν προτίθενται να τα αυξήσουν επιλέγοντας τον δανεισμό ως πηγή χρηματοδότησης αλλά προτιμούν την χρηματοδότηση με ίδια κεφάλαια τα οποία εμπεριέχουν χαμηλότερη ασυμμετρία και δεν επιδεινώνουν την ισχύουσα κατάσταση.

ΜΕΤΑΒΛΗΤΟΤΗΤΑ (volatility) είναι οριακά στατιστικά σημαντική, με αρνητικό πρόσημο, εύρημα που είναι σύμφωνο με τα ευρήματα των BJK (1984), καθώς επίσης και των Chaplinsky (1983) και Crutchley και Hansen (1989) οι οποίοι βρίσκουν μια

αρνητική σχέση μεταξύ της δανειακής επιβάρυνσης και της μεταβλητότητας των κερδών. Καθώς η μεταβλητότητα των κερδών αντιπροσωπεύει τον λειτουργικό κίνδυνο ή αλλιώς το κόστος χρεοκοπίας, εάν η επιχείρηση δεν είναι σε θέση να εξυπηρετήσει το χρέος της, το υψηλότερο επίπεδο της μεταβλητότητας των κερδών τόσο χαμηλότερο είναι το αναμενόμενο επίπεδο χρέους στην κεφαλαιακή δομή της εταιρείας.

ΚΕΡΔΟΦΟΡΙΑ (profitability) βρίσκουμε ότι υπάρχει μια στατιστικά σημαντική σχέση σε επίπεδο 0.01 με αρνητικό πρόσημο μεταξύ κερδοφορίας και δείκτη δανειακής επιβάρυνσης. Το εύρημα μας αυτό είναι σύμφωνο με την θεωρία της ιεράρχησης των Myers (1977) και Myers & Majluf (1984) οι οποίοι προσβέουν ότι η επιχείρηση θα χρηματοδοτήσει τις επενδυτικές αλλά και λειτουργικές της δραστηριότητες χρησιμοποιώντας τις εσωτερικά παραγόμενες ταμειακές ροές αντί να καταφύγει στον δανεισμό. Επίσης είναι σε ευθυγράμμιση με τα ευρήματα των Titman & Wessels (1988), Friend & Lang (1988) Chiarella et al (1992), Allen (1993) και Wald (1995).

ΔΕΙΚΤΗΣ ΑΥΛΩΝ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΚΩΝ ΣΤΟΙΧΕΙΩΝ (intangibility) παρατηρούμε ότι είναι στατιστικά σημαντικός με ισχυρή θετική συσχέτιση. Το γεγονός αυτό είναι σύμφωνο με την θεωρία της ιεράρχησης (peaking order theory). Ο δείκτης άυλων περιουσιακών στοιχείων αποτελεί ένδειξη για μελλοντικές ευκαιρίες ανάπτυξης. Τα άυλα περιουσιακά στοιχεία μιας επιχείρησης μπορούν να χρησιμοποιηθούν για να παρέχουν εξασφαλίσεις για την έκδοση χρέους (collateral). Επειδή όμως η υψηλή ανάπτυξη συνήθως δεν μπορεί να χρηματοδοτηθεί αποκλειστικά με ίδια κεφάλαια οι επιχειρήσεις καταλήγουν να χρηματοδοτούν μέρος των επενδύσεών τους με δανεισμό.

ΜΗ ΔΑΝΕΙΑΚΕΣ ΦΟΡΟΛΟΓΙΚΕΣ ΑΣΠΙΔΕΣ (non debt tax shields) είναι στατιστικά σημαντική μεταβλητή με θετικό πρόσημο κάτι το οποίο είναι σύμφωνο με τα ευρήματα των Moh'd, Perry και Rimbly (1995) οι οποίοι θεωρούν τις αποσβέσεις ως το βασικό στοιχείο των μη δανειακών φορολογικών ασπίδων και υποθέτουν ότι υψηλότερες αποσβέσεις αντιπροσωπεύουν υψηλότερο βαθμό παγιοποίησης γεγονός που συνεπάγεται μεγαλύτερες εξασφαλίσεις για την εταιρεία και ως εκ τούτου οδηγεί σε υψηλότερα επίπεδα δανεισμού.

ΜΕΡΙΣΜΑΤΑ (dividends) παρατηρείται ισχυρή θετική συσχέτιση γεγονός που φανερώνει ότι εταιρείες με υψηλότερες πληρωμές μερισμάτων έχουν περισσότερα κίνητρα να καταφύγουν στον δανεισμό, σύμφωνα και με την θεωρία της ιεράρχησης. Προηγούμενες μελέτες όπως αυτές των Easterbrook, 1984, Jensen et al, 1992, Rozeff,

1982 υποστηρίζουν ότι τα μερίσματα μειώνουν το κόστος αντιπροσώπευσης της εταιρείας. Με την διανομή μερισμάτων οι διαχειριστές αναγκάζονται να αναζητήσουν εξωτερικές πηγές χρηματοδότησης από την κεφαλαιαγορά και ο προκύπτων έλεγχος από τους εξωτερικούς επενδυτές έχει ως αποτέλεσμα την μείωση του κόστους αντιπροσώπευσης που αναφέραμε προηγουμένως (Chu, 1997, Kuo, 2013).

Στον πίνακα 5.7.1 παρουσιάζονται οι εκτιμήσεις του μοντέλου της χρηματοοικονομικής μόχλευσης με βάση την μέθοδο των ελαχίστων τετραγώνων.

Πίνακας 5.7.1 ΕΚΤΙΜΗΣΕΙΣ ΟΙΚΟΝΟΜΕΤΡΙΚΩΝ ΥΠΟΔΕΙΓΜΑΤΩΝ ΣΤΑΘΕΡΩΝ ΕΠΙΔΡΑΣΕΩΝ- ΜΟΝΤΕΛΟ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΜΟΧΛΕΥΣΗΣ

VARIABLES	(1)	(2)	(3)
	FE_Lev-M1a	FE_Lev-M1b	FE_Lev-M1c
own1	0.380*** (3.670)		
own1sq	-0.330** (-2.395)		
own10		0.215** (2.184)	
own10sq		-0.109 (-0.923)	
own20			0.235** (2.373)
own20sq			-0.132 (-1.120)
d11	0.0276 (1.404)	0.0298 (1.502)	0.0294 (1.482)

(συνέχεια)	(1)	(2)	(3)
VARIABLES	FE_Lev-M1a	FE_Lev-M1b	FE_Lev-M1c
d12	0.0742*** (4.016)	0.0771*** (4.068)	0.0766*** (4.045)
d13	0.0678*** (3.012)	0.0706*** (3.156)	0.0709*** (3.171)
size	-0.0444** (-2.276)	-0.0418** (-2.144)	-0.0418** (-2.149)
volty	-6.07e-05 (-1.616)	-6.41e-05* (-1.700)	-6.52e-05* (-1.731)
profit	-0.466*** (-4.416)	-0.469*** (-4.440)	-0.468*** (-4.438)
intangibl	0.635*** (4.958)	0.640*** (4.995)	0.641*** (5.007)
ndts	1.709*** (2.695)	1.690*** (2.663)	1.710*** (2.695)
divid	9.34e-10*** (3.606)	9.68e-10*** (3.714)	9.56e-10*** (3.663)
Constant	1.068*** (2.818)	1.014*** (2.675)	1.011*** (2.671)
Observations	711	711	711
Number of id	156	156	156
R-squared	0.214	0.212	0.213

t-statistics in parentheses

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

5.8 ΕΜΠΕΙΡΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ ΤΟΥ ΜΟΝΤΕΛΟΥ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΙΑΚΗΣ ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑΣ

Η ανάλυση των αποτελεσμάτων του μοντέλου της επιχειρησιακής αποδοτικότητας οδηγεί στα παρακάτω αποτελέσματα- συμπεράσματα για την επίδραση των ανεξάρτητων μεταβλητών στην αποδοτικότητα της εταιρείας :

ΔΑΝΕΙΑΚΗ ΕΠΙΒΑΡΥΝΣΗ Εμφανίζεται στατιστικά σημαντική με αρνητικό πρόσημο. Το εύρημά μας είναι σύμφωνο με την θεωρία των Mayers (1977) , Jensen (1986) και Mcconell & Servaes (1986) οι οποίοι υποστηρίζουν ότι ο δανεισμός έχει αρνητική επίδραση σε εταιρείες με υψηλές ευκαιρίες ανάπτυξης και υψηλή κερδοφορία αλλά χαμηλές ελεύθερες ταμειακές ροές.

ΙΔΙΟΚΤΗΣΙΑΚΟ ΠΟΣΟΣΤΟ (ownership) Παρατηρούμε ότι μόνο στην περίπτωση ενός μεγαλομετόχου η μεταβλητή της ιδιοκτησίας εμφανίζεται στατιστικά σημαντική με αρνητικό όμως πρόσημο δείχνοντας με αυτόν τον τρόπο ότι υπάρχει αντίστροφη σχέση μεταξύ της απόδοσης της επιχείρησης και της συγκέντρωσης του ελέγχου σε έναν μεγαλομέτοχο. Από τα ευρήματά μας δεν προκύπτει μη γραμμική σχέση μεταξύ μεγαλομετόχου και αποδοτικότητας της επιχείρησης.

ΨΕΥΔΟΜΕΤΑΒΛΗΤΕΣ ΧΡΟΝΟΥ (d11, d12, d13) είναι στατιστικά σημαντικές και στις τρεις εκτιμήσεις του μοντέλου της επιχειρηματικής αποδοτικότητας με αρνητικό όμως πρόσημο, δηλώνοντας με αυτόν τον τρόπο την σαφή και έντονη αρνητική επίδραση της κρίσης στην επιχειρηματική αποδοτικότητα. Επίσης όπως παρατηρούμε κατά το έτος 2013 η αποδοτικότητα των επιχειρήσεων φθίνει, όχι όμως με τόσο έντονο ρυθμό.

ΜΕΓΕΘΟΣ Παρατηρούμε ότι υπάρχει ισχυρή στατιστική σχέση με αρνητικό πρόσημο μεταξύ μεγέθους της επιχείρησης και επιχειρηματικής αποδοτικότητας . Το γεγονός αυτό είναι σύμφωνο με την θεωρία των Jensen & Meckling (1976) όπου οι μεγαλύτερες εταιρείες εμφανίζουν υψηλότερα κόστη αντιπροσώπευσης γεγονός που οδηγεί σε μείωση της αποδοτικότητας τους λόγω των συγκρούσεων που προκύπτουν τόσο μεταξύ μετόχων και διευθυντικών στελεχών όσο και μεταξύ κατόχων ιδίων και ξένων κεφαλαίων.

ΚΕΡΔΟΦΟΡΙΑ Στατιστικά σημαντική με ισχυρή θετική συσχέτιση. Το γεγονός αυτό φανερώνει ότι οι εταιρείες εκείνες οι οποίες διοικούνται αποδοτικά είναι αυτές που παρουσιάζουν και τα υψηλότερα κέρδη.

ΔΕΙΚΤΗΣ ΑΥΛΩΝ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΚΩΝ ΣΤΟΙΧΕΙΩΝ Εμφανίζεται στατιστικά σημαντικός με αρνητικό πρόσημο . Σύμφωνα με την θεωρία της αντιστάθμισης ο δείκτης των άυλων περιουσιακών στοιχείων αποτυπώνει τις μελλοντικές ευκαιρίες ανάπτυξης της επιχείρησης και έχει αρνητική επίδραση στην αποδοτικότητα της επιχείρησης όταν αυτή προχωρά σε επικίνδυνες επενδύσεις.

Τα αποτελέσματα της ανάλυσής μας ως προς το μοντέλο της επιχειρησιακής αποδοτικότητας όπως εκτιμήθηκε με την μέθοδο των ελαχίστων τετραγώνων εμφανίζονται στον πίνακα 5.8.1 που ακολουθεί:

ΠΙΝΑΚΑΣ 5.8.1 ΕΚΤΙΜΗΣΕΙΣ ΟΙΚΟΝΟΜΕΤΡΙΚΩΝ ΥΠΟΔΕΙΓΜΑΤΩΝ ΣΤΑΘΕΡΩΝ ΕΠΙΔΡΑΣΕΩΝ- ΜΟΝΤΕΛΟ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΙΑΚΗΣ ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑΣ

VARIABLES	(4) FE_TQ- M2a	(5) FE_TQ- M2b	(6) FE_TQ- M2c
leverage	-0.241** (-2.290)	-0.239** (-2.282)	-0.243** (-2.313)
own1	-0.636** (-2.467)		
own1sq	0.455 (1.338)		
own10		-0.225 (-0.930)	

(συνέχεια)	(4)	(5)	(6)
VARIABLES	FE_TQ- M2a	FE_TQ- M2b	FE_TQ- M2c
own10sq		-0.0720 (-0.250)	
own20			-0.151 (-0.616)
own20sq			-0.154 (-0.534)
d11	-0.222*** (-4.599)	-0.232*** (-4.783)	-0.233*** (-4.800)
d12	-0.170*** (-3.699)	-0.185*** (-3.936)	-0.188*** (-3.998)
d13	-0.0926* (-1.662)	-0.0955* (-1.728)	-0.0957* (-1.730)
size	-0.454*** (-9.438)	-0.459*** (-9.585)	-0.458*** (-9.567)
volty	0.000128 (1.385)	0.000125 (1.347)	0.000124 (1.340)
profit	2.306*** (8.752)	2.318*** (8.806)	2.324*** (8.831)
intangibl	-1.663*** (-5.175)	-1.670*** (-5.209)	-1.673*** (-5.216)
ndts	0.173 (0.110)	0.207 (0.132)	0.246 (0.157)

(συνέχεια)	(4)	(5)	(6)
VARIABLES	FE_TQ-M2a	FE_TQ-M2b	FE_TQ-M2c
divid	6.76e-10 (1.051)	5.52e-10 (0.856)	5.35e-10 (0.828)
Constant	9.602*** (10.25)	9.694*** (10.39)	9.675*** (10.36)
Observations	711	711	711
Number of id	156	156	156
R-squared	0.458	0.460	0.459

t-statistics in parentheses

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6 ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Η επιλογή της κεφαλαιακής διάθρωσης μιας εταιρείας αποτελεί εδώ και δεκαετίες ένα από τα φλέγοντα ζητήματα που απασχολούν τον ακαδημαϊκό χώρο, έχοντας οδηγήσει σε πλήθος θεωριών, στην προσπάθεια να εξηγηθεί το γιατί μια εταιρεία καταφεύγει σε μια συγκεκριμένη κεφαλαιακή δομή καθώς και ποιοι είναι οι παράγοντες εκείνοι που της εξασφαλίζουν την βέλτιστη κεφαλαιακή δομή.

Η ιδιοκτησιακή δομή και η συγκέντρωση της ιδιοκτησίας από την άλλη μεριά, αποτελεί επίσης ένα κομβικό σημείο για τους οικονομολόγους από την αρχή κιόλας της βιομηχανικής επανάστασης, όπου αρκετοί προσπάθησαν να δημιουργήσουν ένα πλαίσιο για την μελέτη του διαχωρισμού μεταξύ ιδιοκτησίας και ελέγχου και του τρόπου που η ιδιοκτησιακή δομή επηρεάζει την διαδικασία λήψης αποφάσεων και ως εκ τούτου την εταιρική διακυβέρνηση.

Στην παρούσα διπλωματική εργασία γίνεται προσπάθεια να προσδιοριστεί κατά πόσο η κεφαλαιακή δομή και η ιδιοκτησιακή συγκέντρωση αποτελούν παράγοντες οι οποίοι επιδρούν στην απόδοση των επιχειρήσεων. Συγκεκριμένα μελετήσαμε την επίδραση των παραγόντων αυτών στην Ελλάδα βασιζόμενοι σε ένα δείγμα 217 επιχειρήσεων προερχόμενο από όλους τους κλάδους της Ελληνικής οικονομίας εκτός του τραπεζικού και του χρηματοοικονομικού λόγω των ιδιαίτερων συνθηκών που τους διέπουν. Η χρονική περίοδος που εκτείνονται οι παρατηρήσεις μας είναι δεκαέξι έτη, δηλαδή από το 2000 έως το 2015 και στην οποία λαμβάνουμε ένα πλήθος 3.034 παρατηρήσεων.

Για την διερεύνηση της παραπάνω υπόθεσης προχωρήσαμε στην δημιουργία δυο οικονομετρικών υποδειγμάτων. Στο πρώτο υπόδειγμα εξετάσαμε την επίδραση των ανεξάρτητων μεταβλητών όπως ιδιοκτησιακή συγκέντρωση, μέγεθος επιχείρησης, κερδοφορία, μεταβλητότητα, δείκτης άυλων περιουσιακών στοιχείων, μη δανειακές φορολογικές ασπίδες και μερίσματα στην εξαρτημένη μεταβλητή που στην περίπτωση μας είναι ο δανεισμός. Τα αποτελέσματα που προέκυψαν από την εκτίμηση του πρώτου μοντέλου φανερώνουν ότι όλες οι ανεξάρτητες μεταβλητές, εκτός της ψευδομεταβλητή $d11$ είναι στατιστικά σημαντικές, τουλάχιστον σε ένα από τα τρία επίπεδα ιδιοκτησίας για τα οποία έγινε η έρευνα (δηλ. σε επίπεδο ενός, δέκα ή είκοσι μεγαλύτερων μετόχων). Το πρόσημο της επίδρασης κάθε μεταβλητής ποικίλει. Έτσι θετική επίδραση ως προς τον δανεισμό έχουν το μέγεθος, η μεταβλητότητα και η κερδοφορία της επιχείρησης, ενώ αρνητική είναι η επίδραση του δείκτη άυλων περιουσιακών στοιχείων, των μη δανειακών φορολογικών ασπίδων και των μερισμάτων.

Στο δεύτερο υπόδειγμα εξετάζουμε την μη γραμμική σχέση μεταξύ ιδιοκτησιακής και κεφαλαιακής δομής και απόδοσης όπως εκφράζεται με τον δείκτη Tobin's Q. Σαν εξαρτημένες μεταβλητές στο υπόδειγμα αυτό χρησιμοποιούμε τον δανεισμό, την ιδιοκτησιακή συγκέντρωση σε επίπεδο ενός, δέκα και είκοσι μεγαλύτερων μετόχων, τις ψευδομεταβλητές που αντιστοιχούν στα έτη της κρίσης 2011, 2012 και 2013, το μέγεθος της επιχείρησης, την μεταβλητότητα των κερδών, την κερδοφορία, τον δείκτη ασώματων περιουσιακών στοιχείων τις μη δανειακές φορολογικές ασπίδες, τα μερίσματα. Από τις ανωτέρω μεταβλητές, στατιστικά σημαντικές με αρνητική επίδραση στον δείκτη επιχειρησιακής αποδοτικότητας είναι ο δείκτης δανειακής επιβάρυνσης, η μεταβλητή της συγκέντρωσης ιδιοκτησίας σε επίπεδο ενός μεγαλομετόχου, όλες οι ψευδομεταβλητές του χρόνου καθώς επίσης το μέγεθος της επιχείρησης και ο δείκτης

ασώματων περιουσιακών στοιχείων. Θετική επίδραση στον δείκτη επιχειρησιακής αποδοτικότητας ασκεί όπως είναι αναμενόμενο η κερδοφορία, ενώ οι υπόλοιπες εξαρτημένες μεταβλητές του υποδείγματος δεν εμφανίζονται ως στατιστικά σημαντικές. Από την ανάλυση των αποτελεσμάτων που προκύπτουν από τα παραπάνω υποδείγματα γίνεται φανερή η αρνητική επίδραση που ασκεί ο δανεισμός στην αποδοτικότητα των Ελληνικών επιχειρήσεων όπως και η αρνητική επίδραση που είχε η οικονομική κρίση στην αποδοτικότητα των επιχειρήσεων.

Σε αντίθεση με τις περισσότερες έρευνες οι οποίες εξετάζουν μονομερώς την σχέση μεταξύ κεφαλαιακής δομής και αποδοτικότητας και ιδιοκτησιακής δομής και αποδοτικότητας στην παρούσα διπλωματική εργασία έγινε προσπάθεια να συνδυαστούν οι επιδράσεις και των δυο αυτών παραγόντων κάτω από το ίδιο υπόδειγμα. Η εργασία αυτή μπορεί να αποτελέσει αφετηρία για μελλοντικές έρευνες με χρήση δυναμικών υποδειγμάτων και με δεδομένα προερχόμενα από άλλες χώρες εμπλουτίζοντας με τον τρόπο αυτό το ερευνητικό αποτέλεσμα..

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

1. Altman, Edward I. 1984. "A Further Empirical Investigation of the Bankruptcy Cost Question." *Journal of Finance* 39:4, 1067–1089.
2. Warner, Jerold B. 1977. "Bankruptcy Costs: Some Evidence." *Journal of Finance* 32:2, 337–347.
3. Weiss, Lawrence A. 1990. "Bankruptcy Resolution, Direct Costs and the Violation of Priority of Claims." *Journal of Financial Economics* 27:2, 285–314.
4. Thorburn, Karin. 2000. "Bankruptcy Auctions: Costs, Debt Recovery, and Firm Survival." *Journal of Financial Economics* 58:3, 337–368.
5. Andrade, Gregor, and Steven Kaplan. 1998. "How Costly Is Financial (Not Economic) Distress? Evidence from Highly Leveraged Transactions That Became Distressed." *Journal of Finance* 53:5, 1443–1493.
6. Bradley, Michael, Gregg A. Jarrell, and E. Han Kim, 1984. "On the Existence of an Optimal Capital Structure: Theory and Evidence." *Journal of Finance* 39:3, 857–878.
7. Kisgen, Darren J. 2006. "Credit Ratings and Capital Structure." *Journal of Finance* 61:3, 1035–1072.
8. Myers, Stewart C. 1977. "Determinants of Capital Borrowing." *Journal of Financial Economics* 5:2, 147–175.
9. Long, Michael S., and Ileen B. Malitz. 1985. "The Investment-Financing Nexus: Some Empirical Evidence." *Midland Corporate Finance Journal* 3:3, 53–59.
10. Barclay, Michael J., and Clifford W. Smith Jr. 1995. "The Maturity Structure of Corporate Debt." *Journal of Finance* 50:2, 609–631.
11. Kim, SaengW., and Eric H. Sorensen. 1986. "Evidence on the Impact of the Agency Costs of Debt on Corporate Policy." *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 21:2, 131–143.
12. Baker, Malcolm, and Jeffrey Wurgler. 2002. "Market Timing and Capital Structure." *Journal of Finance* 57:1, 1–32.
13. MacKay, Peter. 1999. "Real Flexibility and Financial Structure: An Empirical Analysis." Working Paper, Center for Economic Studies, U.S. Bureau of the Census.
14. Galai, Dan, and Ronald W. Masulis. 1976. "The Option Pricing Model and the Risk Factor of Stock." *Journal of Financial Economics* 3:1–2, 631–644.

15. Jensen, Michael C., and William H. Meckling. 1976. "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure." *Journal of Financial Economics* 3:4, 305–360.
16. Grossman, Sanford J., and Oliver Hart. 1982. "Corporate Financial Structure and Managerial Incentives." In John McCall, ed., *The Economics of Information and Uncertainty*, 107–140. Chicago: University of Chicago Press.
17. Harris, Milton, and Artur Raviv. 1991. "The Theory of Capital Structure." *Journal of Finance* 46:1, 297–355.
18. Easterbrook, Frank H. 1984. "Two-Agency Cost Explanations of Dividends." *American Economic Review* 74:4, 650–659.
19. Jensen, Michael C. 1986. "Agency Cost of Free Cash Flows, Corporate Finance and Takeovers." *American Economic Review* 76:2, 323–339.
20. Ross, Steve. 1977. "The Determination of Financial Structure: The Incentive Signalling Approach." *Bell Journal of Economics* 8:1, 23–40.
21. Frank, Murray Z., and Vidhan K. Goyal. 2009. "Capital Structure Decisions: Which Factors Are Reliably Important?" *Financial Management* 38-:1, 1–37.
22. De Angelo, Harry, and Ronald W. Masulis. 1980. "Optimal Capital Structure under Corporate and Personal Taxation." *Journal of Financial Economics* 8:1, 3–29.
23. Faulkender, Michael, and Mitchell A. Petersen. 2006. "Does the Source of Capital Affect Capital Structure?" *Review of Financial Studies* 19:1, 45–79.
24. Lemmon, Michael L., and Jaime F. Zender. 2010. "Debt Capacity and Tests of Capital Structure." *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, forthcoming.
25. KISGEN, Darren J. 2009. "Do Firms Target Credit Ratings or Leverage Levels?" *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 44:6, 1323–1344.
26. Taggart, Robert A., 1985. "Secular Patterns in the Financing of U.S. Corporations." In Benjamin M. Friedman, ed., *Corporate Capital Structures in the United States*, 13–80. Chicago: University of Chicago Press.
27. Barry, Christopher B., Steven C. Mann, Vassil T. Mihov, and Mauricio Rodríguez. 2008. "Corporate Debt Issuance and the Historical Level of Interest Rates." *Financial Management* 37:3, 413–430.
28. Henderson, Brian J., Narasimhan Jegadeesh, and Michael S. Weisbach. 2006. "World Markets for Raising New Capital." *Journal of Financial Economics* 82:1, 63–101.

29. Ross, Stephen A. 1985. "Debt and Taxes and Uncertainty." *Journal of Finance* 40:3, 637–657.
30. Scott, James H. 1977. "Bankruptcy, Secured Debt and Optimal Capital Structure." *Journal of Finance* 32:1, 1–19.
31. Moore, William. 1986. "Asset Composition, Bankruptcy Costs and the Firm's Choice of Capital Structure." *Quarterly Review of Economics and Business* 26:1, 51–61.
32. Gertler, Mark, and Simon Gilchrist. 1993. "The Role of Credit Market Imperfections in the Monetary Transmission Mechanism: Arguments and Evidence." *Scandinavian Journal of Economics* 95:1, 43–64.
33. Choe, Hyuk, Ronald W. Masulis, and Vikram K. Nanda. 1993. "Common Stock Offerings Across the Business Cycle: Theory and Evidence." *Journal of Empirical Finance* 1:1, 3–31.
34. Korajczyk, Robert A., and Amnon Levy. 2003. "Capital Structure Choice: Macroeconomic Conditions and Financial Constraints." *Journal of Financial Economics* 68:1, 75–109.
35. Drobetz, Wolfgang, and Gabrielle Wanzenried. 2006. "What Determines the Speed of Adjustment to the Target Capital Structure?" *Applied Financial Economics* 16:13, 941–958.
36. Cook, Douglas O., and Tian Tang. 2010. "Macroeconomic Conditions and Capital Structure Adjustment Speed." *Journal of Corporate Finance* 16:1, 73–87.
37. Hackbarth, Dirk, Jianjun Miao, and Erwan Morellec. 2006. "Capital Structure, Credit Risk, and Macroeconomic Conditions." *Journal of Financial Economics* 82:3, 519–550.
38. Welch, Ivo. 2004. "Capital Structure and Stock Returns." *Journal of Political Economy* 112:1, 106–131.
39. Bessler, Wolfgang, Wolfgang Drobetz, and Pascal Pensa. 2008. "Do Managers Adjust the Capital Structure to Market Value Changes? Evidence from Europe." In Wolfgang Breuer and Marc G. Urtler, eds., *Zeitschrift für Betriebswirtschaft/Special Issue—50 Years after MM: Recent Developments in Corporate Finance*, 113–145. Wiesbaden, Germany: Gabler.
40. Peyer, Urs, and Theo Vermaelen. 2008. "The Nature and Persistence of Buyback Anomalies." *Review of Financial Studies* 22:4, 1693–1745.
41. Lucas, Deborah J., and Robert L. McDonald. 1990. "Equity Issues and Stock Price Dynamics." *Journal of Finance* 45:4, 1019–1043.

42. Dierkens, Nathalie. 1991. "Information Asymmetry and Equity Issues." *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 26:2, 181–199.
43. Autore, Don M., and Tunde Kovacs. 2010. "Equity Issues and Temporal Variation in Information Asymmetry." *Journal of Banking and Finance* 34:1, 12–23.
44. Durand, David. 1959. "The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment: Comment." *American Economic Review* 49:4, 639–655.
45. Stiglitz, Joseph E. 1969. "A Re-Examination of the Modigliani-Miller Theorem." *American Economic Review* 59:5, 784–793.
46. Stiglitz, Joseph E. 1974. "On the Irrelevance of Corporate Financial Policy." *American Economic Review* 64:6, 851–866.
47. Myers, Stewart C. 1984. "The Capital Structure Puzzle." *Journal of Finance* 39:3, 575–592.
48. Myers, Stewart C., and Nicholas S. Majluf. 1984. "Corporate Investment and Financing Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have." *Journal of Financial Economics* 13:2, 187–221.
49. Krasker, William. 1986. "Stock Price Movements in Response to Stock Issues under Asymmetric Information." *Journal of Finance* 41:1, 93–105.
50. Aybar-Arias, Cristina, Alejandro Casino-Martinez, and Jose Lopez-Gracia. 2004. "Capital Structure and Sensitivity in SME Definition: A Panel Data Investigation." Available at <http://ssrn.com/abstract=549082>.
51. Narayanan, M. P. 1988. "Debt Versus Equity Under Asymmetric Information." *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 23:1, 39–51.
52. Heinkel, Robert, and Josef Zechner. 1990. "The Role of Debt and Preferred Stock as a Solution to Adverse Investment Incentives." *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 25:1, 1–24.
53. Korajczyk, Robert A., Deborah J. Lucas, and Robert L. McDonald. 1992. "Equity Issues with Time-Varying Asymmetric Information." *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 27:3, 397–418.
54. Choe, Hyuk, Ronald W. Masulis, and Vikram K. Nanda. 1993. "Common Stock Offerings across the Business Cycle." *Journal of Empirical Finance* 1:1, 1–29.
55. Frank, Murray Z., and Vidhan K. Goyal. 2003. "Testing the Pecking Order Theory of Capital Structure." *Journal of Financial Economics* 67:2, 217–248.

56. Graham, John R., and Campbell R. Harvey. 2001. "The Theory and Practice of Corporate Finance: Evidence from the Field." *Journal of Financial Economics* 60:2-3, 187–243.
57. De Jong, Abe, and Chris Veld. 2001. "An Empirical Analysis of Incremental Capital Structure Decisions under Managerial Entrenchment." *Journal of Banking and Finance* 25:10, 1857–1895.
58. Agca, Senay, and Abon Mozumdar A. 2005. "Firm Size, Debt Capacity and Corporate Financing Choices." Available at <http://ssrn.com/abstract=687369>.
59. Kraus, Alan, and Robert H. Litzenberger. 1973. "A State Preference Model of Optimal Financial Leverage." *Journal of Finance* 28:4, 911–922.
60. Haugen, Robert A., and Lemma W. Senbet. 1978. "The Insignificance of Bankruptcy Costs to the Theory of Optimal Capital Structure." *Journal of Finance* 33:2, 383–393.
61. Jensen, Michael C., and William H. Meckling. 1976. "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure." *Journal of Financial Economics* 3:4, 305–360.
62. Kane, Alex, Alan J. Marcus, and Robert L. McDonald. 1984. "How Big Is the Tax Advantage of Debt?" *Journal of Finance* 39:3, 841–853.
63. Brennan, Michael C., and Eduardo S. Schwartz. 1984. "Financial Policy and Firm Valuation." *Journal of Finance* 39:3, 593–607.
64. Fischer, Edwin O., Robert Heinkel, and Josef Zechner. 1989. "Dynamic Capital Structure Choice: Theory and Tests." *Journal of Finance* 44:1, 19–40.
65. Welch, Ivo. 2004. "Capital Structure and Stock Returns." *Journal of Political Economy* 112:1, 106–131.
66. Bessler, Wolfgang, Wolfgang Drobetz, Rebekka Haller, and Iwan Meier. 2010. "The Zero- Leverage Phenomenon: International Evidence," Working Paper, University of Giessen, University of Hamburg and HEC Montreal.
67. Hennessey, Christopher A., and Toni M. Whited. 2005. "Debt Dynamics." *Journal of Finance* 60:3, 1129–1165.
68. Leary, Mark T., and Michael R. Roberts. 2005. "Do Firms Rebalance Their Capital Structures?" *Journal of Finance* 60:6, 2575–2619.
69. Strebulaev, Ilya A., and Baozhong Yang. 2006. "The Mystery of Zero-Leverage Firms." Working Paper, Stanford University.

70. Harris, Milton, and Artur Raviv. 1991. "The Theory of Capital Structure." *Journal of Finance* 46:1, 297–355.
71. Jensen, Michael C. 1986. "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers." *American Economic Review* 76:2, 305–360.
72. Stulz, Ren'e M. 1990. "Managerial Discretion and Optimal Financing Policies." *Journal of Financial Economics* 26:1, 3–27.
73. DeAngelo, Harry, and Linda DeAngelo. 2006. "Capital Structure, Payout Policy, and Financial Flexibility." Available at <http://ssrn.com/abstract=916093>.
74. Williamson, Oliver E. 1988. "Corporate Finance and Corporate Governance." *Journal of Finance* 43:3, 567–591.
75. Agarwal, Anup, and Gershon N. Mandelker. 1987. "Managerial Incentives and Corporate Investment and Financing Decisions." *Journal of Finance* 42:4, 823–837.
76. Harvey, Campbell R., Karl V. Lins, and Andrew H. Roper. 2004. "The Effect of Capital Structure When Expected Agency Costs Are Extreme." *Journal of Financial Economics* 74:1, 3–30.
77. Hovakimian, Armen, Tim Opler, and Sheridan Titman. 2001. "The Debt-Equity Choice." *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 36:1, 1–24.
78. Biais, Bruno, and Catherine Casamatta. 1999. "Optimal Leverage and Aggregate Investment." *Journal of Finance* 54:4, 1291–1323.
79. Harris, Milton, and Artur Raviv. 1988. "Corporate Control Contests and Capital Structure." *Journal of Financial Economics* 20:1, 55–86.
80. Harris, Milton, and Artur Raviv. 1991. "The Theory of Capital Structure." *Journal of Finance* 46:1, 297–355.
81. Stulz, Ren'e M. 1988. "Managerial Control of Voting Rights: Financing Policies and the Market for Corporate Control." *Journal of Financial Economics* 20:1, 25–54.
82. Israel, Ronen. 1991. "Capital Structure and the Market for Corporate Control: The Defensive Role of Debt Financing." *Journal of Finance* 46:4, 1391–1409.
83. Brander, James A., and Tracey R. Lewis. 1986. "Oligopoly and Capital Structure: The Limited Liability Effect." *American Economic Review* 76:5, 956–970.

84. Titman, Sheridan. 1984. "The Effect of Capital Structure on a Firm's Liquidation Decision." *Journal of Financial Economics* 13:1, 137–151.
85. Singh, Manohar, Wallace N. Davidson III, and Jo-Ann Suchard. 2003. "Corporate Diversification Strategies and Capital Structure." *Quarterly Review of Economics and Finance* 43:1, 147–167.
86. Campello, Murillo. 2003. "Capital Structure and Product Markets Interactions: Evidence from Business Cycles." *Journal of Financial Economics* 68:3, 353–378.
87. Stomper, Alex, and Christine Zulehner. 2004. "Why Leverage Distorts Investment?" Available at <http://ssrn.com/abstract=527982>.
88. Norton, Seth W. 1995. "Is Franchising a Capital Structure Issue?" *Journal of Corporate Finance* 2:1, 75–101.
89. Campello, Murillo. 2006. "Debt Financing: Does It Boost or Hurt Firm Performance in Product Markets?" *Journal of Financial Economics* 82:1, 135–172.
90. Kale, Jayant R., and Husayn Shahrur. 2007. "Corporate Capital Structure and the Characteristics of Suppliers and Customers." *Journal of Financial Economics* 83:2, 321–365.
91. Anup Agrawal and Nadendu j. Nagarajan. 1990. "Corporate Capital Structure, Agency Costs, and Ownership Control: The Case of All-Equity Firms". *The Journal of Finance*.
92. Rajeswararao Chaganti and Fariborz Damanpour. 1991. "Institutional ownership, capital structure, and firm performance". *Strategic management journal*.
93. John J. McConnell and Henri Servaes. 1995. "Equity ownership and the two faces of debt". *Journal of Financial Economics*
94. Paul Grier and Edward J. Zychowicz. 1994. "Institutional Investors, Corporate Discipline, and the Role of Debt". *Journal Of Economics and Business*.
95. J. W. Wansley, M Cary Collins, AS Dutta. 1996. "Further Evidence on the Relation between Corporate Ownership Structure and Debt Policy". *Managerial Finance*.
96. Steen Thomsen and Torben Pedersen. 2000. "Ownership Structure and Economic Performance in the Largest European Companies". *Strategic Management Journal*.

97. Timothy J. Brailsford, Barry R. Oliver Sandra, L. H. Pua. 2002. "On the relation between ownership structure and capital structure". Accounting and Finance.
98. Nigel Driffield, Vidya Mahambare, Sarmistha Pal. 2007. "How does ownership structure affect capital structure and firm value" . Economic of Transition.
99. CB Tse, J Ying Jia - Studies in Economics and Finance, 2007. "The impacts of corporate ownership structure on the incentive of using capital structure to signal" Studies in Economics and Finance.
100. Basil Al-Najjar, Peter Taylor, 2008. " The relationship between capital structure and ownership structure". Managerial Finance
101. J. Cespedes, M. Conzalez, C. Molina, 2008. "Ownership and capital structure in Latin America". Journal of Business Resesarch.
102. Michael King, Eric Santor, 2008. "Family values : Ownership structure, performance and capital structure of Canadin firms". Journal of Banking & Finance.
103. Dimitris Margaritis, Maria Psilaki, 2008. "Capital structure, equity ownership and firm performance". Journal of Banking & Finance.
104. H. Short, K. Keasey & D. Duxbury, 2002, "Capital structure, Management ownership and Large External Shareholders : A UK Analysis". International journal of the Economics of Business.
105. Larry D. Su, 2010. "Ownership structure, corporate diversification and capital structure: Evidences from China's publicly listed firm's". Management decision.
106. S. Konijn, R. Kraussl, A. Lucas, 2009. "Blockholder dispersion and firm value". Journal of Corporate Finance.
107. N. Wellalage, S. Locke, 2011. "Impact of ownership structure on capital structure of New Zeland unlisted Firms. Journal of Small Business and Enterprise Development.
108. Jonchi Shyu, 2001. " Ownership structure, capital structure, and performance of group affiliation- Evidence from Taiwanese group- affiliated firms". Managerial Finance.
109. T. Paligorova, Z. Xu, 2011. "Complex ownership and capital structure". Journal of corporate finance.

- 110.C. Lee, N. Kuo, 2012. “Effects of ultimate ownership structure and corporate tax on capital structure: Evidence from Taiwan”. *International review of Economics and Finance*.
- 111.Omar Farooq, 2013. “Effect of ownership concentration on capital structure : evidence from the MENA region”. *International journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management*.
- 112.Santanu Ganguli, 2013. “Capital structure- does ownership structure matter? Theory and Indian evidence”. *Studies in Economics and Finance*.
- 113.J. Sun, L. Ding,J. Guo, Y. Li,2013. “Ownership, capital structure and financing decision: Evidence from the UK”. *The British Accounting Review*.
- 114.K. Reddy, S. Locke, 2012. “The relationship between ownership structure, capital structureand corporate governance practices. A case study of co-operatives and mutuals in New Zealand”. *International Journal of Managerial Finance*.
- 115.Wen- Cheng Lu, 2011. “Cash flow and growth considering different ownership structure”. *Journal of Modelling in Management*.
- 116.C. Chung, K. Wang, 2014. “Do institutional investors monitor management? Evidence from the relationship between institutional ownership and capital structure”. *North American Journal of Economics and Finance*.
- 117.K. Pizada, M. Mustapha, D. Wickramasinghe, 2015. “Firm Performance, Institutional Ownership and Capital Structure : A Case of Malaysia”. *Procedia. Social and Behavioral Sciences*.
- 118.W. McCumber, 2015. “Ownership Matters: The Capital Structure of Private Firms. *Advances in Financial Economics*.