

Τ.Ε.Ι. ΚΡΗΤΗΣ



Σχολή Διοίκησης και Οικονομίας

ΤΜΗΜΑ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗΣ

ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ

«ΛΟΓΙΣΤΙΚΗ ΚΑΙ ΕΛΕΓΚΤΙΚΗ»

**ΔΥΝΑΜΙΚΗ ΠΡΟΣΕΓΓΙΣΗ ΤΗΣ ΚΕΦΑΛΑΙΑΚΗΣ
ΔΙΑΡΘΡΩΣΗΣ ΤΩΝ ΕΥΡΩΠΑΙΚΩΝ ΝΑΥΤΙΛΙΑΚΩΝ
ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ**

Διπλωματική Εργασία

που υποβλήθηκε στο Τμήμα Λογιστικής του Τ.Ε.Ι. ΚΡΗΤΗΣ

ως μέρος των απαιτήσεων για την απόκτηση

Μεταπτυχιακού Διπλώματος Ειδίκευσης στη Λογιστική και Ελεγκτική

από την

Τζιγκουνάκη Ηράκλεια

Ηράκλειο

Μάιος 2012

Η μεταπτυχιακή φοιτήτρια που εκπόνησε την παρούσα διπλωματική εργασία φέρει ολόκληρη την ευθύνη προσδιορισμού της δίκαιης χρήσης του υλικού, η οποία ορίζεται στη βάση των εξής παραγόντων: του σκοπού και χαρακτήρα της χρήσης (μη-εμπορικός, μη-κερδοσκοπικός, αλλά εκπαιδευτικός-ερευνητικός), της φύσης του υλικού που χρησιμοποιεί (τμήμα του κειμένου, πίνακες, σχήματα, εικόνες κ.λπ.), του ποσοστού και 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 © Τζιγκουνάκη Ηράκλεια, 2012

Με 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:

- Επίκουρος Καθηγητής Σ. Αρβανίτης
- Καθηγητής Ε. Θαλασσινός
- Αναπληρωτής Καθηγητής Θ. Σταματόπουλος

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

Ευχαριστίες

Ολοκληρώνοντας την πορεία δύο ετών, νιώθω την ανάγκη να ανατρέξω στο παρελθόν για να ευχαριστήσω όλους εκείνους που με στήριξαν καθ' όλη την διάρκεια των σπουδών μου και βοήθησαν άμεσα ή έμμεσα στην επίτευξη των στόχων μου.

Ήταν τιμή μου που συνεργάστηκα με τον καθηγητή Σταύρο Αρβανίτη, έναν εξαιρετο επιστήμονα και άνθρωπο, ο οποίος με τις αμέτρητες γνώσεις του, την ιώβεια υπομονή του, το παιδαγωγικό του άγγιγμα, τις παρατηρήσεις και τις ιδέες του, με καθοδήγησε με τον καλύτερο δυνατό τρόπο, σε κάθε φάση της δημιουργίας της παρούσας διπλωματικής εργασίας. Δίνοντας την λύση στα στατιστικά μας αδιέξοδα, διαδραμάτισε καθοριστικό ρόλο στην ανάλυση των αποτελεσμάτων της έρευνας. Τον ευχαριστώ μέσα από την καρδιά μου, για όσα μου δίδαξε εντός και εκτός από τα επιστημονικά συγγράμματα.

Ευχαριστώ επίσης ιδιαίτερω, τον καθηγητή Θεόδωρο Σταματόπουλο, που αποτέλεσε πηγή έμπνευσης τα δύο χρόνια που πέρασα στο ΠΜΣ «Λογιστική και Ελεγκτική». Επίσης ευχαριστώ, τον καθηγητή Ελευθέριο Θαλασσινό για την εμπιστοσύνη του και την συμβολή του, στην περαιτέρω προσπάθεια μας. Ευχαριστώ, όλους τους διδάσκοντες καθηγητές και επαγγελματίες, για τις επιστημονικές γνώσεις που μας μετέφεραν, καθώς και την συμφοιτήτρια μου Μαριλένα Αθανασάκη τόσο για την ψυχολογική και ηθική στήριξη που μου προσέφερε όλο αυτό το διάστημα, όσο και για την σημαντικότερη συμβολή της στην εκπόνηση της παρούσας εργασίας.

Τέλος, ευχαριστώ την οικογένεια μου για την στήριξη, την κατανόηση και τη συμπαράσταση, που απλόχερα μου πρόσφερε, σε όλη την διάρκεια των σπουδών μου.

Αφιερώνεται
Στην κ. Χρυσή για την πολύτιμη βοήθεια της,
για την ευγένεια και το ήθος που μας διδάσκει.

ΠΙΝΑΚΑΣ ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΩΝ

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1: ΕΙΣΑΓΩΓΗ	13
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2: ΘΕΩΡΗΤΙΚΟ ΥΠΟΒΑΘΡΟ	16
2.1 ΤΟ ΘΕΩΡΗΜΑ MODIGLIANI - MILLER	16
2.2 ΣΤΑΤΙΚΗ ΚΑΙ ΔΥΝΑΜΙΚΗ ΘΕΩΡΙΑ ΕΞΙΣΟΡΡΟΠΗΣΗΣ ΟΛΩΝ ΤΩΝ ΠΑΡΑΓΟΝΤΩΝ (Trade-off Theory)	22
2.3 ΘΕΩΡΙΑ ΙΕΡΑΡΧΗΣΗΣ ΤΗΣ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ (Pecking order theory) ΚΑΙ ΘΕΩΡΙΑ ΑΣΥΜΜΕΤΡΗΣ ΠΛΗΡΟΦΟΡΗΣΗΣ (Asymmetric information theory) ..	26
2.4 ΘΕΩΡΙΑ ΚΟΣΤΟΥΣ ΑΝΤΙΠΡΟΣΩΠΕΥΣΗΣ – ΘΕΩΡΙΑ ΚΑΤΑΛΛΗΛΗΣ ΧΡΟΝΙΚΗΣ ΣΤΙΓΜΗΣ.....	29
2.5 ΚΡΙΤΙΚΗ ΠΡΟΣΕΓΓΙΣΗ ΤΩΝ ΚΥΡΙΟΤΕΡΩΝ ΘΕΩΡΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΑΚΗΣ ΔΙΑΡΘΡΩΣΗΣ.....	32
2.6 ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ ΠΡΟΣΔΙΟΡΙΣΜΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΑΚΗΣ ΔΙΑΡΘΡΩΣΗΣ ΤΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ	33
2.7 ΕΜΠΕΙΡΙΚΕΣ ΕΡΕΥΝΕΣ.....	51
2.7.1 ΕΜΠΕΙΡΙΚΕΣ ΕΡΕΥΝΕΣ ΜΕ ΧΡΗΣΗ ΣΤΑΤΙΚΩΝ ΥΠΟΔΕΙΓΜΑΤΩΝ.....	51
2.7.2 ΕΜΠΕΙΡΙΚΕΣ ΕΡΕΥΝΕΣ ΜΕ ΧΡΗΣΗ ΔΥΝΑΜΙΚΩΝ ΥΠΟΔΕΙΓΜΑΤΩΝ ΚΑΙ ΑΛΛΕΣ ΕΡΕΥΝΕΣ.....	64
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3: ΕΡΕΥΝΗΤΙΚΟΙ ΣΤΟΧΟΙ ΚΑΙ ΜΕΘΟΔΟΙ	87
3.1 ΕΡΕΥΝΗΤΙΚΟΙ ΣΤΟΧΟΙ.....	87
3.2 ΕΡΕΥΝΗΤΙΚΕΣ ΠΡΟΤΑΣΕΙΣ	89
3.3 ΕΡΕΥΝΗΤΙΚΗ ΜΕΘΟΔΟΣ ΚΑΙ ΕΞΕΙΔΙΚΕΥΣΗ ΜΟΝΤΕΛΟΥ	98
3.4 ΠΗΓΕΣ ΔΕΔΟΜΕΝΩΝ ΚΑΙ ΠΕΡΙΓΡΑΦΗ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ.....	109
3.5 ΚΛΑΔΙΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ	111
3.5.1 ΠΟΝΤΟΠΟΡΟΣ ΝΑΥΤΙΛΙΑ	111
3.5.2 ΕΥΡΩΠΑΙΚΗ ΝΑΥΤΙΛΙΑ.....	115
3.5.3 ΝΑΥΤΙΛΙΑ ΚΑΙ ΕΥΡΩΠΗ.....	118
Κεφάλαιο 4: ΑΝΑΛΥΣΗ ΔΕΔΟΜΕΝΩΝ ΚΑΙ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ	112
4.1 ΠΕΡΙΓΡΑΦΙΚΑ ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΑ	112
4.2 ΣΥΓΚΡΙΤΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ ΣΤΑΤΙΚΩΝ ΟΙΚΟΝΟΜΕΤΡΙΚΩΝ ΥΠΟΔΕΙΓΜΑΤΩΝ ΚΑΙ ΜΕΘΟΔΩΝ	124

4.3	ΣΥΓΚΡΙΤΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ ΔΥΝΑΜΙΚΩΝ ΟΙΚΟΝΟΜΕΤΡΙΚΩΝ ΜΕΘΟΔΩΝ	126
4.4	ΣΥΖΗΤΗΣΗ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ	129
	ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5: ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ	135
	ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ	137
	ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ	147

ΚΑΤΑΛΟΓΟΣ ΠΙΝΑΚΩΝ

Πίνακας 2.4.1: Κυριότερες θεωρίες κεφαλαιακής διάρθρωσης.....	31
Πίνακας 2.6.1: Παράγοντες προσδιορισμού της κεφαλαιακής διάρθρωσης των επιχειρήσεων	47
Πίνακας 2.6.2: Παράγοντες προσδιορισμού κεφαλαιακής διάρθρωσης σε συνάρτηση με τις εμπειρικές μελέτες	48
Πίνακας 2.7.1.1: Σχέση μεταξύ δανειακής επιβάρυνσης και προσδιοριστικών παραγόντων της με χρήση στατικών υποδειγμάτων	60
Πίνακας 2.7.2.1: Σχέση μεταξύ δανειακής επιβάρυνσης και προσδιοριστικών παραγόντων της με χρήση δυναμικών υποδειγμάτων.....	72
Πίνακας 2.7.2.2: Συχνότητα εμφάνισης προσδιοριστικών παραγόντων κεφαλαιακής διάρθρωσης και η επίδραση τους στο δείκτη δανειακής επιβάρυνσης των εμπειρικών μελετών που διερευνήθηκαν	74
Πίνακας 2.7.2.3: Συνοπτικά στοιχεία εμπειρικών ερευνών με χρήση στατικών υποδειγμάτων.....	75
Πίνακας 2.7.2.4: Συνοπτικά στοιχεία εμπειρικών ερευνών με χρήση δυναμικών υποδειγμάτων.....	81
Πίνακας 2.7.2.5: Συνοπτικά στοιχεία εμπειρικών μελετών με χρήση άλλων ερευνητικών μεθόδων.....	86
Πίνακας 3.2.1: Υποθέσεις και ορισμοί μεταβλητών.....	96
Πίνακας 3.2.2: Υποθέσεις και αποτελέσματα εμπειρικών ερευνών	96
Πίνακας 3.3.1: Συγκριτική ανάλυση των κυριότερων οικονομετρικών δεδομένων	100
Πίνακας 3.3.2: Κυριότερα πλεονεκτήματα Panel Data.....	101
Πίνακας 3.3.3: Στατικά οικονομετρικά μοντέλα	102
Πίνακας 3.3.4: Οικονομετρικά μοντέλα και πιθανά μειονεκτήματα	104
Πίνακας 3.3.5: Οικονομετρικές μέθοδοι και υποδείγματα	106
Πίνακας 3.3.6: Ερμηνεία μεταβλητών	109
Πίνακας 3.4.1: Σύνθεση δείγματος.....	110
Πίνακας 3.4.2: Τελικό εξεταζόμενο δείγμα και εξαιρούμενες εταιρείες.....	110
Πίνακας 3.5.1.1: Η ανάπτυξη του διεθνούς εμπορίου σε εκατομμύρια μεταφερόμενους τόνους.....	112

Πίνακας 3.5.1.2: Οικονομική ανάπτυξη στην Ευρωπαϊκή ένωση (ετήσια μεταβολή)	113
Πίνακας 3.5.1.3: Ανάπτυξη του εμπορίου στην Ευρωπαϊκή Ένωση (ετήσια μεταβολή)	113
Πίνακας 3.5.1.4: Το θαλάσσιο εμπόριο σε ποσοστιαίο μερίδιο φόρτωσης και εκφόρτωσης αγαθών σε τόνους ανά ήπειρο	113
Πίνακας 3.5.1.5: Εμπορικός στόλος Ευρωπαϊκών χωρών κατά την 1 ^η Ιανουαρίου 2011 σε αριθμό πλοίων	114
Πίνακας 3.5.1.6: Εμπορικός στόλος Ευρωπαϊκών χωρών κατά την 1 ^η Ιανουαρίου 2011 σε ολική χωρητικότητα.....	114
Πίνακας 3.5.1.7: «Φιλοξενία εμπορευματοκιβωτίων σε Ευρωπαϊκά λιμάνια κατά τα έτη 2008 και 2009 σε TEU	115
Πίνακας 3.5.2.1: Χαρακτηριστικά περιοχών Βαλτικής – Βορείου Θάλασσας – Μεσογείου.....	116
Πίνακας 3.5.2.2: Χαρακτηριστικά αγορών Ελλάδας-Ισπανίας-Ν. Γαλλίας.....	117
Πίνακας 4.1.1: Περιγραφικά χαρακτηριστικά	123
Πίνακας 4.1.2: Πίνακας συσχέτισης συντελεστών δανειακής επιβάρυνσης και ανεξάρτητων μεταβλητών.....	124
Πίνακας 4.2.1: Αποτελέσματα στατικών οικονομετρικών μεθόδων.....	125
Πίνακας 4.3.1: Αποτελέσματα δυναμικών οικονομετρικών μεθόδων	127
Πίνακας 4.4.1: Αναμενόμενα αποτελέσματα και ευρήματα.....	133

ΚΑΤΑΛΟΓΟΣ ΔΙΑΓΡΑΜΜΑΤΩΝ

Διάγραμμα 2.1.1: Το θεώρημα των Modigliani et Miller.....	19
Διάγραμμα 2.1.2: Η προσέγγιση των Modigliani et Miller με φόρους επιχειρήσεων	21
Διάγραμμα 2.2.1: Στατική εξισορρόπηση σε έναν ιδανικό δείκτη κεφαλαιακής διάρθρωσης.....	25
Διάγραμμα 3.1.1: Βασικές οικονομετρικές μέθοδοι	101

ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Το ζήτημα της κεφαλαιακής διάρθρωσης των επιχειρήσεων, αποτελεί ένα από τα πιο πολυσυζητημένα προβλήματα της σύγχρονης χρηματοοικονομικής διοίκησης. Σύμφωνα με την οικονομική θεωρία, η κεφαλαιακή διάρθρωση, καθορίζει την αγοραία αξία και ουσιαστικά την βιωσιμότητα των επιχειρήσεων. Στην παρούσα εργασία, λαμβάνοντας υπόψη την σημαντικότητα του θέματος και παρακινούμενοι από τα διαφορούμενα αποτελέσματα προηγούμενων εμπειρικών μελετών, γίνεται προσπάθεια ανάλυσης της κεφαλαιακής διάρθρωσης των Ευρωπαϊκών Ναυτιλιακών Επιχειρήσεων της ποντοπόρου ναυτιλίας. Επικεντρωνόμαστε στις ναυτιλιακές επιχειρήσεις, εξαιτίας του μεγάλου όγκου κεφαλαίων που απαιτείται για την εύρυθμη λειτουργία τους, λόγω της εντάσεως του ενεργητικού που κατέχουν. Στόχος της παρούσας έρευνας είναι, κατ' αρχάς ο προσδιορισμός των παραγόντων που επηρεάζουν την κεφαλαιακή διάρθρωση των επιχειρήσεων και ο καθορισμός της θεωρίας κεφαλαιακής διάρθρωσης που εφαρμόζουν. Οι παράγοντες αυτοί, εξετάζονται μέσω δυναμικής ανάλυσης πάνελ δεδομένων και ειδικότερα, χρησιμοποιώντας την Γενικευμένη Μέθοδο των Ροπών των πρώτων διαφορών σε ένα και δύο στάδια και της Γενικευμένης Μεθόδου των Ροπών συστήματος εξισώσεων. Επίσης, χρησιμοποιούνται στατικά υποδείγματα, τα οποία εκτιμήθηκαν με τις μεθόδους των ελαχίστων τετραγώνων και της γενικευμένης και εφικτής μεθόδου των ελαχίστων τετραγώνων. Για την διεξαγωγή της έρευνας, χρησιμοποιήθηκαν δεδομένα από τις οικονομικές καταστάσεις 32 Ευρωπαϊκών ναυτιλιακών επιχειρήσεων εισηγμένων στο χρηματιστήριο για την περίοδο 2005-2010. Τα αποτελέσματα αποκαλύπτουν, την εφαρμογή της θεωρίας της ιεράρχησης, ενώ αναδεικνύεται η θετική σχέση μεταξύ υλικών περιουσιακών στοιχείων, φορολογικών πλεονεκτημάτων που προκύπτουν από άλλες πηγές εκτός δανεισμού και του δείκτη δανειακής επιβάρυνσης. Επιπλέον παρατηρείται αρνητική σχέση μεταξύ μεγέθους, κερδοφορίας και δανεισμού. Τα αποτελέσματα της έρευνας συνεισφέρουν στην βαθύτερη κατανόηση των αποφάσεων που λαμβάνουν οι Ευρωπαϊκές ναυτιλιακές επιχειρήσεις, σχετικά με την κεφαλαιακή τους διάρθρωση. Το γεγονός αυτό κρίνεται ιδιαίτερα σημαντικό καθώς, αντιπροσωπεύουν έναν από τους μεγαλύτερους Ευρωπαϊκούς βιομηχανικούς κλάδους.

Λέξεις κλειδιά: Δυναμική κεφαλαιακή διάρθρωση, Θεωρία εξισορρόπησης, θεωρία ιεράρχησης, Ευρωπαϊκή Ναυτιλία

Abstract

The issue of capital structure of companies is one of the most debated problems of financial management. According to economic theory, capital structure determines the stock market value of firms and therefore their viability. In this paper, considering the importance of the issue and motivated by the conflicting results of previous empirical studies, we attempt the analysis of capital structure of the European Maritime Enterprises (oceanic shipping). We focus on shipping companies, because of the large volume of funding that claims their proper operation, due to the intensity of the assets held. The objectives of this research are firstly the identification of factors that affect the capital structure of European oceanic shipping and secondly the emergence of the dominant theory of capital structure they implement. The determinants of capital structure are examined through Dynamic panel data analysis and specifically with One step difference Generalized Methods of Moments, two step difference Generalized Methods of Moments and GMM in system. Also, we have used static models, fixed-effects and random-effects models, which were estimated with OLS, GLS and FGLS method. For the survey we have used data from the financial statements of 32 listed European shipping companies for the period 2005-2010. The results suggest the prevalence of pecking order theory in our case, while a positive relationship arises between tangible assets and tax benefits, arising from sources other than borrowing and leverage. Moreover, we observe a negative relationship between size or profitability and debt. Our findings contribute to a deeper understanding of the decisions taken by European shipping on their capital structure. This fact is particularly important since they represent one of the major industries of Europe.

Keywords: Dynamic Capital Structure, Trade off Theory, Pecking Order Theory, European Shipping

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1: ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Το ζήτημα της κεφαλαιακής διάρθρωσης των επιχειρήσεων, αποτελεί τον πυρήνα της σύγχρονης χρηματοοικονομικής διοίκησης και μία από τις σημαντικότερες αποφάσεις, που καλείται να λάβει η εκάστοτε διοίκηση των εταιρειών καθώς, μία λάθος χρηματοοικονομική ενέργεια μπορεί να έχει δυσμενείς συνέπειες με δυσμενέστερη αυτή της χρεοκοπίας. Παράλληλα, τα τελευταία χρόνια, οι θεωρίες κεφαλαιακής διάρθρωσης των επιχειρήσεων έχουν αποσπάσει την προσοχή πολλών ερευνητών και οικονομολόγων. Από το θεώρημα των Modigliani and Miller (1958) έως και σήμερα, έχουν διατυπωθεί ποικίλες θεωρίες, σχετικά με την μεγιστοποίηση της χρηματιστηριακής αξίας μιας επιχείρησης, μέσω της διάρθρωσης των κεφαλαίων της. Οι φόροι νομικών προσώπων (Modigliani and Miller, 1963), οι φόροι φυσικών προσώπων (Miller, 1977) που αναδύονται τα έσοδα των ιδιωτών από μετοχές και ομολογίες, το κόστος πτώχευσης (Stiglitz, 1969; Titman, 1984), η θεωρία αντιπροσώπευσης (Jensen and Meckling, 1976; Myers, 1977) και το ζήτημα της ασύμμετρης πληροφόρησης (Myers, 1984), έρχεται να περιπλέξει το αρχικό θεώρημα των Modigliani and Miller (1958), οδηγώντας σε διαφορετικούς τρόπους προσέγγισης του, αναδεικνύοντας ακόμα περισσότερο τις βασικές θεωρίες ιεράρχησης και εξισορρόπησης, που επικράτησαν αργότερα και έγιναν αποδεκτές από τις περισσότερες εμπειρικές μελέτες.

Συγκεκριμένα, η θεωρία εξισορρόπησης αναφέρει ότι, η κάθε επιχείρηση, ταλαντεύεται ανάμεσα στα πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα του δανεισμού, στοχεύοντας σε ένα άριστο επίπεδο υποχρεώσεων που θα μεγιστοποιήσει τα πλεονεκτήματα και θα ελαχιστοποιήσει τα μειονεκτήματα αυτού. Εν αντιθέσει, σύμφωνα με την θεωρία ιεράρχησης, η επιχείρηση ακολουθεί μια σειρά άντλησης πηγών κεφαλαίου. Ακολουθώντας, οποιαδήποτε από τις παραπάνω θεωρίες, οι οικονομικές οντότητες προσπαθούν να αυξήσουν τον πλούτο τους, βασιζόμενες στα στοιχεία του παθητικού και όχι του ενεργητικού, αγνοώντας την πραγματική τους περιουσία. Το ζήτημα, γίνεται ακόμα πιο καίριο για τις ναυτιλιακές επιχειρήσεις, όπου το μεγαλύτερο όγκο του ισολογισμού τους, αποτελούν τα πάγια στοιχεία και ο τρόπος χρηματοδότησης τους. Παράλληλα, τα τελευταία χρόνια εξαιτίας της παγκόσμιας οικονομικής κρίσης, τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, δύσκολα προβαίνουν σε δανεισμό

των ναυτιλιακών επιχειρήσεων αναγκάζοντας τες, να στραφούν σε άλλους τρόπους δανεισμού, δυσχεραίνοντας αρκετές φορές τη παρούσα κατάσταση.

Έως σήμερα, το μεγαλύτερο μέρος των εμπειρικών μελετών, έχει επικεντρωθεί στην διερεύνηση των παραγόντων που επηρεάζουν την κεφαλαιακή διάρθρωση του συνόλου των επιχειρήσεων, σε συγκεκριμένες χώρες, (Rajan and Zingales, 1995; Booth et al., 2001; Ozkan, 2001; Deesomsak et al., 2004; Bevan et Danbolt, 2004; Eriotis et al., 2007; Deari and Deari, 2009; Omran and Pointon, 2009; Psilaki and Daskalakis, 2009; Khalid, 2011; Chakraborty, 2010; Noulas and Genimakis, 2011). Τα αποτελέσματα των εμπειρικών ερευνών τις περισσότερες φορές είναι αντικρουόμενα, υποδεικνύοντας την απουσία συγκεκριμένης φόρμουλας για την διαμόρφωση της διάρθρωσης των κεφαλαίων των επιχειρήσεων. Από την άλλη πλευρά, αρκετές εμπειρικές μελέτες εξετάζουν την εφαρμογή των κυριότερων θεωριών εξισορρόπησης και ιεράρχησης από τις οικονομικές οντότητες, καταλήγοντας και σε αυτή τη περίπτωση σε αντικρουόμενα συμπεράσματα, κυρίως εξαιτίας της διαφορετικής φύσης των δύο βασικών θεωριών, (Shyam-Sunder et al., 1999; Fama and French, 2002; Frank and Goyal, 2009; Flannery and Rajan, 2006).

Σκοπός της ανά χειράς εργασίας, είναι η μελέτη της κεφαλαιακής διάρθρωσης των Ευρωπαϊκών επιχειρήσεων ποντοπόρου ναυτιλίας, μέσω δυναμικής ανάλυσης πάνελ δεδομένων (Dynamic panel data analysis). Ειδικότερα, η δυναμική προσέγγιση των προσδιοριστικών παραγόντων της κεφαλαιακής διάρθρωσης των επιχειρήσεων, διερευνάται χρησιμοποιώντας τις μεθόδους εκτίμησης των Arellano and Bond (1991 και 1995), Γενικευμένη Μέθοδος των Ροπών των πρώτων διαφορών σε ένα και δύο στάδια και της Γενικευμένης Μεθόδου των Ροπών συστήματος εξισώσεων (One step difference Generalized Methods of Moments, two step difference Generalized Methods of Moments and GMM in system). Επίσης, επιχειρείται σύγκριση των εκτιμήσεων, χρησιμοποιώντας στατικά υποδείγματα, σταθερών και τυχαίων επιδράσεων (fixed-effects and random-effects models), τα οποία εκτιμήθηκαν με τις μεθόδους των ελαχίστων τετραγώνων και της γενικευμένης και εφικτής μεθόδου των ελαχίστων τετραγώνων (OLS, GLS and FGLS).

Η συγκεκριμένη προσέγγιση, αποσκοπεί στην εύρεση της φόρμουλας που χρησιμοποιούν οι ναυτιλιακές εταιρείες που δραστηριοποιούνται στην ποντοπόρο ναυτιλία, για την διαμόρφωση της διάρθρωσης των κεφαλαίων τους. Ουσιαστικά,

επικεντρώνοντας την προσοχή μας, σε ένα δείγμα 32 Ευρωπαϊκών ναυτιλιακών επιχειρήσεων, εισηγμένων στο χρηματιστήριο για την χρονική περίοδο 2005 έως και 2010, θα ερευνηθεί, εάν οι κύριες χρηματοοικονομικές θεωρίες, είναι ικανές να ερμηνεύσουν τις αποφάσεις χρηματοδότησης των κεφαλαίων των ναυτιλιακών επιχειρήσεων. Με την βοήθεια των δεδομένων πάνελ, θα γίνει προσπάθεια καθορισμού των παραγόντων που επηρεάζουν την κεφαλαιακή διάρθρωση, ενώ η δυναμική προσέγγιση επί του θέματος, αποσκοπεί στην εύρεση των μεταβλητών που επηρεάζουν τον δείκτη δανειακής επιβάρυνσης των επιχειρήσεων. Η χρήση στατικών οικονομετρικών υποδειγμάτων, θα αποτελέσει απαραίτητο εφόδιο για την μετέπειτα σύγκριση των αποτελεσμάτων, σε σχέση με τα αποτελέσματα που προκύπτουν από την χρήση δυναμικών υποδειγμάτων. Παράλληλα, θα ελεγχθεί εάν υφίσταται θετική σχέση μεταξύ της δανειακής επιβάρυνσης των επιχειρήσεων και του μεγέθους των εταιρειών, των υλικών περιουσιακών τους στοιχείων, της κερδοφορίας τους, της ρευστότητας και της ηλικίας τους. Εν αντιθέσει, θα διαπιστώσουμε εάν επικρατεί αρνητική σχέση, μεταξύ του δανεισμού και της ανάπτυξης καθώς και των φορολογικών πλεονεκτημάτων που προέρχονται από άλλες πηγές εκτός δανεισμού.

Στο κεφάλαιο που ακολουθεί, γίνεται αναλυτική παρουσίαση των κυριότερων θεωριών της κεφαλαιακής διάρθρωσης των επιχειρήσεων. Συγκεκριμένα, παρουσιάζεται το θεώρημα των Modigliani and Miller (1958), η στατική και δυναμική θεωρία εξισορρόπησης όλων των παραγόντων (Trade off-Theory), η θεωρία της ιεραρχίας της χρηματοδότησης (Pecking Order Theory), η θεωρία της ασύμμετρης πληροφόρησης, (Asymmetric Information Theory), η θεωρία του κόστους αντιπροσώπευσης, (Agency Theory), και η θεωρία της κατάλληλης χρονικής στιγμής, (The market timing Theory). Κατόπιν, ακολουθεί ανάλυση των κυριότερων παραγόντων επηρεασμού της κεφαλαιακής διάρθρωσης των επιχειρήσεων και ανασκόπηση των σημαντικότερων εμπειρικών μελετών, που έχουν διεξαχθεί τα τελευταία χρόνια. Στο επόμενο κεφάλαιο, παρατίθενται οι ερευνητικές υποθέσεις της παρούσας εργασίας και η ακολουθητέα ερευνητική μέθοδος ενώ, γίνεται εξειδίκευση του χρησιμοποιούμενου υποδείγματος και παράθεση των κυριότερων στοιχείων του Ναυτιλιακού κλάδου στην Ευρώπη. Κλείνοντας, αναλύονται τα δεδομένα και τα αποτελέσματα της έρευνας, μέσω περιγραφής του δείγματος, στατιστικής ανάλυσης και

διεξοδικής συζήτησης των αποτελεσμάτων. Στο τελευταίο μέρος της παρούσας εργασίας παρατίθενται τα τελικά συμπεράσματα.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2: ΘΕΩΡΗΤΙΚΟ ΥΠΟΒΑΘΡΟ

Οι έρευνες των Modigliani και Miller το 1958 και το 1963, αποτέλεσαν το έναυσμα, για την περαιτέρω μελέτη ενός από τα σημαντικότερα θέματα που απασχολούν διαρκώς και ανελλιπώς τις επιχειρήσεις: τον καθορισμό της κεφαλαιακής τους διάρθρωσης. Η θεωρία της κεφαλαιακής διάρθρωσης, διαπραγματεύεται τη δυνατότητα επηρεασμού της χρηματιστηριακής αξίας μιας εταιρείας μέσω μεταβολής των πηγών χρηματοδότησης της, (Βασιλείου Δ., 2008). Έως σήμερα, σύμφωνα με τον Myers (2001), αρκετές είναι οι θεωρίες που ασχολούνται με την κεφαλαιακή διάρθρωση αλλά καμία δεν έχει γίνει αποδεκτή από το σύνολο της ακαδημαϊκής κοινότητας. Στόχος του κεφαλαίου που ακολουθεί, είναι η επισκόπηση των κυριότερων θεωριών της κεφαλαιακής διάρθρωσης των επιχειρήσεων, η ανάλυση των παραγόντων προσδιορισμού του δείκτη δανειακής επιβάρυνσης και τέλος η παρουσίαση εμπειρικών ερευνών που εξετάζουν το αναφερόμενο θέμα.

2.1 ΤΟ ΘΕΩΡΗΜΑ MODIGLIANI - MILLER

Το θεωρητικό υπόβαθρο της κεφαλαιακής διάρθρωσης των επιχειρήσεων, “χτίστηκε” από τους Modigliani και Miller το 1958. Η έρευνά τους με τίτλο, “The cost of capital, corporation finance and the theory of investment” σηματοδότησε την έναρξη θεωρητικών και εμπειρικών ερευνών. Το μοντέλο των Modigliani και Miller (1958), βασιζόμενο στην κεντρική υπόθεση της ύπαρξης, ιδανικών αγορών, μηδενικών φόρων, μηδενικού κόστους συναλλαγών και συγκεκριμένων χρηματικών ροών για κάθε επιχείρηση, κατέληξε στη μη ύπαρξη συσχέτισης μεταξύ της κεφαλαιακής διάρθρωσης των επιχειρήσεων και της αγοραίας αξίας τους, (Myers, 2001).

Αναλυτικότερα, εάν δεχτούμε ότι: α) δεν υφίστανται φόροι εισοδήματος, β) οι επιχειρήσεις κατηγοριοποιούνται σε μία ομάδα ιδίου επιχειρηματικού κινδύνου, γ) οι προσδοκίες των επενδυτών για μελλοντικά κέρδη είναι ομογενείς, δ) οι ταμειακές ροές των επιχειρήσεων είναι σταθερές στο χρόνο, ε) οι επιχειρήσεις δραστηριοποιούνται σε τέλειες κεφαλαιαγορές χωρίς κόστη συναλλαγών, φαινόμενα ασύμμετρης πληροφόρησης και χρηματοοικονομικές δυσχέρειες, ζ) το επιτόκιο είναι σταθερό και η) ο δανεισμός δεν εμπεριέχει κίνδυνο, τότε το συνολικό κόστος κεφαλαίου παραμένει

σταθερό, (Modigliani και Miller, 1958; Βασιλείου, 2008). Άρα, η αξία των επιχειρήσεων δεν εξαρτάται από την κεφαλαιακή τους διάρθρωση, (Modigliani και Miller, 1958).

Σύμφωνα με τους Modigliani και Miller (1958), ο τρόπος που επιλέγει να χρηματοδοτήσει τα κεφάλαια της μια οικονομική οντότητα έχει ως αποτέλεσμα την κατανομή χρηματικών ροών στους επενδυτές. Ο κάθε επενδυτής, μπορεί να διαχειριστεί όπως θέλει τις χρηματικές ροές και να διαμορφώσει τη δική του μόχλευση, χωρίς να επηρεάζεται η αγοραία αξία της επιχείρησης (Myers, 2001). Επιπλέον, οι Modigliani and Miller (1958), αποδεικνύουν τη διαμόρφωση της χρηματιστηριακής αξίας της οικονομικής οντότητας, από τις επενδυτικές αποφάσεις που λαμβάνει και την κερδοφορία της και όχι από τον τρόπο χρηματοδότησης της. Το γεγονός αυτό επαληθεύεται από την πρώτη και τρίτη πρόταση του θεωρήματος τους. Παράλληλα, η αύξηση του δανεισμού μπορεί να αυξάνει τα κέρδη της επιχείρησης, αλλά ταυτόχρονα αυξάνει το κόστος του μετοχικού κεφαλαίου καθώς, ο χρηματοοικονομικός κίνδυνος που απορρέει από το δανεισμό εμφανίζει ανοδική τάση. Ως εκ τούτου, το κόστος κεφαλαίου παραμένει σταθερό, αποτέλεσμα που αποδεικνύεται από την πρώτη πρόταση των Modigliani and Miller (1958), (Βασιλείου, 2008).

Συγκεντρωτικά, το θεώρημα τους περιλαμβάνει τρεις προτάσεις. Στην πρώτη πρόταση, αποδεικνύεται η εξάρτηση της χρηματιστηριακής αξίας μιας επιχείρησης από την κερδοφορία της και όχι από την κεφαλαιακή της διάρθρωση, (Βασιλείου, 2008). Αναλυτικότερα αναφέρεται:

“το μέσο σταθμισμένο κόστος του κεφαλαίου (r_k) για οποιαδήποτε επιχείρηση είναι ανεξάρτητο από την κεφαλαιακή της διάρθρωση. Αυτός είναι ο λόγος της προσδοκώμενης απόδοσης (\bar{X}) προς το άθροισμα όλων των αξιών της στην αγορά (V_j)”, (Modigliani and Miller, 1958; Παπούλιας, 2002).

$$r_k = X / V_j \quad (1)$$

Ουσιαστικά, τα περιουσιακά στοιχεία είναι εκείνα που καθορίζουν την αξία της και όχι ο τρόπος χρηματοδότησης τους. Για να καταλήξουν οι Modigliani και Miller σε αυτό το συμπέρασμα, θεωρούν ότι η αξία μιας επιχείρησης ισούται με την αξία του ενεργητικού της.

Στη δεύτερη πρόταση, υπό την προϋπόθεση ισχύος της πρώτης, αναφέρεται ότι οποιοδήποτε όφελος προέρχεται από τη λήψη φθηνού δανειακού κεφαλαίου (εννοώντας την θετική επίδραση των μερισμάτων στις τιμές των μετοχών), εξαλείφεται από τον κίνδυνο που αποκαλύπτει το ακριβότερο μετοχικό κεφάλαιο, δηλαδή από την δημιουργία άλλων πηγών χρηματοδότησης όπως αυτή των κερδών, οι οποίες θα καλύψουν το κόστος διανομής των μερισμάτων, (Αρτίκης, 1999). Η δεύτερη πρόταση χαρακτηρίζεται και ως «η θεωρία των καθαρών λειτουργικών εσόδων», (Βασιλείου, 2008).

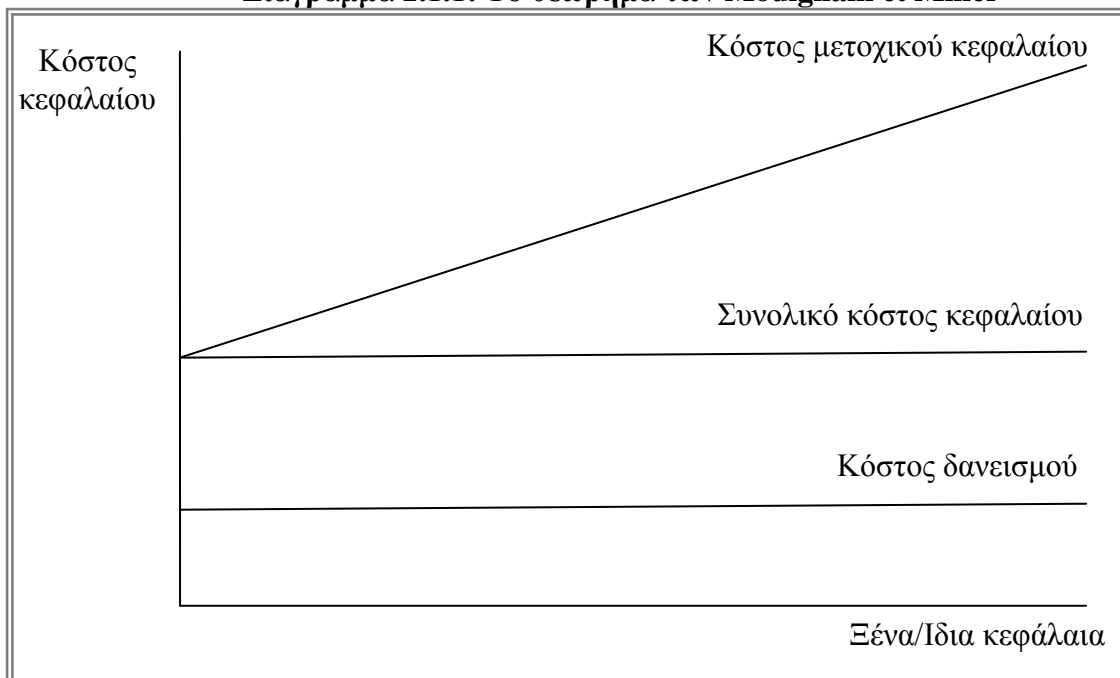
Συνεχίζοντας την ανάλυση των προτάσεων τους οι Modigliani and Miller (1958) διατυπώνουν το παράδειγμά των δύο επιχειρήσεων. Συγκεκριμένα, σε μία αγορά υποθέτουν ότι λειτουργούν δύο επιχειρήσεις με τον ίδιο αριθμό μετοχών και ότι η πρώτη εξ' αυτών, έχει μεγαλύτερη αξία και χρηματοδοτεί το κεφάλαιο της μέσω δανεισμού, ενώ η δεύτερη, παρουσιάζει μικρότερη χρηματοοικονομική αξία και δεν χρησιμοποιεί καθόλου δανεισμό. Κάτω από τις υποθέσεις αυτές, οι επενδυτές, αυτομάτως θα προβούν σε αγοροπωλησία των μετοχών τους, πουλώντας τις μετοχές με την υψηλότερη αξία και αγοράζοντας μετοχές με χαμηλότερη αξία, (Modigliani and Miller, 1958; Gropelli and Nikbaht, 1996; Παπούλιας, 2002; Βασιλείου, 2008). Βασιζόμενοι στις αυστηρές τους υποθέσεις, οι Modigliani and Miller (1958), υποστηρίζουν ότι το γεγονός αυτό θα έχει ως συνέπεια την μείωση της αξίας της επιχείρησης με δανειακά κεφάλαια και αύξηση της αξίας της επιχείρησης που δε χρησιμοποιεί δανεισμό. Άρα, σηματοδοτείται η έναρξη ενός “παιχνιδιού”, που θα καταλήξει στην εξίσωση των αξιών των επιχειρήσεων. Κατά συνέπεια, τα οφέλη του δανεισμού εξαλείφονται από την μεγαλύτερη χρηματιστηριακή αξία, (Βασιλείου, 2008). Για να καταλήξουν στο παραπάνω αποτέλεσμα, θεώρησαν ότι η απόδοση των δανειοδοτούμενων επιχειρήσεων δίδεται από την ακόλουθη σχέση:

$$i_j = r_k + r_k - r \frac{D_j}{S_j} \quad (2)$$

“Η προσδωκόμενη απόδοση της μετοχής (i_j) ισούται με το επιτόκιο κεφαλαιοποίησης r_k πλέον τον χρηματοοικονομικό κίνδυνο ο οποίος ισούται με το λόγο ξένα προς ίδια κεφάλαια επί την διαφορά επιτοκίου και απόδοσης”, (Modigliani and Miller, 1958; Παπούλιας, 2002).

Στην τρίτη πρόταση, τεκμηριώνεται η εξάρτηση της αναμενόμενης απόδοσης κάθε επένδυσης, από τον κίνδυνο που περιλαμβάνεται σε αυτήν και όχι από τον τρόπο χρηματοδότησης της, τονίζοντας την επιλογή πραγματοποίησης της επένδυσης, μόνο όταν η απόδοση της είναι μεγαλύτερη από το επιτόκιο κεφαλαιοποίησης (r_k), που αναφέρεται στην εξίσωση (2) το οποίο δεν επηρεάζεται από τον τρόπο χρηματοδότησης, (Βασιλείου, 2008; Παπούλιας, 2002). Το συγκεκριμένο συμπέρασμα αποδεικνύεται μέσω τριών πηγών χρηματοδότησης, της χρηματοδότησης μέσω έκδοσης ομολογιακού δανείου, της αυτοχρηματοδότησης και της χρηματοδότησης μέσω μετοχών, (Modigliani and Miller, 1958). Τα παραπάνω εμφανίζονται διαγραμματικά ως κάτωθι:

Διάγραμμα 2.1.1: Το θεώρημα των Modigliani et Miller



Πηγή: Βασιλείου, 2008

Καταλήγοντας, οι Modigliani και Miller (1958) διαπίστωσαν ότι, η αξία μιας οικονομικής οντότητας εξαρτάται από τις επενδυτικές αποφάσεις και την κερδοφορία της, αλλά όχι από τις πηγές χρηματοδότησης της, (Ahmed et al., 2009). Άρα, οι επιχειρηματικές αποφάσεις και ο τρόπος χρηματοδότησης είναι στοιχεία που πρέπει να εξεταστούν ξεχωριστά, (Modigliani and Miller, 1958). Εν συνεχεία, και πάντα υπό την υπόθεση των τέλει αγορών, διαπιστώθηκε η μη συσχέτιση της μερισματικής πολιτικής με την αύξηση των δανειακών της κεφαλαίων. Όπως τονίσαμε και παραπάνω, όταν τα δανειακά κεφάλαια αυξάνονται, αυξάνεται και ο επιχειρηματικός

κίνδυνος αλλά όχι η αξία της επιχείρησης, (Brealey et al., 2006; Βασιλείου, 2008). Άρα, η κεφαλαιακή διάρθρωση της επιχείρησης δεν σχετίζεται με τη χρηματιστηριακή της αξία, (Modigliani and Miller, 1958).

Οι Modigliani και Miller βασιζόμενοι σε αυστηρές υποθέσεις, προκαλώντας τα σχόλια αρκετών ερευνητών και ακαδημαϊκών, κατέληξαν στην ανεξαρτησία μεταξύ κεφαλαιακής διάρθρωσης και αγοραίας αξίας των επιχειρήσεων. Οι πρώτοι που αμφισβήτησαν την παραπάνω θέση τους ήταν οι Hirshleifer (1966), ο Stiglitz (1969) αλλά και οι ίδιοι το 1963, όταν εισήγαγαν το “φορολογικό πλεονέκτημα” που απορρέει από το δανεισμό και αυξάνει την αγοραία αξία των επιχειρήσεων, διαπιστώνοντας τα καθοριστικά πλεονεκτήματα του δανεισμού. Αναλυτικότερα, η φορολογική ελάφρυνση που προκαλείται από την χρήση των δανείων, μειώνει το κόστος των δανειακών κεφαλαίων, άρα και το συνολικό κόστος του κεφαλαίου της επιχείρησης. Το νέο υπόδειγμα περιλαμβάνει δύο θεωρήματα. Στο πρώτο γίνεται δεκτό ότι η αξία μιας επιχείρησης που χρησιμοποιεί δανεισμό (V_e) είναι ίση με την αξία μιας επιχείρησης που δε χρησιμοποιεί δανεισμό (V_{xd}) συν το φορολογικό πλεονέκτημα (DT), (Βασιλείου, 2008; Παπούλιας, 2002).

$$V_e = V_{xd} + DT \quad (3)$$

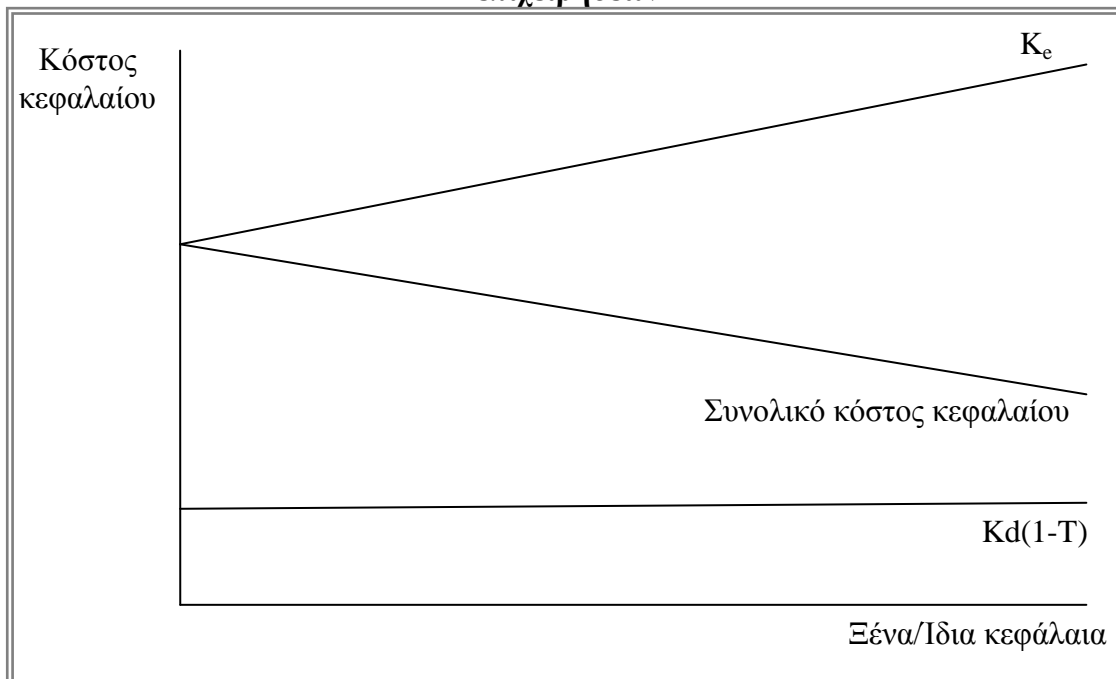
Στο δεύτερο υπόδειγμα αναλύεται η εξάρτηση της αξίας μιας επιχείρησης από την κεφαλαιακή της διάρθρωση. Συγκεκριμένα, μια επιχείρηση που χρησιμοποιεί δανεισμό έχει ένα ορισμένο κόστος μετοχικού κεφαλαίου (K_e), το οποίο ισούται με το κόστος του μετοχικού κεφαλαίου μιας μη δανειοδοτούμενης επιχείρησης (K_{xd}) και του κινδύνου που απορρέει από το δανεισμό. Ειδικότερα, το κόστος μετοχικού κεφαλαίου (K_e) ισούται με το κόστος του μετοχικού κεφαλαίου μιας μη δανειοδοτούμενης επιχείρησης (K_{xd}) συν τη διαφορά του κόστους κεφαλαίου με το κόστος δανεισμού ($K_{xd}-K_d$) επί τα ξένα κεφάλαια προς ίδια κεφάλαια (D/S), επί το φόρο ($1-T$), (Modigliani and Miller, 1963, Βασιλείου, 2008; Παπούλιας, 2002).

$$K_e = K_{xd} + K_{xd} - K_d \frac{D}{S} 1 - T \quad (4)$$

Κατά την αύξηση του δανεισμού, αυξάνεται και το κόστος του μετοχικού της κεφαλαίου αλλά, εξαιτίας του φορολογικού πλεονεκτήματος, η αύξηση είναι πιο μικρή

απ' ότι ήταν χωρίς την ύπαρξη αυτού, (Modigliani and Miller, 1963). Άρα, η αύξηση του δανεισμού αυξάνει την αξία της επιχείρησης, διότι τα έξοδα μειώνουν τα φορολογητέα έσοδα. Διαγραμματικά έχουμε:

Διάγραμμα 2.1.2: Η προσέγγιση των Modigliani and Miller με φόρους επιχειρήσεων



Πηγή: Βασιλείου, 2008

Οι Modigliani και Miller ξεκαθάρισαν ότι ο δανεισμός δε χαρακτηρίζεται ως η καλύτερη δυνατή επιλογή, αφού σε πολλές περιπτώσεις υπάρχουν ακόμη πιο κερδοφόρες εναλλακτικές μορφές χρηματοδότησης. Η ιδανική κεφαλαιακή διάρθρωση καθίσταται εφικτή μόνο όταν ζυγιστούν τα πλεονεκτήματα και τα μειονεκτήματα του δανεισμού, (Modigliani and Miller, 1963). Το 1977 ο Miller περιέλαβε στο παραπάνω μοντέλο και τους φόρους εισοδήματος προσώπων. Αναλύοντας τα φορολογικά πλεονεκτήματα που προκύπτουν και δίνοντας έμφαση στους φορολογικούς συντελεστές που επιβάλλονται στα κέρδη της επιχείρησης, στα έσοδα των ιδιωτών από τις μετοχές και στα έσοδα των ιδιωτών από τις ομολογίες, κατέληξε στο αρχικό θεώρημα των Modigliani και Miller (1958): η χρήση δανείου δεν επηρεάζει την αξία της επιχείρησης, (Βασιλείου, 2008). Αναλυτικότερα, όταν το εισόδημα από την επιχείρηση φορολογείται, τότε η αξία της δανειοδοτούμενης επιχείρησης ισούται με την αξία μιας μη δανειοδοτούμενης επιχείρησης πλέον τα πλεονεκτήματα που προέρχονται από τα δανειακά κεφάλαια, τον συντελεστή φορολογίας της επιχείρησης και τον συντελεστή

φορολογίας των μετόχων και τον ομολογιούχων. Όταν η επιβαλλόμενη φορολογία των μετόχων, των ομολογιούχων και των επιχειρήσεων εξισώνεται, τότε καταλήγουμε στο θεώρημα των Modigliani and Miller, (1958). Αλλά, εάν η φορολογία των ιδιωτών είναι μικρότερη από αυτή των ομολογιούχων, τότε η δανειοδοτούμενη επιχείρηση απολαμβάνει τα προκύπτοντα φορολογικά πλεονεκτήματα, (Βασιλείου, 2008).

Εάν επιστρέψουμε στα συμπεράσματα των Modigliani και Miller (1958) και δεχτούμε την ανεξαρτησία μεταξύ της κεφαλαιακής διάρθρωσης των επιχειρήσεων και της αγοραίας αξίας τους, υπό την προϋπόθεση σταθερότητας των στοιχείων του ενεργητικού και τυχουσών ευκαιριών ανάπτυξης, εύκολα θα καταλήξουμε στην σημαντικότητα της κεφαλαιακής διάρθρωσης σε συνθήκες μη σταθερών αγορών, (Myers, 2001). Άρα, καταρρίπτοντας τις αυστηρές υποθέσεις των Modigliani και Miller (1958) και εισάγοντας την έννοια των φόρων, έχοντας ως κύριο άξονα τον τρόπο διάρθρωσης των κεφαλαίων μιας επιχείρησης, αναζητείται ένας ιδανικός δείκτης δανειακής επιβάρυνσης, εξισορροπώντας τα οφέλη και τα κόστη που απορρέουν από τον δανεισμό. Με την ύπαρξη και την μελέτη του ιδανικού δείκτη δανειακής επιβάρυνσης, ασχολείται η θεωρία εξισορρόπησης όλων των παραγόντων, (Trade off Theory).

2.2 ΣΤΑΤΙΚΗ ΚΑΙ ΔΥΝΑΜΙΚΗ ΘΕΩΡΙΑ ΕΞΙΣΟΡΡΟΠΗΣΗΣ ΟΛΩΝ ΤΩΝ ΠΑΡΑΓΟΝΤΩΝ (TRADE-OFF THEORY)

Η Θεωρία των Modigliani και Miller (1963) αποτέλεσε τη βάση για την ανάπτυξη όλων των υποδειγμάτων που σχετίζονται με τη θεωρία εξισορρόπησης, (Mehmet and Eda, 2008). Οι επιχειρήσεις, αναζητώντας έναν ιδανικό δείκτη δανειακής επιβάρυνσης, εκτιμούν τα πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα του δανεισμού, αυξάνοντας παράλληλα την αξία τους. Η θεωρία εξισορρόπησης, προϋποθέτοντας την ανταλλαγή των μειονεκτημάτων και των πλεονεκτημάτων που απορρέουν από τον δανεισμό (Francisco and Jose, 2003), αναγκάζει τις επιχειρήσεις να στοχεύσουν σε έναν ιδανικό δείκτη δανειακής επιβάρυνσης. Εάν δεν το καταφέρουν, διαμορφώνουν τα κεφάλαια τους με τέτοιο τρόπο, ώστε σταδιακά να τον αποκτήσουν, (Myers, 1977).

Ενώ λοιπόν, η θεωρία των Modigliani και Miller (1963) προτείνει την εξ' ολοκλήρου χρηματοδότηση της λειτουργίας των επιχειρήσεων από δανεισμό, η θεωρία εξισορρόπησης, έρχεται να επιστήσει την προσοχή στα προβλήματα που δημιουργούνται από τον υπέρογκο δανεισμό. Στα προβλήματα αυτά συγκαταλέγονται,

η μη χορήγηση πιστώσεων, η ακύρωση παραγγελιών, η πιθανότητα πτώχευσης, η πώληση περιουσιακών στοιχείων σε χαμηλές τιμές αλλά και η απώλεια ικανών στελεχών, (Βασιλείου, 2008). Όσο αυξάνει ο δανεισμός της επιχείρησης, αυξάνεται και η πιθανότητα πτώχευσης και πρόδηλα εμφανίζονται χρηματοοικονομικές δυσχέρειες, (Βασιλείου, 2008). Η επιχείρηση δεν μπορεί να ανταπεξέλθει στις υποχρεώσεις της, οι προμηθευτές αντιλαμβανόμενοι το γεγονός, δεν δίνουν πλέον πίστωση και οι πελάτες ανησυχώντας για το μέλλον της επιχείρησης, σταματούν τις παραγγελίες. Ακόμα, ένα σημαντικό πλήγμα είναι η απώλεια ικανών υπαλλήλων - στελεχών, οι οποίοι αντιλαμβανόμενοι την κατάσταση, φεύγουν από την επιχείρηση. Επιπρόσθετα, η οικονομική οντότητα μπορεί να παρακάμψει κάποια επικερδή προγράμματα λόγω υψηλού κόστους, ενώ ταυτόχρονα αναγκάζεται να κρατήσει τον υπάρχον εξοπλισμό εξαιτίας έλλειψης κεφαλαίων, με αποτέλεσμα, κατά την πάροδο των χρόνων, να καθίσταται απαρχαιωμένη και λιγότερο ανταγωνιστική, (Groppelli and Nikbakht, 1996).

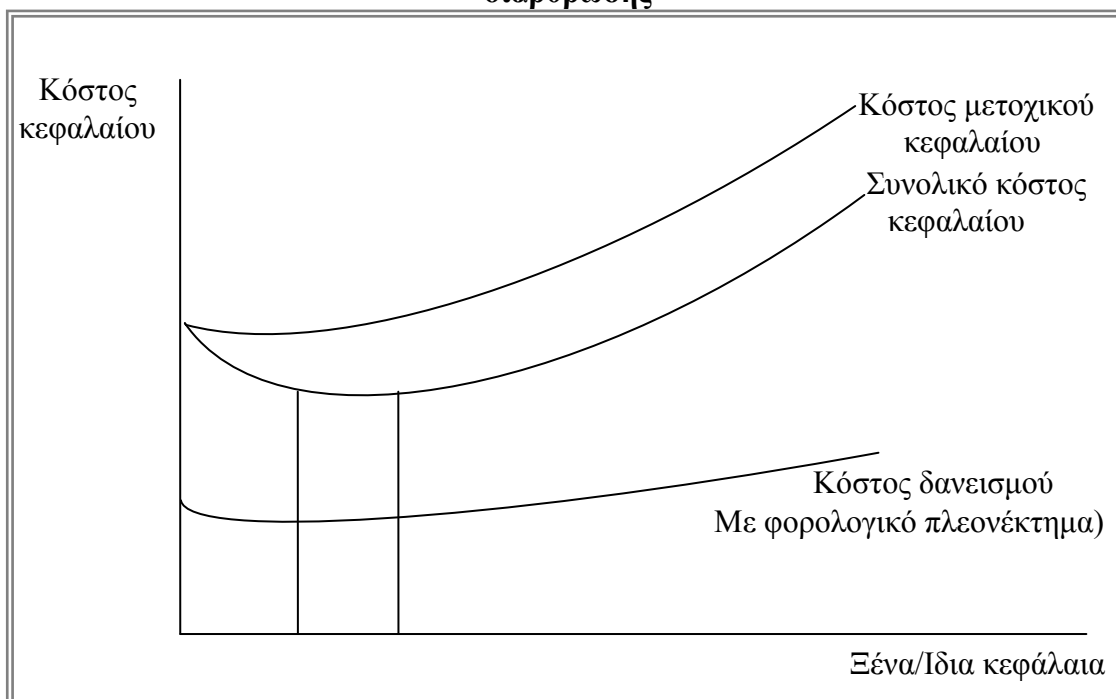
Συνέπεια του κόστους πτώχευσης, κρίνεται η πώληση των μετοχών και η μείωση της χρηματιστηριακής αξίας της επιχείρησης. Παράλληλα, σημαντικό μειονέκτημα αποτελούν τα κόστη συναλλαγών καθώς, οι επενδυτές εξαιτίας του κόστους πτώχευσης και αντιπροσώπευσης, δύναται να ζητήσουν υψηλότερες αποδόσεις ή αυστηρότερες ρήτρες δανεισμού, (Groppelli and Nikbakht, 1996). Για τη λήψη δανείων, αρκετές φορές λαμβάνονται υπόψη περιοριστικοί όροι, όπως περιορισμοί στην πώληση παγίων ή στη διανομή μερισμάτων. Αποτέλεσμα αυτού είναι, η μείωση της αποτελεσματικότητας της επιχείρησης. Το συγκεκριμένο κόστος, συχνά μειώνει την αξία της και πολλές φορές υπερισχύει των φορολογικών πλεονεκτημάτων, (Modigliani and Miller, 1963; Βασιλείου, 2008).

Δανειζόμενοι στοιχεία και από λοιπές θεωρίες, στα πλεονεκτήματα του δανεισμού περιλαμβάνονται, οι φορολογικές ελαφρύνσεις (Modigliani and Miller, 1963; De Angelo and Masulis, 1980) και η ελαχιστοποίηση της σύγκρουσης συμφερόντων μεταξύ διοικητικών στελεχών και μετόχων, καθώς η χρηματοδότηση των επιχειρήσεων μέσω δανεισμού περιορίζει τη σπατάλη χρήματος από τα διευθυντικά στελέχη, (Jensen and Meckling, 1976). Στα μειονεκτήματα του δανεισμού περιλαμβάνεται, εκτός του κόστους πτώχευσης στο οποίο προαναφερθήκαμε, το ρίσκο μη αποπληρωμής των δανείων, τυχόν κόστη αντιπροσώπευσης (διαμεσολαβητικό

κόστος), καθώς και το πρόβλημα της ασύμμετρης πληροφόρησης ανάμεσα στους πιστωτές και τους δανειστές, (Myers, 1977; Jensen and Meckling, 1976; Jensen, 1986).

Αναλυτικότερα, οι πρώτες εμπειρικές και θεωρητικές μελέτες βασίζονται στη θεωρία της εξισορρόπησης και επικεντρώνονται στη σύγκριση των ωφελειών του δανεισμού (Eriotis et al., 2007), με τα μειονεκτήματα μη αποπληρωμής των ληφθέντων δανείων, (Kraus and Litzenberger, 1973; Kim 1978). Ουσιαστικά, το φορολογικό πλεονέκτημα που προκύπτει εξαιτίας του δανεισμού, έρχεται αντιμέτωπο με τον κίνδυνο της χρεοκοπίας, που απορρέει από την μη έγκαιρη αποπληρωμή των δανειακών κεφαλαίων. Λίγα χρόνια αργότερα, λήφθηκαν υπόψη τα πλεονεκτήματα που προκύπτουν από την ανυπαρξία δανεισμού και οι ατομικοί φόροι, (Miller 1977; DeAngelo and Masulis, 1980). Συνεπώς, οι επιχειρήσεις που βρίσκονται πάνω από τον ιδανικό δείκτη δανειακής επιβάρυνσης, μειώνουν το δανεισμό τους διότι υποφέρουν από τον κίνδυνο μη αποπληρωμής των δανείων ή από κόστη αντιπροσώπευσης. Εν αντιθέσει, οι επιχειρήσεις που ο δείκτης δανειακής τους επιβάρυνσης βρίσκεται κάτω από τον ιδανικό, αυξάνουν το δανεισμό ώστε να λάβουν τα μέγιστα οφέλη που απορρέουν από την αύξηση της αξίας τους, αυξάνοντας τον κίνδυνο που δέχονται οι μέτοχοι, (Durinck et al., 1998; Kraus and Litzenberger, 1973). Οι οικονομικές οντότητες, σύμφωνα με την θεωρία εξισορρόπησης όλων των παραγόντων, μπορούν να διαλέξουν το ποσοστό των δραστηριοτήτων τους που θα χρηματοδοτηθεί με δάνειο, ώστε να αποκτήσουν μια άριστη κεφαλαιακή διάρθρωση, λαμβάνοντας υπόψη πάντα την σχέση κινδύνου και απόδοσης, (Βασιλείου, 2008). Με βάση τα ανωτέρω, διαμορφώνεται η στατική θεωρία εξισορρόπησης σε έναν ιδανικό δείκτη κεφαλαιακής διάρθρωσης η οποία διαγραμματικά μπορεί να απεικονιστεί ως κάτωθι:

Διάγραμμα 2.2.1: Στατική εξισορρόπηση σε έναν ιδανικό δείκτη κεφαλαιακής διάρθρωσης



Πηγή: Βασιλείου, 2008

Τη θεωρία εξισορρόπησης επιβεβαίωσαν εμπειρικά οι μελέτες των Bradley et al. (1984), Titman and Wessels (1988) και των Fama and French (2002). Οι παραπάνω ερευνητές, εξέτασαν τη σχέση του δείκτη δανειακής επιβάρυνσης με συγκεκριμένες ερμηνευτικές μεταβλητές, χρησιμοποιώντας στατικά υποδείγματα. Αναλυτικότερα, στα στατικά υποδείγματα, ο δανειακός δείκτης κάθε επιχείρησης θεωρείται και ο “ιδανικός”, (Johnson, 1995). Σύμφωνα με τον Myers (1977), η συγκεκριμένη προσέγγιση δε δύναται να ερμηνεύσει τη δυναμική μίας επιχείρησης ενώ, ο εξεταζόμενος δείκτης δανειακής επιβάρυνσης δεν είναι απαραίτητα και ο “ιδανικός”. Το κόστος προσαρμογής για έναν “ιδανικό” δείκτη κεφαλαιακής διάρθρωσης συχνά είναι χαμηλότερο στον υφιστάμενο δείκτη παρά στον “ιδανικό”. Οι οικονομικές οντότητες δεν προσεγγίζουν τον “ιδανικό” δείκτη εξαιτίας του κόστους προσαρμογής σε αυτόν, (Drobetz and Wanzentried, 2006). Για το λόγο αυτό, η δυναμική θεωρία εξισορρόπησης ήρθε στο προσκήνιο. Στα δυναμικά υποδείγματα, οι επιχειρηματικές αποφάσεις εξαρτώνται από το περιθώριο χρηματοδότησης της επόμενης χρήσης, (Myers, 1977). Τα πρώτα δυναμικά μοντέλα, εξέτασαν οι Brennan and Schwartz το 1984 ενώ, ακολούθησαν αρκετές μελέτες επί του θέματος. Καταλήγοντας, στα

δυναμικά υποδείγματα ο “ιδανικός” δείκτης δανειακής επιβάρυνσης, εξαρτάται από τον αναμενόμενο δείκτη δανειακής επιβάρυνσης της προηγούμενης χρονιάς.

Τα τελευταία χρόνια, με συνεχώς αυξανόμενη συχνότητα, εμφανίζονται οι μελέτες που αφορούν τη δυναμική προσέγγιση της κεφαλαιακής διάρθρωσης, υποστηρίζοντας τη θεωρία εξισορρόπησης των παραγόντων. Παρ’ όλα αυτά, η φόρμουλα που θα καθορίσει την ιδανική κεφαλαιακή διάρθρωση, δεν έχει ακόμα καθοριστεί. Ενώ η θεωρία της εξισορρόπησης συνεχώς κερδίζει έδαφος, ο προσδιορισμός της ιδανικής κεφαλαιακής διάρθρωσης, έγινε ακόμα πιο περίπλοκος όταν ο Donaldson το 1961, πρώτος ανέπτυξε τη θεωρία της ιεραρχίας της χρηματοδότησης, η οποία αργότερα τελειοποιείται από τους Myers και Majluf το 1984. Τα βασικότερα σημεία της θεωρίας αναλύονται παρακάτω.

2.3 ΘΕΩΡΙΑ ΙΕΡΑΡΧΗΣΗΣ ΤΗΣ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ (PECKING ORDER THEORY) ΚΑΙ ΘΕΩΡΙΑ ΤΗΣ ΑΣΥΜΜΕΤΡΗΣ ΠΛΗΡΟΦΟΡΗΣΗΣ (ASYMMETRIC INFORMATION THEORY).

Ο Donaldson το 1961 μελετώντας εταιρείες που δραστηριοποιούνται στην Αμερική παρατήρησε ότι, οι διοικήσεις των επιχειρήσεων προτιμούσαν να χρηματοδοτήσουν τη δραστηριότητα τους από εσωτερικές πηγές παρά να προβούν στην έκδοση μετοχών και στην περαιτέρω χρηματοδότηση τους από επενδυτές. Με λίγα λόγια, μέσω της εμπειρικής έρευνας, συμπέρανε ότι οι επιχειρήσεις δεν ακολουθούν τη θεωρία εξισορρόπησης αλλά εφαρμόζουν μία σειρά άντλησης κεφαλαίων, (Βασιλείου, 2008). Οι εταιρείες, προτιμούν να χρηματοδοτήσουν τις δραστηριότητες τους με παρακρατούμενα κέρδη, κατόπιν με δανεισμό και τέλος προβαίνουν σε αύξηση του μετοχικού τους κεφαλαίου, (Donaldson, 1961). Η θεωρία της ιεραρχίας της χρηματοδότησης φαίνεται να έρχεται σε αντίθεση με τη θεωρία εξισορρόπησης, όπου τα παρακρατούμενα κέρδη ισοδυναμούν με την αύξηση του κεφαλαίου. Ο Donaldson (1961) παρατήρησε ότι, οι αποφάσεις των εξεταζόμενων εταιρειών δεν αποσκοπούσαν κατ’ ανάγκη στην αύξηση του πλούτου των μετόχων, γεγονός το οποίο δεν τεκμηριώνει θεωρητικά. Το 1984 οι Myers και Majluf έρχονται να τεκμηριώσουν θεωρητικά τη θεωρία ιεράρχησης μέσω της ασύμμετρης πληροφόρησης.

Συγκεκριμένα, η υπόθεση των Modigliani και Miller (1958), για την ύπαρξη τέλειων αγορών όπου, οι εταιρείες, οι επενδυτές και κάθε εμπλεκόμενος φορέας έχει την ίδια πληροφόρηση καταρρίπτεται. Τη θέση της λαμβάνουν οι πραγματικές

συνθήκες που επικρατούν σε μια αγορά, συνοδευόμενες από την ασύμμετρη πληροφόρηση. Η θεωρία ιεράρχησης των Myers και Majluf (1984), ερμηνεύεται από τα κόστη συναλλαγών και την ασύμμετρη πληροφόρηση (Mishkin, 1991; Francisco and Jose, 2003) ενώ, επεκτείνεται από τους Lucas και McDonald το 1990.

Η κεντρική ιδέα της παραπάνω θεωρίας, βασίζεται στην ασυμμετρία της πληροφορίας που υφίσταται ανάμεσα στη διοίκηση και τους επενδυτές, (Myers and Majluf, 1984). Οι διοικήσεις μιας οικονομικής οντότητας, έχουν καλύτερη γνώση για την κατάσταση και για τους κινδύνους που αντιμετωπίζει η επιχείρηση, απ' ότι οι επενδυτές. Άρα, οι ενδιαφερόμενοι για την εταιρεία δε γνωρίζουν την πραγματική αξία του ενεργητικού της, αλλά ούτε και τις μελλοντικές της προσδοκίες, με αποτέλεσμα τα στοιχεία του παθητικού της να μην αξιολογούνται σωστά από τους επενδυτές, καθώς δεν μπορούν να αντιστοιχίσουν την αξία του ενεργητικού με τις ληφθέντες υποχρεώσεις, (Kjelman and Staffan, 1995). Συνεπώς, οποιαδήποτε υποτίμηση μπορεί να αποφευχθεί, εάν η επιχείρηση καταφύγει σε εσωτερικό δανεισμό, (Kjelman and Staffan, 1995). Ουσιαστικά, η λάθος τιμολόγηση είναι υπεύθυνη για την ύπαρξη της ασύμμετρης πληροφόρησης, (Halon and Heider, 2005). Οι Myers και Majluf (1984) θεωρούν ότι οι επιχειρήσεις προβαίνουν στην αύξηση του μετοχικού τους κεφαλαίου, μόνο όταν οι μετοχές τους είναι υπερτιμημένες ή δεν έχουν άλλη επιλογή χρηματοδότησης. Οι επενδυτές με τη σειρά τους, θεωρούν την αύξηση κεφαλαίου αρνητική ένδειξη, με αποτέλεσμα την μείωση της χρηματιστηριακής αξία της εταιρίας. Εκτός αυτού, η αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου, περιλαμβάνει σημαντικά κόστη τα οποία θα είχαν αποφευχθεί εάν χρηματοδοτούσε τις δραστηριότητες της με άλλο τρόπο, (Βασιλείου, 2008).

Επιπλέον, η επιλογή εσωτερικού ή εξωτερικού δανεισμού από τις επιχειρήσεις, εξαρτάται και από άλλους παράγοντες όπως το μέγεθος και τη διάρθρωση των περιουσιακών τους στοιχείων καθώς, οι εταιρείες με μεγάλο όγκο παγίου ενεργητικού, μπορούν να ξεπληρώσουν πιο εύκολα τα ληφθέντα δάνεια απ' ότι μια μικρότερη επιχείρηση, (Mehmet and Eda, 2008). Εν κατακλείδι, εκτός από την ασύμμετρη πληροφόρηση οφείλουμε να λάβουμε και άλλους παράγοντες υπόψη μας για τον καθορισμό της κεφαλαιακής διάρθρωσης μίας επιχείρησης. Σε αντίθεση με τη θεωρία εξισορρόπησης, οι αλλαγές στη διάρθρωση των κεφαλαίων, δεν εξαρτώνται από την

κατάκτηση του ιδανικού δείκτη δανειακής επιβάρυνσης, αλλά από την ανάγκη για εσωτερικό ή εξωτερικό δανεισμό.

Εκτός από το φαινόμενο της ασύμμετρης πληροφόρησης, τη θεωρία της ιεράρχησης μπορεί να εξηγήσει και η ύπαρξη του κόστους συναλλαγών, (Baskin, 1989). Ο δανεισμός από εξωτερικές πηγές, συνεπάγεται και κόστη συναλλαγών. Σύμφωνα με τον Baskin (1989) σε μελέτη που πραγματοποίησε σε δείγμα εταιρειών που δραστηριοποιούνται στις Η.Π.Α., είναι προτιμότερο οι επιχειρήσεις να στραφούν στον εσωτερικό δανεισμό, μετά στον εξωτερικό δανεισμό και τέλος στο δανεισμό με έκδοση μετοχών. Η επιλογή αυτή βασίζεται απολύτως, στο μικρότερο κόστος συναλλαγών που προκύπτει από την έκδοση δανείου, σε σχέση με την έκδοση μετοχών, (Baskin, 1989), και τούτο διότι, οι μετοχές ενέχουν μεγαλύτερο κίνδυνο απ' ό,τι οι ομολογίες καθώς, η αξία των μετοχών εξαρτάται από την κερδοφορία της επιχείρησης. Ταυτόχρονα, ο εσωτερικός δανεισμός είναι προτιμότερος για τη διοίκηση των εταιρειών, διότι δεν είναι υποχρεωμένες να πειθαρχούν με τους κανόνες τις αγοράς, (Myers, 1984). Σύμφωνα με τους Holmes και Ken (1991), Hamilton και Fox (1998) ο ιδιοκτήτης μιας επιχείρησης, δε θέλει να χάσει τον έλεγχο της εταιρείας του και ο εσωτερικός δανεισμός μπορεί να του το εξασφαλίσει.

Μία από τις σημαντικότερες εμπειρικές μελέτες, που επιβεβαιώνει την θεωρία ιεράρχησης, κρίνεται αυτή του Smith το 1986. Στην συγκεκριμένη έρευνα, έγινε προσπάθεια εύρεσης της σπουδαιότητας των αποφάσεων που λαμβάνει μία επιχείρηση σχετικά με την κεφαλαιακή της διάρθρωση. Τα αποτελέσματα της έρευνας έδειξαν ότι, η χρηματιστηριακή αξία μίας επιχείρησης, επηρεάζεται από την προσπάθεια της οικονομικής οντότητας να προσεγγίσει έναν ιδανικό δείκτη στόχο και από τις πληροφορίες που δίνει όταν επιλέγει την χρηματοδότηση των επενδύσεων της. Η έρευνα διεξάχθηκε σε 176 εταιρείες που δραστηριοποιούνται στις Ηνωμένες Πολιτείες Αμερικής, εισηγμένες στο χρηματιστήριο. Παρ' όλο, που δεν είναι η πρώτη εμπειρική έρευνα (Miller, 1977; De Angelo and Masulis, 1980; Kim, 1978; Haugen and Senbet, 1978; Titman, 1984; Jensen and Meckling, 1976; Fama, 1980; Smith and Warner, 1979) που μελετάει τις θεωρίες της κεφαλαιακής διάρθρωσης, θεωρείται η μεγαλύτερη συγκρινόμενη με αυτή του Donaldson (1961) και Scott and Johnson (1982), (Johnson, 1995).

Συμπερασματικά, ο Myers (1984), αντικρούει τη θεωρία εξισορρόπησης αποδεικνύοντας ότι η ασύμμετρη πληροφόρηση και τα κόστη συναλλαγών είναι παράγοντες, που καθορίζουν τον ιδανικό δείκτη δανειακής επιβάρυνσης, χωρίς να το θέτουν ως στόχο. Ο δανεισμός από εξωτερικές πηγές, συντελεί στην αύξηση της χρηματοπιστωτικής αξίας της μετοχής εξαιτίας των φορολογικών πλεονεκτημάτων άρα, απαραίτητη κρίνεται η λήψη δανείων. Από την άλλη πλευρά, ο υπερβολικός δανεισμός συντελεί στην μείωση των φορολογικών πλεονεκτημάτων, εξαιτίας των χρηματοοικονομικών δυσχερειών που καλούνται οι επιχειρήσεις να αντιμετωπίσουν, αλλά και εξαιτίας του αυξανόμενου κόστους αντιπροσώπευσης. Επιπροσθέτως, απαραίτητη θεωρείται πάντα η παρακράτηση κερδών, ώστε οι οικονομικές οντότητες να μπορούν να κρατήσουν αποθέματα για μελλοντική χρήση, μέσω του εσωτερικού δανεισμού, (Donaldson, 1968; Myers and Majluf, 1984). Οι παραπάνω θεωρίες, αποτελούν τον κορμό των θεωριών της κεφαλαιακής διάρθρωσης. Με άξονες αυτές, δημιουργήθηκαν και άλλα θεωρήματα από το 1958, όπου οι Modigliani και Miller εξέδωσαν το πολυσυζητημένο άρθρο τους, έως και σήμερα. Μέρος των λοιπών θεωρημάτων θα μας απασχολήσουν παρακάτω.

2.4 ΘΕΩΡΙΑ ΚΟΣΤΟΥΣ ΑΝΤΙΠΡΟΣΩΠΕΥΣΗΣ ΚΑΙ ΘΕΩΡΙΑ ΚΑΤΑΛΛΗΛΗΣ ΧΡΟΝΙΚΗΣ ΣΤΙΓΜΗΣ.

Απόρροια της θεωρίας εξισορρόπησης όλων των παραγόντων αποτελούν τα υποδείγματα κόστους αντιπροσώπευσης. Πρώτοι οι Jensen και Meckling (1976), δίνοντας βαρύτητα στο μειονέκτημα του κόστους αντιπροσώπευσης που προκύπτει από το δανεισμό, κατέληξαν στο συμπέρασμα ύπαρξης ιδανικού δείκτη κεφαλαιακής διάρθρωσης, υπό την προϋπόθεση ελαχιστοποίησης των αντικρουόμενων συμφερόντων μεταξύ μετόχων και διοίκησης, αλλά και μεταξύ μετόχων και δανειστών. Τη σημαντικότητα του κόστους αντιπροσώπευσης, απέδειξαν οι Harres και Ravin σε έρευνά τους το 1990.

Όταν οι επιχειρήσεις προβαίνουν στη λήψη δανεισμού, αυτομάτως επωφελούνται από την κερδοφορία τους, όχι μόνο οι μέτοχοι αλλά και οι πιστωτές. Τα αντικρουόμενα συμφέροντα τους, δημιουργούν προβλήματα αντιπροσώπευσης. Συγκεκριμένα, σύμφωνα με τη θεωρία αντιπροσώπευσης, η διοίκηση μιας επιχείρησης, οι μέτοχοι αλλά και οι δανειστές αποσκοπούν σε διαφορετικά συμφέροντα. Άρα, υποθέτοντας ότι ο καθένας από τους παραπάνω, θέλει να μεγιστοποιήσει τα οφέλη που

αποκομίζει, θα στραφεί στην εκπλήρωση των προσωπικών του στόχων. Αναλυτικότερα, οι πιστωτές προσπαθώντας να διασφαλίσουν τα συμφέροντα τους, έχουν την τάση να προσεγγίζουν την διοίκηση των επιχειρήσεων που έχουν δανειοδοτήσει με πρόθεση, να τους πείσουν να επιλέξουν την συντηρητικότερη επένδυση, ώστε να διασφαλίσουν τα χρήματα τους. Εκ τούτου, η διοίκηση των επιχειρήσεων, παραμελεί τους μετόχους προσπαθώντας να ανταποκριθεί στις απαιτήσεις των πιστωτών, πιθανότατα επιλέγοντας την λύση της μη μεγιστοποίησης της αξίας της επιχείρησης, (Groppelli and Nikbakht, 1996). Παράλληλα, οι μέτοχοι παρατηρώντας τα γεγονότα, προβαίνουν σε πώληση των μετοχών τους, με αποτέλεσμα την μείωση της τιμής της μετοχής.

Σύμφωνα με τον Jensen (1986), η χρηματοδότηση των δραστηριοτήτων μίας επιχείρησης από δανειακά κεφάλαια, μπορεί να μειώσει τα κόστη αντιπροσώπευσης. Η εκάστοτε διοίκηση των οικονομικών οντοτήτων, δεσμεύεται για την αποπληρωμή του δανείου, ώστε να μην οδηγηθεί στην χρεοκοπία. Το κόστος αντιπροσώπευσης, μειώνεται μέχρι ένα συγκεκριμένο επίπεδο δανεισμού. Η επιχείρηση, στοχεύει σε έναν ιδανικό δείκτη κεφαλαιακής διάρθρωσης καθώς, ο υπέρογκος δανεισμός καθίσταται ικανός να αυξήσει το κόστος αντιπροσώπευσης από ένα επίπεδο δανεισμού και έπειτα.

Εκτός από τη θεωρία αντιπροσώπευσης, την τελευταία δεκαετία αναπτύχθηκε και η θεωρία της κατάλληλης χρονικής στιγμής (The market timing theory). Το συγκεκριμένο θεώρημα, προτρέπει τη διοίκηση των επιχειρήσεων, να αποφασίσει για την κεφαλαιακή τους διάρθρωση, σύμφωνα με τις συνθήκες που επικρατούν στην χρηματιστηριακή αγορά. Συγκεκριμένα, δέχεται την εξάρτηση μεταξύ της διακύμανσης των τιμών των μετοχών και της κεφαλαιακής διάρθρωσης των επιχειρήσεων. Σύμφωνα με την θεωρία της κατάλληλης χρονικής στιγμής, ο τρόπος δανεισμού εξαρτάται από τις αγορές των μετοχών και ομολόγων, καθώς θεωρούνται υπεύθυνες για την διακύμανση των τιμών των μετοχών. Οι επιχειρήσεις δεν στοχεύουν πλέον σε ιδανικό δείκτη κεφαλαιακής διάρθρωσης (Baker and Wurgler, 2002).

Οι υψηλοί δείκτες της χρηματιστηριακής προς τη λογιστική αξία, αποτελούν το έναυσμα για τη δανειοδότηση των επιχειρήσεων. Με αυτό τον τρόπο, οι διοικήσεις, προσπαθούν να προσδιορίσουν χρονικά τη λήψη δανείου και η κεφαλαιακή τους διάρθρωση είναι το σωρευτικό αποτέλεσμα αυτής της προσπάθειας, (Baker and Wurgler, 2002). Από την άλλη πλευρά, εάν η υπόθεση αυτή εξεταστεί

μακροπρόθεσμα, δε θα δούμε καμία εξάρτηση μεταξύ της κεφαλαιακής διάρθρωσης και της λήψης δανείων, υπό την προϋπόθεση υψηλών χρηματιστηριακών προς λογιστικών δεικτών, (Hovakimian, 2006). Ουσιαστικά, η θεωρία της κατάλληλης χρονικής στιγμής θέτει την υπερτίμηση ή υποτίμηση των μετοχών μιας εταιρείας ως σημαντικό παράγοντα επηρεασμού της κεφαλαιακής διάρθρωσης, τουλάχιστον βραχυπρόθεσμα και μεσοπρόθεσμα, (Graham and Harvey, 2001; Brounen et al., 2006; Fan and So, 2004; Drobetz and Wanzenried, 2006) και επαληθεύεται εμπειρικά από την πρόσφατη μελέτη των Huang and Ritter (2009).

Η θεωρία της κεφαλαιακής διάρθρωσης, προσδιορίζει τη σχέση ανάμεσα στην τιμή της μετοχής μιας επιχείρησης και στη δομή των πηγών χρηματοδότησης της. Μελετήσαμε τις κυριότερες θεωρίες, όπου έκδηλα φαίνεται η εξάρτηση της μίας από την άλλη. Συγκεντρωτικά τις εμφανίζουμε στον πίνακα που ακολουθεί.

Πίνακας 2.4.1: Κυριότερες Θεωρίες Κεφαλαιακής Διάρθρωσης.

Βασικός Ερευνητής	Θεωρία	Έτος	Συμπεράσματα
Modigliani and Miller	Θεώρημα των Modigliani και Miller	1958	Η αξία της επιχείρησης δεν επηρεάζεται από την κεφαλαιακή της διάρθρωση.
Modigliani and Miller	Θεωρία εξισορρόπησης όλων των παραγόντων	1963	Οι επιχειρήσεις εξισορροπώντας τα πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα του δανεισμού, καταλήγουν σε έναν ιδανικό δείκτη κεφαλαιακής διάρθρωσης. Η αξία της επιχείρησης επηρεάζεται από την κεφαλαιακή της διάρθρωση.
Donaldson	Θεωρία Ιεράρχησης της χρηματοδότησης	1961	Οι επιχειρήσεις δεν στοχεύουν σε έναν ιδανικό δείκτη δανειακής διάρθρωσης αλλά εφαρμόζουν μία σειρά άντλησης κεφαλαίων: Α)Χρηματοδότηση με παρακρατούμενα κέρδη Β)Χρηματοδότηση με δανεισμό Γ)Χρηματοδότηση με έκδοση μετοχών
Myer and Majluf	Θεωρία της ασύμμετρης πληροφόρησης	1984	Η θεωρία Ιεράρχησης ερμηνεύεται από το κόστος συναλλαγών και την ασύμμετρη πληροφόρηση. Επιλογή ανάμεσα σε εσωτερικό και εξωτερικό δανεισμό. Δεν υφίσταται πλέον ιδανικός δείκτης κεφαλαιακής διάρθρωσης
Jensen and Meckling	Θεωρία κόστους αντιπροσώπευσης	1986	Η ανάληψη δανείων μειώνει το κόστος αντιπροσώπευσης

Βασικός Ερευνητής	Θεωρία	Έτος	Συμπεράσματα
Baker and Wurgler	Θεωρία συγχρονισμού των αγορών	2002	Η κεφαλαιακή διάρθρωση των επιχειρήσεων επηρεάζεται από τις διακυμάνσεις των τιμών των μετοχών

2.5 ΚΡΙΤΙΚΗ ΠΡΟΣΕΓΓΙΣΗ ΤΩΝ ΚΥΡΙΟΤΕΡΩΝ ΘΕΩΡΕΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΑΚΗΣ ΔΙΑΡΘΡΩΣΗΣ

Εξετάζοντας τη θεωρία των Modigliani και Miller (1958), ερχόμαστε αντιμέτωποι, με τον καθορισμό αυστηρών υποθέσεων που σπάνια ισχύουν στον πραγματικό κόσμο. Η υπόθεση της ανυπαρξίας κόστους συναλλαγής και δανεισμού όλων των οικονομικών οντοτήτων με το ίδιο επιτόκιο δεν είναι ρεαλιστική ενώ, η μη ύπαρξη χρηματοοικονομικών δυσχερειών, φόρων και κόστους αντιπροσώπευσης, δεν ανταποκρίνεται στην πραγματικότητα. Η προσέγγιση των Modigliani και Miller με φόρους (1963), προϋποθέτει την ύπαρξη ίδιας φορολογικής ωφέλειας για όλες τις επιχειρήσεις, υπόθεση που κρίνεται μη δυνατή καθώς, οι φορολογικές ελαφρύνσεις διαφέρουν από επιχείρηση σε επιχείρηση. Τέλος, μη ρεαλιστική κρίνεται και η ομοιογένεια στην έκθεση κινδύνου των επιχειρήσεων που χρησιμοποιούν δανειακά κεφάλαια, σε σχέση με αυτές που δεν χρησιμοποιούν. Οι αυστηρές υποθέσεις που υιοθετήθηκαν από τους Modigliani και Miller, αποτέλεσαν το μήλο της έριδος για πολλούς οικονομολόγους. Συνέπεια αυτού, η αναζήτηση θεωριών που συνάδουν με την πραγματικότητα, αίροντας τις ανωτέρω υποθέσεις.

Από την άλλη πλευρά, οι θεωρίες που αναπτύχθηκαν κατόπιν, όπως η θεωρία εξισορρόπησης όλων των παραγόντων, η θεωρία της ιεράρχησης της χρηματοδότησης και της ασύμμετρης πληροφόρησης, δεν έχουν σταθεί ικανές να στηρίξουν μία ολοκληρωμένη λύση για την κεφαλαιακή διάρθρωση των επιχειρήσεων. Παράλληλα, εάν ανατρέξουμε στην διεθνή βιβλιογραφία θα διαπιστώσουμε ότι αρκετοί ερευνητές έχουν συγκρίνει τις παραπάνω θεωρίες τόσο θεωρητικά όσο και εμπειρικά. Αναλυτικότερα, το 1995 οι Berens και Cung αντικρούουν την πρόταση για 100% χρήση δανειακών κεφαλαίων των Modigliani και Miller. Σε δείγμα επιχειρήσεων που δραστηριοποιούνται στις Η.Π.Α, εντόπισαν ότι το 25% με 30% των δραστηριοτήτων των επιχειρήσεων, έχει χρηματοδοτηθεί με δανεισμό, αναδεικνύοντας την θεωρία της ιεράρχησης. Αντίθετα, οι Kjelman και Staffan (1995) εξετάζοντας 105 Φιλανδικές επιχειρήσεις μέσω ερωτηματολογίων, παρατήρησαν τη διάθεση των διοικήσεων των

επιχειρήσεων για επίτευξη ιδανικού δείκτη κεφαλαιακής διάρθρωσης παρά καταβολή προσπάθειας για ιεράρχηση των πηγών δανεισμού.

Αργότερα, οι Shyam-Sunder και Myers (1999), συγκρίνοντας τη θεωρία εξισορρόπησης με την θεωρία ιεράρχησης, διαπίστωσαν ότι η κεφαλαιακή διάρθρωση των επιχειρήσεων σε σχέση με την αξία τους, ερμηνεύεται καλύτερα από τη θεωρία ιεράρχησης, στηρίζοντας τα ευρήματα των Berens and Cung, (1995). Στο ίδιο συμπέρασμα φαίνεται να κατέληξαν και ο Myers το 2006 μαζί με τους Brealey et al. (2006). Οι εν λόγω ερευνητές, διαπίστωσαν ότι, η θεωρία εξισορρόπησης μπορεί να ερμηνεύσει τις μεταβολές στην κεφαλαιακή διάρθρωση μεταξύ των επιχειρήσεων, αλλά δεν μπορεί να εξηγήσει την αιτία αποφυγής δανεισμού από μεγάλες κερδοφόρες επιχειρήσεις. Στη διαδοχική υιοθέτηση της θεωρίας εξισορρόπησης και ιεράρχησης, κατέληξαν οι Cotei και Farhat (2009) ενώ, την ίδια χρονιά, οι Ahmed et al., διαπίστωσαν τη μη εφαρμογή της θεωρίας της εξισορρόπησης και παράλληλα την υιοθέτηση της θεωρίας ιεραρχίας στην αγορά της Μαλαισίας, συμπέρασμα που συμφωνεί με τους Berens and Cung, (1995), Shyam-Sunder and Myers (1999) και Bradley et al. (1984).

Από τα ανωτέρω συμπεραίνουμε ότι, η διαδικασία την οποία ακολουθεί μία επιχείρηση για να καθορίσει την κεφαλαιακή της διάρθρωση είναι αμφιλεγόμενη. Από την ακραία θεωρία των Modigliani και Miller για 100% δανειοδότηση των δραστηριοτήτων της, έως και τη θεωρία της κατάλληλης χρονικής στιγμής, δεν έχει βρεθεί ο ιδανικός συνδυασμός κεφαλαιακής διάρθρωσης. Παρ' όλα αυτά, η διεθνής βιβλιογραφία προσανατολίζεται στην εύρεση παραγόντων προσδιορισμού της κεφαλαιακής διάρθρωσης των επιχειρήσεων, παρά στην εύρεση πιλοτικών θεωριών κεφαλαιακής διάρθρωσης.

2.6 ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ ΠΡΟΣΔΙΟΡΙΣΜΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΑΚΗΣ ΔΙΑΡΘΡΩΣΗΣ ΤΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ

Αναλύοντας τις θεωρίες της κεφαλαιακής διάρθρωσης, συνειδητοποιούμε την ύπαρξη συγκεκριμένων παραγόντων, που έχουν χαρακτηριστεί ως υπαίτιοι για την επιλογή διάρθρωσης των κεφαλαίων των επιχειρήσεων. Ο δείκτης δανειακής επιβάρυνσης κάθε επιχείρησης, δεν είναι σταθερός, αλλά εξαρτάται από συγκεκριμένους παράγοντες και χαρακτηριστικά. Στην ενότητα που ακολουθεί, επικεντρωνόμαστε στα βασικά σημεία των αρχικών θεωριών, αναζητώντας παράγοντες

που αυξάνουν την αξία μιας οικονομικής οντότητας, διαμορφώνοντας την ιδανική κεφαλαιακή της διάρθρωση. Με μία πρώτη ματιά, το φορολογικό πλεονέκτημα των Modigliani and Miler (1963), το κόστος αντιπροσώπευσης των Jensen and Meckling (1986) και η ασύμμετρη πληροφόρηση των Myers and Majluf (1984), αποτελούν επιπλέον παράγοντες επανεξέτασης του αρχικού μοντέλου των Modigliani and Miller (1958). Παρ' όλα αυτά όμως, δεν μπορούμε να παραβλέψουμε το αρχικό τους θεώρημα, το οποίο εισάγει την έννοια του δείκτη δανειακής επιβάρυνσης (leverage), υπό τη μορφή ομολόγων, πλαισιώνοντας την, από συνθήκες τέλειων αγορών. Πριν προχωρήσουμε στην ανάλυση των παραγόντων που επηρεάζουν την κεφαλαιακή διάρθρωση των επιχειρήσεων, θεωρούμε σκόπιμο να αναφερθούμε, στον δείκτη δανειακής επιβάρυνσης που χρησιμοποιείται από το πλείστο των εμπειρικών μελετών, ως εξαρτημένη μεταβλητή προσδιορισμού των παραγόντων.

Την έννοια του δείκτη της δανειακής επιβάρυνσης, τη συναντάμε σε κάθε θεωρία κεφαλαιακής διάρθρωσης, χωρίς όμως να προσδιορίζεται ο ακριβής ορισμός του. Αργότερα, παρατηρούμε ότι, η επιλογή του ορισμού εξαρτάται πάντα, από το στόχο της εμπειρικής ή μη έρευνας. Εάν ανατρέξουμε στις θεωρίες κεφαλαιακής διάρθρωσης, τον συναντάμε υπό την μορφή ομολόγων στο θεώρημα των Modigliani and Miller (1958). Ενώ, στην αναθεώρηση του θεωρήματος από τους ίδιους το 1963, δίδεται ο ίδιος ορισμός. Αργότερα, στις μελέτες των Jensen and Meckling (1976) και του Myers (1977), ορίζεται ως το σύνολο του δανεισμού προς το κεφάλαιο, το οποίο προσδιορίζεται αθροιστικά από το σύνολο του δανεισμού και τα ίδια κεφάλαια. Η συγκεκριμένη προσέγγιση, αντικατοπτρίζει καλύτερα τις επιδράσεις των παρελθουσών χρηματοοικονομικών αποφάσεων και σύμφωνα με τους Jensen and Meckling (1976), μπορεί ευκολότερα να προσδιορίσει, το κόστος αντιπροσώπευσης που σχετίζεται με το δανεισμό.

Ακόμα ένα κρίσιμο ερώτημα, το οποίο αφορά το δείκτη δανειακής επιβάρυνσης και έχει απασχολήσει αρκετούς ερευνητές, είναι οι αξίες που χρησιμοποιούνται για τον υπολογισμό του. Συγκεκριμένα, στη διεθνή βιβλιογραφία συναντάμε δύο προσεγγίσεις, με συνέπεια να μας δίδονται δύο επιλογές. Η πρώτη επιλογή, αφορά τον υπολογισμό του δείκτη δανειακής επιβάρυνσης μέσω λογιστικών αξιών, ενώ η δεύτερη επιλογή, αφορά τον υπολογισμό του, μέσω αξίας των ιδίων κεφαλαίων η οποία διαμορφώνεται στην αγορά. Εάν ανατρέξουμε στην βιβλιογραφία, η κρατούσα άποψη υποδεικνύει τη

χρήση των λογιστικών αξιών, καθώς η αγοραία αξία των ιδίων κεφαλαίων, εύκολα επηρεάζεται από παράγοντες, που δεν ελέγχονται άμεσα από τις επιχειρήσεις, (Fama and French, 2002; Rajan and Zingsles, 1995). Από την άλλη πλευρά, οι λογιστικές αξίες αντικατοπτρίζουν καλύτερα τις επιλογές της διοίκησης.

Επιστρέφοντας στους παράγοντες που επηρεάζουν την κεφαλαιακή διάρθρωση των επιχειρήσεων, δεν μπορούμε παρά να αναφερθούμε πρωτίστως στο φορολογικό πλεονέκτημα ή τη «φορολογική ασπίδα», όπως αναφέρεται από τους Modigliani and Miller (1963) που προκύπτει από το δανεισμό.

Φορολογικό πλεονέκτημα

Ανατρέποντας το αρχικό τους θεώρημα, οι Modigliani and Miller εισάγουν το 1963, την έννοια της “Φορολογικής ασπίδας”. Σύμφωνα με τη θεωρία τους, οι επιχειρήσεις έχουν την τάση να επιλέγουν ως τρόπο χρηματοδότησης των κεφαλαίων τους το δανεισμό, καθώς μπορούν να επωφεληθούν από τα φορολογικά πλεονεκτήματα που προκύπτουν απ’ αυτόν, (Modigliani and Miller, 1963). Όσο μεγαλύτερος είναι ο όγκος των δανείων των επιχειρήσεων, τόσο μεγαλύτερο είναι και το φορολογικό πλεονέκτημα, (υπό την μορφή φορολογητέων ταμειακών ροών) οδηγώντας τις επιχειρήσεις σε αύξηση της χρηματικής τους αξίας. Δυστυχώς, ο παράγοντας της φορολογικής ωφέλειας λόγω δανεισμού, δεν μπορεί να εξεταστεί, διότι καμία επιχείρηση δε χρηματοδοτεί τα κεφάλαια της με 100% δάνεια, (DeAngelo and Masulis, 1980). Ωστόσο, εάν οι οικονομικές οντότητες επωφελούνται ήδη από άλλα φορολογικά πλεονεκτήματα, όπως αυτά που απορρέουν από τις αποσβέσεις, δεν επιδιώκουν το δανεισμό καθώς, τα οφέλη τους εξισορροπούνται από τις υπάρχουσες φορολογικές ελαφρύνσεις. Τα συγκεκριμένα πλεονεκτήματα, λειτουργούν ως υποκατάστατα, έναντι της εξωτερικής δανειακής επιβάρυνσης, (De Angelo and Masulis, 1980; Titman and Wessels, 1988). Άρα, ως προσδιοριστικός παράγοντας μπορεί να καθοριστεί το φορολογικό πλεονέκτημα που απορρέει από άλλες δραστηριότητες εκτός δανεισμού. Πρώτοι οι De Angelo and Masulis (1980), διατηρώντας τις υποθέσεις του μηδενικού κόστους πτώχευσης και αντιπροσώπευσης, ανέδειξαν τα φορολογικά πλεονεκτήματα που απολαμβάνει μία επιχείρηση τα οποία δεν προέρχονται από τον δανεισμό.

Ουσιαστικά, βρισκόμαστε αντιμέτωποι με τον ανταγωνισμό που υφίσταται μεταξύ των φορολογικών πλεονεκτημάτων του δανεισμού και άλλων φορολογικών ελαφρύνσεων. Εν κατακλείδι, ορμώμενοι από την “φορολογική ασπίδα” των

Modigliani and Miller (1963) και σύμφωνα με τη θεωρία εξισορρόπησης, ακολουθώντας τα συμπεράσματα εμπειρικών μελετών, διαπιστώνουμε τα φορολογικά πλεονεκτήματα που δεν προκύπτουν από τον δανεισμό αλλά σχετίζονται αρνητικά με αυτόν, (Kim and Sorensen, 1984).

Οι παράγοντες που εξετάζονται ακολούθως, απορρέουν από το κόστος συναλλαγών, την ασύμμετρη πληροφόρηση, το κόστος αντιπροσώπευσης και χρεοκοπίας. Αναλυτικότερα, οι επενδυτές παρατηρώντας τον τρόπο χρηματοδότησης των επιχειρήσεων, διαμορφώνουν τη συμπεριφορά τους χωρίς να γνωρίζουν την πραγματική αιτία επιλογής εσωτερικού ή εξωτερικού δανεισμού. Το φαινόμενο της ασύμμετρης πληροφόρησης παίρνει διαφορετικές διαστάσεις, ανάλογα με το μέγεθος των επιχειρήσεων, την κερδοφορία τους, την ανάπτυξη, τη διακύμανση των κερδών τους, ακόμα και την ηλικία τους. Η ασύμμετρη πληροφόρηση, αποτελεί το κύριο παράγοντα προσδιορισμού της κεφαλαιακής διάρθρωσης, αλλά η ένταση και η έκταση των προβλημάτων που προκαλεί, διαφοροποιείται σύμφωνα με τους υποπαράγοντες που την επηρεάζουν. Πρώτοι οι Myers and Majluf (1984), χρησιμοποιούν την ασύμμετρη πληροφόρηση για να ερμηνεύσουν τη θεωρία ιεράρχησης. Ως παράδειγμα φέρνουν, την ανάληψη μιας επένδυσης η οποία λόγω της ασύμμετρης πληροφόρησης δεν δανειοδοτήθηκε. Εξαιτίας αυτού, η επιχείρηση την χρηματοδοτεί από τα παρακρατηθέντα κέρδη της, καθώς αποτελεί τη βέλτιστη λύση. Η ιεραρχία του δανεισμού, πρώτα από τα παρακρατηθέντα κέρδη και μετά από εξωτερικές πηγές επιβεβαιώνεται.

Επιπροσθέτως ο παράγοντας πτώχευσης, επηρεάζεται από λοιπούς παράγοντες όπως, το μέγεθος των επιχειρήσεων, την ανάπτυξη, τη ρευστότητα, τη διακύμανση των κερδών αλλά και τα περιουσιακά τους στοιχεία. Οι αυξημένες πιθανότητες πτώχευσης, μειώνουν το δανεισμό και αντίστροφα. Το ίδιο ισχύει και για το κόστος αντιπροσώπευσης. Από την επιλογή ενός επενδυτικού προγράμματος έως την επιλογή των στοιχείων του ενεργητικού της, το κόστος αντιπροσώπευσης επηρεάζει τις αποφάσεις των διοικήσεων των επιχειρήσεων και καθίσταται σημαντικός παράγοντας της κεφαλαιακής τους διάρθρωσης, (Jensen and Meckling, 1976). Βασιζόμενοι, στους παράγοντες που αναφέρονται στις θεωρίες κεφαλαιακής διάρθρωσης, προχωράμε στην περαιτέρω ανάλυση των στοιχείων που καθοδηγούν το σχεδιασμό της δανειακής επιβάρυνσης των επιχειρήσεων. Μία σημαντική μεταβλητή επηρεασμού των

δανειακών κεφαλαίων, η οποία έχει αποτελέσει σύνηθες αντικείμενο μελέτης από τους ερευνητές, είναι το μέγεθος των οικονομικών οντοτήτων.

Μέγεθος των επιχειρήσεων

Σύμφωνα με το υπόδειγμα των Modigliani and Miller (1963), οι επιχειρήσεις μπαίνουν στη διαδικασία εξισορρόπησης των φορολογικών πλεονεκτημάτων του δανεισμού και των αρνητικών επιπτώσεων που απορρέουν απ' αυτόν, εξαιτίας της αδυναμίας μη κάλυψης των δανειακών υποχρεώσεων τους. Λαμβάνοντας υπόψη, τις χρηματοοικονομικές δυσχέρειες που προκύπτουν από το δανεισμό και έχοντας ως γνώμονα τη θεωρία εξισορρόπησης, ο Warner (1977) εξετάζει το μέγεθος των επιχειρήσεων, ως παράγοντα προσδιορισμού της κεφαλαιακής τους διάρθρωσης.

Οι μεγάλες επιχειρήσεις έχουν ευκολότερη πρόσβαση στις αγορές κεφαλαίου και μπορούν να δανειστούν με χαμηλότερα επιτόκια, έχουν μικρότερο κόστος αντιπροσώπευσης και μικρότερο κίνδυνο πτώχευσης, εξαιτίας των δανειακών βαρών, (Warner, 1977; Titman and Wessels, 1988; Ferrie and Jones 1979; Chung, 1993). Σύμφωνα με τη θεωρία εξισορρόπησης, οι μικρότερες χρηματοοικονομικές δυσχέρειες αποφέρουν μεγαλύτερο δανεισμό. Άρα, οι μεγαλύτερες επιχειρήσεις, δανείζονται πιο εύκολα από τις μικρές, διασφαλίζοντας τη θετική σχέση μεταξύ του μεγέθους τους και του δείκτη δανειακής επιβάρυνσης. Αντίστροφα, οι μικρές επιχειρήσεις δύσκολα ανταπεξέρχονται σε τυχόν χρηματοοικονομικές δυσχέρειες, γεγονός που ωθεί τις αγορές, στην αποφυγή χορήγησης δανείων ή στη χορήγηση βραχυπρόθεσμων δανείων καθώς, ο κίνδυνος μη αποπληρωμής τους κρίνεται ιδιαίτερα αυξημένος, (Bhaduri, 2002).

Εκτός από τη θεωρία εξισορρόπησης, στην οποία βασιστήκαμε για να τονίσουμε την θετική σχέση μεταξύ μεγέθους των επιχειρήσεων και δανεισμού, οφείλουμε να λάβουμε υπόψη το πρόβλημα της ασύμμετρης πληροφόρησης. Οι μεγαλύτερες επιχειρήσεις είναι υποχρεωμένες να δημοσιοποιούν οικονομικά στοιχεία και πληροφορίες ενώ, οι οικονομικοί αναλυτές και οι οίκοι αξιολόγησης τις παρακολουθούν στενά, με αποτέλεσμα την ελαχιστοποίηση του προβλήματος της ασύμμετρης πληροφόρησης. Εν αντιθέσει, οι μικρές εταιρείες, εξαιτίας του υψηλού βαθμού συγκέντρωσης των μετοχών τους, πολλές φορές ο ιδιοκτήτης είναι ένα πρόσωπο, υποφέρουν από προβλήματα ασύμμετρης πληροφόρησης, (Gaud et al., 2005). Σύμφωνα με τη θεωρία ιεράρχησης, εξαιτίας του προβλήματος της ασύμμετρης

πληροφόρησης, οι μικρές επιχειρήσεις θα στραφούν στον εξωτερικό δανεισμό, υποδηλώνοντας με αυτό τον τρόπο την αρνητική σχέση μεταξύ μεγέθους και δανεισμού (Psilaki and Daskalakis, 2009) ενώ, για τις μεγαλύτερες επιχειρήσεις, η θεωρία ιεράρχησης προβλέπει την αρνητική σχέση μεταξύ μεγέθους και δανεισμού καθώς, όσο μεγαλύτερη είναι η επιχείρηση τόσο και μικρότερο θα είναι το κόστος της ασύμμετρης πληροφόρησης άρα, πιο εύκολη η χρηματοδότηση από τις αγορές κεφαλαίου παρά από τον δανεισμό, (Khalid, 2011). Ο Gupta (1969), θεωρεί ότι η αρνητική σχέση μεταξύ μεγέθους και δανεισμού, προέρχεται από την ανάγκη των μικρών επιχειρήσεων για χρηματοδότηση των δραστηριοτήτων τους. Οι μικρές επιχειρήσεις, εξαναγκάζονται να υποστούν μεγαλύτερα κόστη συναλλαγών, άρα τα πιστωτικά ιδρύματα τις προτιμούν.

Ανάλογα με την επιλογή του θεωρητικού υπόβαθρου και την οπτική γωνία που θα εξεταστεί το θέμα, το μέγεθος των επιχειρήσεων, επηρεάζει είτε αρνητικά, είτε θετικά τον όγκο του δανεισμού. Αδιαμφισβήτητο γεγονός όμως κρίνεται, ο ρόλος του στη διαμόρφωση της κεφαλαιακής διάρθρωσης των επιχειρήσεων. Στα ίδια πλαίσια κινείται και άλλος ένας παράγοντας, ο οποίος έχει διχάσει τα αποτελέσματα των εμπειρικών μελετών: η κερδοφορία των επιχειρήσεων.

Κερδοφορία

Σύμφωνα με τη θεωρία εξισορρόπησης, η υψηλή κερδοφορία των επιχειρήσεων, μπορεί να εξισορροπηθεί με τα φορολογικά πλεονεκτήματα που προκύπτουν από το δανεισμό ενώ, τυχόν παρελθούσα υψηλή κερδοφορία θεωρείτο θετικός παράγοντας αύξησης των δανείων καθώς, αποτελεί ένδειξη υγιούς επιχείρησης, (Nunkoo and Boateny, 2010). Μία υγιής επιχείρηση, εύκολα μπορεί να ανταπεξέλθει στην αποπληρωμή των δανείων, (Modigliani and Miller, 1963; Jensen and Meckling, 1976; Myers, 1977). Ταυτόχρονα, σύμφωνα με τη θεωρία του κόστους αντιπροσώπευσης, απαραίτητος θεωρείται ο υψηλός δανεισμός σε μία κερδοφόρα επιχείρηση, πειθαρχώντας με αυτό τον τρόπο, τα διευθυντικά της στελέχη, μειώνοντας την πιθανότητα σπατάλης των περιουσιακών της στοιχείων και κατ' επέκταση των κεφαλαίων της, εξαιτίας του ελέγχου που ασκούν οι πιστωτές, (Jensen, 1986). Ο υψηλός δανεισμός, αρκετά συχνά λειτουργεί και ως ένδειξη καλής πορείας των επιχειρήσεων, αφού μια υγιής επιχείρηση, μπορεί να ανταπεξέλθει στα δανειακά βάρη. Ταυτόχρονα, οι επενδυτές, εξαιτίας του φαινομένου της ασύμμετρης πληροφόρησης, εκλαμβάνουν την λήψη δανεισμού ως θετικό στοιχείο για τις οικονομικές οντότητες,

(Myers and Majluf, 1984). Μία από τις αιτίες που παρατηρείται το φαινόμενο αυτό, θεωρείται η εμπιστοσύνη των επενδυτών στα πιστωτικά ιδρύματα, τα οποία για να προβούν στην χορήγηση δανείων έχουν διασφαλίσει την ευρωστία της δανειολήπτριας εταιρείας. Από τα ανωτέρω γίνεται φανερό, η θετική σχέση που υφίσταται μεταξύ κερδοφορίας και δανειακής επιβάρυνσης.

Εάν επιστήσουμε την προσοχή μας στη θεωρία ιεράρχησης της χρηματοδότησης, τα αποτελέσματα θα είναι τα άκρως αντίθετα. Συγκεκριμένα, οι επιχειρήσεις με υψηλή κερδοφορία, θα μπορέσουν ευκολότερα να χρηματοδοτήσουν τα κεφάλαια τους, μέσω της παρακράτησης των κερδών τους, (Donaldson, 1961; Myers, 1977; Titman and Wessels, 1988; Fama and French, 2000; Kayhan and Titman, 2007; Strebulaev, 2007). Ο εξωτερικός δανεισμός καθίσταται αδιάφορος, καθώς υφίσταται η δυνατότητα αυτόνομης χρηματοδότησης. Αποτέλεσμα τούτου, η αρνητική σχέση μεταξύ κερδοφορίας και δανεισμού. Παρά την υψηλή κερδοφορία που μία επιχείρηση μπορεί να επιτύχει, η πρόσβαση στις δανειακές αγορές δε νοείται εύκολη υπόθεση. Ένας από τους κυριότερους παράγοντες, για τον καθορισμό της δανειακής επιβάρυνσης θεωρείται η διάρθρωση των περιουσιακών της στοιχείων.

Περιουσιακά στοιχεία

Η λήψη δανείων από τις επιχειρήσεις, αυτόματα δημιουργεί προβλήματα ασύμμετρης πληροφόρησης, μεταξύ πιστωτών και μετόχων. Αναλυτικότερα, οι πιστωτές προσπαθούν να αξιολογήσουν την αξία των περιουσιακών στοιχείων της επιχείρησης, ώστε σε περίπτωση μη αποπληρωμής των δανείων τους, να έχουν την δυνατότητα ρευστοποίησης των περιουσιακών της στοιχείων. Κατά συνέπεια, οι επιχειρήσεις με περισσότερα περιουσιακά στοιχεία στο ενεργητικό τους, έχουν την δυνατότητα λήψης μεγαλύτερων δανείων καθώς, τα πάγια στοιχεία λειτουργούν ως εγγύηση, σε περίπτωση μη αποπληρωμής τους. Εν αντιθέσει, τα άυλα περιουσιακά στοιχεία είναι δύσκολο να εκτιμηθούν από τους πιστωτές, με αποτέλεσμα την αύξηση των προβλημάτων της ασύμμετρης πληροφόρησης. Αποτέλεσμα αυτού, η δυσκολότερη λήψη δανείων, (Myers and Majluf, 1984; Harris and Ravin, 1991).

Εάν επικεντρωθούμε στην θεωρία του κόστους αντιπροσώπευσης και συγκεκριμένα σε αυτή των ταμειακών ροών του Jensen (1986), θα διαπιστώσουμε το διαφορετικό τρόπο αντιμετώπισης της δανειακής επιβάρυνσης από τα διευθυντικά στελέχη και τους μετόχους. Αναλυτικότερα, σε επιχειρήσεις με υψηλό δανειακό

δείκτη, οι μέτοχοι προτιμούν να προχωρήσουν στη ρευστοποίηση ορισμένων λειτουργιών. Δηλαδή, εάν μία επιχείρηση διαχειρίζεται παράπανω από μία δραστηριότητες, μπορεί να προχωρήσει σε πώληση ορισμένων από αυτές, για την καλύψη των δανειακών της υποχρεώσεων. Παράλληλα μπορεί να προβεί σε ρευστοποίηση των παγίων περιουσιακών της στοιχείων ή αποθεμάτων. Αντίθετα, τα διευθυντικά στελέχη προτιμούν να μην προβούν σε ρευστοποίηση και να συνεχίσουν τις λειτουργίες της επιχείρησης, καθώς έχουν δεσμευτεί στους πιστωτές για την έγκαιρη αποπληρωμή των δανείων. Σε αυτές τις περιπτώσεις, ο δανεισμός λειτουργεί και ως μηχανισμός παροχής ρευστότητας στους πιστωτές, με αποτέλεσμα τον περιορισμό της σπατάλης κεφαλαίου από τους δανειζόμενους, (Jensen and Meckling, 1976; Harris and Ravin, 1991).

Με την αύξηση του δανεισμού, μειώνονται και οι ταμειακές ροές τις επιχείρησης καθώς, οι πιστωτές παρακολουθούν στενά τις δανειζόμενες επιχειρήσεις, (Jensen, 1986). Με άλλα λόγια, οι επιχειρήσεις με μεγάλο δανεισμό δεν προβαίνουν σε επενδύσεις, μεταφέροντας την αξία της επιχείρησης από τους πιστωτές στους μετόχους. Οι πιστωτές με τη σειρά τους, απαιτούν μεγαλύτερες εγγυήσεις, ώστε να εξασφαλίσουν το δανειζόμενο κεφάλαιο τους, (Scott, 1977). Τέλος, εάν εξετάσουμε το θέμα από την πλευρά της θεωρίας εξισορρόπησης όλων των παραγόντων, παρατηρούμε ότι οι επιχειρήσεις με υλικά περιουσιακά στοιχεία, μπορούν πιο εύκολα να προβούν στη λήψη δανείου, καθώς εύκολα μπορούν να τα ρευστοποιήσουν, (Myers, 1977; Williamson, 1988).

Τα υλικά περιουσιακά στοιχεία, μειώνουν το κόστος πτώχευσης και τον πιστωτικό κίνδυνο. Από τα ανωτέρω συνάγεται, η θετική σχέση που υφίσταται μεταξύ δανεισμού και υλικών περιουσιακών στοιχείων, την οποία υποστηρίζει η πλειοψηφία των θεωριών της διάρθρωσης κεφαλαίου. Η δομή των περιουσιακών στοιχείων των επιχειρήσεων, αποτελεί τη βάση για την περαιτέρω ανάπτυξη τους. Στο κείμενο που ακολουθεί αναλύεται ακόμα ένας παράγοντας προσδιορισμού της κεφαλαιακής διάρθρωσης, οι προοπτικές και οι δυνατότητες ανάπτυξης των επιχειρήσεων.

Ανάπτυξη

Οι περίοδοι χρηματοοικονομικών δυσχερειών, είναι πιο επώδυνες για τις επιχειρήσεις που έχουν μεγάλες προοπτικές ανάπτυξης. Προσπαθώντας να περιορίσουν την πιθανότητα πτώχευσης, περιορίζουν ταυτόχρονα και το δανεισμό, (Myers, 1977).

Από την άλλη πλευρά, οι πιστωτές είναι επιφυλακτικοί ως προς τα μεγάλα επενδυτικά σχέδια ανάπτυξης καθώς, κρίνονται χρονοβόρα και ριψοκίνδυνα λόγω του μεγάλου χρονικού ορίζοντα. Εξαιτίας τούτου, αποφεύγουν το δανεισμό μεγάλων αναπτυξιακών έργων, (Myers, 1977; Stulz, 1990). Το κόστος αντιπροσώπευσης, μεταξύ πιστωτών και μετόχων είναι μεγαλύτερο στις αναπτυσσόμενες επιχειρήσεις. Οι μέτοχοι συχνά αναλαμβάνουν μεγάλα επενδυτικά ρίσκα έχοντας την τάση να υποτιμούν τον κίνδυνο που απορρέει από αυτά, (Myers, 1977). Ταυτόχρονα, οι αναπτυσσόμενες επιχειρήσεις, σύμφωνα με τη θεωρία του κόστους αντιπροσώπευσης, δεν έχουν ανάγκη από την πειθαρχία που προσφέρει ο δανεισμός και σπάνια κατάφευγουν σε αυτόν, (Jensen, 1986). Αναλογιζόμενοι τα παραπάνω, καταλήγουμε στην αρνητική σχέση μεταξύ δανεισμού και ανάπτυξης, σύμφωνα με την θεωρία εξισορρόπησης και κόστους αντιπροσώπευσης.

Εάν προσεγγίσουμε το θέμα από την πλευρά της θεωρίας της ιεράρχησης και της ασύμμετρης πληροφόρησης, θα διαπιστώσουμε την θετική σχέση μεταξύ δανεισμού και ανάπτυξης. Αναλυτικότερα, για ένα αναπτυξιακό επενδυτικό σχέδιο, η κάθε επιχείρηση εξαντλεί όλους τους πόρους άντλησης κεφαλαίων και τελικά οδηγείται στη λήψη μεγάλων δανειακών επιβαρύνσεων. Όσο αυξάνονται οι επενδυτικές ανάγκες, αυξάνονται και τα προβλήματα ασύμμετρης πληροφόρησης, με συνέπεια την αποφυγή χρηματοδότησης μέσω αύξησης μετοχικού κεφαλαίου και καταφυγής της επιχείρησης στον εξωτερικό δανεισμό, (Myers and Magluf, 1984; Allen, 1993). Τόσο η ανάπτυξη που έχει κάθε οικονομική οντότητα, όσο και η κεφαλαιακή της διάρθρωση, διαφέρει ανάλογα με τον κλάδο που δραστηριοποιείται. Ο επόμενος εξεταζόμενος παράγοντας, είναι τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά του κάθε κλάδου δραστηριοποίησης των επιχειρήσεων.

Χαρακτηριστικά κλάδου

Ενώ οι θεωρίες της κεφαλαιακής διάρθρωσης, δε μας δίνουν σαφή εικόνα για τον τρόπο με τον οποίο συγκεκριμένα χαρακτηριστικά των κλάδων, επηρεάζουν τους δείκτες δανειακής επιβάρυνσης, οι εμπειρικές μελέτες ξεκαθαρίζουν το τοπίο, (Gilson, 1997; Hull, 1999; Deesomsak et al., 2004; Rajan and Zingales, 1995; Faccio and Masulis, 2005; Omran and Pointon, 2009; Degryse et al., 2010; Psilaki and Daskalakis, 2009; Gaud et al., 2005; Flannery and Rangan, 2006; Khalid, 2011; Serrasqueiro, 2011; Kjelman and Staffan, 1995). Συγκεκριμένα, οι Titman and Wessels (1988), έχοντας ως

βάση το βιομηχανικό τομέα, κατέληξαν στη διαφοροποίηση της κεφαλαιακής διάρθρωσης, ανάλογα με τον τομέα δραστηριοποίησης της κάθε επιχείρησης. Αργότερα, οι Harris and Ravin (1991), βασιζόμενοι σε προηγούμενες έρευνες, απέδειξαν ότι οι φαρμακοβιομηχανίες, οι εταιρείες ηλεκτρονικών και οι υπηρεσίες εστίασης, έχουν χαμηλή δανειακή επιβάρυνση ενώ, οι βιομηχανίες τσιμέντου, οι αεροπορικές εταιρείες και οι χαλυβουργίες, έχουν υψηλό δείκτη δανειακής επιβάρυνσης, (Bradley et al., 1984).

Η πρόσφατη έρευνα των Chen and Chen (2011), απέδειξε ότι τα επιχειρησιακά χαρακτηριστικά του μεγέθους, και της ανάπτυξης, επηρεάζουν την κεφαλαιακή διάρθρωση των επιχειρήσεων που δραστηριοποιούνται στην ηλεκτρονική βιομηχανία ενώ, η κερδοφορία έχει επίδραση στην κεφαλαιακή διάρθρωση των επιχειρήσεων που δραστηριοποιούνται σε λοιπούς τομείς, τονίζοντας με αυτό τον τρόπο, την διαφορετική διάρθρωση κεφαλαίου που υφίσταται σε κάθε κλάδο. Παράλληλα, οι Ross et al. (2008) ανέδειξαν την διαφορετικότητα του δανεισμού που υφίσταται σε κάθε βιομηχανικό κλάδο, εξαιτίας της διαφορετικής φύσεως των εργασιών που υλοποιούνται σε αυτόν. Στο ίδιο συμπέρασμα, κατέληξαν και οι Lemmon and Zender (2004). Εκ τούτου, κάθε επιχείρηση που δραστηριοποιείται στον ίδιο κλάδο με μία άλλη, αντιμετωπίζει παρόμοιες συνθήκες και καταστάσεις, οι οποίες επηρεάζουν τις αποφάσεις διάρθρωσης των κεφαλαίων τους, (Frank and Goyal, 2009). Εκτός τα χαρακτηριστικά του κλάδου, οι εμπειρικές μελέτες έρχονται να προσθέσουν ως καταλυτικό παράγοντα της κεφαλαιακής διάρθρωσης των επιχειρήσεων, την αποπληρωμή των μερισμάτων τους.

Αποπληρωμή μερισμάτων

Οι μελέτες των Beattie et al. (2004) και Frank and Goyal (2009), ήταν οι πρώτες που ανέδειξαν την επίδραση της μερισματικής πολιτικής που κάθε επιχείρηση ακολουθεί, στην διάρθρωση των κεφαλαίων της. Αναλυτικότερα, η πληρωμή μερισμάτων έχει ως συνέπεια, την μείωση των παρακρατηθέντων κερδών των οικονομικών οντοτήτων και την στροφή αυτών στον εξωτερικό δανεισμό. Το γεγονός αυτό ερμηνεύεται, από το φαινόμενο μη ύπαρξης ικανοποιητικών κερδών για την ανάπτυξη επενδύσεων, (Ahmad et al., 2011). Εκ τούτου, σύμφωνα με την θεωρία ιεράρχησης, αναδεικνύεται η θετική σχέση μεταξύ αποπληρωμής μερισμάτων και δανεισμού. Σε αυτό το σημείο οφείλουμε να τονίσουμε ότι, η πληρωμή των μερισμάτων δεν συνεπάγεται αυτομάτως την επιλογή του εξωτερικού δανεισμού. Η

επιλογή αυτή καθορίζεται εξίσου και από άλλους παράγοντες, όπως η κερδοφορία και η ανάπτυξη της επιχείρησης. Εάν η κερδοφορία είναι υψηλή, τότε ο όγκος των εσωτερικών κεφαλαίων θα αυξηθεί, με αποτέλεσμα την πληρωμή των μερισμάτων και την χρηματοδότηση των επενδύσεων των επιχειρήσεων από τα παρακρατηθέντα κέρδη, (Ahmad et al., 2011).

Παράλληλα, εάν η επιχείρηση αναμένει ανάπτυξη των δραστηριοτήτων της, θα προσαρμόσει την μερισματική της πολιτική κατάλληλα, ώστε τα εσωτερικά κεφάλαια να είναι επαρκή για μελλοντικές επενδύσεις. Συνεπώς, για να μπορέσει να χαρακτηριστεί η μερισματική πολιτική ως προσδιοριστικός παράγοντας της δανειακής επιβάρυνσης των επιχειρήσεων, θα πρέπει να εξεταστεί συνδυαστικά με την κερδοφορία και την αναμενόμενη ανάπτυξη τους, (Ahmad et al., 2011).

Ο παράγοντας της αποπληρωμής των μερισμάτων, μπορεί να μην τεκμηριώνεται πλήρως θεωρητικά, ως παράγοντας προσδιορισμού της κεφαλαιακής διάρθρωσης, δε συμβαίνει όμως το ίδιο για την ηλικία των επιχειρήσεων.

Ηλικία

Η ηλικία μιας επιχείρησης, ενέχει θέση παράγοντα προσδιορισμού του δείκτη της δανειακής της επιβάρυνσης. Εάν μια οικονομική οντότητα, έχει επιτύχει τη μακροχρόνια εξόφληση των δανείων της, έχει παράλληλα πετύχει και τη μείωση του κόστους που απορρέει από τον δανεισμό καθώς, έχει δοκιμαστεί στο χρόνο, (Diamond, 1989). Συνέπεια τούτου, η αύξηση του δανεισμού. Άρα, βασιζόμενοι στην θεωρία της εξισορρόπησης, διαπιστώνουμε τη θετική σχέση μεταξύ δανεισμού και ηλικίας. Εν αντιθέσει, οι μεγαλύτερες σε ηλικία επιχειρήσεις, έχουν καταφέρει τη συσσώρευση των παρακρατούμενων κερδών, με αποτέλεσμα την μείωση του εξωτερικού δανεισμού (Petersen and Rajan, 1994). Παράλληλα, οι νεότερες επιχειρήσεις δύσκολα χρηματοδοτούνται από τα πιστωτικά ιδρύματα, εξαιτίας της αβεβαιότητας που παρέχουν, (Kimki, 1997). Οπότε, εάν ακολουθήσουμε τη θεωρία ιεράρχησης, ερχόμαστε αντιμέτωποι με την αρνητική σχέση μεταξύ ηλικίας και δανεισμού.

Μοναδικότητα

Η μοναδικότητα των προϊόντων που παράγει μία επιχείρηση, αποτελεί σύμφωνα με τον Titman (1984), έναν από τους προσδιοριστικούς παράγοντες της δανειακής της επιβάρυνσης. Συγκεκριμένα, ο Titman (1984) συνδέει την απόφαση ρευστοποίησης

μιας επιχείρησης, με την χρηματοοικονομική της κατάσταση και τις πιθανότητες ύπαρξης χρεοκοπίας, (Titman and Wessels, 1988). Εάν η επιχείρηση παράγει εξειδικευμένα προϊόντα, ή αγαθά που έχουν ιδιαιτερότητες, τότε στην παραγωγική της διαδικασία αναγκάζεται να χρησιμοποιήσει ειδικευμένους εργαζόμενους, να προμηθευτεί τις πρώτες ύλες από συγκεκριμένους προμηθευτές και για την πώληση των προϊόντων να απευθυνθεί σε συγκεκριμένους πελάτες. Εκ τούτου, οι οντότητες που συνεργάζονται με την επιχείρηση είναι δύσκολο να βρουν παρόμοια εργασία, προϊόντα και αγοραστές, σε περίπτωση ρευστοποίησης της. Ουσιαστικά, το κόστος ρευστοποίησης μετατίθεται στους ανωτέρω. Αποτέλεσμα τούτου, η αρνητική σχέση μεταξύ μοναδικότητας και δανεισμού, (Chang et al., 2009).

Τέτοιου είδους επιχειρήσεις, συνήθως εμφανίζουν υψηλά έξοδα έρευνας και ανάπτυξης, τα οποία δύσκολά μπορούν να εκτιμηθούν ώστε να δεσμευτούν από τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα και τους λοιπούς πιστωτές, (Titman and Wessels, 1988). Συνεπώς, όσο πιο μοναδικό είναι ένα παραγόμενο προϊόν, τόσο πιο δύσκολά πωλείται. Άρα, σύμφωνα με την θεωρία εξισορρόπησης, τόσο πιο δύσκολά μπορεί η συγκεκριμένη επιχείρηση να προβεί σε δανεισμό, διότι τα αποθέματα που διαθέτει καθώς και ο πάγιος εξοπλισμός της, δεν μπορούν πλέον να θεωρηθούν ως βέβαιη εγγύηση για τους πιστωτές. Από τα ανωτέρω συμπεραίνουμε την αρνητική σχέση μεταξύ μοναδικότητας και δανεισμού. Κινούμενοι στα ίδια πλαίσια, εξετάζουμε τον παράγοντα της ρευστότητας.

Ρευστότητα

Εάν προσεγγίσουμε τον παράγοντα της ρευστότητας από την πλευρά της θεωρίας της εξισορρόπησης και πιο συγκεκριμένα από την πλευρά των χρηματοοικονομικών δυσχερειών που προκύπτουν κατά την χρηματοδότηση με ξένα κεφάλαια, θα καταλήξουμε στην θετική σχέση μεταξύ ρευστότητας και δανεισμού, (Ozkan, 2001). Οι επιχειρήσεις που παρουσιάζουν υψηλή ρευστότητα, είναι σε θέση να ανταπεξέλθουν ευκολότερα στις χρηματοοικονομικές δυσκολίες που μπορεί να προκύψουν, απ' ότι οι επιχειρήσεις που έχουν χαμηλή ρευστότητα. Για το λόγο αυτό, μπορούν να επιτύχουν μεγαλύτερους δείκτες δανειακής επιβάρυνσης, (Deesomsak et al., 2004).

Από την άλλη πλευρά, οι Myers and Majluf (1984), βασιζόμενοι στην θεωρία ιεράρχησης υποστηρίζουν ότι, εάν οι επιχειρήσεις προτιμούν τον εσωτερικό δανεισμό,

τότε εύκολα μπορούν να δημιουργήσουν παρακρατηθέντα κέρδη, από τα οποία θα “δανειοδοτήσουν” τα επενδυτικά τους προγράμματα. Ο εξωτερικός δανεισμός, καθίσταται ο λιγότερος δυνατός, διαπιστώνοντας την αρνητική σχέση μεταξύ ρευστότητας και δανεισμού. Η ρευστότητα μιας επιχείρησης κυμαίνεται κατά την πάροδο των χρόνων, ενώ σπάνιες είναι οι περιπτώσεις που εμφανίζει σταθερή πορεία. Το ίδιο συμβαίνει και με τα κέρδη των επιχειρήσεων διότι, δεν είναι σταθερά. Εύλογα, τίθεται το ερώτημα επηρεασμού των αποφάσεων διάρθρωσης των κεφαλαίων των επιχειρήσεων, από την διακύμανση των κερδών τους.

Διακύμανση κερδών

Οι επιχειρήσεις που υποφέρουν από έντονες διακυμάνσεις των κερδών τους, δεν μπορούν εύκολα να προσφύγουν στον εξωτερικό δανεισμό. Κυριότερη αιτία της ανωτέρω κατάστασης, είναι ο φόβος που επικρατεί στην αγορά, για πτώχευση των οικονομικών οντοτήτων, κυρίως κατά την περίοδο χρηματοοικονομικών δυσχερειών. Κανείς δεν μπορεί να εξασφαλίσει την σταθερότητα των κερδών τους, διότι η παρελθούσα πορεία τους αναδεικνύει έντονες διακυμάνσεις, (Myers, 1977). Σύμφωνα με την θεωρία εξισορρόπησης, επικρατεί αρνητική σχέση μεταξύ δανεισμού και διακύμανσης των κερδών των επιχειρήσεων.

Στο ίδιο συμπέρασμα, καταλήγει και η θεωρία της ιεράρχησης καθώς, ο αυξανόμενος κίνδυνος που προκύπτει από την παροχή πιστώσεων σε αυτές τις επιχειρήσεις, εξισορροπείται από ένα υψηλό επιτόκιο. Συνέπεια τούτου, το κόστος δανεισμού να αυξηθεί αρκετά και οι οικονομικές οντότητες να στραφούν σε άλλη μορφή δανεισμού, (Myers and Majluf, 1984; DeAngelo and Masulis, 1980). Εν αντιθέσει, η θεωρία του κόστους αντιπροσώπευσης, προβλέπει την θετική σχέση μεταξύ δανεισμού και διακύμανσης των κερδών των επιχειρήσεων. Αναλυτικότερα, οι περίοδοι υψηλής κερδοφορίας επιφέρουν σιγουριά σε μετόχους και πιστωτές για την αποπληρωμή των δανείων, ενώ οι ζημιογόνες περίοδοι ή οι περίοδοι χαμηλής κερδοφορίας, επιφέρουν αρνητικές επιπτώσεις, οι οποίες μοιράζονται εξίσου σε μετόχους και πιστωτές, (Jensen, 1986).

Μία από τις αιτίες διακύμανσης των κερδών των επιχειρήσεων, είναι οι πολυδιάστατοι κίνδυνοι που αντιμετωπίζουν καθημερινά. Από τους λειτουργικούς κινδύνους, έως τους κινδύνους που προέρχονται από χρηματοοικονομικές δυσχέρειες,

οι επιχειρήσεις εκτίθεται καθημερινά σε ένα ασταθές οικονομικό περιβάλλον. Εξαιτίας τούτου, δεν μπορούμε να παραβλέψουμε τον παράγοντα κίνδυνο.

Χρηματοοικονομικός και λειτουργικός κίνδυνος

Οι επιχειρήσεις, προσπαθώντας να επιβιώσουν σε ένα ασταθές οικονομικό περιβάλλον, αναζητούν σύμφωνα με την θεωρία της εξισορρόπησης, έναν ιδανικό δείκτη δανειακής κεφαλαιακής διάρθρωσης. Οι κίνδυνοι που αντιμετωπίζουν, τις προτρέπουν να γίνουν πιο επιφυλακτικές απέναντι στην λήψη δανεισμού, τονίζοντας την αρνητική σχέση μεταξύ κινδύνου και δείκτη δανειακής επιβάρυνσης, (Titman and Wessels, 1988; Myers, 1977). Στο ίδιο αποτέλεσμα, καταλήγει και η θεωρία της ιεράρχησης καθότι, οι οικονομικές οντότητες αναλογιζόμενες τους κινδύνους που τις περικλείουν, στρέφονται στον εσωτερικό δανεισμό. Σε αυτό το σημείο, οφείλουμε να τονίσουμε ότι, ο δανεισμός είναι άρρηκτα συνδεδεμένος με την αύξηση των μεταβολών των κερδών. Η λήψη δανείων, σε ένα ασταθές οικονομικό περιβάλλον, μπορεί να οδηγήσει ακόμα και στην χρεοκοπία των επιχειρήσεων. Συνεπώς σε περιόδους οικονομικών κρίσεων, υποδηλώνεται η αρνητική σχέση μεταξύ κινδύνων και δανεισμού.

Παραπάνω, αναλύθηκαν οι κυριότεροι παράγοντες που καθίσταται υπεύθυνοι, για την κεφαλαιακή διάρθρωση των επιχειρήσεων. Οι αντικρουόμενες θεωρίες κεφαλαιακής διάρθρωσης, επιφέρουν αντικρουόμενες επιδράσεις των αναλυθέντων παραγόντων, στους δείκτες δανειακής επιβάρυνσης των οικονομικών οντοτήτων. Αρκετοί ερευνητές, χωρίζουν τις θεωρίες της κεφαλαιακής διάρθρωσης σε δύο κατηγορίες, τη θεωρία εξισορρόπησης και την θεωρία ιεράρχησης, με επέκταση αυτών, τη θεωρία του κόστους αντιπροσώπευσης και τη θεωρία της ασύμμετρης πληροφόρησης αντίστοιχα, (Huson and Hisham, 2009; Khalid, 2011; Cotei and Farhat, 2009; Kjelman and Staffan, 1995). Για το λόγο αυτό, ο πίνακας που ακολουθεί, παρουσιάζει την σχέση των παραγόντων προσδιορισμού της κεφαλαιακής διάρθρωσης, με βάση τον ανωτέρω διαχωρισμό. Σκοπός του συγκεκριμένου πίνακα, είναι η λακωνικότερη παρουσίαση της επίδρασης των εξεταζόμενων παραγόντων, στην κεφαλαιακή διάρθρωση των επιχειρήσεων.

Πίνακας 2.6.1: Παράγοντες προσδιορισμού της κεφαλαιακής διάρθρωσης των επιχειρήσεων

Παράγοντες	Θεωρία Εξισορρόπησης	Θεωρία Ιεράρχησης
Φορολογικό πλεονέκτημα που προκύπτει από άλλες πηγές εκτός δανεισμού	-	
Μέγεθος Επιχειρήσεων	+	-
Κερδοφορία	+	-
Υλικά περιουσιακά στοιχεία	+	+
Ανάπτυξη	-	+
Χαρακτηριστικά κλάδου		
Αποπληρωμή μερισμάτων		+/-
Μοναδικότητα προϊόντων	-	
Ηλικία επιχειρήσεων	+	-
Ρευστότητα	+	-
Διακύμανση κερδών	-/+	-
Χρηματοοικονομικός και λειτουργικός κίνδυνος	-	-

Οι θεωρίες της κεφαλαιακής διάρθρωσης, αναδεικνύουν αρκετούς προσδιοριστικούς παράγοντες, χωρίς όμως να δίνουν τον ακριβή ορισμό τους. Αυτό το κενό έρχονται να συμπληρώσουν οι εμπειρικές μελέτες. Παράλληλα, ο τρόπος που κάθε εξεταζόμενος παράγοντας επηρεάζει την κεφαλαιακή διάρθρωση των επιχειρήσεων διαφέρει. Εκ τούτου, οι εμπειρικές μελέτες που έχουν ασχοληθεί με το συγκεκριμένο θέμα είναι αναρίθμητες, δίδοντας η κάθε μία από αυτές, διαφορετική προσέγγιση και αποτελέσματα επί του θέματος. Τα αποτελέσματα αυτά, αρκετά συχνά δεν συγκλίνουν μεταξύ τους. Για το λόγο αυτό, θεωρείται απαραίτητο, εκτός της θεωρητικής προσέγγισης να προχωρήσουμε και σε παράθεση ορισμένων από τις κυριότερες εμπειρικές έρευνες, που έχουν διεξαχθεί διεθνώς. Πριν την βιβλιογραφική ανασκόπηση, σκόπιμη θεωρούμε την παρουσίαση των ανωτέρω αναφερόμενων παραγόντων, στην διεθνή βιβλιογραφία. Στον πίνακα που ακολουθεί αναφέρεται ο συγγραφέας της μελέτης και οι παράγοντες που εξέτασε κατά περίπτωση.

Πίνακας 2.6.2: Παράγοντες προσδιορισμού Κεφαλαιακής Διάρθρωσης σε συνάρτηση με τις εμπειρικές μελέτες.

Συγγραφείς	Φορολογικό Πλεονέκτημα	Μέγεθος	Κερδοφορία	Περιουσιακά Στοιχεία	Κλάδος	Ηλικία	Ρευστότητα	Διακύμανση Κερδών	Κίνδυνοι	Ανάπτυξη
Warner (1977)		X								
Taggart (1977)							X			
Ang (1976)		X								
Marsch, (1982)		X		X					X	
Jalilvand and Harris (1984)							X			
Kim and Sorensen (1986)	X	X	X		X					X
Kester (1986)		X	X							X
Titman and Wessels (1988)	X	X	X		X			X		X
Friend and Lang (1988)		X	X							
Fisher et al. (1989)	X	X								
Mackie-Mason (1990)	X									
Chanplinsky and Niehaus (1993)	X									
Rajan and Zingales (1995)		X	X	X						
Michaelas et al. (1999)		X	X							X
Wald (1999)	X		X							
Booth et al. (2001)	X	X	X	X						X
Graham and Harvey (2001)										X

Συγγραφείς	Φορολογικό Πλεονέκτημα	Μέγεθος	Κερδοφορία	Περιουσιακά Στοιχεία	Κλάδος	Ηλικία	Ρευστότητα	Διακύμανση Κερδών	Κίνδυνοι	Ανάπτυξη
Ozkan (2001)	X	X	X				X			X
Miguel and Pindado (2001)	X				X					
Heshmati (2001)	X	X	X	X		X				X
Voulgari et al. (2002)		X	X	X						X
Fama and French (2002)		X								X
Bevan and Danbolt (2002)		X	X							X
Chen (2004)		X	X							X
Bevan and Danbolt (2004)		X	X							
Keshar (2004)		X	X						X	X
Hall et al. (2004)		X								
Gaud et al. (2005)		X	X	X						X
Maghyereh (2005)		X	X	X						X
Abor (2005)		X								X
Sogord-Mira (2005)										X
Huang and Song (2006)	X	X								X
Eriotis et al. (2007)		X					X			X
Delcoure (2007)	X	X	X	X					X	
Serrasqueiro and Rogao (2009)		X	X	X						
Omran and Pointon (2009)	X	X		X	X		X			X

Συγγραφείς	Φορολογικό Πλεονέκτημα	Μέγεθος	Κερδοφορία	Περιουσιακά Στοιχεία	Κλάδος	Ηλικία	Ρευστότητα	Διακύμανση Κερδών	Κίνδυνοι	Ανάπτυξη
Psilaki and Daskalakis (2009)		X	X							X
Deari and Deari (2009)	X	X	X	X						X
Chang et al. (2009)	X		X	X	X			X		X
Ramalho and Silva (2009)						X	X			
Sabiwalsky (2010)				X				X		
Chakraborty (2010)		X	X							X
Degryse et al. (2010)		X	X	X				X		X
Khalid (2011)		X	X	X	X			X		X
Noulas and Genimakis (2011)		X	X	X	X	X		X		X
Serrasqueiro (2011)	X	X	X	X		X			X	X
ΣΥΝΟΛΑ	17	35	27	18	7	4	7	6	4	28

2.7 ΕΜΠΕΙΡΙΚΕΣ ΕΡΕΥΝΕΣ

Οι περισσότερες εμπειρικές έρευνες, βασιζόμενες στις θεωρίες κεφαλαιακής διάθρωσης, έχουν ως στόχο την εύρεση παραγόντων που επηρεάζουν τον δείκτη δανειακής επιβάρυνσης των επιχειρήσεων. Τα αποτελέσματα των εμπειρικών ερευνών για το πώς οι εξεταζόμενοι παράγοντες, επηρεάζουν την κεφαλαιακή διάρθρωση είναι αντικρουόμενα, κυρίως, εξαιτίας των διαφορετικών θεωρητικών προσεγγίσεων που αναλύθηκαν παραπάνω. Οι περισσότερες εμπειρικές μελέτες, χρησιμοποιούν κατά την εμπειρική τους διερεύνηση στατικά ή δυναμικά υποδείγματα¹, στοχεύοντας με αυτό τον τρόπο, στην ερμηνεία των εταιρικών χαρακτηριστικών που επηρεάζουν την δανειακή επιβάρυνση των επιχειρήσεων. Για το λόγο αυτό, η ανασκόπηση των ερευνών που ακολουθεί χωρίζεται σε δύο μέρη, στις μελέτες που διεξήχθησαν με τη χρήση στατικών υποδειγμάτων και στις μελέτες που χρησιμοποίησαν δυναμικά υποδείγματα και λοιπές μεθοδολογίες.

2.7.1. ΕΜΠΕΙΡΙΚΕΣ ΕΡΕΥΝΕΣ ΜΕ ΧΡΗΣΗ ΣΤΑΤΙΚΩΝ ΥΠΟΔΕΙΓΜΑΤΩΝ

Οι πρώτες εμπειρικές έρευνες διεξήχθησαν από τους από τους Taggart (1977), Marsh (1982), Jalilvand and Harris (1984) και Titman and Wessels (1988), συμβάλλοντας σημαντικά στον εντοπισμό των παραγόντων που επηρεάζουν την κεφαλαιακή διάρθρωση. Οι Titman and Wessels το 1988, προσπάθησαν να εντοπίσουν τους παράγοντες που επηρεάζουν την δανειακή επιβάρυνση των επιχειρήσεων που δραστηριοποιούνται στις Ηνωμένες Πολιτείες της Αμερικής. Τα δεδομένα τους περιοριζόταν στη χρονική περίοδο 1974 έως και 1982. Ξεκινώντας από την ανάλυση του θεωρητικού υπόβαθρου της κεφαλαιακής διάρθρωσης των επιχειρήσεων, καταλήγουν στον εμπειρικό προσδιορισμό των μεταβλητών που επηρεάζουν τον δείκτη της συνολικής, βραχυπρόθεσμης και μακροπρόθεσμης δανειακής επιβάρυνσης. Το κυριότερο εύρημα τους, ήταν η αρνητική σχέση μεταξύ του μεγέθους των επιχειρήσεων, της μοναδικότητας, της κερδοφορίας και του δείκτη βραχυπρόθεσμης δανειακής επιβάρυνσης. Η ανάπτυξη, ο κλάδος δραστηριότητας των επιχειρήσεων και

1. Οι οικονομετρικοί μέθοδοι που μπορούν να εφαρμοστούν είναι είτε στατικοί είτε δυναμικοί. Ανάλογα με την επιλογή μας, προσδιορίζεται και το εκτιμώμενο υπόδειγμα. Τα συνηθέστερα στατικά υποδείγματα είναι, τα ομαδοποιημένα υποδείγματα (Pooled Models), τα υποδείγματα σταθερών επιδράσεων (Fixed-Effects Models), και τα υποδείγματα τυχαίων επιδράσεων (Random Effects Models). Ενώ οι συνηθέστερες δυναμικές μέθοδοι, είναι η μέθοδος Ελαχίστων Τετραγώνων Δύο Φάσεων (Two Stage Least Squares), των Anderson et Hsiao (1982) και η Γενικευμένη Μέθοδος Ροπών (Generalized Methods of Moments), των Arellano et Bond (1991).

τα φορολογικά πλεονεκτήματα κρίνονται μη στατιστικά σημαντικές μεταβλητές.

Εν αντιθέσει το κόστος συναλλαγών που προκύπτει από την συναλλαγή πιστωτών και δανειζομένων, αποτελεί σημαντικό προσδιοριστικό παράγοντα της κεφαλαιακής διάρθρωσης. Σε αυτό το σημείο, δεν μπορούμε να παραβλέψουμε την αναφορά που γίνεται από τους συγγραφείς, για την μορφή της σχέσης που έχουν οι εξεταζόμενες μεταβλητές με τον δείκτη δανειακής επιβάρυνσης. Η σχέση αυτή δεν είναι ξεκάθαρη και για το λόγο αυτό υποθέτουν ότι είναι γραμμική. Δύο χρόνια νωρίτερα, το 1986 οι Kim και Sorensen εξετάζουν 168 επιχειρήσεις που δραστηριοποιούνται στο Ηνωμένο Βασίλειο και καταλήγουν στο ίδιο συμπέρασμα. Παράλληλα, έμφαση είχε δοθεί στις συνθήκες του οικονομικού περιβάλλοντος που επικρατεί σε κάθε αγορά και στις παρελθούσες επενδυτικές αποφάσεις, οι οποίες φαίνεται να επηρεάζουν την κεφαλαιακή διάρθρωση των επιχειρήσεων. Συγκεκριμένα, με άλλο τρόπο διαρθρώνει τα κεφάλαια της μία επιχείρηση που δραστηριοποιείται σε ένα διανθισμένο οικονομικό περιβάλλον και διαφορετικά μια επιχείρηση που δραστηριοποιείται σε συνθήκες οικονομικής κρίσεως.

Το 2009, οι Chang et al., προσπάθησαν να βελτιώσουν την μελέτη των Titman and Wessels. Εξετάζοντας τις ίδιες μεταβλητές, για την περίοδο 1988 έως και 2003, εφαρμόζουν την μέθοδο πολλαπλών δεικτών και αιτιών, (Multiple Indicators and Multiple Causes, MIMC). Τα αποτελέσματά τους, υποδεικνύουν την αρνητική σχέση μεταξύ ανάπτυξης και δανεισμού, όταν χρησιμοποιούνται λογιστικές αξίες και την θετική σχέση μεταξύ ανάπτυξης και δείκτη δανειακής επιβάρυνσης, όταν χρησιμοποιούνται αγοραίες αξίες κεφαλαίου. Το ίδιο αποτέλεσμα, επαληθεύεται για τον παράγοντα κερδοφορία. Τέλος, ως σπουδαιότερη μεταβλητή μέτρησης της δανειακής επιβάρυνσης αναδεικνύεται ο βραχυπρόθεσμος δανεισμός.

Μία από τις μεγαλύτερες έρευνες που έχουν διεξαχθεί, είναι των Rajan και Zingales (1995). Αναλύοντας τις χρηματοδοτικές αποφάσεις εισηγμένων επιχειρήσεων και μεγάλων βιομηχανικών εταιρειών, οι οποίες δραστηριοποιούνται σε χώρες μέλη του G7 (Η.Π.Α., Ιαπωνία, Γερμανία, Γαλλία, Ιταλία, Ηνωμένο Βασίλειο, Καναδάς) για την περίοδο 1987 έως 1991, χρησιμοποιώντας αναλυτικότερα μεγέθη μέτρησης (για τον υπολογισμό των μεταβλητών των παραγόντων επηρεασμού της κεφαλαιακής διάρθρωσης των επιχειρήσεων) και πιο συγκρίσιμους υπολογισμούς της δανειακής επιβάρυνσης, (ο δανεισμός χωρίζεται σε βραχυπρόθεσμο, μακροπρόθεσμο και

συνολικό), κατέληξαν στην θετική σχέση μεταξύ μεγέθους, περιουσιακών στοιχείων και δανειακής επιβάρυνσης, εξαιρουμένης της Γερμανίας. Εν αντιθέσει, αρνητική σχέση παρουσιάζεται στην κερδοφορία και στον δείκτη δανειακής επιβάρυνσης, για όλες τις χώρες – μέλη. Οι παραπάνω παράγοντες, συντελούν και στην κεφαλαιακή διάρθρωση των επιχειρήσεων που δραστηριοποιούνται στις Η.Π.Α. (Rajan and Zingales, 1995). Καταλήγοντας, ανέλυσαν τον σημαντικό ρόλο που διαδραματίζει το κοινωνικό και οικονομικό περιβάλλον, στο οποίο κάθε επιχείρηση δραστηριοποιείται. Ένα ομαλό οικονομικό περιβάλλον χωρίς αναταραχές εξασφαλίζει τον ευκολότερο δανεισμό των επιχειρήσεων. Επιπλέον, ένα κράτος που στηρίζει ισάξια όλες τις οικονομικές οντότητες και προωθεί την ανάπτυξη, διασφαλίζει ευνοϊκότερο κλίμα για τον δανεισμό των επιχειρήσεων.

Η συγκεκριμένη έρευνα, θεωρείται πρωτοπόρα από πολλούς ερευνητές. Αιτία του χαρακτηρισμού αυτού είναι, η παρόμοια σχέση δανειακής επιβάρυνσης που εντοπίζεται ανάμεσα στις χώρες του G7, με μόνη εξαίρεση το Ηνωμένο Βασίλειο και την Γερμανία. Στην εν λόγω μελέτη, σύμφωνα με τους ισχυρισμούς των συγγραφέων, χρησιμοποιούνται αναλυτικότερα μεγέθη μέτρησης και πιο συγκρίσιμοι υπολογισμοί του δείκτη δανειακής επιβάρυνσης. Παράλληλα, οι συγγραφείς τονίζουν την ανάγκη που υπάρχει για μελλοντική έρευνα, ώστε το θεωρητικό υπόβαθρο να υποστηρίξει καλύτερα την εμπειρική προσέγγιση των μοντέλων κεφαλαιακής διάρθρωσης. Σημαντική, κρίνεται η κατανόηση των χαρακτηριστικών του κάθε κλάδου που δραστηριοποιείται η κάθε επιχείρηση καθώς, υποβόσκουν υπόνοιες για συμμετοχή αυτών των χαρακτηριστικών, στην διαμόρφωση της κεφαλαιακής διάρθρωσης των επιχειρήσεων. Τα αποτελέσματα των Rajan and Zingales (1995) επιβεβαιώνει ο Wald (1999) σε μελέτη του, (χρησιμοποιώντας δείγμα επιχειρήσεων από τις χώρες, Γερμανία, Γαλλία, Ιαπωνία, Ηνωμένο βασίλειο και Ηνωμένες Πολιτείες Αμερικής), ερευνώντας την σχέση του δείκτη δανειακής επιβάρυνσης, με τις μεταβλητές του μεγέθους, κινδύνου, ανάπτυξης, κερδοφορίας, φορολογικών πλεονεκτημάτων και αποθεμάτων. Ο Wald (1999), καταλήγει στην διαφορετικότητα της κεφαλαιακής διάρθρωσης των επιχειρήσεων, εξαιτίας: α) της διαφορετικής φορολογικής νομοθεσίας που επικρατεί σε κάθε χώρα, η οποία περιορίζει ή επεκτείνει τα πλεονεκτήματα του δανεισμού και τα λοιπά φορολογικά πλεονεκτήματα, β) του κόστους αντιπροσώπευσης και γ) της ασύμμετρης πληροφόρησης.

Η έρευνα των Rajan and Zingales (1995) επηρέασε πλήθος ερευνητών, οι οποίοι βασίζόμενοι στα αποτελέσματα τους, διερεύνησαν τους παράγοντες κεφαλαιακής διάρθρωσης, που επιδρούν στην δανειακή επιβάρυνση επιχειρήσεων, που δραστηριοποιούνται σε διαφορετικούς κλάδους και οικονομίες (διεθνή έρευνα). Μία από τις πιο πρόσφατες έρευνες, βασισμένη στα αποτελέσματα των Rajan and Zingales (1995), είναι αυτή των Qiu and Ia (2010). Αναλυτικότερα, εκτιμώντας υπόδειγμα σταθερών επιδράσεων, εξετάζονται οι παράγοντες προσδιορισμού της δανειακής επιβάρυνσης, στις επιχειρήσεις που δραστηριοποιούνται στην Αυστραλία, κατά το χρονικό διάστημα 1992-2006. Τα αποτελέσματα τους, επαληθεύουν τη θεωρία της ιεράρχησης και του κόστους αντιπροσώπευσης, ενώ η θεωρία εξισορρόπησης επαληθεύεται εν μέρει. Η θετική σχέση μεταξύ υλικών περιουσιακών στοιχείων και δανεισμού και η αρνητική σχέση μεταξύ κερδοφορίας, ανάπτυξης, κινδύνου και δανειακής επιβάρυνσης, είναι αποτελέσματα που συνάδουν με αυτά των Rajan and Zingales (1995).

Δείγμα από διαφορετικές χώρες, περιλαμβάνει η νεότερη μελέτη των Deesomsak et al., (2004). Συγκεκριμένα, χρησιμοποιώντας διαστρωματικά δεδομένα χρονολογικών σειρών (panel data) και εκτιμώντας υπόδειγμα σταθερών επιδράσεων με την μέθοδο των ελαχίστων τετραγώνων, γίνεται προσπάθεια προσδιορισμού των παραγόντων που επηρεάζουν την κεφαλαιακή διάρθρωση των επιχειρήσεων. Το δείγμα που χρησιμοποιείται περιλαμβάνει παρατηρήσεις από 294 Ταϊλανδέζικες εταιρείες, 669 εταιρείες που δραστηριοποιούνται στην αγορά της Μαλαισίας, 345 που εδρεύουν στην αγορά της Σιγκαπούρης και 219 Αυστραλέζικες επιχειρήσεις. Η εξεταζόμενη περίοδος αφορά το διάστημα 1993 έως 2001. Τα αποτελέσματα της έρευνας, έδειξαν ότι το μέγεθος και ο ρυθμός ανάπτυξης των επιχειρήσεων, επιδρούν θετικά στη μεταβολή της δανειακής τους επιβάρυνσης. Αντιθέτως, οι προσδιοριστικοί παράγοντες φορολογικά πλεονεκτήματα και ρευστότητα, επιδρούν αρνητικά στη μεταβολή του δανεισμού. Επιπλέον, οι συγγραφείς τόνισαν την σημαντικότητα του νομικού πλαισίου, της εταιρικής διακυβέρνησης και των βιομηχανικών χαρακτηριστικών που περιβάλλουν τις επιχειρήσεις. Συνέπεια αυτού είναι, η διάρθρωση των κεφαλαίων να μην επηρεάζεται μόνο από συγκεκριμένα εταιρικά χαρακτηριστικά, αλλά και από άλλους παράγοντες. Στην αναφερόμενη μελέτη, εξετάζεται επίσης η επίδραση της οικονομικής κρίσης, που εκδηλώθηκε στην Ταϊλάνδη το 1997, στην κεφαλαιακή διάρθρωση των επιχειρήσεων.

Η περίοδος της οικονομικής ύφεσης, στάθηκε ικανή να μεταβάλει την σχέση μεταξύ δανειακής επιβάρυνσης και εξεταζόμενων παραγόντων. Με αυτό τον τρόπο επαληθεύεται άλλη μία φορά, η επίδραση του νομικού πλαισίου και του οικονομικού περιβάλλοντος των χωρών που δραστηριοποιούνται οι επιχειρήσεις, στον καθορισμό των χρηματοδοτικών τους επιλογών.

Την θετική σχέση μεταξύ ανάπτυξης και μεγέθους σε συνάρτηση με τον βραχυπρόθεσμο δανεισμό, έρχεται να επιβεβαιώσει και μία πιο πρόσφατη έρευνα που διεξήχθη σε 122 Αιγυπτιακές επιχειρήσεις από τους Omran και Pointon (2009). Οι επιχειρήσεις που επιλέχθηκαν να εξεταστούν, ανήκουν στους κλάδους της βαριάς βιομηχανίας, των τροφίμων, των υπηρεσιών και των κατασκευών. Κατά την πορεία της έρευνας τους, εντοπίζεται η ιδιομορφία του κλάδου κατασκευών, ο οποίος παρουσιάζει υψηλούς δείκτες δανειακής επιβάρυνσης σε σύγκριση με τον τομέα των υπηρεσιών. Παράλληλα, οι παράγοντες που επηρεάζουν τον βραχυπρόθεσμο δανεισμό είναι εντελώς διαφορετικοί απ' ότι στους λοιπούς κλάδους. Με αυτό τον τρόπο, οι συγγραφείς τονίζουν τον σημαντικό ρόλο που διαδραματίζει ο τομέας στον οποίο δραστηριοποιείται η κάθε επιχείρηση στην κεφαλαιακή της διάρθρωση.

Κατά την πάροδο των χρόνων, ολοένα και περισσότεροι ερευνητές ασχολήθηκαν με τα χαρακτηριστικά των επιχειρήσεων, που επηρεάζουν το δείκτη της δανειακής τους επιβάρυνσης. Χαρακτηριστικό παράδειγμα, αποτελεί η μελέτη των Bevan και Danbolt το 2004. Χρησιμοποιώντας την ίδια μεθοδολογία με τους Deesomasak et al. (2004), μελέτησαν 1054 επιχειρήσεις, που δραστηριοποιούνται στην αγορά του Ηνωμένου Βασιλείου για το χρονικό διάστημα 1991 έως 1997. Καταλήγοντας, διαπίστωσαν την αρνητική σχέση μεταξύ κερδοφορίας και δανεισμού ενώ, σύμφωνα με τα συμπεράσματά τους, θετικά σχετίζεται το μέγεθος των επιχειρήσεων με την κεφαλαιακή διάρθρωση. Μη στατιστικά σημαντική, παρουσιάζεται η μεταβλητή της ανάπτυξης.

Πρωθύστερα, οι ίδιοι ερευνητές (Bevan and Danbolt, 2002), μέσω στατικού υποδείγματος σταθερών επιδράσεων, ανέλυσαν την κεφαλαιακή διάρθρωση Αγγλικών επιχειρήσεων εισηγμένων στο χρηματιστήριο της Αγγλίας. Διακρίνοντας τον δανεισμό, σε βραχυπρόθεσμο και μακροπρόθεσμο, κατέληξαν στην θετική εξάρτηση της κερδοφορίας και του μεγέθους των εξεταζόμενων εταιρειών, με τον δανεισμό. Αντίθετα, αρνητική εξάρτηση εμφανίζεται στη σχέση μεταξύ των περιουσιακών

στοιχείων και βραχυπρόθεσμου δανεισμού, ενώ μη στατιστικά σημαντική, παρουσιάζεται η μεταβλητή της χρηματιστηριακής αξίας των επιχειρήσεων. Κύριο χαρακτηριστικό της έρευνας, κρίνεται η συνεχής σύγκριση της με την μελέτη των Rajan and Zingales (1995). Σε αντίθεση με το προαναφερόμενο άρθρο, οι Bevan and Danbolt εξετάζουν τέσσερις δείκτες δανειακής επιβάρυνσης ως εξαρτημένη μεταβλητή και όχι έναν, όπως συνηθίζεται. Τα αποτελέσματα τους για την μεταβλητή του μεγέθους είναι ίδια με αυτά των Rajan and Zingales, (1995) και αντίθετα για τις μεταβλητές της κερδοφορίας και της διάρθρωσης των περιουσιακών στοιχείων. Καταλήγοντας, τονίζουν την σπουδαιότητα διερεύνησης μακροπρόθεσμων και βραχυπρόθεσμων δεικτών δανειακής επιβάρυνσης καθότι, ο συνδυασμός τους μας παρέχει την δυνατότητα βαθύτερης κατανόησης της κεφαλαιακής διάρθρωσης των επιχειρήσεων.

Την ίδια χρονιά, ο Chen (2004) χρησιμοποιώντας ανάλυση δεδομένων πάνελ και εκτιμώντας γραμμικό υπόδειγμα, με την μέθοδο των ελαχίστων τετραγώνων, ανέλυσε 88 κινέζικες επιχειρήσεις, εισηγμένες στο χρηματιστήριο της Κίνας, για την περίοδο 1995 έως 2000. Αποτέλεσμα της συγκεκριμένης μελέτης ήταν, η εύρεση θετικής σχέσης μεταξύ ανάπτυξης, υλικών περιουσιακών στοιχείων και μακροπρόθεσμου δανεισμού ενώ, αρνητική σχέση εντοπίστηκε μεταξύ κερδοφορίας, μεγέθους και δανεισμού. Παράλληλα διαπιστώνει ότι, δεν επαληθεύεται ούτε η θεωρία αντιπροσώπευσης, ούτε η θεωρία ιεράρχησης, για τις εταιρείες που δραστηριοποιούνται στην Κίνα. Το 2004, διεξάγεται ακόμα μία μελέτη από τον Keshar, σε 108 επιχειρήσεις που δραστηριοποιούνται στην αγορά του Νεπάλ. Το δείγμα που επιλέγεται περιλαμβάνει επιχειρήσεις που δραστηριοποιούνται στον τραπεζικό και χρηματοοικονομικό τομέα, ενώ οι βιομηχανικές επιχειρήσεις εξαιρέθηκαν από την τελική ανάλυση, καθώς δημιουργούσαν προβλήματα στο εξεταζόμενο υπόδειγμα. Τα συμπεράσματα της έρευνας έδειξαν ότι, το μέγεθος, η ανάπτυξη και η κερδοφορία, είναι παράγοντες που επηρεάζουν την κεφαλαιακή διάρθρωση των επιχειρήσεων, αποτέλεσμα στο οποίο κατέληξαν και οι παραπάνω αναφερόμενες μελέτες. Ο επιχειρηματικός κίνδυνος, προέκυψε ως μη στατιστικά σημαντική μεταβλητή.

Ένα χρόνο αργότερα το 2005, σε μικρότερο δείγμα, με επιχειρήσεις που δραστηριοποιούνται στην Γκάνα, ο Abor καταλήγει στα ίδια συμπεράσματα, όσο αφορά την σχέση κερδοφορίας, συνολικού δανεισμού και μακροπρόθεσμου δανεισμού. Τα αντίθετα συμπεράσματα προκύπτουν όταν, ο δανεισμός είναι βραχυπρόθεσμος,

δηλαδή καταλήγουμε σε αρνητική σχέση μεταξύ κερδοφορίας και βραχυπρόθεσμου δανεισμού. Εν κατακλείδι, ο συγγραφέας αναφέρει ότι, το 85% των επιχειρήσεων που δραστηριοποιούνται στην Γκάνα, χρηματοδοτούν τα κεφάλαια τους με βραχυπρόθεσμο δανεισμό. Εξαιτίας τούτου, επικρατεί η αρνητική σχέση μεταξύ κερδοφορίας και δανεισμού.

Αντίστοιχα, σε έρευνα των Degryse et al. (2010) σε Δανέζικες επιχειρήσεις, διαπιστώθηκε η αρνητική σχέση μεταξύ κερδοφορίας και δανεισμού ενώ, υφίσταται θετική σχέση μεταξύ ανάπτυξης και δεικτών δανειακής επιβάρυνσης. Σημαντικό, κρίνεται το συμπέρασμα επαλήθευσης της θεωρίας ιεράρχησης, από το μεγαλύτερο ποσοστό των επιχειρήσεων. Η ανωτέρω μελέτη επικεντρώνεται σε δείγμα μικρομεσαίων επιχειρήσεων, δίδοντας έμφαση στον ανταγωνισμό που επικρατεί στους κλάδους δραστηριοποίησης των εταιρειών, στο κόστος αντιπροσώπευσης και στην ετερογένεια της εκάστοτε εφαρμοσμένης τεχνολογίας. Βασισμένοι σε αυτούς τους παράγοντες, μελέτησαν τις μεταβλητές του μεγέθους, της κερδοφορίας, της ανάπτυξης, της ρευστότητας, της διάρθρωσης των περιουσιακών στοιχείων και των βιομηχανικών χαρακτηριστικών, καταλήγοντας στα ανωτέρω συμπεράσματα. Όπως στις μελέτες των Rajan and Zingales (1995), και Omran and Pointon (2009) έτσι και εδώ οι Degryse et al. (2010) δίνουν έμφαση στα ενδογενή χαρακτηριστικά του κάθε κλάδου δραστηριοποίησης των επιχειρήσεων, αποκαλύπτοντας τον διαφορετικό βαθμό δανειακής επιβάρυνσης που αναλογεί σε αυτούς.

Προχωρώντας την ανασκόπηση μας, κατά την διάρκεια των τελευταίων ετών συναντάμε πρόσφατες έρευνες, όπως αυτή της Delcoure, (2007). Χρησιμοποιώντας ανάλυση δεδομένων πάνελ, με την βοήθεια της μεθόδου ελαχίστων τετραγώνων, μελετούνται 129 επιχειρήσεις που δραστηριοποιούνται στην Τσεχία, Ρωσία, Πολωνία και Σλοβακία, την περίοδο 1996 έως και 2002. Η έρευνα αποδεικνύει την εφαρμογή της θεωρίας ιεράρχησης από τις εξεταζόμενες οικονομικές οντότητες. Οι διοικήσεις των εταιρειών, προτιμούν την έκδοση μετοχών για παροχή δανεισμού ενώ, το διαφορετικό νομικό πλαίσιο των χωρών και η εταιρική διακυβέρνηση των επιχειρήσεων, αποτελούν προσδιοριστικούς παράγοντες της κεφαλαιακής διάρθρωσης.

Την ίδια χρονιά οι Eriotis et al. (2007), χρησιμοποιώντας ανάλυση δεδομένων πάνελ και εκτιμώντας γραμμικά υποδείγματα με την μέθοδο των σταθερών και τυχαίων επιδράσεων, αναλύουν 129 εισηγμένες Ελληνικές επιχειρήσεις στο χρηματιστήριο

Αθηνών, για την χρονική περίοδο 1997 έως και 2001. Η υπόθεση που εξετάζεται, επικεντρώνεται στην σχέση του δείκτη δανειακής επιβάρυνσης με το μέγεθος των επιχειρήσεων, την ανάπτυξη και την ρευστότητα, διαχωρίζοντας τις οικονομικές οντότητες σε δύο κατηγορίες. Η πρώτη κατηγορία περιλαμβάνει τις επιχειρήσεις που εμφανίζουν δείκτη δανειακής επιβάρυνσης από 50% και πάνω, ενώ η δεύτερη περιλαμβάνει αυτές που εμφανίζουν δείκτη δανειακής επιβάρυνσης από 50% και κάτω. Ο διαχωρισμός αυτός γίνεται μέσω ψευδομεταβλητής. Οι παράγοντες που μελετούνται και τα αποτελέσματα που προκύπτουν, δεν διαφέρουν από τις προηγούμενες έρευνες. Συγκεκριμένα, ο δείκτης δανειακής επιβάρυνσης βρέθηκε να σχετίζεται θετικά με το μέγεθος των εξεταζόμενων εταιρειών. Αντίθετα, η ρευστότητα και η ανάπτυξη εμφανίζει αρνητική σχέση με την δανειακή επιβάρυνση των επιχειρήσεων, γεγονός που συνάδει με τις θεωρίες της κεφαλαιακής διάρθρωσης. Σημαντικό ρόλο διαδραματίζει και το ύψος του δανεισμού καθώς, η κεφαλαιακή διάρθρωση των επιχειρήσεων που εμφανίζουν δείκτη δανειακής επιβάρυνσης πάνω από 50% διαφοροποιείται σε σχέση με αυτές που χρησιμοποιούν μικρότερο δανειακό κεφάλαιο.

Την ίδια μέθοδο, αλλά σε δείγμα μικρομεσαίων επιχειρήσεων, εφάρμοσαν οι Psilaki και Daskalakis το 2009. Το δείγμα τους αποτελείται από, 320 Ιταλικές μικρομεσαίες εταιρείες, 52 Πορτογαλικές, 1.252 Ελληνικές και 2.006 επιχειρήσεις δραστηριοποιούμενες στην Γαλλία. Η υπό μελέτη χρονική περίοδος, περιορίζεται στα έτη 1997 έως το 2002. Τα συμπεράσματα τους εστιάζονται, στην θετική σχέση μεταξύ μεγέθους και δανεισμού και στην αρνητική σχέση μεταξύ κερδοφορίας, κινδύνου και δανειακής επιβάρυνσης. Ενώ, η ανάπτυξη θεωρείται μη στατιστικά σημαντική μεταβλητή, για όλες τις εξεταζόμενες χώρες. Τα αποτελέσματα τους υποδεικνύουν ότι οι επιχειρήσεις των εξεταζόμενων χωρών διαμορφώνουν παρόμοια, την κεφαλαιακή τους διάρθρωση. Το γεγονός αυτό αιτιολογείτε, από τα χρηματοοικονομικά χαρακτηριστικά και το παραπλήσιο νομικό πλαίσιο που διέπει τις εξεταζόμενες χώρες. Ωστόσο, η διάρθρωση των κεφαλαίων τους διαφέρει λόγω των ιδιαίτερων χαρακτηριστικών της κάθε εταιρείας και όχι λόγω των ιδιαίτερων χαρακτηριστικών της κάθε χώρας. Αποτέλεσμα, που έρχεται σε αντίθεση με την μελέτη των Rajan and Zingales (1995) και Deesomsak et al., (2004), οι οποίες επικεντρώνονται στα χαρακτηριστικά των χωρών και των κλάδων και όχι των εταιρειών.

Την ίδια χρονιά σε μελέτη των Deari and Deari (2009), σε δείγμα 62 επιχειρήσεων που δραστηριοποιούνται στην αγορά των Σκοπίων, την χρονική περίοδο 2005 έως 2007, συμπεραίνουμε την επαλήθευση της θεωρίας εξισορρόπησης όλων των παραγόντων, καθώς και της θεωρίας ιεράρχησης, αναδεικνύοντας την αρνητική σχέση μεταξύ κερδοφορίας και δανειακής επιβάρυνσης, περιουσιακών στοιχείων και δανεισμού. Χωρίζοντας τις επιχειρήσεις σε εισηγμένες στο χρηματιστήριο και μη, παρατηρούμε την θετική σχέση, ανάμεσα στο μέγεθος και στον δείκτη δανειακής επιβάρυνσης, αλλά και στην ανάπτυξη και στον δανεισμό. Αναλυτικότερα οι μεταβλητές του μεγέθους και των φορολογικών πλεονεκτημάτων, επηρεάζουν την κεφαλαιακή διάρθρωση των μη εισηγμένων στο χρηματιστήριο επιχειρήσεων. Εν αντιθέσει, το μέγεθος, το φορολογικό πλεονέκτημα, τα περιουσιακά στοιχεία και η ανάπτυξη, δεν επηρεάζουν τις εισηγμένες στο χρηματιστήριο Σκοπιανές επιχειρήσεις. Ξεχωριστές υποθέσεις εξετάζονται για τη θεωρία του κόστους αντιπροσώπευσης χωρίς να προκύπτουν στατιστικά σημαντικά αποτελέσματα. Εξαίρεση, αποτελεί ο παράγοντας μέγεθος. Ταυτόχρονα, διακρίνεται η προτίμηση των εισηγμένων στο χρηματιστήριο Σκοπιανών εταιρειών στον εσωτερικό δανεισμό ενώ, οι μη εισηγμένες προτιμούν τον εξωτερικό δανεισμό.

Οι εισηγμένες στο χρηματιστήριο Αθηνών Ελληνικές επιχειρήσεις, εξαιρουμένων των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων, είναι το αντικείμενο έρευνας των Noulas and Genimakis, (2011). Συγκεκριμένα οι συγγραφείς, εξετάζουν 259 επιχειρήσεις την χρονική περίοδο 1998 έως και 2006 προσδιορίζοντας τον δείκτη δανειακής επιβάρυνσης με τρεις τρόπους και χρησιμοποιώντας ανάλυση δεδομένων πάνελ. Με την μέθοδο των ελαχίστων τετραγώνων και την βοήθεια μη παραμετρικών στατιστικών μεθόδων, καταλήγουν στην θετική σχέση ανάπτυξης, υλικών περιουσιακών στοιχείων, αποσβέσεων, διακύμανσης κερδών, βαθμού πιστοληπτικής ικανότητας και δανεισμού. Η μεταβλητή του μεγέθους, εμφανίζεται μη στατιστικά σημαντική. Η έρευνα τους θίγει το κομμάτι των χαρακτηριστικών του κάθε κλάδου δραστηριοποίησης των επιχειρήσεων. Σύμφωνα με τους Noulas and Genimakis (2011), η κεφαλαιακή διάρθρωση των επιχειρήσεων διαφέρει ανάλογα με τον κλάδο λειτουργίας τους ενώ, το καθεστώς ιδιοκτησίας δεν επηρεάζει την δανειακή τους επιβάρυνση. Η θεωρία ιεράρχησης, φαίνεται να κυριαρχεί στις αποφάσεις χρηματοδότησης των επενδύσεων των οικονομικών οντοτήτων. Τέλος, προτείνεται από

τους συγγραφείς, η δυναμική προσέγγιση του θέματος, καθώς μπορεί να προσφέρει καλύτερη ανάλυση των προσωρινών αποκλίσεων των επιχειρήσεων, από τον ιδανικό δείκτη-στόχο δανειακής επιβάρυνσης.

Προτού προχωρήσουμε στην παράθεση των εμπειρικών μελετών, που βασίστηκαν σε δυναμικά μοντέλα για την ανάλυση του θέματος της κεφαλαιακής διάρθρωσης των επιχειρήσεων, οφείλουμε να ανακεφαλαιώσουμε τα αποτελέσματα των ανωτέρω ερευνών. Αναλυτικότερα, έντονα διαφαίνεται η σύγκρουση των συμπερασμάτων των μελετών καθώς, ενδεικτικά αναφέρουμε ότι, θετική σχέση εντοπίστηκε μεταξύ ανάπτυξης, κερδοφορίας και δανεισμού, σε αρκετές από τις εξεταζόμενες μελέτες, (Chang et al., 2009; Wald, 1999; Omran and Pointon, 2009; Bevan and Danbolt, 2002; Degryse et al., 2010; Deari and Deari, 2009; Noulas and Genimakis, 2011), στοιχείο που έρχεται σε αντίθεση με τα αποτελέσματα των ερευνών των Titman and Wessels (1988), Rajan and Zingales (1995), Bevan and Danbolt (2004), Chen (2004), Abor (2005), Degryse et al. (2010), Eriotis et al. (2001), Psilaki and Daskalakis (2009), όπου εντοπίστηκε, αρνητική σχέση μεταξύ ανάπτυξης, κερδοφορίας και δανεισμού. Το ίδιο παρατηρείται με τον παράγοντα του μεγέθους και της διάρθρωσης των περιουσιακών στοιχείων, όπου διακρίνεται θετική σχέση σε πλήθος μελετών, (Rajan and Zingales, 1995; Wald, 1999; Omran and Pointon, 2009; Bevan and Danbolt, 2004; Chen, 2004; Eriotis et al., 2001; Psilaki and Daskalakis, 2009; Deari and Deari, 2009; Noulas and Genimakis, 2011) και αρνητική σχέση σε άλλες μελέτες, (Titman and Wessels, 1988; Bevan and Danbolt, 2002). Για να ομαδοποιήσουμε και να συγκρίνουμε, τα κυριότερα αποτελέσματα των εξεταζόμενων μελετών παραθέτουμε τον ακόλουθο πίνακα.

Πίνακας 2.7.1.1: Σχέση μεταξύ δανειακής επιβάρυνσης και προσδιοριστικών παραγόντων της με χρήση στατικών υποδειγμάτων

Συμπεράσματα	Συγγραφείς
Θετική σχέση μεταξύ ανάπτυξης και δανεισμού	Chang et al., 2009; Wald, 1999; Omran and Pointon, 2009; Degryse et al., 2010; Deari and Deari, 2009; Noulas and Genimakis, 2011.
Αρνητική σχέση μεταξύ ανάπτυξης και δανεισμού	Eriotis et al., 2001
Θετική σχέση μεταξύ κερδοφορίας και δανεισμού	Chang et al., 2009; Bevan and Danbolt, 2002.
Αρνητική σχέση μεταξύ κερδοφορίας και δανεισμού	Titman and Wessels, 1988; Bevan and Danbolt, 2004; Chen, 2004; Abor, 2005; Degryse et al., 2010; Psilaki and Daskalakis, 2009.
Θετική σχέση μεταξύ μεγέθους και δανεισμού	Rajan and Zingales, 1995; Wald, 1999; Omran and Pointon, 2009; Bevan and Danbolt, 2004; Chen, 2004; Eriotis et al., 2001; Psilaki and Daskalakis, 2009.

Συμπεράσματα	Συγγραφείς
Αρνητική σχέση μεταξύ μεγέθους και δανεισμού	Titman and Wessels, 1988
Θετική σχέση μεταξύ διάρθρωσης περιουσιακών στοιχείων και δανεισμού	Rajan and Zingales, 1995; Noulas and Genimakis, 2011.
Αρνητική σχέση μεταξύ διάρθρωσης περιουσιακών στοιχείων και δανεισμού	Bevan and Danbolt, 2002.

2.7.2 ΕΜΠΕΙΡΙΚΕΣ ΕΡΕΥΝΕΣ ΜΕ ΧΡΗΣΗ ΔΥΝΑΜΙΚΩΝ ΥΠΟΔΕΙΓΜΑΤΩΝ ΚΑΙ ΑΛΛΕΣ ΕΡΕΥΝΕΣ

Σε αυτό το σημείο, οφείλουμε να τονίσουμε ότι οι παραπάνω μελέτες δεν έχουν λάβει υπόψη τον δυναμισμό που περιέχουν οι αποφάσεις, σχετικά με την κεφαλαιακή διάρθρωση των επιχειρήσεων. Ενώ, μικρός είναι ο αριθμός των μελετών που έχει λάβει υπόψη την δυναμική της διάστασης. Παράλληλα, καθοριστικό ζήτημα αποτελεί, η δυναμική με την οποία οι επιχειρήσεις, επιδιώκουν έναν ιδανικό δείκτη κεφαλαιακής διάρθρωσης. Τα δυναμικά υποδείγματα κεφαλαιακής διάρθρωσης ουσιαστικά διαχωρίζονται σε δύο κατηγορίες, (Graham and Leary, 2011). Στην πρώτη κατηγορία, περιλαμβάνονται τα υποδείγματα που προσπαθούν να εντοπίσουν, ζυγίζοντας τα μειονεκτήματα και πλεονεκτήματα του δανεισμού, κατά πόσο η επιχείρηση τηρεί ένα ιδανικό επίπεδο κεφαλαιακής διάρθρωσης. Στη δεύτερη κατηγορία δυναμικών υποδειγμάτων, γίνεται προσπάθεια ερμηνείας της κεφαλαιακής διάρθρωσης των επιχειρήσεων, σε σχέση με τις διοικητικές αποφάσεις που λαμβάνονται σχετικά με τις επενδύσεις που θα υλοποιηθούν, (Graham and Leary, 2011). Τόσο τα υποδείγματα της πρώτης κατηγορίας (Goldstein and Leland, 2001; Strebulaev, 2007; Kurshev and Strebulaev, 2007; Hackbarth et al., 2006; Bhamra et al., 2010; Leary and Roberts, 2005; Atlinkilis and Hansen, 2000; Byoun, 2008) όσο και της δεύτερης (Hennesy and Whited, 2005; Tselukerich, 2008; DeAngelo et al., 2010) έχουν αποτελέσει αντικείμενο έρευνας αρκετών επιστημόνων.

Πρώτοι οι Fisher et al. (1989), έθεσαν το ζήτημα της δυναμικής συμπεριφοράς του κεφαλαίου των επιχειρήσεων. Χρησιμοποιώντας ανάλυση δεδομένων πάνελ, εξέτασαν μέσω δυναμικού υποδείγματος Zellner την κεφαλαιακή διάρθρωση των επιχειρήσεων που δραστηριοποιούνται στις Η.Π.Α. Τα αποτελέσματα της έρευνας τους, έδειξαν ότι οι επιχειρήσεις δεν στοχεύουν σε έναν ιδανικό δείκτη δανειακής επιβάρυνσης αλλά, ο συγκεκριμένος δείκτης μπορεί να κινηθεί σε ορισμένα πλαίσια, ανάλογα με τις επιλογές για χρηματοδότηση της διοίκησης των επιχειρήσεων,

επαληθεύοντας την θεωρία της ιεράρχησης βραχυπρόθεσμα, εξαιτίας των μειονεκτημάτων προσαρμογής σε έναν ιδανικό δείκτη κεφαλαιακής διάρθρωσης.

Το 2002, λαμβάνει χώρα η μελέτη των Voulgari et al., σε μικρότερο δείγμα 75 Ελληνικών βιομηχανικών επιχειρήσεων, για το χρονικό διάστημα 1988 έως 1996. Χρησιμοποιώντας μη γραμμική εξίσωση απλών διαστρωματικών δεδομένων με εκτιμητή σταθερής επίδρασης και μέθοδο ελαχίστων τετραγώνων, διαπιστώθηκε η αρνητική σχέση μεταξύ κερδοφορίας και του δείκτη δανειακής επιβάρυνσης. Εν αντιθέσει, παρουσιάζεται θετική σχέση μεταξύ ανάπτυξης, διάρθρωσης ενεργητικού και δανεισμού. Προχωρώντας ένα βήμα παρακάτω, οι συγγραφείς αναφέρουν τις αυξημένες μελλοντικές ανάγκες των επιχειρήσεων για δανεισμό. Υποστηρίζουν ότι οι ανάγκες αυτές προβλέπεται να καλυφθούν από βραχυχρόνιο δανεισμό, με αποτέλεσμα την μείωση του περιθωρίου κερδών. Η αναφερόμενη έρευνα, διεξάχθηκε κατά την περίοδο εισαγωγής της Ελλάδας στην Ευρωπαϊκή Νομισματική Ένωση. Λόγω του γεγονότος αυτού, ιδιαίτερη αναφορά γίνεται, στα χαμηλά επιτόκια δανεισμού και στην απελευθέρωση του Ελληνικού τραπεζικού συστήματος, περιστατικά που θα συντελέσουν στην μείωση του κόστους συναλλαγών και στην επίτευξη οικονομιών κλίμακας. Σύμφωνα με τους ερευνητές, η ανάπτυξη που θα λάβει χώρα τα επόμενα χρόνια, θα απαιτήσει την αύξηση του εσωτερικού και εξωτερικού δανεισμού, βοηθώντας την βιωσιμότητα και ανταγωνιστικότητα των Ελληνικών επιχειρήσεων. Επιπλέον, τονίζεται η σπουδαιότητα της πολιτικής διάστασης του θέματος καθώς, οι Ελληνικές επιχειρήσεις βρίσκονται αντιμέτωπες, με τον αυξανόμενο ανταγωνισμό των Ευρωπαϊκών και παγκόσμιων αγορών. Συνεπώς, οι εκλεγόμενες κυβερνήσεις οφείλουν να λαμβάνουν μέτρα για την ανάπτυξη των Ελληνικών επιχειρήσεων.

Ένα χρόνο πριν, με την βοήθεια δυναμικών υποδειγμάτων ο Ozkan (2001) εξετάζει 390 εταιρείες που δραστηριοποιούνται στο Ηνωμένο Βασίλειο, για την χρονική περίοδο 1984 έως και 1996. Μέσω της μεθόδου των Arellano et Bond, (Γενικευμένη μέθοδος ροπών, Generalized Method of Moments, GMM) που χρησιμοποίησε, κατάφερε να περιορίσει το πρόβλημα της ετερογένειας και να τονίσει την τάση των επιχειρήσεων προς τον μακροχρόνιο δανεισμό. Τα αποτελέσματα της έρευνας, έδειξαν την αρνητική σχέση μεταξύ του δείκτη δανειακής επιβάρυνσης και της κερδοφορίας, της ρευστότητας και της ανάπτυξης. Παράλληλα, θετική σχέση διαπιστώθηκε ανάμεσα στον δανεισμό, με το μέγεθος των επιχειρήσεων και με το

φορολογικό πλεονέκτημα που απορρέει από αυτόν. Ο Ozkan (2001), τόνισε την σημασία της διαδικασίας προσαρμογής των επιχειρήσεων στον ιδανικό δείκτη κεφαλαιακής διάρθρωσης, δίνοντας έμφαση στο κόστος που προέρχεται από τη διαδικασία αυτή, καθώς και στα μειονεκτήματα που υφίσταται η επιχείρηση, από την μη επίτευξη του στόχου. Καταλήγοντας, υποστήριξε ότι, η ανεξάρτητη μεταβλητή του δείκτη δανειακής επιβάρυνσης του προηγούμενου έτους (με μία χρονική υστέρηση), θα έχει συντελεστή κοντά στο μηδέν, εάν, το κόστος της επιχείρησης που δεν έχει εξισορροπήσει τα μειονεκτήματα και πλεονεκτήματα του δανεισμού, είναι μεγαλύτερο από το κόστος που προέρχεται, από την διαδικασία υιοθέτησης του ιδανικού δείκτη κεφαλαιακής διάρθρωσης.

Την δυναμική της κεφαλαιακής διάρθρωσης 104 Ελβετικών επιχειρήσεων, για το χρονικό διάστημα 1991 έως 2000, εξέτασαν οι Gaud et al. (2005), χρησιμοποιώντας την μέθοδο των Arellano και Bond (1991). Τα αποτελέσματα της έρευνας τους συμφωνούν με του Ozkan (2001). Αναλυτικότερα, το μέγεθος και η σημαντικότητα των περιουσιακών στοιχείων του ενεργητικού, σχετίζεται θετικά με την δανειακή επιβάρυνση ενώ, η ανάπτυξη και η κερδοφορία σχετίζονται αρνητικά. Ταυτόχρονα, το κόστος που προέρχεται από την μη εξισορρόπηση των μειονεκτημάτων και πλεονεκτημάτων του δανεισμού είναι ελάχιστο, με συνέπεια, οι Ελβετικές επιχειρήσεις να κινούνται αργά για την επίτευξη του στόχου τους. Η συμπεριφορά αυτή οφείλεται, στον εύκολο δανεισμό από τα τραπεζικά ιδρύματα, που έχει ως αποτέλεσμα τον υπερδανεισμό των επιχειρήσεων. Οι συγγραφείς, επιβεβαιώνουν την υιοθέτηση της θεωρίας εξισορρόπησης και της θεωρίας ιεράρχησης από τις Ελβετικές επιχειρήσεις. Η εφαρμογή των θεωριών είναι άρρηκτα συνδεδεμένη με τα μακροοικονομικά γεγονότα (π.χ. κρίση ή άνοδος της οικονομίας) αλλά και τα χαρακτηριστικά του κλάδου δραστηριοποίησης των επιχειρήσεων. Εν κατακλείδι, προτείνουν περαιτέρω έρευνα στην επίδραση της φορολογίας και των πηγών δανεισμού, στην κεφαλαιακή διάρθρωση των οικονομικών οντοτήτων.

Την ίδια χρονιά με τον Ozkan, οι Miguel και Pindado (2001), χρησιμοποιώντας ανάλυση δεδομένων πάνελ, μέσω της μεθόδου των Arellano and Bond (GMM), προσπαθούν να καθορίσουν τα χαρακτηριστικά των επιχειρήσεων που επηρεάζουν την κεφαλαιακή τους διάρθρωση. Τα δεδομένα τους αποτελούνται από, 133 Ισπανικές επιχειρήσεις, για την χρονική περίοδο 1990 έως και 1997. Η έρευνα τους

επικεντρώνεται, στην σημασία του κόστους συναλλαγών και του φορολογικού πλεονεκτήματος, το οποίο επηρεάζει τις επιχειρηματικές αποφάσεις σχετικά με τον δανεισμό. Ενώ, καθοριστικό ρόλο διαδραματίζουν, τα χαρακτηριστικά του κάθε κλάδου που δραστηριοποιούνται οι επιχειρήσεις. Όπως και στην μελέτη των Gaud et al. (2005), ο συντελεστής του δείκτη δανειακής επιβάρυνσης του προηγούμενου έτους (με μία υστέρηση) εμφανίζεται αρκετά μικρός, οι συγγραφείς αποδίδουν το γεγονός αυτό, στο χαμηλό κόστος συναλλαγών κατά των δανεισμό τους από τις τράπεζες και στο χαμηλό κόστος αντιπροσώπευσης μεταξύ μετόχων και πιστωτών. Η θεωρία ιεράρχησης υπερισχύει και οι επιχειρήσεις λαμβάνουν υπόψη τους το κόστος συναλλαγών σε περιπτώσεις αναζήτησης χρηματοδότησης, στρέφοντας το ενδιαφέρον τους σε πηγές εσωτερικού δανεισμού. Με αυτό τον τρόπο οι οικονομικές οντότητες εξαλείφουν τα προβλήματα ασύμμετρης πληροφόρησης.

Τον ίδιο ερευνητικό στόχο με τους Miguel και Pindado (2001), εξέτασε ο Heshmati (2001) σε 2.261 Σουηδικές Μικρομεσαίες επιχειρήσεις, την χρονική περίοδο 1993 έως 1998, μέσω μη γραμμικού υποδείγματος, χρησιμοποιώντας την μέθοδο των ελαχίστων τετραγώνων και την δυναμική προσέγγιση των Arellano and Bond (GMM). Τα ευρήματα του ανέδειξαν την αρνητική σχέση μεταξύ δανεισμού και μεγέθους, καθώς και δανεισμού και αναμενόμενης ανάπτυξης. Παράλληλα, οι επιχειρηματικές αποφάσεις αποτελούν σημαντικό παράγοντα επηρεασμού της κεφαλαιακής διάρθρωσης. Όσο αφορά την ταχύτητα προσαρμογής των επιχειρήσεων σε έναν ιδανικό δείκτη, εμφανίζεται αρκετά αργή για τις μικρές επιχειρήσεις ενώ, πιο γρήγορη κρίνεται για τις μεγάλες εταιρείες. Αρκετά ενδιαφέρον είναι το συμπέρασμα των συγγραφέων για την ύπαρξη προσφοράς και ζήτησης των δανειακών πηγών. Συγκεκριμένα, οι μικρότερες επιχειρήσεις βασίζονται στον εσωτερικό δανεισμό και ζητάνε χαμηλότερη εξωτερική χρηματοδότηση όταν τα κέρδη τους αυξάνονται. Υποστηρίζουν ότι, η προκύπτουσα μείωση της ζήτησης του εξωτερικού δανεισμού μπορεί να αποφευχθεί, με την στήριξη της πολιτείας και με την αλλαγή της συμπεριφοράς των πιστωτικών ιδρυμάτων προς τις Μικρομεσαίες επιχειρήσεις.

Το 2005, η έρευνα του Maghyereh κατέληξε στα ίδια αποτελέσματα. Μελετώντας, 36 βιομηχανικές εταιρείες που δραστηριοποιούνται στην αγορά της Ιορδανίας, για την περίοδο 1984 έως 2002, διαπιστώνεται η ύπαρξη ιδανικού δείκτη κεφαλαιακής διάρθρωσης και η προσπάθεια από μέρος των επιχειρήσεων, για την

γρήγορη προσαρμογή σε αυτόν. Όπως στις περισσότερες έρευνες έτσι και εδώ το δυναμικό υπόδειγμα που χρησιμοποιήθηκε και εκτιμάται με την μέθοδο των Arellano and Bond (GMM), εξαλείφει το πρόβλημα της ετερογένειας. Συμπερασματικά, θετική σχέση παρατηρείτε στα περιουσιακά στοιχεία, στο μέγεθος και στον δανεισμό, ενώ, αρνητική σχέση υφίσταται ανάμεσα στην ανάπτυξη, την κερδοφορία και το δείκτη δανειακής επιβάρυνσης.

Πιο πρόσφατες έρευνες, όπως αυτή της Serrasqueiro and Nunes το 2009, βασίζονται σε δυναμική ανάλυση δεδομένων πάνελ και αναλύουν τους παράγοντες επηρεασμού της κεφαλαιακής διάρθρωσης. Στην συγκεκριμένη μελέτη εξετάζονται, 237 Πορτογαλικές επιχειρήσεις εισηγμένες στο χρηματιστήριο της Πορτογαλίας. Η εξεταζόμενη χρονική περίοδος, αφορά τα έτη 1991 έως 2004 και το δυναμικό υπόδειγμα που χρησιμοποιήθηκε εκτιμήθηκε με την μέθοδο των Arellano and Bond (GMM) . Τα συμπεράσματα τους έδειξαν ότι, ο δείκτης δανειακής επιβάρυνσης των Πορτογαλικών επιχειρήσεων, επηρεάζεται από το μέγεθος των εταιριών, την κερδοφορία και τα άυλα περιουσιακά στοιχεία. Παράλληλα, οι Πορτογαλικές επιχειρήσεις στοχεύουν σε έναν ιδανικό δείκτη κεφαλαιακής διάρθρωσης, επαληθεύοντας με αυτό τον τρόπο την θεωρία εξισορρόπησης όλων των παραγόντων. Εκτός της θεωρία εξισορρόπησης, υφίστανται ισχυρές ενδείξεις για ενστερνισμό, από τις επιχειρήσεις, της θεωρίας ιεράρχησης. Αντίθετα, καμία ένδειξη δεν φαίνεται να προσεγγίζει την θεωρία της κατάλληλης χρονικής στιγμής. Η προσαρμογή σε έναν ιδανικό δείκτη κεφαλαιακής διάρθρωσης δεν είναι γρήγορη, εάν συγκρίνουμε τα αποτελέσματα της μελέτης των Serrasqueiro and Nunes (2009) με τα αποτελέσματα άλλων ερευνών σε επιχειρήσεις που δραστηριοποιούνται στις Η.Π.Α., την Γερμανία, την Ισπανία και το Ηνωμένο Βασίλειο. Το γεγονός αυτό ερμηνεύεται, από το κόστος συναλλαγών. Οι συγγραφείς στα συμπεράσματα της μελέτης τους αναφέρουν ότι, ένα μέρος των Πορτογαλικών επιχειρήσεων, χρησιμοποιεί πρώτα τον εσωτερικό δανεισμό και μετά τον εξωτερικό, επαληθεύοντας την θεωρία ιεράρχησης.

Ένα χρόνο αργότερα, το 2010, ο Sabiwalsky ακολουθώντας τα βήματα των ανωτέρω ερευνητών, εξετάζει εάν οι επιχειρήσεις προσπαθούν να προσαρμόσουν την κεφαλαιακή τους διάρθρωση, σε έναν ιδανικό δείκτη-στόχο και εάν ο στόχος αυτός είναι η αύξηση των πλεονεκτημάτων του δανεισμού, σε συνάρτηση με τα μειονεκτήματα που μπορεί να επιφέρει. Η ανάλυση του, διεξάγεται για την χρονική

περίοδο 1991 έως και 2006 και περιλαμβάνει 22.333 παρατηρήσεις από πολιτείες της Νοτίου Αμερικής. Χρησιμοποιώντας ανάλυση δεδομένων πάνελ, εκτίμησε δυναμική μη γραμμική παλλινδρόμηση με την μέθοδο των Arellano and Bond (GMM). Τα αποτελέσματα της μελέτης του Sabiwalsky (2010) υποδεικνύουν την εφαρμογή της θεωρίας εξισορρόπησης από τις μικρομεσαίες επιχειρήσεις, ενώ μερική επαλήθευση αυτής, αποδεικνύεται για τις πολύ μικρές και τις πολύ μεγάλες επιχειρήσεις. Παράλληλα, η θεωρία εξισορρόπησης, δεν μπορεί να ερμηνεύσει ολοκληρωτικά την επιλογή της κεφαλαιακής διάρθρωσης από τις επιχειρήσεις καθώς, εμπλέκεται το κόστος αντιπροσώπησης. Ταυτόχρονα, προτείνεται η περαιτέρω διερεύνηση του μεγέθους και των χαρακτηριστικών κάθε κλάδου δραστηριοποίησης των επιχειρήσεων.

Μία από τις πιο πρόσφατες μελέτες, που ακολουθεί την μεθοδολογία της δυναμικής ανάλυσης της κεφαλαιακής διάρθρωσης, είναι αυτή του Khalid, (2011). Χρησιμοποιώντας την μέθοδο των Arellano and Bond για δυναμική ανάλυση δεδομένων πάνελ, εξετάστηκαν 374 επιχειρήσεις δραστηριοποιούμενες στην αγορά του Πακιστάν, για το χρονικό διάστημα 1988 έως και το 2008. Τα αποτελέσματα της έρευνας έδειξαν ότι, ο δείκτης δανειακής επιβάρυνσης επηρεάζεται από το κόστος προσαρμογής (μειονεκτήματα-πλεονεκτήματα δανεισμού) που απαιτείται για την επίτευξη της ιδανικής κεφαλαιακής διάρθρωσης. Τα περιουσιακά στοιχεία, εξαρτώνται θετικά από τον δανεισμό, ενώ μεταβλητές όπως το μέγεθος, η ανάπτυξη και η κερδοφορία εξαρτώνται αρνητικά από τον δείκτη δανειακής επιβάρυνσης. Η απελευθέρωση και η ενδυνάμωση των επιχειρήσεων, κυρίως από την αύξηση της κερδοφορίας τους, μειώνει το δανεισμό, στρέφοντας τις οικονομικές οντότητες στην αυτοχρηματοδότηση τους. Η διαδικασία προσαρμογής της κεφαλαιακής διάρθρωσης, όπως στην μελέτη της Serrasqueiro and Nunes (2009) έτσι και εδώ, εμφανίζεται αργή σε σύγκριση με άλλες αναπτυσσόμενες χώρες. Τέλος, τα αποτελέσματα της έρευνας αποκαλύπτουν την διαφορετικότητα της κεφαλαιακής διάρθρωσης σε κάθε κλάδο δραστηριοποίησης των Πακιστανών επιχειρήσεων.

Την διαδικασία προσαρμογής σε έναν ιδανικό δείκτη-στόχο δανειακής επιβάρυνσης, επαλήθευσαν εμπειρικά οι Flannery and Rangan (2006). Συγκεκριμένα, μελετώντας 12.919 επιχειρήσεις, εξαιρουμένων των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων, για την περίοδο 1996 έως και 2001, αναδεικνύουν την ύπαρξη ενός ιδανικού δείκτη-στόχου δανειακής επιβάρυνσης. Αναλυτικότερα, εκτιμώντας δυναμικά υποδείγματα

κεφαλαιακής διάρθρωσης των επιχειρήσεων με την Γενικευμένη Μέθοδο των Ροπών των Arellano and Bond (1991), επαληθεύουν τα συμπεράσματα των Heshmati (2001), Gaud et al. (2005) και Khalid (2011), στηρίζοντας την ύπαρξη συγκεκριμένων επιχειρησιακών χαρακτηριστικών, υπεύθυνων για την διαμόρφωση του δείκτη-στόχου κεφαλαιακής διάρθρωσης. Ενώ, η εξαρτημένη μεταβλητή της δανειακής επιβάρυνσης υπολογίζεται τόσο σε αγοραίες όσο και σε λογιστικές αξίες. Σε αντίθεση με τα αποτελέσματα των Khalid (2011) και Serrasqueiro and Nunes (2009), η προσαρμογή από τις επιχειρήσεις σε έναν ιδανικό δείκτη – στόχο, πραγματοποιείται αρκετά γρήγορα, συμπέρασμα που συνάδει με τα αποτελέσματα της έρευνας των Huang and Ritter (2009), που υλοποιήθηκε σε εταιρείες που δραστηριοποιούνται στις Η.Π.Α., το χρονικό διάστημα 1963 έως και 2001.

Σύμφωνος με την γρήγορη προσαρμογή σε έναν ιδανικό δείκτη-στόχο κεφαλαιακής διάρθρωσης, από τις επιχειρήσεις που δραστηριοποιούνται στην Γερμανία, Γαλλία και το Ηνωμένο Βασίλειο είναι ο Dang (2011). Σε εμπειρική μελέτη του, που διεξάχθηκε σε δείγμα 2.102 επιχειρήσεων, για τη χρονική περίοδο 1980 έως και 2007, αποδείχτηκε η ύπαρξη ιδανικού στόχου κεφαλαιακής διάρθρωσης και η επαλήθευση της θεωρίας εξισορρόπησης, από το μεγαλύτερο ποσοστό των εξεταζόμενων επιχειρήσεων. Η καινοτομία της αναφερόμενης έρευνας, έγκειται στη χρήση Μοντέλου Διόρθωσης Σφάλματος (Error Correction Model) που εφαρμόστηκε στην οικονομετρική ανάλυση των δεδομένων. Δεν πρέπει να παραλείψουμε ότι, χρησιμοποιήθηκε παράλληλα και δυναμικό μοντέλο ανάλυσης δεδομένων πάνελ, το οποίο εκτιμήθηκε με την μέθοδο των γενικευμένων ροπών των Arellano and Bond (1991). Μέσω του Μοντέλου Διόρθωσης Σφάλματος, καθίσταται εφικτή η εξαγωγή συμπερασμάτων για την παρελθούσα συμπεριφορά των εξεταζόμενων εταιρειών. Εκ τούτου, διαπιστώθηκε ότι οι επιχειρήσεις αντιδρούν δυναμικά σε περίπτωση παρέκκλισης από τον στόχο τους, με αποτέλεσμα να επιστρέφουν γρήγορα σε αυτόν, αλλά, δεν αντιδρούν εξίσου δυναμικά, σε παρελθούσες αποκλίσεις από τον δείκτη-στόχο.

Εάν ανατρέξουμε στο έτος 2007, θα συναντήσουμε μία από τις πιο ενδιαφέρουσες και ξεχωριστές έρευνες, αυτή των Titman και Tsyplakov. Με την βοήθεια ενός δυναμικού μοντέλου κεφαλαιακής διάρθρωσης, γίνεται προσπάθεια ενσωμάτωσης της επενδυτικής επιλογής. Αναλυτικότερα, δημιούργησαν ένα δυναμικό

μοντέλο κεφαλαιακής διάρθρωσης, το οποίο επιτρέπει στους συγγραφείς να ποσοτικοποιήσουν, τα οφέλη και τα μειονεκτήματα που προκύπτουν, κατά την διάρκεια προσέγγισης του ιδανικού δείκτη δανειακής επιβάρυνσης. Σε αντίθεση με το μοντέλο των Fisher et al. (1989), ο δείκτης – στόχος της δανειακής επιβάρυνσης, προσεγγίζεται μέσω της εξισορρόπησης, των μειονεκτημάτων και πλεονεκτημάτων του δανεισμού και της εξάρτησης των παλαιότερων επενδυτικών αποφάσεων και των τιμών των παραγόμενων αγαθών (Titman and Tsyplakov, 2007). Τα συμπεράσματα της έρευνας καταλήγουν, στην ύπαρξη ιδανικού δείκτη-στόχου δανειακής επιβάρυνσης. Παράλληλα, έμφαση δίνεται στις επιχειρήσεις που υποφέρουν από υψηλά χρηματοοικονομικά κόστη, ενώ διάχυτη είναι σε αυτές, η σύγκρουση συμφερόντων μεταξύ μετόχων και επενδυτών σε ομολογίες. Στις εν λόγω επιχειρήσεις, προτείνεται η γρήγορη επίτευξη του ιδανικού δείκτη δανειακής επιβάρυνσης.

Προχωρώντας την βιβλιογραφική μας ανασκόπηση, συναντάμε το 2010 την έρευνα του Chakraborty. Ο συγγραφέας εξετάζει, 1169 επιχειρήσεις που δραστηριοποιούνται στην Ινδία, εξαιρουμένων των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων, για το χρονικό διάστημα 1995 έως και 2008. Η οικονομετρική μέθοδος της μελέτης περιλαμβάνει εκτός του στατικού υποδείγματος και την δυναμική ανάλυση μέσω της μεθόδου GMM. Ο συγγραφέας, τονίζοντας την οικογενειοκρατούμενη ιδιοκτησία των επιχειρήσεων, καταλήγει στην επαλήθευση τόσο της θεωρίας εξισορρόπησης όσο και της θεωρίας ιεράρχησης. Η κερδοφορία, το μέγεθος, η ανάπτυξη και η μοναδικότητα των παραγόμενων προϊόντων σχετίζονται αρνητικά με τον δανεισμό. Τα υλικά περιουσιακά στοιχεία και το φορολογικό πλεονέκτημα, σχετίζονται θετικά με τον δείκτη δανειακής επιβάρυνσης.

Εντελώς διαφορετική μεθοδολογία και προσεγγίζοντας διαφορετικά τον καθορισμό της κεφαλαιακής διάρθρωσης σε σχέση με τις παραπάνω έρευνες, ακολουθεί η Serrasqueiro (2011). Χρησιμοποιώντας την μέθοδο εκτίμησης σε δύο στάδια του Heckman (επιλογής δείγματος) και τη γενικευμένη μέθοδο ροπών (GMM) των Arellano and Bond, μελετάει 381 μικρομεσαίες βιομηχανικές μη εισηγμένες Πορτογαλικές επιχειρήσεις και 610 εισηγμένες μικρομεσαίες επιχειρήσεις παροχής υπηρεσιών, για την χρονική περίοδο 1999 έως και 2006. Η μελέτη της, καταλήγει στο συμπέρασμα ύπαρξης του φαινομένου ασύμμετρης πληροφόρησης. Η ασύμμετρη πληροφόρηση, επιδρά περισσότερο στις επιχειρήσεις παροχής υπηρεσιών παρά στις

βιομηχανικές επιχειρήσεις. Η συγγραφέας προτείνει την στήριξη των Μικρομεσαίων επιχειρήσεων από τις εκάστοτε κυβερνήσεις. Όταν οι επιχειρήσεις δεν μπορούν να προβούν σε εσωτερικό δανεισμό, καλό θα ήταν, να έχει προβλεφθεί από το κράτος μακροπρόθεσμος δανεισμός, με ευνοϊκές προϋποθέσεις.

Εκ τούτου, αντιληπτή γίνεται η σημαντικότητα του κοινωνικού και νομικού πλαισίου μίας χώρας, για την κεφαλαιακή διάρθρωση των οικονομικών της οντοτήτων. Τη σπουδαιότητα του νομικού και οικονομικού πλαισίου και τις επιπτώσεις που έχει στον καθορισμό ενός ιδανικού δείκτη κεφαλαιακής διάρθρωσης, επαλήθευσαν οι Oztekin and Flannery (2012), μέσω τις εμπειρικής τους μελέτης, σε δείγμα επιχειρήσεων που δραστηριοποιούνται σε 37 χώρες, για την χρονική περίοδο 1991 έως και 2006. Συγκεκριμένα, απέδειξαν ότι το νομικο-οικονομικό πλαίσιο μιας χώρας επηρεάζει τόσο τα πλεονεκτήματα όσο και τα μειονεκτήματα που προκύπτουν, από την διαδικασία προσαρμογής της επιχείρησης σε έναν δείκτη – στόχο δανειακής επιβάρυνσης. Στο ίδιο συμπέρασμα, κατέληξε και η Wanzenried (2006), σε μελέτη της, σε 873 επιχειρήσεις που δραστηριοποιούνται στη Γαλλία, Γερμανία, Ιταλία και Ηνωμένο Βασίλειο, το χρονικό διάστημα 1982 έως και 2002. Στην έρευνα της υποστηρίζει ότι, οι ανεπτυγμένες οικονομικά αγορές, το αποτελεσματικό νομικό πλαίσιο κάθε χώρας και η προστασία των επενδυτών, επηρεάζουν θετικά τις επιχειρήσεις, αυξάνοντας την ταχύτητα προσαρμογής τους σε έναν ιδανικό δείκτη-στόχο κεφαλαιακής διάρθρωσης. Ομοίως, η οικονομική ανάπτυξη και ο υψηλός δείκτης πληθωρισμού, επηρεάζουν με την σειρά τους την ταχύτητα προσαρμογής. Επιπλέον, οι Drobotz and Wanzenried (2006), έρχονται να προσθέσουν στην ανώτερο μελέτη, το στοιχείο των θετικών προσδοκιών, οι οποίες συντελούν στην γρηγορότερη προσαρμογή των επιχειρήσεων στον δείκτη-στόχο της δανειακής τους επιβάρυνσης σε περίπτωση απόκλισης τους από αυτόν.

Επανερχόμενοι στην μελέτη της Serrasqueiro (2011) συνειδητοποιούμε ότι, η κεφαλαιακή διάρθρωση των επιχειρήσεων διαφέρει σε κάθε κλάδο, εξαιτίας τούτου, οι κυβερνήσεις οφείλουν να αντιμετωπίσουν διαφορετικά κάθε κλάδο δραστηριοποίησης των οικονομικών οντοτήτων. Το γεγονός αυτό, οι Graham and Leary (2011) το αποδίδουν τόσο στην διαφορετική χρήση του δανεισμού που κάνει κάθε εταιρεία, όσο και στον όγκο του δανεισμού που υφίσταται σε κάθε επιχείρηση. Όσο αφορά την ταχύτητα προσαρμογής της κεφαλαιακής διάρθρωσης των επιχειρήσεων, παρατηρούμε

γρήγορη κινητικότητα στον βραχυπρόθεσμο δανεισμό, των επιχειρήσεων παροχής υπηρεσιών, σε σχέση με τις βιομηχανικές επιχειρήσεις (Serrasqueiro, 2011). Αντίθετα, γρηγορότερα κινούνται στο μακροπρόθεσμο δανεισμό οι βιομηχανικές επιχειρήσεις, απ' ότι οι επιχειρήσεις παροχής υπηρεσιών, υποδηλώνοντας το χαμηλότερο κόστος συναλλαγών των βιομηχανικών εταιρειών, ως συνέπεια του όγκου των υλικών περιουσιακών τους στοιχείων (Serrasqueiro, 2011).

Την σπουδαιότητα του κλάδου που δραστηριοποιούνται οι επιχειρήσεις έρχονται να τονίσουν οι Ahmad et al. (2011). Σε μελέτη τους, σε δείγμα 336 επιχειρήσεων, μη εισηγμένων στο χρηματιστήριο, με έδρα το Πακιστάν, για την χρονική περίοδο 2005 έως και 2009, ανέδειξαν την αρνητική σχέση μεταξύ μεγέθους, ρευστότητας και δείκτη δανειακής επιβάρυνσης και την θετική σχέση μεταξύ ανάπτυξης, κερδοφορίας, φορολογικών πλεονεκτημάτων και δανεισμού. Συμπεράσματα, που επαληθεύουν τόσο την θεωρία εξισορρόπησης όσο και την θεωρία ιεράρχησης.

Την ισχύ της θεωρίας του κόστους αντιπροσώπευσης, εξετάζουν οι Berger και Bonaccorsi, (2006), σε δείγμα εμπορικών τραπεζών που δραστηριοποιούνται στις Ηνωμένες Πολιτείες της Αμερικής, την περίοδο 1990 έως και 1995. Χρησιμοποιώντας υποδείγματα πολλαπλής παλινδρόμησης, εξετάζουν την υπόθεση της θεωρίας αντιπροσώπευσης, καταλήγοντας στην αποδοχή της. Συμπεραίνουν ότι, ο υψηλός δανεισμός, μειώνει το κόστος αντιπροσώπευσης. Ωστόσο, εάν ο δανεισμός είναι αρκετά υψηλός, το κόστος αντιπροσώπευσης αρχίζει να αυξάνεται. Σε αυτό το σημείο, οφείλουμε να τονίσουμε ότι, το κόστος αντιπροσώπευσης μετράτε ανάλογα με την κερδοφορία της επιχείρησης. Όταν η επιχείρηση παρουσιάζει κερδοφορία, μειώνεται η πιθανότητα χρεοκοπίας και ανταποκρίνεται καλύτερα στις χρηματοοικονομικές δυσχέρειες. Επίσης, οι κερδοφόρες επιχειρήσεις παρακρατάνε κέρδη για μελλοντική χρηματοδότηση.

Έρευνες που βασίζονται, σε ανάλυση ποιοτικών στοιχείων και διενεργούνται επί το πλείστον με ερωτηματολόγια έχουν διεξαχθεί από πολλούς μελετητές. Μία μελέτη που ξεχωρίζει για τον διαφορετικό τρόπο προσέγγισης της μεθοδολογίας και βασίζεται σε ποιοτικά στοιχεία, είναι αυτή των Kjelman και Staffan (1995). Συγκεκριμένα, η έρευνα διεξάγεται μέσω ερωτηματολογίων, που έχουν διανεμηθεί σε Φιλανδικές επιχειρήσεις. Το εξεταζόμενο δείγμα, περιορίζεται σε 54 εταιρίες. Τα συμπεράσματα

της έρευνας έδειξαν ότι, οι Φιλανδικές διοικήσεις των οικονομικών οντοτήτων, προτιμούν να θέτουν έναν ιδανικό δείκτη-στόχο κεφαλαιακής διάθρωσης και να επικεντρώνονται στην θεωρία εξισορρόπησης όλων των παραγόντων. Το παραπάνω αποτέλεσμα εμφανίζεται πιο έντονο σε επιχειρήσεις με μικρότερα επίπεδα ασύμμετρης πληροφόρησης. Η θεωρία ιεράρχησης δεν προτιμάτε από τα στελέχη των επιχειρήσεων προς αποφυγή του ελέγχου τους, καθώς η σειρά άντλησης κεφαλαίων που τηρείται από τις επιχειρήσεις, δεν αφήνει περιθώρια για επιλογή συγκεκριμένου τρόπου χρηματοδότησης, που στοχεύει στην μεγιστοποίηση των συμφερόντων των στελεχών και όχι στην μεγιστοποίηση των ωφελειών της οικονομικής οντότητας. Καθοριστικό ρόλο διαδραματίζει το μέγεθος των εταιρειών καθώς, οι μικρότερες επιχειρήσεις ακολουθούν την θεωρία ιεράρχησης. Τα αποτελέσματα της έρευνας, δεν διαφέρουν από αυτά που βρέθηκαν σε επιχειρήσεις που δραστηριοποιούνται στις Η.Π.Α. Τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά των κλάδων δραστηριότητας των επιχειρήσεων, είναι ο μόνος παράγοντας που ευθύνεται για την επιλογή διαφορετικών θεωριών κεφαλαιακής διάρθρωσης από τις δύο χώρες.

Ακόμα μία αξιόλογη μελέτη, είναι αυτή των Graham και Harvey (2001), όπου εξετάζοντας 392 επιχειρήσεις που δραστηριοποιούνται στις Ηνωμένες Πολιτείες της Αμερικής, το έτος 2001, προσπαθούν να προσδιορίσουν τους παράγοντες επηρεασμού της κεφαλαιακής διάρθρωσης των εταιριών. Αναλυτικότερα, πρώτος παράγοντας κρίνεται η χρηματοοικονομική ευελιξία των επιχειρήσεων ενώ, ακολουθεί ο βαθμός πιστοληπτικής ικανότητας και τα κόστη χρηματοοικονομικών δυσχερειών, (κόστος πτώχευσης). Με την Ευρωπαϊκή αγορά, ασχολείται η έρευνα των Bancel και Mitto (2004). Συγκεκριμένα, εξετάζοντας 16 Ευρωπαϊκές χώρες, καταλήγουν στο συμπέρασμα επιλογής μακροπρόθεσμου δανεισμού ως την βέλτιστη λύση. Παράλληλα, τεκμηριώνονται ως προσδιοριστικοί παράγοντες διαμόρφωσης του δείκτη δανειακής επιβάρυνσης, τα φορολογικά πλεονεκτήματα, η χρηματοοικονομική ευελιξία και ο βαθμός πιστοληπτικής τους ικανότητας, ο οποίος προσδιορίζετε από τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα.

Πλησιάζοντας στο τέλος της βιβλιογραφικής μας ανασκόπησης, οφείλουμε να τονίσουμε ότι, το μόνο κοινό στοιχείο που εντοπίζεται μεταξύ των μελετών με χρήση στατικών υποδειγμάτων και εκείνων που εφαρμόζουν δυναμικά υποδείγματα, είναι τα διαφορούμενα αποτελέσματα. Συγκεκριμένα, ενώ παρατηρείται θετική σχέση μεταξύ

ανάπτυξης, μεγέθους, κερδοφορίας, διάρθρωσης περιουσιακών στοιχείων και δανεισμού, σε αρκετές από τις εξεταζόμενες έρευνες που χρησιμοποιούν δυναμικά μοντέλα, (Voulgari et al., 2002; Ozkan, 2001; Gaud et al., 2005; Maghyereh, 2005; Khalid, 2011; Chakraborty, 2010), τα αντίθετα αποτελέσματα, δηλαδή την εξακρίβωση της αρνητικής σχέσης μεταξύ δανεισμού και των ανωτέρω αναφερόμενων παραγόντων, συναντάμε σε άλλες μελέτες, (Voulgari et al., 2002; Ozkan, 2001; Gaud et al., 2005; Heshmati, 2001; Maghyereh, 2005; Khalid, 2011; Chakraborty, 2010). Για να ομαδοποιήσουμε και να συγκρίνουμε τα κυριότερα αποτελέσματα των εξεταζόμενων μελετών, παραθέτουμε τον ακόλουθο πίνακα.

Πίνακας 2.7.2.1: Σχέση μεταξύ δανειακής επιβάρυνσης και προσδιοριστικών παραγόντων της με χρήση δυναμικών υποδειγμάτων

Συμπεράσματα	Συγγραφείς
Θετική σχέση μεταξύ ανάπτυξης και δανεισμού	Voulgari et al., 2002; Maghyereh, 2005.
Αρνητική σχέση μεταξύ ανάπτυξης και δανεισμού	Ozkan, 2001; Gaud et al., 2005; Heshmati, 2001; Khalid, 2011; Chakraborty, 2010
Θετική σχέση μεταξύ κερδοφορίας και δανεισμού	Maghyereh, 2005
Αρνητική σχέση μεταξύ κερδοφορίας και δανεισμού	Voulgari et al., 2002; Ozkan, 2001; Gaud et al., 2005; Khalid, 2011; Chakraborty, 2010.
Θετική σχέση μεταξύ μεγέθους και δανεισμού	Ozkan, 2001;
Αρνητική σχέση μεταξύ μεγέθους και δανεισμού	Heshmati, 2001; Khalid, 2011; Chakraborty, 2010.
Θετική σχέση μεταξύ διάρθρωσης περιουσιακών στοιχείων και δανεισμού	Voulgari et al., 2002; Gaud et al., 2005; Khalid, 2011; Chakraborty, 2010.
Αρνητική σχέση μεταξύ διάρθρωσης περιουσιακών στοιχείων και δανεισμού	Maghyereh, 2005.

Ωστόσο, το φαινόμενο των διαφορούμενων αποτελεσμάτων το συναντάμε στις σημαντικότερες εμπειρικές μελέτες, που διεξήχθησαν από τους Titman and Wessels (1988) και Harris and Ravin (1991), (Frank and Goyal, 2009). Αναλυτικότερα, οι Harris and Ravin (1991) ανέδειξαν την θετική σχέση μεταξύ φορολογικών πλεονεκτημάτων, ανάπτυξης, μεγέθους και δανεισμού και την αρνητική σχέση μεταξύ διακύμανσης κερδών, κερδοφορίας, μοναδικότητας του παραγόμενου προϊόντος και δανεισμού. Εν αντιθέσει, οι Titman and Wessels (1988), κατέληξαν στην μη στατιστική σημαντικότητα των μεταβλητών, του φορολογικού πλεονεκτήματος, της διακύμανσης των κερδών και της ανάπτυξης, διχάζοντας για άλλη μία φορά ερευνητές και επαγγελματίες. Ορμώμενοι από τα διαφορούμενα αποτελέσματα των εμπειρικών μελετών, οι Frank and Goyal (2009), προσπαθούν να εντοπίσουν τους παράγοντες που πραγματικά επηρεάζουν την κεφαλαιακή διάρθρωση των επιχειρήσεων. Εξετάζοντας επιχειρήσεις που δραστηριοποιούνται στην Αμερική και είναι εισηγμένες στο

χρηματιστήριο, για τα έτη 1950 έως και 2003, καταλήγουν σε έξι παράγοντες που επηρεάζουν την κεφαλαιακή τους διάρθρωση, ήτοι: τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά του κάθε κλάδου, τα υλικά περιουσιακά στοιχεία, η κερδοφορία, το μέγεθος και ο πληθωρισμός.

Το ζήτημα των διαφορετικών αποτελεσμάτων που παρουσιάζεται στις εμπειρικές μελέτες, απασχόλησε και τους Moosa et al. (2011). Η έρευνα τους, επικεντρώθηκε στα διαφορούμενα αποτελέσματα που έχουν προκύψει από εμπειρικές μελέτες σε επιχειρήσεις που δραστηριοποιούνται στην Κίνα. Έχοντας ως δείγμα 344 εισηγμένες Κινέζικες επιχειρήσεις, επιδιώκουν μέσω του μοντέλου Extreme Bounds Analysis (EBA), να ξεκαθαρίσουν το ζήτημα των διαφορούμενων αποτελεσμάτων, που αποφέρουν οι παράγοντες επηρεασμού της κεφαλαιακής διάρθρωσης των επιχειρήσεων και ουσιαστικά οι διαφορετικές θεωρίες κεφαλαιακής διάρθρωσης. Αρχικά, δίνοντας έμφαση στις διαφορετικές θεωρίες κεφαλαιακής διάρθρωσης, τονίζουν την έλλειψη προσδιορισμού συγκεκριμένου συμπλέγματος μεταβλητών, θεωρώντας αναμενόμενο τα διαφορετικά υποδείγματα που έχουν χρησιμοποιηθεί να αποφέρουν και διαφορετικά αποτελέσματα. Καταλήγοντας, ως παράγοντες που επηρεάζουν την κεφαλαιακή διάρθρωση των Κινέζικων επιχειρήσεων, αποδέχονται το μέγεθος, την ρευστότητα, την κερδοφορία και την ανάπτυξη.

Ανακεφαλαιώνοντας την βιβλιογραφική ανασκόπηση, παρατηρούμε ότι στο μεγαλύτερο μέρος των ερευνών, τονίζεται η επίδραση του κλάδου δραστηριοποίησης των επιχειρήσεων στην κεφαλαιακή διάρθρωση. Το συμπέρασμα αυτό, δεν τεκμηριώνεται θεωρητικά από τις υπάρχουσες θεωρίες κεφαλαιακής διάρθρωσης. Αδιαμφισβήτητη όμως κρίνεται, η επιρροή του, σύμφωνα με τα αποτελέσματα των εμπειρικών μελετών, (Rajan and Zingales, 1995; Omran and Pointon, 2009; Degryse et al, 2010; Psilaki and Daskalakis, 2009; Gaud et al., 2005; Khalid, 2011; Serrasqueiro, 2011; Kjelman and Staffan, 1995). Σε δύο μόνο έρευνες της Voulgari et al. (2002) και Serrasqueiro (2011), επισημαίνεται η σπουδαιότητα της κρατικής παρέμβασης στο ζήτημα του δανεισμού των επιχειρήσεων. Οι υπόλοιπες μελέτες επικεντρώνονται στον διαφορετικό τρόπο μέτρησης των μεταβλητών και την συνέπεια αυτού στα αποτελέσματα τους. Παράλληλα, οι εξεταζόμενοι παράγοντες προσδιορισμού της κεφαλαιακής διάρθρωσης των επιχειρήσεων, αν και ερμηνεύονται παρόμοια σε κάθε έρευνα, προσφέρουν διαφορετικά αποτελέσματα, επιβεβαιώνοντας την ανυπαρξία

ιδανικών συνδυασμών κεφαλαιακής διάρθρωσης και αύξησης της χρηματιστηριακής αξίας των επιχειρήσεων.

Η βιβλιογραφία που αφορά την εμπειρική μελέτη της κεφαλαιακής διάρθρωσης των επιχειρήσεων, είναι αναρίθμητη. Στην ανασκόπηση που προηγήθηκε, έγινε προσπάθεια εντοπισμού και παρουσίασης των κυριότερων ερευνών. Πριν προχωρήσουμε στην παράθεση των ερευνητικών μας προτάσεων, θεωρούμε απαραίτητη την παρουσίαση των παραπάνω ερευνών συγκεντρωτικά, ώστε να είναι εύκολα συγκρίσιμα, τα αποτελέσματα, οι μέθοδοι τεκμηρίωσης, το δείγμα καθώς και η χρονιά δημοσίευσης των ερευνών. Στους κάτωθι πίνακες, περιλαμβάνονται αναλυτικά όλες οι μεταβλητές που χρησιμοποιήθηκαν από κάθε ερευνητή, ο στόχος της μελέτης, η μεθοδολογία, το θεωρητικό υπόβαθρο πάνω το οποίο χτίστηκε η κάθε εμπειρική έρευνα και τα συμπεράσματα τους. Επιπροσθέτως, παρατίθεται πίνακας κατανομής συχνοτήτων των παραγόντων επηρεασμού της κεφαλαιακής διάρθρωσης, που συναντήσαμε στις προαναφερθέντες εμπειρικές μελέτες.

Πίνακας 2.7.2.2: Συχνότητα εμφάνισης προσδιοριστικών παραγόντων κεφαλαιακής διάρθρωσης και η επίδραση τους στο δείκτη δανειακής επιβάρυνσης των εμπειρικών μελετών που διερευνήθηκαν.

Παράγοντες επηρεασμού του δείκτη δανειακής επιβάρυνσης	Αριθμός μελετών		Ποσοστά επί του συνόλου των μελετών	
	Θετική σχέση	Αρνητική σχέση		
Φορολογικό πλεονέκτημα που προκύπτει από άλλες πηγές εκτός δανεισμού	7	4	13,20	8,16
Μέγεθος Επιχειρήσεων	18	7	33,96	14,30
Κερδοφορία	3	16	5,66	32,65
Υλικά περιουσιακά στοιχεία	9	2	16,98	4,08
Ανάπτυξη	10	11	18,90	22,45
Χαρακτηριστικά κλάδου	1	0	1,88	
Ηλικία επιχειρήσεων	2	2	3,77	4,08
Ρευστότητα	0	4		8,16
Διακύμανση κερδών	1	2	1,88	4,08
Χρηματοοικονομικός και λειτουργικός κίνδυνος	2	1	3,77	2,04
Σύνολα (Άρθρων)	53	49	100	

Πίνακας 2.7.2.3: Συνοπτικά στοιχεία εμπειρικών ερευνών με χρήση στατικών υποδειγμάτων.

A/A	Συγγραφέας- Έτος	Ερευνητικός στόχος και Δείγμα	Θεωρητικό Υπόβαθρο και Οικονομική μέθοδος	Εξαρτημένες Μεταβλητές	Ανεξάρτητες Μεταβλητές	Συμπεράσματα
1	Marsch, (1982)	Παράγοντες επιλογής τρόπου χρηματοδότησης των επιχειρήσεων την χρονική περίοδο 1959-1974 στο Ηνωμένο Βασίλειο σε 748 Επιχειρήσεις	Θεωρία Εξισορρόπησης όλων των παραγόντων/ Υπόδειγμα Logit	Δείκτης Δανειακής επιβάρυνσης	-Μέγεθος -Κίνδυνος - Διάρθρωση στοιχείων ενεργητικού	Η επιλογή του τρόπου χρηματοδότησης των επιχειρήσεων, επηρεάζεται από τις συνθήκες της αγοράς και από τις παρελθούσες επενδυτικές αποφάσεις. Υφίσταται ιδανικός δείκτης – στόχος άριστης κεφαλαιακής διάρθρωσης.
2	Kim and Sorensen, (1986)	Εμπειρική ανάλυση θεωρίας κόστους αντιπροσώπευσης την χρονική περίοδο 1978 – 1980 σε 168 Επιχειρήσεις	Θεωρία κόστους αντιπροσώπευσης/ Γραμμική Παλινδρόμηση	Δείκτης Δανειακής Επιβάρυνσης	-Ανάπτυξη -Μέγεθος -Κερδοφορία -Φορολογικό Πλεονέκτημα -Αποσβέσεις -Κλάδος δραστηριοποίησης	Η επιλογή του τρόπου χρηματοδότησης επηρεάζεται από τις συνθήκες της αγοράς που δραστηριοποιείται η επιχείρηση και από τις παρελθούσες επενδυτικές της αποφάσεις. Υφίσταται ιδανικός δείκτης – στόχος κεφαλαιακής διάρθρωσης.
3	Titman and Wessels, (1988)	Παράγοντες προσδιορισμού της κεφαλαιακής διάρθρωσης των επιχειρήσεων την χρονική περίοδο 1974-1982 στις Η.Π.Α. σε 469 Επιχειρήσεις	Θεωρία Εξισορρόπησης όλων των παραγόντων και θεωρία ασύμμετρης πληροφόρησης / Μοντέλο K. Joreskog et D., Jorbon. - γραμμική παλινδρόμηση εκτιμώμενη σε δύο στάδια	-Δείκτης βραχυπρόθεσμης δανειακής επιβάρυνσης -Δείκτης μακροπρόθεσμης δανειακής επιβάρυνσης -Δείκτης μετατρέψιμης δανειακής επιβάρυνσης	-κλάδος δραστηριότητας -κερδοφορία -Μέγεθος -Φορολογικό Πλεονέκτημα -Ανάπτυξη -Μοναδικότητα -Αξία Ενεργητικού -Αστάθεια κερδών	Παρατηρήθηκε έντονη αρνητική σχέση μεταξύ των δεικτών δανειακής επιβάρυνσης και της μοναδικότητας, του μεγέθους και της κερδοφορίας. Η ανάπτυξη, ο κλάδος δραστηριότητας των επιχειρήσεων και τα φορολογικά πλεονεκτήματα κρίνονται μη στατιστικά σημαντικές μεταβλητές. Ενώ, το κόστος συναλλαγών, αποτελεί σημαντικό προσδιοριστικό παράγοντα της κεφαλαιακής διάρθρωσης.

A/A	Συγγραφέας- Έτος	Ερευνητικός στόχος και Δείγμα	Θεωρητικό Υπόβαθρο και Οικονομική μέθοδος	Εξαρτημένες Μεταβλητές	Ανεξάρτητες Μεταβλητές	Συμπεράσματα
4	Rajan and Zingales (1995)	Παράγοντες προσδιορισμού της κεφαλαιακής διάρθρωσης των επιχειρήσεων την χρονική περίοδο 1987-1991 σε χώρες μέλη των G7 ήτοι: Η.Π.Α., Ιαπωνία, Γερμανία, Γαλλία, Ιταλία, Ηνωμένο Βασίλειο, Καναδάς σε 4.557 Επιχειρήσεις	Θεωρίες κεφαλαιακής διάρθρωσης με έμφαση στην θεωρία ασύμμετρης πληροφόρησης και κόστους αντιπροσώπευσης/ Γραμμική Παλινδρόμηση. Μέθοδος Ελαχίστων τετραγώνων και υπόδειγμα Tobit.	Δείκτης δανειακής επιβάρυνσης	-Μέγεθος -Περιουσιακά στοιχεία -Κερδοφορία -Χρημ/κη αξία επιχείρησης	Υφίσταται θετική σχέση μεταξύ μεγέθους, περιουσιακών στοιχείων και δείκτη δανειακής επιβάρυνσης, εξαιρουμένης της Γερμανίας. Παράλληλα παρατηρήθηκε αρνητική σχέση μεταξύ κερδοφορίας και δανεισμού. Ουσιαστικό ρόλο διαδραματίζει το κοινωνικοοικονομικό περιβάλλον.
5	Bevan and Danbolt, (2002)	Παράγοντες προσδιορισμού της κεφαλαιακής διάρθρωσης των επιχειρήσεων την χρονική περίοδο 1991-1997 στο Ηνωμένο Βασίλειο σε 822 Επιχειρήσεις.	Αναφορά στις κυριότερες θεωρίες κεφαλαιακής διάρθρωσης/ Μέθοδος Ελαχίστων τετραγώνων σε δεδομένα πάνελ.	Βραχυπρόθεσμος/ Μακροπρόθεσμος συνολικός δείκτης δανειακής επιβάρυνσης	-Μέγεθος -Κερδοφορία -Περιουσιακά στοιχεία -Χρημ/κη αξία	Παρατηρήθηκε θετική σχέση μεταξύ μεγέθους, κερδοφορίας, και δανεισμού. Αρνητική σχέση υφίσταται μεταξύ των περιουσιακών στοιχείων και βραχυπρόθεσμου δανεισμού ενώ, θετική σχέση έχουμε όταν ο δανεισμός γίνεται μακροπρόθεσμος. Μη στατιστικά σημαντική παρουσιάζεται η χρηματοπιστωτική αξία των επιχειρήσεων.
6	Deesomsak et al., (2004)	Παράγοντες προσδιορισμού της κεφαλαιακής διάρθρωσης των επιχειρήσεων την χρονική περίοδο 1993-2001 στην Ταϊλάνδη, Μαλαισία, Σιγκαπούρη, Αυστραλία σε 1527 Επιχειρήσεις.	Θεωρία εξισορρόπησης και θεωρία ιεράρχησης/ Μέθοδος Ελαχίστων τετραγώνων σε δεδομένα πάνελ	Δείκτης δανειακής επιβάρυνσης	-Ανάπτυξη -Μέγεθος -Φορολογικά Πλεονεκτήματα -Ρευστότητα -Διακύμανση κερδών	Παρουσιάζεται θετική σχέση μεταξύ ανάπτυξης, μεγέθους και δανεισμού. Ενώ, αρνητική σχέση υφίσταται ρευστότητας, φορολογικών πλεονεκτημάτων και δείκτη δανειακής επιβάρυνσης. Σημαντικός παράγοντας κρίνεται, η εταιρική διακυβέρνηση, το νομικό πλαίσιο και τα βιομηχανικά χαρακτηριστικά των εταιρειών.

A/A	Συγγραφέας- Έτος	Ερευνητικός στόχος και Δείγμα	Θεωρητικό Υπόβαθρο και Οικονομετρική μέθοδος	Εξαρτημένες Μεταβλητές	Ανεξάρτητες Μεταβλητές	Συμπεράσματα
7	Bevan and Danbolt, (2004)	Παράγοντες προσδιορισμού της κεφαλαιακής διάρθρωσης των επιχειρήσεων την χρονική περίοδο 1991-1997 στο Ηνωμένο Βασίλειο σε 1054 Επιχειρήσεις	Αναφορά στις κυριότερες θεωρίες κεφαλαιακής διάρθρωσης/ Μέθοδος ελαχίστων τετραγώνων σε δεδομένα πάνελ.	Δείκτης δανειακής επιβάρυνσης	-Κερδοφορία -Μέγεθος - Ανάπτυξη	Παρατηρήθηκε αρνητική σχέση μεταξύ κερδοφορίας και δείκτη δανειακής επιβάρυνσης ενώ, θετική σχέση υφίσταται μεταξύ μεγέθους και δανεισμού. Η ανάπτυξη αποτελεί παράγοντα μη στατιστικά σημαντικό.
8	Chen, (2004)	Παράγοντες προσδιορισμού της κεφαλαιακής διάρθρωσης των επιχειρήσεων το χρονικό διάστημα 1995-2000 στην Κίνα σε 88 Επιχειρήσεις	Αναφορά στις κυριότερες θεωρίες κεφαλαιακής διάρθρωσης	Βραχυπρόθεσμός/ Μακροπρόθεσμος-συνολικός δείκτης δανειακής επιβάρυνσης	-Κερδοφορία -Μέγεθος -Ανάπτυξη	Παρατηρήθηκε θετική σχέση μεταξύ ανάπτυξης και δανεισμού και αρνητικής σχέσης μεταξύ μεγέθους, κερδοφορίας και δείκτη δανειακής επιβάρυνσης
9	Keshar, (2004)	Παράγοντες προσδιορισμού της κεφαλαιακής διάρθρωσης των επιχειρήσεων το 2003 στο Ναπάλ σε 108 Επιχειρήσεις	Θεωρία Εξισορρόπησης και θεωρία ιεράρχησης / Πολλαπλή γραμμική παλινδρόμηση με διαστρωματικά δεδομένα	Δείκτης δανειακής επιβάρυνσης	-Μέγεθος -Επιχειρηματικός κίνδυνος -Ανάπτυξη -Κερδοφορία -Μερισματική Πολιτική -Λειτουργική Μόχλευση	Οι μεταβλητές του μεγέθους, της ανάπτυξης και της κερδοφορίας επηρεάζουν την κεφαλαιακή διάρθρωση των επιχειρήσεων. Εν αντιθέσει μη στατιστικά σημαντικός κρίνεται ο επιχειρηματικός κίνδυνος.
10	Abor, (2005)	Παράγοντες προσδιορισμού της κεφαλαιακής διάρθρωσης των επιχειρήσεων το χρονικό διάστημα 1998 – 2002 στην Γκάνα σε 22 Επιχειρήσεις	Αναφορά στις κυριότερες θεωρίες κεφαλαιακής διάρθρωσης/ Γραμμική Παλινδρόμηση με δεδομένα πάνελ.	Κερδοφορία	-Μέγεθος -Ανάπτυξη -Βραχυπρόθεσμος δανεισμός -Μακροπρόθεσμος δανεισμός -Συνολικός δανεισμός	Διαπιστώθηκε θετική σχέση μεταξύ συνολικού δανεισμού, μακροπρόθεσμου δανεισμού και κερδοφορίας. Εν αντιθέσει αρνητική σχέση υφίσταται μεταξύ βραχυπρόθεσμου δανεισμού και κερδοφορίας.

A/A	Συγγραφέας- Έτος	Ερευνητικός στόχος και Δείγμα	Θεωρητικό Υπόβαθρο και Οικονομική μέθοδος	Εξαρτημένες Μεταβλητές	Ανεξάρτητες Μεταβλητές	Συμπεράσματα
11	Eriotis et al., (2007)	Παράγοντες προσδιορισμού της κεφαλαιακής διάρθρωσης των επιχειρήσεων το χρονικό διάστημα 1997 - 2001 στην Ελλάδα σε 129 Επιχειρήσεις	Θεωρία εξισορρόπησης και θεωρία ιεράρχησης/ Γραμμική Παλινδρόμηση με ανάλυση δεδομένων πάνελ και υπόδειγμα τυχαίων επιδράσεων.	Δείκτης Δανειακής Επιβάρυνσης	-Μέγεθος -Ρευστότητα -Ανάπτυξη -Επιτόκιο κάλυψης και ψευδομεταβλητή: 1 για επιχειρήσεις που έχουν δείκτη δανειακής επιβάρυνσης από 50% και πάνω ειδάλλως μηδέν (0)	Επικρατεί η θεωρία ιεραρχήσεως ως κυριότερη στρατηγική. Ταυτόχρονα, αρνητική σχέση εμφανίζεται μεταξύ ρευστότητας, επιτοκίου κάλυψης και δείκτη δανειακής επιβάρυνσης. Θετική σχέση υφίσταται μεταξύ μεγέθους και δανεισμού. Η μεταβλητή της ανάπτυξης εμφανίζεται μη στατιστικά σημαντική.
12	Delcoure, (2007)	Παράγοντες προσδιορισμού της κεφαλαιακής διάρθρωσης των επιχειρήσεων το χρονικό διάστημα 1996-2002 στην Τσεχία, Πολωνία, Ρωσία, Σλοβακία σε 129 Επιχειρήσεις	Θεωρία Ιεράρχησης/ Μέθοδος Ελαχίστων τετραγώνων με ανάλυση δεδομένων πάνελ	-Βραχυπρόθεσμος/ Μακροπρόθεσμος δανεισμός -Συνολικός δανεισμός	-Μέγεθος -Υλικά περιουσιακά στοιχεία -Κερδοφορία -Φορολογικό πλεονέκτημα -Κίνδυνος -Φόροι	Υπερισχύει η θεωρία ιεράρχησης. Η εταιρική διακυβέρνηση των επιχειρήσεων και το νομικό πλαίσιο των χωρών, επηρεάζουν την κεφαλαιακή διάρθρωση των εταιρειών.
13	Omran and Pointon, (2009)	Παράγοντες προσδιορισμού της κεφαλαιακής διάρθρωσης των επιχειρήσεων την χρονική περίοδο 1998-1999 στην Αίγυπτο σε 122 Επιχειρήσεις	Θεωρία ασύμμετρης πληροφόρησης/ Γραμμική πολλαπλή παλινδρόμηση	-Βραχυπρόθεσμος/ Μακροπρόθεσμος/ Συνολικός δείκτης δανειακής επιβάρυνσης	-Ρευστότητα -Διάρθρωση ενεργητικού -Μέγεθος -Κλάδος δραστηριότητας -Φορολογικό Πλεονέκτημα -Ανάπτυξη	Παρατηρείται θετική σχέση μεταξύ μεγέθους, ανάπτυξης και δανειακής επιβάρυνσης. Σημαντικό ρόλο παίζει ο κλάδος που δραστηριοποιείται η κάθε επιχείρηση.

A/A	Συγγραφέας-Έτος	Ερευνητικός στόχος και Δείγμα	Θεωρητικό Υπόβαθρο και Οικονομετρική μέθοδος	Εξαρτημένες Μεταβλητές	Ανεξάρτητες Μεταβλητές	Συμπεράσματα
14	Psilaki and Daskalakis, (2009)	Παράγοντες προσδιορισμού της κεφαλαιακής διάρθρωσης των επιχειρήσεων την χρονική περίοδο 1997 – 2002 στην Γαλλία και Ελλάδα σε 3.258 Επιχειρήσεις	Θεωρία Ιεράρχησης, κόστους συναλλαγών και ασύμμετρης πληροφόρησης/ Διαστρωματικά δεδομένα ισομεγεθών χρονολογικών σειρών, Seemingly unrelated regression (SUR)- Pooled EGLS (Estimated Generalized Least Squares)	Δείκτης δανειακής επιβάρυνσης	-Μέγεθος -Κερδοφορία -Ανάπτυξη	Παρατηρείται θετική σχέση μεταξύ μεγέθους και δανεισμού. Αρνητική σχέση υφίσταται μεταξύ κερδοφορίας και δανεισμού. Υπερισχύει η θεωρία ιεράρχησης.
15	Deari and Deari,, (2009)	Παράγοντες προσδιορισμού της κεφαλαιακής διάρθρωσης των επιχειρήσεων την χρονική περίοδο 2005 – 2007 στα Σκόπια σε 62 Επιχειρήσεις	Θεωρία Αντιπροσώπευσης, Ιεράρχησης και εξισορρόπησης/ Ανάλυση δεδομένων πάνελ και εκτίμηση πολλαπλής γραμμικής παλινδρόμησης	Δείκτης δανειακής επιβάρυνσης	-Κερδοφορία -Περιουσιακά στοιχεία -Μέγεθος -Ανάπτυξη -Φορολογικά Πλεονεκτήματα	Επικρατεί η θεωρία ιεράρχησης και ακολουθεί η θεωρία εξισορρόπησης όλων των παραγόντων. Παράλληλα, εντοπίζεται αρνητική σχέση μεταξύ κερδοφορίας, των περιουσιακών στοιχείων και δανεισμού ενώ, θετική σχέση παρατηρείται μεταξύ μεγέθους, ανάπτυξης και δείκτη δανειακής επιβάρυνσης.
16	Chang et al., (2009)	Παράγοντες προσδιορισμού της κεφαλαιακής διάρθρωσης των επιχειρήσεων την χρονική περίοδο 1988 – 2003 στις Η.Π.Α. σε 351 Επιχειρήσεις	Θεωρία Ιεράρχησης και εξισορρόπησης / Μέθοδος MIMIC (Multiple Indicators and Multiple Causes)	Βραχυπρόθεσμος/ Μακροπρόθεσμος/ Μετατρέψιμος δείκτης δανειακής επιβάρυνσης	-Ανάπτυξη -Μοναδικότητα -Φορολογική Ασπίδα -Υλικά περιουσιακά στοιχεία -Κερδοφορία -Διακύμανση κερδών -Βιομηχανικά χαρακτηριστικά	Σπουδαιότερος παράγοντας προσδιορισμού της κεφαλαιακής διάρθρωσης είναι η ανάπτυξη και ακολουθεί η κερδοφορία

A/A	Συγγραφέας- Έτος	Ερευνητικός στόχος και Δείγμα	Θεωρητικό Υπόβαθρο και Οικονομική μέθοδος	Εξαρτημένες Μεταβλητές	Ανεξάρτητες Μεταβλητές	Συμπεράσματα
17	Degryse et al., (2010)	Παράγοντες προσδιορισμού της κεφαλαιακής διάρθρωσης των επιχειρήσεων την χρονική περίοδο 2003-2005 στην Δανία με 99.031 Παρατηρήσεις.	Θεωρία Αντιπροσώπευσης/ ανάλυση δεδομένων πάνελ και υπόδειγμα σταθερών επιδράσεων	-Βραχυπρόθεσμος/ Μακροπρόθεσμος/ Συνολικός δείκτης δανειακής επιβάρυνσης	-Μέγεθος -Άυλα περιουσιακά στοιχεία -Κερδοφορία -Ανάπτυξη -Αποσβέσεις	Υπερισχύει η θεωρία ιεράρχησης. Θετική σχέση παρουσιάζεται μεταξύ ανάπτυξης και δανειακής επιβάρυνσης και αρνητική σχέση μεταξύ κερδοφορίας και δανεισμού.
18	Qui and La, (2010)	Παράγοντες προσδιορισμού της κεφαλαιακής διάρθρωσης των επιχειρήσεων την χρονική περίοδο 1992-2006 στην Αυστραλία σε 477 Εταιρείες	Θεωρία Αντιπροσώπευσης Ιεράρχησης και εξισορρόπησης/ Ανάλυση δεδομένων πάνελ και υπόδειγμα σταθερών επιδράσεων	Δείκτης Δανειακής Επιβάρυνσης	-Μέγεθος -Υλικά περιουσιακά στοιχεία -Κερδοφορία -Ανάπτυξη -Επιχειρηματικός κίνδυνος	Υπερισχύει η θεωρία ιεράρχησης και ακολουθεί η θεωρία του κόστους αντιπροσώπευσης. Θετική σχέση εμφανίζεται μεταξύ Υλικών περιουσιακών στοιχείων και δανεισμού αρνητική σχέση μεταξύ κερδοφορίας, ανάπτυξης, επιχειρηματικού κινδύνου και δανεισμού.
19	Noulas and Genimakis, (2011)	Παράγοντες προσδιορισμού της κεφαλαιακής διάρθρωσης των επιχειρήσεων την χρονική περίοδο 1998 – 2006 στην Ελλάδα σε 259 Επιχειρήσεις	Θεωρία Ιεράρχησης/ Μέθοδος ελαχίστων τετραγώνων και μη παραμετρική μέθοδος με ανάλυση δεδομένων πάνελ.	-Συνολικός δανεισμός -Μακροπρόθεσμος δανεισμός -Τραπεζικός δανεισμός	-Ηλικία -Μέγεθος -Κερδοφορία -Διακύμανση κερδών -Υλικά περιουσιακά στοιχεία -Αποσβέσεις -Ανάπτυξη -Βαθμός πιστοληπτικής ικανότητας -Διαχωρισμός οικονομικών δραστηριοτήτων -Ιδιοκτησία	Υπερισχύει η θεωρία ιεράρχησης. Θετική σχέση εντοπίζεται μεταξύ ανάπτυξης, υλικών περιουσιακών στοιχείων, αποσβέσεων, διακύμανσης κερδών, βαθμού πιστοληπτικής ικανότητας. Η μεταβλητή του μεγέθους εμφανίζεται μη στατιστικά σημαντική. Σημαντικός παράγοντας ο κλάδος δραστηριοποίησης των επιχειρήσεων.

Πίνακας 2.7.2.4: Συνοπτικά στοιχεία εμπειρικών ερευνών με χρήση δυναμικών υποδειγμάτων

A/A	Συγγραφέας	Ερευνητικός Στόχος και Δείγμα	Θεωρητικό Υπόβαθρο και οικονομετρική μέθοδος	Εξαρτημένες Μεταβλητές	Ανεξάρτητες Μεταβλητές	Συμπεράσματα
1	Taggart, (1977)	Ανάλυση διεταιρικών επενδυτικών αποφάσεων την χρονική περίοδο 1957-1972 στις Η.Π.Α. σε 62 Επιχειρήσεις	Θεωρία εξισορρόπησης όλων των παραγόντων/ Δυναμικό υπόδειγμα του Zellner και μέθοδος ελαχίστων τετραγώνων	Βραχυπρόθεσμος/ Μακροπρόθεσμος-συνολικός δείκτης δανειακής επιβάρυνσης	-Ρευστότητα -Δανειακή επιβάρυνση με χρονική υστέρηση	Αργή προσαρμογή των εξεταζόμενων επιχειρήσεων στον ιδανικό δείκτη – στόχο άριστης κεφαλαιακής διάρθρωσης
2	Jalilvand and Harris, (1984)	Επιλογή τρόπων χρηματοδότησης την χρονική περίοδο 1963-1978 στις Η.Π.Α σε 108 Επιχειρήσεις	Κυριότερες θεωρίες κεφαλαιακής διάρθρωσης/ Δυναμικό υπόδειγμα του Zellner και μέθοδος ελαχίστων τετραγώνων	Ενεργητικό	Βραχυπρόθεσμος δανεισμός Μακροπρόθεσμος δανεισμός Ρευστότητα Καθαρό κέρδος Μερισματική πολιτική	Οι μεγάλες εταιρείες κινούνται γρηγορότερα απ' ότι οι μικρές σε έναν ιδανικό δείκτη-στόχο άριστης κεφαλαιακής διάρθρωσης. Σημαντικό ρόλο κατέχουν οι παρελθούσες αποφάσεις της διοίκησης.
3	Fisher et al., (1989)	Δυναμική συμπεριφορά κεφαλαίου στις Η.Π.Α.	Θεωρία εξισορρόπησης/ Δυναμικό υπόδειγμα του Zellner	Δείκτης δανειακής επιβάρυνσης	-Μέγεθος -Φορολογικό πλεονέκτημα	Οι επιχειρήσεις δεν στοχεύουν σε έναν ιδανικό δείκτη κεφαλαιακής διάρθρωσης. Η θεωρία της ιεράρχησης επαληθεύεται βραχυπρόθεσμα
4	Ozkan, (2001)	Παράγοντες προσδιορισμού της κεφαλαιακής διάρθρωσης των επιχειρήσεων την χρονική περίοδο 1984-1996 Στο Ηνωμένο Βασίλειο σε 390 Επιχειρήσεις	Θεωρία εξισορρόπησης/ Μέθοδος των Arellano et Bond, Γενικευμένη μέθοδος ροπών (Generalized Method of Moments, GMM) και μέθοδος ελαχίστων τετραγώνων.	Δείκτης δανειακής επιβάρυνσης	-Μέγεθος -Ρευστότητα -Κερδοφορία -Ανάπτυξη -Φορολογικό πλεονέκτημα -Δείκτης Δανειακή επιβάρυνση με χρονική υστέρηση	Υφίσταται αρνητική σχέση μεταξύ κερδοφορίας, ανάπτυξης, ρευστότητας και δανεισμού ενώ, Θετική σχέση εμφανίζεται μεταξύ μεγέθους, φορολογικών πλεονεκτημάτων και δείκτη δανειακής επιβάρυνσης. Έμφαση δίδεται στην διαδικασία προσαρμογής σε έναν ιδανικό δείκτη κεφαλαιακής διάρθρωσης και στο κόστος που προέρχεται από την προσαρμογή αυτή.

A/A	Συγγραφέας- Έτος	Ερευνητικός στόχος και Δείγμα	Θεωρητικό Υπόβαθρο και Οικονομετρική μέθοδος	Εξαρτημένες Μεταβλητές	Ανεξάρτητες Μεταβλητές	Συμπεράσματα
5	Miguel and Pindado, (2001)	Παράγοντες προσδιορισμού της κεφαλαιακής διάρθρωσης των επιχειρήσεων την χρονική περίοδο 1990-1997 στην Ισπανία σε 133 Επιχειρήσεις	Θεωρία ασύμμετρης πληροφόρησης και κόστους αντιπροσώπευσης/ Δυναμική ανάλυση δεδομένων πάνελ-Μέθοδος των Arellano et Bond (GMM)	Δείκτης δανειακής επιβάρυνσης	-Φορολογικό πλεονέκτημα -Κόστος συναλλαγών Χαρακτηριστικά κλάδου - Δείκτης Δανειακής επιβάρυνσης με χρονική υστέρηση	Υφίσταται αρνητική σχέση μεταξύ δανεισμού και φορολογικών πλεονεκτημάτων. Καθοριστικό ρόλο στη λήψη αποφάσεων, σχετικά με την κεφαλαιακή διάρθρωση, διαδραματίζει το κόστος συναλλαγών.
6	Heshmati, (2001)	Παράγοντες προσδιορισμού της κεφαλαιακής διάρθρωσης των επιχειρήσεων την χρονική περίοδο 1993-1998 στην Σουηδία σε 2.261 Επιχειρήσεις	Θεωρία ασύμμετρης πληροφόρησης, κόστους αντιπροσώπευσης, εξισορρόπησης και ιεραρχησης/ Μη γραμμικό υπόδειγμα, μέθοδος ελαχίστων τετραγώνων - Μέθοδος των Arellano et Bond (GMM)	Δείκτης δανειακής επιβάρυνσης	-Ανάπτυξη -Μέγεθος -περιουσιακά στοιχεία -Κερδοφορία -Φορολογικά πλεονεκτήματα -ηλικία Μοναδικότητα	Παρατηρείται αρνητική σχέση μεταξύ μεγέθους, ανάπτυξης και δανεισμού. Η προσαρμογή σε έναν ιδανικό δείκτη κεφαλαιακής διάρθρωσης είναι μικρή για τις μεγάλες επιχειρήσεις και μεγάλη για τις μικρομεσαίες επιχειρήσεις.
7	Voulgari et al., (2002)	Παράγοντες προσδιορισμού της κεφαλαιακής διάρθρωσης των επιχειρήσεων την χρονική περίοδο 1988-1996 στην Ελλάδα σε 75 Επιχειρήσεις	Κυριότερες θεωρίες κεφαλαιακής διάρθρωσης/ Μη γραμμική εξίσωση απλών διαστρωματικών δεδομένων με εκτιμητή σταθερής επίδρασης με μέθοδο ελαχίστων τετραγώνων	Βραχυπρόθεσμος/ Μακροπρόθεσμος δείκτης δανειακής επιβάρυνσης	-Μέγεθος -Αποσβέσεις -Διάρθρωση Ενεργητικού -Κυκλοφοριακή ταχύτητα αποθεμάτων -κερδοφορία -Ανάπτυξη	Παρατηρείται αρνητική σχέση μεταξύ κερδοφορίας και δανεισμού. Θετική σχέση μεταξύ ανάπτυξης, διάρθρωσης ενεργητικού και δείκτη δανειακής επιβάρυνσης. Τονίζεται η σπουδαιότητα και στήριξη της πολιτείας προς τις Ελληνικές επιχειρήσεις.

A/A	Συγγραφέας- Έτος	Ερευνητικός στόχος και Δείγμα	Θεωρητικό Υπόβαθρο και Οικονομική μέθοδος	Εξαρτημένες Μεταβλητές	Ανεξάρτητες Μεταβλητές	Συμπεράσματα
8	Gaud et al., (2005)	Παράγοντες προσδιορισμού της κεφαλαιακής διάρθρωσης των επιχειρήσεων την χρονική περίοδο 1991-2000 στην Ελβετία σε 104 Επιχειρήσεις	Θεωρία εξισορρόπησης και ιεράρχησης/ Δυναμική ανάλυση δεδομένων πάνελ-Μέθοδος των Arellano et Bond (GMM)	Δείκτης δανειακής επιβάρυνσης	-Ανάπτυξη -Μέγεθος -Κερδοφορία -πάγια περιουσιακά στοιχεία -κίνδυνος -Δείκτης δανειακής επιβάρυνσης με χρονική υστέρηση	Παρατηρείται θετική σχέση ανάμεσα στο μέγεθος, τα περιουσιακά στοιχεία, τον κίνδυνο και το δείκτη δανειακής επιβάρυνσης. Αρνητικά σχετίζονται η ανάπτυξη, η κερδοφορία και ο δανεισμός. Οι ελβετικές επιχειρήσεις ακολουθώντας την θεωρία ιεράρχησης κινούνται αργά προς έναν δείκτη – στόχο άριστης κεφαλαιακής διάρθρωσης.
9	Maghyereh, (2005)	Παράγοντες προσδιορισμού της κεφαλαιακής διάρθρωσης των επιχειρήσεων την χρονική περίοδο 1984-2002 στην Ιορδανία σε 36 Επιχειρήσεις	Θεωρία εξισορρόπησης και ιεράρχησης/ Δυναμική ανάλυση δεδομένων πάνελ-Μέθοδος των Arellano et Bond (GMM)	Δείκτης δανειακής επιβάρυνσης	-Πάγια περιουσιακά στοιχεία -Μέγεθος -Ανάπτυξη -Κερδοφορία Δείκτης δανειακής επιβάρυνσης με χρονική υστέρηση	Υφίσταται ιδανικός δείκτης δανειακής επιβάρυνσης στις επιχειρήσεις που δραστηριοποιούνται στην Ιορδανία και γίνεται προσπάθεια για γρήγορη προσαρμογή σε αυτόν. Παρατηρείται θετική σχέση μεταξύ Περιουσιακών στοιχείων, μεγέθους και δανεισμού. Αρνητική σχέση υφίσταται μεταξύ ανάπτυξης, κερδοφορίας και δανεισμού.
10	Berger and Bonaccorsi, (2006)	Επαλήθευση θεωρίας αντιπροσώπευσης την χρονική περίοδο 1990-1995 στις Η.Π.Α. σε 695 Τράπεζες	Θεωρία αντιπροσώπευσης/Εκτίμηση με την μέθοδο ελαχίστων τετραγώνων σε δύο στάδια, μέσω δυναμικής ανάλυσης δεδομένων πάνελ	Κερδοφορία	-Ποσοστό μετοχών που ανήκουν στο Δ.Σ. -Ποσοστό μετοχών που ανήκουν σε μεγάλους επενδυτές Ψευδομεταβλητή τοποθεσίας Ψευδομεταβλητή μεγέθους	Ο υψηλός δανεισμός μειώνει το κόστος αντιπροσώπευσης.
11	Flannery and Rangan (2006)	Προσαρμογή σε έναν ιδανικό δείκτη-στόχο δανειακής επιβάρυνσης την χρονική περίοδο 1996-2001 σε 12.919 επιχειρήσεις	Θεωρία Ιεράρχησης, εξισορρόπησης και χρονικής στιγμής/ Μεθόδους των Arellano et Bond και σταθερών επιδράσεων	Δείκτης δανειακής επιβάρυνσης	-Κερδοφορία -Φορολογικά πλεονεκτήματα -Μέγεθος -Ανάπτυξη	Γρήγορη προσαρμογή των επιχειρήσεων σε έναν ιδανικό δείκτη-στόχο δανειακής επιβάρυνσης.

A/A	Συγγραφέας- Έτος	Ερευνητικός στόχος και Δείγμα	Θεωρητικό Υπόβαθρο και Οικονομική μέθοδος	Εξαρτημένες Μεταβλητές	Ανεξάρτητες Μεταβλητές	Συμπεράσματα
12	Titman and Tsyplakov, (2007)	Δυναμικό μοντέλο κεφαλαιακής διάρθρωσης	Κυριότερες θεωρίες κεφαλαιακής διάρθρωσης/ Μέσω αλγορίθμων δημιουργείται ένα δυναμικό μοντέλο κεφαλαιακής διάρθρωσης			Υπαρξη δείκτη - στόχου κεφαλαιακής διάρθρωσης.
13	Serrasqueiro and Nunes, (2009)	Παράγοντες προσδιορισμού της κεφαλαιακής διάρθρωσης των επιχειρήσεων την χρονική περίοδο 1991-2004 στην Πορτογαλία σε 237 Επιχειρήσεις	Θεωρία ιεράρχησης, εξισορρόπησης και ασύμμετρης πληροφόρησης/ Μέθοδος των Arellano et Bond (GMM)	Δανειακή επιβάρυνση	Δείκτης δανειακής επιβάρυνσης με χρονική υστέρηση -περιουσιακά στοιχεία - μέγεθος -κερδοφορία -Χρηματιστηριακή αξία	Επαληθεύεται η θεωρία εξισορρόπησης. Η κεφαλαιακή διάρθρωση των Πορτογαλικών επιχειρήσεων επηρεάζονται από παράγοντες όπως το μέγεθος, η κερδοφορία και τα περιουσιακά τους στοιχεία
14	Sabiwalsky, (2010)	Παράγοντες προσδιορισμού της κεφαλαιακής διάρθρωσης των επιχειρήσεων την χρονική περίοδο 1991-2006 στην Νότια Αμερική σε 22.333 Παρατηρήσεις	Θεωρία εξισορρόπησης και θεωρία κόστους αντιπροσώπευσης/ Μη γραμμική παλινδρόμηση με ανάλυση δεδομένων πάνελ	Δείκτης συνολικής δανειακής επιβάρυνσης	-Δανειακή επιβάρυνση με χρονική υστέρηση -Τυπική απόκλιση ανάπτυξης -Τυπική απόκλιση πωλήσεων -Διακύμανση κερδών -Υλικά περιουσιακά στοιχεία	Υπερισχύει η θεωρία εξισορρόπησης. Καθοριστικό ρόλο διαδραματίζει το κόστος αντιπροσώπευσης.
15	Chakraborty, (2010)	Παράγοντες προσδιορισμού της κεφαλαιακής διάρθρωσης των επιχειρήσεων την χρονική περίοδο 1995-2008 στην Ινδία σε 1169 Επιχειρήσεις	Θεωρία εξισορρόπησης, θεωρία ιεράρχησης και θεωρία κόστους αντιπροσώπευσης/Στατική και δυναμική ανάλυση δεδομένων πάνελ	Δείκτης συνολικής δανειακής επιβάρυνσης	-Μέγεθος -Κερδοφορία -Ανάπτυξη -Φορολογικό πλεονέκτημα -Υλικά περιουσιακά στοιχεία	Κυριαρχούν οι θεωρίες ιεράρχησης και εξισορρόπησης όλων των παραγόντων.

A/A	Συγγραφέας- Έτος	Ερευνητικός στόχος και Δείγμα	Θεωρητικό Υπόβαθρο και Οικονομική μέθοδος	Εξαρτημένες Μεταβλητές	Ανεξάρτητες Μεταβλητές	Συμπεράσματα
16	Khalid, (2011)	Παράγοντες προσδιορισμού της κεφαλαιακής διάρθρωσης των επιχειρήσεων την χρονική περίοδο 1988-2008 στο Πακιστάν σε 374 Επιχειρήσεις	Θεωρία Ιεράρχησης, εξισορρόπησης και ασύμμετρης πληροφόρησης/ Μέθοδος των Arellano et Bond (GMM) με ανάλυση δεδομένων πάνελ.	Δείκτης βραχυπρόθεσμης δανειακής επιβάρυνσης	-Δείκτης δανειακής επιβάρυνσης με χρονική υστέρηση -Πάγια περιουσιακά στοιχεία -Κερδοφορία -Αστάθεια κερδών -Ανάπτυξη -Μέγεθος Διαφορετικοί κλάδοι	Υφίσταται αρνητική σχέση μεταξύ μεγέθους, ανάπτυξης, κερδοφορίας και δανεισμού. Θετική σχέση υφίσταται μεταξύ περιουσιακών στοιχείων και δείκτη δανειακής επιβάρυνσης.
17	Serrasqueiro, (2011)	Ασύμμετρη πληροφόρηση την χρονική περίοδο 1999-2006 στην Πορτογαλία σε 991 ΜΜΕ Επιχειρήσεις	Θεωρία ασύμμετρης πληροφόρησης/ Εκτίμηση με την μέθοδο ελαχίστων τετραγώνων σε δύο στάδια (Heckman) και μέθοδος των Arellano et Bond (GMM).	Βραχυπρόθεσμος/ Μακροπρόθεσμος δείκτης δανειακής επιβάρυνσης	-Μέγεθος -Κερδοφορία -Διάρθρωση ενεργητικού -Ανάπτυξη -Ηλικία -Κίνδυνος -Φορολογικά πλεονεκτήματα	Η ασύμμετρη πληροφόρηση επιδρά περισσότερο στις Μικρομεσαίες επιχειρήσεις παροχής υπηρεσιών παρά στις Μικρομεσαίες βιομηχανικές μονάδες
18	Ahmad et al. (2011)	Παράγοντες προσδιορισμού της κεφαλαιακής διάρθρωσης των επιχειρήσεων την χρονική περίοδο 2005-2009 στο Πακιστάν σε 336 επιχειρήσεις	Θεωρία Ιεράρχησης και εξισορρόπησης/ Μέθοδος σταθερών επιδράσεων	Δείκτης Δανειακής επιβάρυνσης	-Κερδοφορία -Μέγεθος -Ανάπτυξη -υλικά περιουσιακά στοιχεία -Φόροι -Ρευστότητα	Σημαντικό ρόλο διαδραματίζει ο κλάδος δραστηριοποίησης των επιχειρήσεων. Επαληθεύεται τόσο η θεωρία εξισορρόπησης όσο και η θεωρία ιεράρχησης.

A/A	Συγγραφέας-Έτος	Ερευνητικός στόχος και Δείγμα	Θεωρητικό Υπόβαθρο και Οικονομική μέθοδος	Εξαρτημένες Μεταβλητές	Ανεξάρτητες Μεταβλητές	Συμπεράσματα
19	Dang (2011)	Εφαρμογή θεωρίας εξισορρόπησης ή θεωρίας ιεράρχησης την χρονική περίοδο 1980-2007 στο Ηνωμένο Βασίλειο, την Γερμανία και την Γαλλία	Θεωρία Ιεράρχησης και εξισορρόπησης/ Μέθοδος των Arellano et Bond (GMM) με ανάλυση δεδομένων πάνελ και ECM	Δείκτης Δανειακής επιβάρυνσης	-Υλικά περιουσιακά στοιχεία -Φορολογικό πλεονέκτημά -Κερδοφορία -Ανάπτυξη - Μέγεθος	Κυριαρχεί η θεωρία εξισορρόπησης και η προσαρμογή των επιχειρήσεων σε έναν ιδανικό δείκτη στόχο. Ακολουθεί η θεωρία ιεράρχησης.

Πίνακας 2.7.2.5: Συνοπτικά στοιχεία εμειρικών ερευνών με χρήση άλλων ερευνητικών μεθόδων

A/A	Συγγραφέας-Έτος	Ερευνητικός Στόχος	Έτη-Χώρα Μελέτης-Μέγεθος δείγματος	Θεωρητικό Υπόβαθρο	Ερευνητική Μέθοδος	Συμπεράσματα
1	Kjelman and Staffan, (1995)	Θεωρία εξισορρόπησης vs θεωρία ιεράρχησης	1993 Φιλανδία – 54 Επιχ	Θεωρία εξισορρόπησης και ιεράρχησης	Ερωτηματολόγια	Οι Φιλανδικές επιχειρήσεις θέτουν έναν δείκτη-στόχο δανειακής επιβάρυνσης τον οποίο προσπαθούν να πετύχουν
2	Graham and Harvey, (2001)	Παράγοντες προσδιορισμού της κεφαλαιακής διάρθρωσης των επιχειρήσεων	2001 Η.Π.Α. – 392 Επιχ.		Ερωτηματολόγια	Σημαντικοί παράγοντες επηρεασμού της κεφαλαιακής διάρθρωσης κρίνονται η χρηματοοικονομική ευελιξία και ο βαθμός πιστοληπτικής ικανότητας των επιχειρήσεων
3	Bancel and Mitto, (2004)	Παράγοντες προσδιορισμού της κεφαλαιακής διάρθρωσης των επιχειρήσεων	2003 16 Ευρωπαϊκές χώρες		Ερωτηματολόγια	Σημαντικοί παράγοντες επηρεασμού της κεφαλαιακής διάρθρωσης κρίνονται η χρηματοοικονομική ευελιξία και ο βαθμός πιστοληπτικής ικανότητας των επιχειρήσεων

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3: ΕΡΕΥΝΗΤΙΚΟΙ ΣΤΟΧΟΙ ΚΑΙ ΜΕΘΟΔΟΙ

3.1 ΕΡΕΥΝΗΤΙΚΟΙ ΣΤΟΧΟΙ

Η κεφαλαιακή διάρθρωση των επιχειρήσεων είναι ένας τομέας της χρηματοοικονομικής διοίκησης όπου υπάρχουν αρκετές διαφορές απόψεων. Συνέπεια των διαφορών αυτών είναι, τα αναπάντητα ερωτήματα που προκύπτουν σχετικά με τον τρόπο που οι επιχειρήσεις διαρθρώνουν τα κεφάλαια τους και τους παράγοντες που επηρεάζουν την απόφαση αυτή. Στην παρούσα εργασία, θα γίνει προσπάθεια επαλήθευσης των βασικών θεωριών κεφαλαιακής διάρθρωσης, εξετάζοντας τα επιχειρησιακά χαρακτηριστικά, του μεγέθους, της διάρθρωσης των περιουσιακών στοιχείων, της κερδοφορίας, της ανάπτυξης, της ρευστότητας, της ηλικίας και των φορολογικών πλεονεκτημάτων που προκύπτουν από άλλες πηγές εκτός δανεισμού, για τις Ευρωπαϊκές επιχειρήσεις που δραστηριοποιούνται στον τομέα της ποντοπόρου ναυτιλίας. Μέσω της ανάλυσης των προσδιοριστικών παραγόντων της κεφαλαιακής διάρθρωσης, θα προσπαθήσουμε να αναδείξουμε τις θεωρίες που ερμηνεύουν τις επιλογές των εξεταζόμενων επιχειρήσεων, όπως οι θεωρίες ιεράρχησης και εξισορρόπησης. Παράλληλα, μέσω των στατικών και δυναμικών υποδειγμάτων πάνελ που εφαρμόζονται, μας δίδεται η δυνατότητα σύγκρισης της επίδρασης των εξεταζόμενων παραγόντων στην κεφαλαιακή διάρθρωση των επιχειρήσεων, ανάλογα με την οικονομετρική προσέγγιση που χρησιμοποιείται.

Στις σημερινές συνθήκες παγκόσμιου ανταγωνισμού, γνωρίζουμε ότι τα χρηματοοικονομικά στελέχη προσπαθούν διαρκώς να βρουν μία σύνθεση κεφαλαίου που θα αποδίδει τα βέλτιστα, μεγιστοποιώντας τον πλούτο των μετόχων και ελαχιστοποιώντας το προκύπτον χρηματοοικονομικό κόστος. Μέσω της ανά χειρας εργασίας και με τη βοήθεια δυναμικού οικονομετρικού μοντέλου πάνελ δεδομένων, θα εξετάσουμε εάν οι ναυτιλιακές επιχειρήσεις, προσπαθούν να διατηρήσουν ισορροπία ανάμεσα στις ομολογίες και μετοχές που κατέχουν. Παράλληλα θα εξεταστεί εάν, τα στελέχη των ναυτιλιακών επιχειρήσεων ζυγίζουν τα μειονεκτήματα και πλεονεκτήματα του δανεισμού ή οι αποφάσεις τους λαμβάνονται με γνώμονα μία συγκεκριμένη σειρά άντλησης κεφαλαίων. Υπό την προϋπόθεση ύπαρξης συγκεκριμένων παραγόντων επηρεασμού της κεφαλαιακής διάρθρωσης, θα εξεταστεί το ενδεχόμενο προσαρμογής των ναυτιλιακών επιχειρήσεων σε μια βασική θεωρία, συγκρίνοντας τα αποτελέσματα

των στατικών και δυναμικών οικονομετρικών υποδειγμάτων, αναδεικνύοντας έτσι τους παράγοντες επηρεασμού της κεφαλαιακής διάρθρωσης των επιχειρήσεων.

Σε αυτό το σημείο, οφείλουμε να αναφερθούμε στον λόγο για τον οποίο επιλέξαμε τον τομέα της ποντοπόρου ναυτιλίας. Ο κλάδος της ναυτιλίας, έχει ως κύριο χαρακτηριστικό του την τάση για αυξημένο κεφάλαιο, καθώς το 80% με 90% των εταιρειών έχει χρηματοδοτήσει το ενεργητικό τους μέσω δανεισμού, (Korsfur, 2009; Stopford, 1997). Το γεγονός αυτό, προέρχεται από το αυξημένο κόστος των παγίων στοιχείων τους, που κατά κύριο λόγο είναι τα πλοία και ο εξοπλισμός τους, (Nilsen and Donvik, 2010). Δυστυχώς, τα τελευταία χρόνια εξαιτίας των παγκόσμιων δυσμενών οικονομικών συνθηκών, δεν είναι δυνατή η εύκολη χρηματοδότηση των ναυτιλιακών εταιρειών. Για τους ανώτερο λόγους και κυρίως, εξαιτίας της νευραλγικής κεφαλαιακής διάρθρωσης των εταιριών που δραστηριοποιούνται στην ποντοπόρο ναυτιλία, θεωρούμε πρόκληση την ανάλυση του τρόπου χρηματοδότησης τους και τον προσδιορισμό των παραγόντων που επηρεάζουν τις αποφάσεις τους, σχετικά με τις πηγές χρηματοδότησης τους. Παράλληλα, επιλέξαμε την ανάλυση των Ευρωπαϊκών ναυτιλιακών εταιρειών καθώς, τα τελευταία χρόνια οι χώρες της Ευρώπης και κυρίως εκείνες που εντάσσονται στην Ευρωπαϊκή Ένωση, επηρεάζονται από κοινές οικονομικοπολιτικές αποφάσεις, αφήνοντας σταδιακά στην άκρη της ιδιαιτερότητας των πατρίδων τους, (Τσόκλης, 2012). Με εξαίρεση τα τελευταία χρόνια όπου οι δυσμενείς οικονομικές συνθήκες, ανάγκασαν τους πολίτες να χωριστούν σε Έλληνες, Ισπανούς, Ιταλούς, Ιρλανδούς και Ευρωπαίους (Τσόκλης, 2012), κάνοντας την Ευρώπη να απέχει ακόμα περισσότερο από την έννοια της άριστης νομισματικής περιοχής, οι Ευρωπαϊκές χώρες μπορούν να αποτελέσουν ένα ομοιόμορφο δείγμα για μελέτη. Στόχος της παρούσης έρευνας είναι να διαλευκάνει τον δυναμισμό της κεφαλαιακής διάρθρωσης των αναφερόμενων οικονομικών οντοτήτων. Στις ενότητες που ακολουθούν, επιχειρείτε η υλοποίηση των αναφερόμενων ερευνητικών στόχων. Ξεκινώντας από την αναλυτική περιγραφή των ερευνητικών προτάσεων, της ερευνητικής μεθόδου που εφαρμόζετε και την εξειδίκευση του οικονομετρικού μας μοντέλου, καταλήγουμε στην παράθεση των εξεταζόμενων δεδομένων μας και την ανάλυση των κυριότερων στοιχείων του κλάδου της Ναυτιλίας, συμπεριλαμβανομένης της ακτοπλοΐας και ποντοπόρου .

3.2 ΕΡΕΥΝΗΤΙΚΕΣ ΠΡΟΤΑΣΕΙΣ

Όπως αναφέραμε παραπάνω, η πλειοψηφία των εμπειρικών μελετών, εξετάζει τους παράγοντες που επηρεάζουν την κεφαλαιακή διάρθρωση των επιχειρήσεων μέσω στατικών οικονομετρικών μεθόδων. Τα τελευταία χρόνια, έντονη κάνουν την παρουσία τους, οι εμπειρικές μελέτες που επικεντρώνονται στους παράγοντες επηρεασμού της κεφαλαιακής διάρθρωσης, προσδιορίζοντας τους μέσω δυναμικής ανάλυσης. Τα αποτελέσματα των εμπειρικών μελετών διαφέρουν, επαληθεύοντας σχεδόν πάντα τις βασικές θεωρίες κεφαλαιακής διάρθρωσης και εξάγοντας συμπεράσματα για τον ρόλο του κλάδου, της χώρας, αλλά και του κυβερνητικού πλαισίου, που κάθε επιχείρηση δραστηριοποιείται. Παρακινούμενοι, από τις εμπειρικές μελέτες που εφαρμόζουν δυναμικές οικονομετρικές μεθόδους (Gaud et al., 2005; Maghyereh, 2005; Serrasqueiro et Nunes, 2009; Khalid, 2011), με μεταβλητές που εξετάζονται κατά κόρον από τους ερευνητές βασιζόμενοι στις πρώτες εμπειρικές έρευνες (Marsch, 1982; Kim and Soresen, 1986; Titman and Wessels, 1988; Rajan and Zingales, 1995; Harris and Ravin, 1991), που ως στόχο είχαν τον προσδιορισμό των παραγόντων κεφαλαιακής διάρθρωσης και στις θεωρίες ιεράρχησης και εξισορρόπησης, εξετάζουμε τις ακόλουθες υποθέσεις.

Συγκεκριμένα, οι πρώτες έρευνες των Taggart (1977) και Ang (1976), ανέδειξαν την προσπάθεια των επιχειρήσεων για την επίτευξη ενός άριστου συνδυασμού κεφαλαιακής διάρθρωσης, επιβεβαιώνοντας με αυτό το τρόπο τη θεωρία εξισορρόπησης. Παράλληλα, οι δυναμικές οικονομετρικές μέθοδοι μας προσφέρουν τη δυνατότητα δυναμικής προσέγγισης των παραγόντων που επηρεάζουν τον δείκτη δανειακής επιβάρυνσης των επιχειρήσεων. Από τα ανωτέρω συνάγεται, η κρισιμότητα σωστού υπολογισμού του δείκτη δανειακής επιβάρυνσης. Η πιο συχνή προσέγγιση είναι είτε μέσω λογιστικών αξιών, όπου το σύνολο του δανεισμού διαιρείται με το σύνολο των στοιχείων του ενεργητικού είτε, με βάση τις αγοραίες αξίες όπου, το σύνολο του δανεισμού διαιρείται με το σύνολο των υποχρεώσεων, πλέον την αγοραία αξία των κεφαλαίων. Συγκρίνοντας τους δύο τρόπους υπολογισμού του δείκτη δανειακής επιβάρυνσης παρατηρούμε ότι, η συσχέτιση μεταξύ λογιστικών και αγοραίων αξιών είναι αρκετά ισχυρή άρα, η πιθανότητα λάθους προσδιορισμού του υποδείγματος εάν χρησιμοποιηθούν λογιστικές αξίες, κρίνεται αρκετά μικρή, (Titman and Wessels, 1988; Bowman, 1980). Ταυτόχρονα, οι λογιστικές αξίες

αντικατοπτρίζουν καλύτερα τις επιλογές της διοίκησης ενώ, οι αγοραίες αξίες εύκολα επηρεάζονται από παράγοντες που δεν ελέγχονται άμεσα από τις επιχειρήσεις, (Fama and French, 2002; Rajan and Zingales, 1995; Stonehill et al., 1975). Σε αυτό στο σημείο, δεν πρέπει να παραλείψουμε το ενδεχόμενο πτώχευσης μιας επιχείρησης όπου, η εκτίμηση της αξίας της θα γίνει σύμφωνα με τις λογιστικές αξίες καθώς, είναι πιο ακριβής και δεν επηρεάζονται από τις διακυμάνσεις της αγοράς όπως οι χρηματιστηριακές αξίες, (Heshmati, 2001). Από την άλλη πλευρά, οι λογιστικές αξίες αντικατοπτρίζουν ένα πλασματικό νούμερο, το οποίο απλά ισοσκελίζει τα δύο μέρη του ισολογισμού (ενεργητικό-παθητικό). Παράλληλα, οι λογιστικές αξίες αναφέρονται στο παρόν, ενώ οι αγοραίες αξίες μπορούν να απεικονίσουν, τις μελλοντικές διοικητικές αποφάσεις των στελεχών, (Welch, 2004; Frank and Goyal, 2009).

Στις περισσότερες εμπειρικές μελέτες για τον υπολογισμό του δείκτη δανειακής επιβάρυνσης, χρησιμοποιούνται τόσο οι λογιστικές όσο και οι αγοραίες αξίες, (Banerjee et al., 1999). Στην ανά χειράς εργασία, εξαιτίας έλλειψης στοιχείων που αφορούν τις αγοραίες αξίες, θα υπολογίσουμε το δείκτη δανειακής επιβάρυνσης, βάση λογιστικών αξιών, ορίζοντας τον ως, το σύνολο του δανεισμού προς το σύνολο των στοιχείων του ενεργητικού, (Degryse et al., 2010; Delcoure, 2007; Eriotis et al., 2007; Bevan and Danbolt, 2002; Heshmati, 2001; Keshar, 2004; Gaud et al.; 2005; Ramalho and Silva, 2009; Serrasqueiro, 2011).

Οι πρώτες εμπειρικές έρευνες που διεξήχθησαν από τους Marsch (1982) και Jalilvand and Harris (1984) προτείνουν τον υπολογισμό του δείκτη κεφαλαιακής διάρθρωσης μέσω ιστορικών τιμών. Εν αντιθέσει, οι Shyam-Sunder and Myers (1999) ισχυρίζονται ότι ο δείκτης δανειακής επιβάρυνσης δεν είναι σταθερός, αλλά εξαρτάται από συγκεκριμένους παράγοντες (Miguel and Pindado, 2001; Ozkan, 2001; Fama and French, 2002; Gaud et al., 2005), εκ τούτου οι υποθέσεις που ακολουθούν βασίζονται σε συγκεκριμένα χαρακτηριστικά που διαθέτουν οι επιχειρήσεις, στοχεύοντας στον εντοπισμό της εφαρμογής ή μη των κυριότερων θεωριών κεφαλαιακής διάρθρωσης και της σύγκρισης των παραγόντων που προκύπτουν από τα στατικά υποδείγματα σε σχέση με τα δυναμικά υποδείγματα κεφαλαιακής διάρθρωσης.

Ένα από τα πιο πολυσυζητημένα χαρακτηριστικά των επιχειρήσεων, υπεύθυνο για τη διαμόρφωση της κεφαλαιακής τους διάρθρωσης αποτελεί το μέγεθος. Σύμφωνα με τη θεωρία εξισορρόπησης, το μέγεθος σχετίζεται θετικά με τη δανειακή επιβάρυνση

διότι, οι μεγαλύτερες επιχειρήσεις εξαιτίας της διασποράς των επενδεδιμένων κεφαλαίων τους, έχουν μικρότερες πιθανότητες πτώχευσης και μικρότερη διακύμανση των αποτελεσμάτων τους ενώ, εμφανίζονται ανθεκτικότερες σε καταστάσεις οικονομικών δυσχερειών. Τη θετική σχέση μεταξύ μεγέθους και δανειακής επιβάρυνσης απέδειξαν αρκετές εμπειρικές μελέτες, (Warner, 1977; Ang, 1976; Friend and Lang, 1988; Rajan and Zingales, 1995; Michaelas et al., 1999; Ozkan, 2001; Booth et al, 2001; Fama and French, 2002; Bevan and Danbolt, 2002; Hall et al., 2004; Gaud et al., 2005; Maghyereh, 2005; Huang and Song, 2006; Eriotis et al., 2007; Deari and Deari, 2009; Omran and Pointon, 2009; Psilaki and Daskalakis, 2009). Από την άλλη πλευρά, οι μεγάλες επιχειρήσεις έχουν μικρότερα προβλήματα ασύμμετρης πληροφόρησης, με αποτέλεσμα να επιλέγουν την έκδοση μετοχών ως βέλτιστο τρόπο δανεισμού και να μην καταφεύγουν σε ομολογιακά δάνεια. Τη σχέση αυτή επικροτούν πολλές μελέτες, (Kester, 1986; Kim and Soresen, 1986; Titman and Wessels, 1988; Heshmati, 2001; Bevan and Danbolt, 2004; Chen et al., 2004; Khalid, 2011). Ορίζοντας τη μεταβλητή του μεγέθους ως τον φυσικό λογάριθμο των πωλήσεων (Log Πωλήσεων), (Titman and Wessels, 1988; Rajan and Zingales, 1995; Ozkan, 2001; Heshmati, 2001; Bevan and Danbolt, 2002; Bauer, 2004; Keshar, 2004; Abor, 2005; Gaud et al., 2005; Eriotis et al., 2007; Deari and Deari, 2009; Psilaki and Daskalakis, 2009; Ahmed et al., 2009; Ramalho and Silva, 2009; Serasqueiro and Nunes, 2009; Chakraborty, 2010; Noulas and Genimakis, 2011) υποθέτουμε ότι:

H₁: Το μέγεθος σχετίζεται θετικά με την δανειακή επιβάρυνση.

Η διάρθρωση των περιουσιακών στοιχείων είναι ο δεύτερος παράγοντας που θα μας απασχολήσει. Τα υλικά περιουσιακά στοιχεία, σύμφωνα με τη θεωρία ιεράρχησης και εξισορρόπησης, σχετίζονται θετικά με το δανεισμό καθώς, προσφέρονται ως εγγύηση για την ανάληψη δανείου, μειώνοντας το κόστος αντιπροσώπευσης, το κόστος ασύμμετρης πληροφόρησης, τον κίνδυνο χρεοκοπίας και τον πιστωτικό κίνδυνο. Τη θετική σχέση μεταξύ δανεισμού και υλικών περιουσιακών στοιχείων εξακρίβωσαν αρκετοί μελετητές, (Titman and Wessels, 1988; Rajan and Zingales, 1995; Booth et al, 2001; Chen, 2004; Gaud et al., 2005; Maghyereh, 2005; Noulas and Genimakis, 2011; Khalid, 2011). Ακολουθώντας τις μελέτες των, Titman and Wessels (1988), Gaud et al. (2005), Delcoure (2007), Chang et all (2009) και Ramalho and Silva (2009), ορίζουμε

την περιουσιακή διάρθρωση ως τον λόγο των υλικών περιουσιακών στοιχείων πλέον των αποθεμάτων προς το σύνολο του ενεργητικού. Σε αυτό το σημείο, οφείλουμε να τονίσουμε ότι, περιλάβαμε τα αποθέματα στον υπολογισμό της μεταβλητής των υλικών περιουσιακών στοιχείων διότι, μπορούν εύκολα να ρευστοποιηθούν και να βοηθήσουν τις επιχειρήσεις να καλύψουν τις υποχρεώσεις τους, σε καταστάσεις χρηματοοικονομικών δυσχερειών ενώ, συχνές είναι οι περιπτώσεις δανεισμού, για την χρηματοδότηση των αποθεμάτων. Εν κατακλείδι, βασιζόμενοι στις θεωρίες ιεράρχησης και εξισορρόπησης διατυπώνουμε την ακόλουθη υπόθεση:

H₂: Τα υλικά περιουσιακά στοιχεία σχετίζονται θετικά με το δανεισμό.

Σύμφωνα με τη θεωρία ιεράρχησης, οι επιχειρήσεις εξαιτίας των προβλημάτων της ασύμμετρης πληροφόρησης, προτιμούν να χρηματοδοτούν τις δραστηριότητες τους πρώτα από τα παρακρατούμενα κέρδη, μετά με έκδοση ομολογιακών δανείων και τέλος με την αύξηση κεφαλαίου, (Myers, 1984; Myers and Majluf, 1984). Εκ τούτου, οι κερδοφόρες επιχειρήσεις, φροντίζουν να προβαίνουν σε δανειοδότηση των επενδυτικών τους αποφάσεων από τα παρακρατούμενα κέρδη, επιβεβαιώνοντας την αρνητική σχέση μεταξύ κερδοφορίας και δείκτη δανειακής επιβάρυνσης. Την σχέση αυτή έχουν κατά καιρούς επιβεβαιώσει αρκετές εμπειρικές μελέτες, (Kester, 1986; Friend and Lang, 1988; Titman and Wessels, 1988; Rajan and Zingales, 1995; Michaelas et al., 1999; Wald, 1999; Booth et al, 2001; Ozkan, 2001; Chen, 2004, Bevan and Danbolt, 2004; Gaud et al., 2005; Maghyreh, 2005; Deari and Deari, 2009; Psilaki and Daskalakis, 2009; Degryse et al., 2010; Khalid, 2011).

Εν αντιθέσει, εάν προσεγγίσουμε το θέμα από την πλευρά της θεωρίας εξισορρόπησης, οι κερδοφόρες επιχειρήσεις στο βωμό των φορολογικών πλεονεκτημάτων του δανεισμού, καταφεύγουν σε αυτόν εξασφαλίζοντας την θετική σχέση μεταξύ δείκτη δανειακής επιβάρυνσης και κερδοφορίας. Επιπλέον, οι κερδοφόρες επιχειρήσεις μπορούν να ανταπεξέλθουν σε καταστάσεις οικονομικής ύφεσης άρα, οι πιστωτές εκφράζουν την προτίμηση τους δανείζοντάς αυτές, περισσότερο. Τέλος, σύμφωνα με τον Jensen and Meckling (1976), ο δανεισμός στις επιχειρήσεις λειτουργεί ως μέτρο πειθαρχίας για τα διευθυντικά στελέχη και εξασφαλίζει την αύξηση της αποδοτικότητας των μετόχων. Την θετική σχέση μεταξύ

δανεισμού και κερδοφορίας αποδεικνύουν πολλές εμπειρικές μελέτες, (Bevan and Danbolt, 2002; Abor, 2005; Keshar, 2004).

Βασιζόμενοι στην θεωρία εξισορρόπησης, προτείνουμε ότι:

H₃: Η κερδοφορία σχετίζεται θετικά με τον δείκτη δανειακής επιβάρυνσης.

Στην παρούσα μελέτη η μεταβλητή της κερδοφορίας ορίζεται ως τον λόγο των κερδών προ τόκων, φόρων, αποσβέσεων και τοκοχρεολυσίων (EBITDA) προς το σύνολο του ενεργητικού, (Ozkan, 2001; Miguel and Pindado, 2001; Bevan and Danbolt, 2002; Bauer, 2004; Gaud et al., 2005; Deesomsak et al., 2004; Delcoure, 2007; Ramalho and Silva, 2009; Serrasqueiro and Nunes, 2009; Degryse et al., 2010; Chakraborty, 2010).

Ο δανεισμός δεν αποτελεί το μόνο στοιχείο που αποφέρει φορολογικά πλεονεκτήματα στις επιχειρήσεις. Σύμφωνα με τους De Angelo and Masulis (1980), οι φορολογικές ελαφρύνσεις που προέρχονται από άλλες πηγές όπως οι αποσβέσεις, λειτουργούν ως υποκατάστατα της φορολογικής ασπίδας του δανεισμού και αποκαλύπτουν την αρνητική σχέση μεταξύ δείκτη δανειακής επιβάρυνσης και φορολογικών πλεονεκτημάτων από άλλες πηγές. Εκ τούτου, οι επιχειρήσεις που απολαμβάνουν φορολογικά πλεονεκτήματα από άλλα στοιχεία του ισολογισμού τους, αποφεύγουν την έκδοση ομολογιών, διότι δεν έχουν ανάγκη επιπλέον φορολογικών ελαφρύνσεων. Την αναφερόμενη σχέση επαλήθευσαν εμπειρικά οι Kim and Soresen (1986), Titman and Wessels (1988), Mackie-Mason (1990), Chanplinsky and Niehaus (1993), Wald (1999), Miguel and Pindado, 2001; Huang and Song (2006). Από τα ανωτέρω συνάγεται η υπόθεση:

H₄: Τα φορολογικά πλεονεκτήματα που προέρχονται από άλλες πηγές εκτός του δανεισμού, σχετίζονται αρνητικά με τον δείκτη δανειακής επιβάρυνσης.

Βασιζόμενοι στις εμπειρικές μελέτες των Titman and Wessels (1988), Rajan and Zingales (1995), Heshmati (2001), Ozkan (2001), Bauer (2004), Deesomasak et al. (2004), Huang and Song (2006), Delcoure (2007), Deari and Deari (2009), Chang et al. (2009), Ahmed et al. (2009), Ramalho and Silva (2009), Degryse et al. (2010), Chakraborty (2010), Serrasqueiro (2011) προσδιορίζουμε τα φορολογικά

πλεονεκτήματα άλλων πηγών ως τον λόγο των αποσβέσεων προς το σύνολο του ενεργητικού.

Σύμφωνα με τη θεωρία ιεράρχησης, μία αναπτυσσόμενη επιχείρηση έχει την τάση να εξαντλεί όλες της πηγές χρηματοδότησης, με αποτέλεσμα να αντλεί μεγάλο μέρος κεφαλαίων από τον εξωτερικό δανεισμό. Αντίθετα, η θεωρία εξισορρόπησης προβλέπει την αρνητική σχέση μεταξύ δανεισμού και ανάπτυξης διότι, οι αναπτυσσόμενες επιχειρήσεις αντιμετωπίζουν μεγαλύτερο κίνδυνο χρεοκοπίας, σε περιόδους χρηματοοικονομικών δυσχερειών. Παράλληλα, σύμφωνα με τη θεωρία αντιπροσώπευσης, οι επιχειρήσεις με τάσεις ανάπτυξης συχνά εμφανίζουν υπερβάλλουσα αισιοδοξία, με αποτέλεσμα την διακύβευση των συμφερόντων των πιστωτών, (Myers, 1977; Jensen, 1986), επαληθεύοντας για άλλη μια φορά την υφιστάμενη αρνητική σχέση μεταξύ ανάπτυξης και δείκτη δανειακής επιβάρυνσης, αποτέλεσμα στο οποίο καταλήγουν αρκετές εμπειρικές μελέτες, (Kim and Sorensen, 1986; Titman and Wessels, 1988; Rajan and Zingales, 1995; Heshmati, 2001; Ozkan, 2001; Graham and Harvey, 2001; Fama and French, 2002; Gaud et al., 2005; Maghyereh, 2005; Khalid, 2011). Από την άλλη πλευρά, την εφαρμογή της θεωρίας ιεράρχησης έρχονται να επαληθεύουν τα συμπεράσματα των Kester (1986), Michaelas et al. (1999), Booth et al. (2001), Huang and Song (2006), Chen (2004), Sogord-Mira (2005), Omran and Pointon (2009), Deari and Deari, 2009, Degryse et al., (2010), Noulas and Genimakis, 2011. Αναλογιζόμενοι τα ανωτέρω καταλήγουμε στην κάτωθι υπόθεση:

H₅: Η ανάπτυξη σχετίζεται αρνητικά με τον δανεισμό

Επηρεασμένοι από τις μελέτες των Titman and Wessels (1988), Heshmati (2001), Voulgari et al. (2002), Keshar (2004), Ramalho and Silva (2009), Chang et al. (2009), Deari and Deari (2009), Degryse et al. (2010), Chakraborty (2010), Noulas and Genimakis (2011), ερμηνεύουμε την μεταβλητή της ανάπτυξης ως την ποσοστιαία μεταβολή του συνόλου του ενεργητικού των επιχειρήσεων.

Τα τελευταία χρόνια, κάνουν την εμφάνιση τους, ως παράγοντες επηρεασμού του ιδανικού στόχου-δείκτη δανειακής επιβάρυνσης, οι μεταβλητές της ρευστότητας και της ηλικίας των επιχειρήσεων. Αναλυτικότερα, οι επιχειρήσεις που παρουσιάζουν υψηλή ρευστότητα, μπορούν πιο εύκολα να ανταποκριθούν στις υποχρεώσεις τους εκ

τούτου, οι πιστωτές προβαίνουν στον δανεισμό τους πιο εύκολα. Από την άλλη πλευρά, οι Myers and Majluf (1984), βασιζόμενοι στη θεωρία ιεράρχησης, θεωρούν ότι η ρευστότητα βοηθάει τις επιχειρήσεις στην συγκέντρωση παρακρατούμενων κερδών και στην χρηματοδότηση των κεφαλαίων τους από αυτά. Η αρνητική σχέση μεταξύ ρευστότητας και δανεισμού, αποδείχτηκε μέσω εμπειρικών μελετών από τους Ozkan (2001), Ramalho and Silva (2009), Deesomsak et al. (2004) και Eriotis et al. (2007). Ορίζοντας την ρευστότητα, ως τον λόγο του κυκλοφορούντος ενεργητικού εξαιρουμένων των αποθεμάτων προς τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις, (Ozkan, 2004; Deesomsak et al., 2004; Eriotis et al., 2007) και βασιζόμενοι στην θεωρία εξισορρόπησης, καταλήγουμε στην εξής υπόθεση:

H₆: Η ρευστότητα σχετίζεται θετικά με τον δανεισμό

Σύμφωνα με την θεωρία ιεράρχησης, οι γηραιότερες οικονομικές οντότητες έχουν δημιουργήσει μεγάλα αποθεματικά κερδών, με αποτέλεσμα την χρηματοδότηση των επενδύσεων τους από τα παρακρατούμενα κέρδη. Γεγονός που υποδεικνύει, την αρνητική σχέση μεταξύ δανεισμού και ηλικίας, (Petersen and Rajan, 1994; Ramalho and Silva, 2009). Αντίθετα, εάν οι μεγαλύτερες σε ηλικία επιχειρήσεις, έχουν καταφέρει να αποπληρώσουν επιτυχώς τα αναληφθέντα δάνεια τους, αυτόματα μειώνεται το κόστος δανεισμού και αυξάνεται η προτίμησή τους, στη χρηματοδότηση των δραστηριοτήτων τους από εξωτερικό δανεισμό, (Diamond, 1989; Kimki, 1997). Ορίζοντας την μεταβλητή της ηλικίας των επιχειρήσεων, ως τα έτη λειτουργίας τους (Heshmati 2001; Ramalho and Silva, 2009; Serrasqueiro, 2011; Noulas and Genimakis, 2011) υποθέτουμε:

H₇: Η ηλικία σχετίζεται θετικά με τον δανεισμό

Ανακεφαλαιώνοντας, θεωρούμε απαραίτητη την παράθεση των εξεταζόμενων υποθέσεων και μεταβλητών συγκεντρωτικά. Για το λόγο αυτό παραθέτουμε τους ακόλουθους πίνακες.

Πίνακας 3.2.1: Υποθέσεις και ορισμοί μεταβλητών

Εξεταζόμενες Υποθέσεις	Μεταβλητές	Ονομασία Μεταβλητών	Ορισμός Μεταβλητών
H ₁ : Το μέγεθος σχετίζεται θετικά με την δανειακή επιβάρυνση.	Μέγεθος	SIZE _{i,t}	Λογάριθμος Πωλήσεων
H ₂ : Τα υλικά περιουσιακά στοιχεία σχετίζονται θετικά με το δανεισμό.	Υλικά περιουσιακά στοιχεία	TANG _{i,t}	Υλικά περιουσιακά στοιχεία πλέον αποθέματα προς το σύνολο του ενεργητικού.
H ₃ : Η κερδοφορία σχετίζεται θετικά με τον δείκτη δανειακής επιβάρυνσης.	Κερδοφορία	PROF _{i,t}	EBITDA προς το σύνολο του ενεργητικού.
H ₄ : Τα φορολογικά πλεονεκτήματα που προέρχονται από άλλες πηγές εκτός του δανεισμού, σχετίζονται αρνητικά με τον δείκτη δανειακής επιβάρυνσης.	Φορολογικά πλεονεκτήματα άλλων πηγών	NTAX _{i,t}	Αποσβέσεις προς το σύνολο του ενεργητικού.
H ₅ : Η ανάπτυξη σχετίζεται αρνητικά με τον δανεισμό	Ανάπτυξη	GROW _{i,t}	Ποσοστιαία μεταβολή του συνόλου του ενεργητικού
H ₆ : Η ρευστότητα σχετίζεται θετικά με τον δανεισμό	Ρευστότητα	LIQ _{i,t}	Κυκλοφορούν ενεργητικό μείον αποθέματα προς βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις.
H ₇ : Η ηλικία σχετίζεται θετικά με τον δανεισμό.	Ηλικία	AGE _{i,t}	Λογάριθμος ετών λειτουργίας

Πίνακας 3.2.2: Υποθέσεις και Αποτελέσματα Εμπειρικών Ερευνών

Εξεταζόμενες Υποθέσεις	Αποτελέσματα Εμπειρικών Μελετών	
	Αποδοχή Μηδενικής	Αποδοχή Εναλλακτικής
H ₁ : Το μέγεθος σχετίζεται θετικά με την δανειακή επιβάρυνση.	Warner, 1977; Ang, 1976; Friend et Lang, 1988; Rajan et Zingales, 1995; Michaelas et al., 1999; Ozkan, 2001; Booth et al, 2001; Fama et French, 2002; Bevan et Danbolt, 2002; Hall et al., 2004; Gaud et al., 2005; Maghyreh, 2005; Huang et Song, 2006; Eriotis et al., 2007; Deari et Deari, 2009; Omran et Pointon, 2009; Psilaki et Daskalakis, 2009.	Kester, 1986; Kim et Sorensen, 1986; Titman et Wessels, 1988; Heshmati, 2001; Bevan et Danbolt, 2004; Chen, 2004; Khalid, 2011

Εξεταζόμενες Υποθέσεις	Αποτελέσματα Εμπειρικών Μελετών	
	Αποδοχή Μηδενικής	Αποδοχή Εναλλακτικής
H ₂ : Τα υλικά περιουσιακά στοιχεία σχετίζονται θετικά με το δανεισμό.	Titman et Wessels, 1988; Rajan et Zingales, 1995; Booth et al, 2001; Chen, 2004; Gaud et al., 2005; Maghyereh, 2005; Noulas et Genimakis, 2011; Khalid, 2011.	
H ₃ : Η κερδοφορία σχετίζεται θετικά με τον δείκτη δανειακής επιβάρυνσης.	Bevan et Danbolt, 2002; Abor, 2005; Keshar, 2004.	Kester, 1986; Friend et Lang, 1988; Titman et Wessels, 1988; Rajan et Zingales, 1995; Michaelas et al., 1999; Wald, 1999; Booth et al, 2001; Ozkan, 2001; Chen, 2004, Bevan et Danbolt, 2004; Gaud et al., 2005; Maghyereh, 2005; Deari et Deari, 2009; Psilaki et Daskalakis, 2009; Degryse et al., 2010; Khalid, 2011.
H ₄ : Τα φορολογικά πλεονεκτήματα που προέρχονται από άλλες πηγές εκτός του δανεισμού, σχετίζονται αρνητικά με τον δείκτη δανειακής επιβάρυνσης.	Kim et Sorensen, 1986; Titman et Wessel, 1988; Mackie-Mason, 1990; Chanplinsky et Niehaus, 1993; Wald, 1999; Miguel et Pindado, 2001; Huang et Song, 2006.	Arvanitis et al. (2012)
H ₅ : Η ανάπτυξη σχετίζεται αρνητικά με τον δανεισμό	Kim et Sorensen, 1986; Titman et Wessels, 1988; Rajan et Zingales, 1995; Heshmati, 2001; Ozkan, 2001; Graham et Harvey, 2001; Fama et French, 2002; Gaud et al., 2005; Maghyereh, 2005; Khalid, 2011.	Kester, 1986; Michaelas et al., 1999; Booth et al., 2001; Huang et Song, 2006; Chen, 2004; Sogord-Mira, 2005; Omran et Pointon, 2009; Deari et Deari, 2009; Degryse et al., 2010; Noulas et Genimakis, 2011
H ₆ : Η ρευστότητα σχετίζεται θετικά με τον δανεισμό		Ozkan, 2001; Ramalho et Silva, 2009; Deesomsak et al., 2004; Eriotis et al., 2007.
H ₇ : Η ηλικία σχετίζεται θετικά με τον δανεισμό.	Diamond, 1989; Kimki, 1997	Petersen et Rajan, 1994; Ramalho et Silva, 2009

Σε αυτό το σημείο, ολοκληρώνονται οι βασικές υποθέσεις που θα μας απασχολήσουν, κατά την διενέργεια της εμπειρικής μας ανάλυσης. Ακολουθεί, η ερευνητική μέθοδος που θα εφαρμοστεί, καθώς και η πλήρης ειδίκευση του οικονομετρικού μας μοντέλου.

3.3 ΕΡΕΥΝΗΤΙΚΗ ΜΕΘΟΔΟΣ ΚΑΙ ΕΞΕΙΔΙΚΕΥΣΗ ΜΟΝΤΕΛΟΥ

Ένα από τα πρώτα ερωτήματα που τίθενται κατά την έναρξη της εμπειρικής έρευνας είναι ο τρόπος προσέγγισης του εξεταζόμενου θέματος. Σύμφωνα με τους Saunders et al. (2007), δύο είναι οι επικρατέστερες μέθοδοι. Η αφαιρετική μέθοδος (deductive approach), στην οποία ο ερευνητής βασιζόμενος στην θεωρία, προσδιορίζει τις εξεταζόμενες υποθέσεις και μετέπειτα σχεδιάζει τον τρόπο εξέτασης των υποθέσεων. Στη δεύτερη μέθοδο, την επαγωγική (Inductive), δημιουργείται ένα θεωρητικό υπόβαθρο, μέσω της συλλογής και εξέτασης των δεδομένων. Ουσιαστικά, στην επαγωγική μέθοδο, η θεωρία προκύπτει από τα δεδομένα και όχι οι υποθέσεις από τη θεωρία, όπως συμβαίνει με την αφαιρετική, (Saunders et al., 2007).

Αναλυτικότερα, τα κυριότερα χαρακτηριστικά της αφαιρετικής μεθόδου είναι η ερμηνεία των σχέσεων μεταξύ των εξεταζόμενων μεταβλητών, η διεξαγωγή της έρευνας με την βοήθεια ποσοτικών δεδομένων, χωρίς να αποκλείεται το ενδεχόμενο χρήσης ποιοτικών δεδομένων και η γενίκευση των αποτελεσμάτων, γεγονός το οποίο προϋποθέτει ικανοποιητικό αριθμό παρατηρήσεων, (Robson, 2002; Gill and Johnson, 2002; Saunders et al., 2007). Εν αντιθέσει, στην επαγωγική μέθοδο ο ερευνητής βασίζεται σε ποιοτικά δεδομένα και καταλήγει στη διατύπωση συγκεκριμένης θεωρίας, προσπαθώντας μέσω της έρευνας να ερμηνεύσει καταστάσεις και όχι απλά να τις περιγράψει, (Saunders et al., 2007; Eastreby et al., 2002). Επιπλέον, το μέγεθος του δείγματος δεν είναι απαραίτητα μεγάλο, όπως στην αφαιρετική, διότι επί το πλείστο, οι ερευνητές επικεντρώνονται στην ερμηνεία ενός συγκεκριμένου γεγονότος, που διαδραματίζεται κάτω από συγκεκριμένες συνθήκες, (Saunders et al., 2007; Eastreby et al., 2002). Η επιλογή μίας μεθόδου, δεν σημαίνει ότι αποκλείετε η άλλη, καθώς πολλές φορές χρησιμοποιούνται παράλληλα.

Ένα ακόμα ερώτημα που τίθεται πριν την διεξαγωγή μιας έρευνας, είναι η επιλογή ποσοτικών ή ποιοτικών μεθόδων και διαδικασιών. Συγκεκριμένα, οι ποσοτικές μέθοδοι χρησιμοποιούν αριθμητικά δεδομένα. Τα εμπειρικά τους αποτελέσματα, αρχικός ερμηνεύονται μέσω αριθμών ενώ, για την ανάλυση και παρουσίαση τους

χρησιμοποιούνται επί το πλείστο διαγράμματα και στατιστική. Από την άλλη πλευρά, οι ποιοτικές μέθοδοι περιλαμβάνουν συνεντεύξεις ή άλλες διαδικασίες που καταλήγουν στην δημιουργία μη-αριθμητικών δεδομένων, η ανάλυση τους είναι ερμηνευτική και η παρουσίαση τους έχει την μορφή κειμένου ή εικόνας, (Tashakkori and Teddie, 2003; Saunders et al., 2007). Στην παρούσα εργασία, μέσω της αφαιρετικής μεθόδου και δευτερογενών ποσοτικών δεδομένων πάνελ, θα γίνει προσπάθεια ανάλυσης του πολυδιάστατου θέματος της κεφαλαιακής διάρθρωση των επιχειρήσεων.

Πριν προχωρήσουμε στην περαιτέρω ανάλυση της οικονομετρικής μεθόδου που θα ακολουθήσουμε, θεωρούμε απαραίτητο να αιτιολογήσουμε την επιλογή των δεδομένων πάνελ, (Panel Data). Τα οικονομετρικά δεδομένα μπορούν να πάρουν διάφορες μορφές, οι βασικότερες κατηγορίες είναι τα διαστρωματικά δεδομένα, οι χρονολογικές σειρές και τα Panel Data. Ανάλογα με την μορφή των δεδομένων, οι ερευνητές χρησιμοποιούν την αντίστοιχη οικονομετρική μέθοδο. Στα διαστρωματικά δεδομένα, εξετάζεται το πλήθος των μονάδων σε μία δεδομένη χρονική στιγμή μέσω των μοντέλων απλής ή πολλαπλής παλινδρόμησης ή και άλλων οικονομετρικών υποδειγμάτων. Κύριο χαρακτηριστικό τους είναι, η υπόθεση της τυχαίας δειγματοληψίας ενώ, χρησιμοποιούνται περισσότερο κατά την ανάλυση μικροοικονομικών και κοινωνικών θεμάτων, (Wooldridge, 2006). Οι χρονολογικές σειρές, επιτρέπουν την ανάλυση μίας ή περισσότερων μεταβλητών διαχρονικά, κυρίως μέσω στατικών μοντέλων και μοντέλων πεπερασμένης κατανεμημένης χρονικής υστέρησης. Κύριο χαρακτηριστικό τους αποτελεί, η εμφάνιση της διαχρονικής τάσης και εξάρτησης, γεγονός που κάνει πιο δύσκολη τη διαδικασία ανάλυσης τους ενώ, χρησιμοποιούνται περισσότερο στις χρηματοοικονομικές και κοινωνικές επιστήμες, (Wooldridge, 2006). Τέλος, τα δεδομένα πάνελ (Panel Data) εξετάζουν ένα συγκεκριμένο πλήθος μονάδων διαχρονικά, π.χ. μέσω μοντέλων σταθερών ή τυχαίων επιδράσεων, δυναμικών οικονομετρικών μοντέλων κ.α. Αναλυτικότερα, σύμφωνα με τη διεθνή βιβλιογραφία (Hsiao, 1985; Hsiao, 1986; Ozkan, 2001; Gaud et al., 2005; Wooldridge, 2006; Colin and Trivedi, 2005) για τη βελτιστοποίηση των οικονομετρικών εκτιμήσεων και τη μείωση της συγγραμικότητας μεταξύ των ερμηνευτικών μεταβλητών, απαραίτητη κρίνεται η χρήση πάνελ δεδομένων (panel data), (Hsiao, 1985). Στον πίνακα που ακολουθεί, εμφανίζονται τα κυριότερα σημεία σύγκρισης των αναφερόμενων δεδομένων.

Πίνακας 3.3.1: Συγκριτική ανάλυση των κυριότερων οικονομετρικών δεδομένων

Επίπεδα Σύγκρισης	Διαστρωματικά Δεδομένα	Χρονολογικές Σειρές	Δεδομένα πάνελ (Panel Data)
Παρατηρήσεις	Πλήθος μονάδων σε δεδομένη χρονική στιγμή	Μία ή περισσότερες μεταβλητές διαχρονικά	Παρατηρήσεις στο χρόνο και σε πλήθος μονάδων
Σημαντικά Χαρακτηριστικά	Τυχαία δειγματοληψία	Διαχρονική εξάρτηση, διαχρονική τάση και συχνότητα συγκέντρωσης δεδομένων	Ίδιες διαστρωματικές μονάδες ακολουθούνται σε συγκεκριμένες χρονικές περιόδους
Κυριότερα μοντέλα	Μοντέλο απλής παλινδρόμησης και μοντέλο πολλαπλής παλινδρόμησης	Στατικά μοντέλα και πεπερασμένα μοντέλα κατανεμημένης χρονικής υστέρησης	Μοντέλα σταθερών επιδράσεων, τυχαίων επιδράσεων, ομαδοποιημένα μοντέλα και δυναμικά μοντέλα
Επιστημονικά πεδία	Μικροοικονομική και κοινωνικές επιστήμες	Κοινωνικές και χρηματοοικονομικές επιστήμες	Οικονομικές και χρηματοοικονομικές επιστήμες

Πηγή: Wooldridge, 2006

Μέσω των δεδομένων πάνελ (panel data), εκτός του καλύτερου προσδιορισμού των επιχειρησιακών χαρακτηριστικών λόγω του εντοπισμού μη παρατηρούμενων επιδράσεων, μπορούμε να υποστηρίξουμε το δυναμισμό της κεφαλαιακής διάρθρωσης και να μειώσουμε τα προβλήματα ετερογένειας. Σε αντίθεση με τις χρονολογικές σειρές ή τα διαστρωματικά δεδομένα, η ανάλυση δεδομένων πάνελ ελέγχει καλύτερα το πρόβλημα της ενδογένειας που προκύπτει από τα μη εμφανή επιχειρησιακά χαρακτηριστικά καθώς, εάν παραληφτεί μια σημαντική μεταβλητή προκαλείται ασυνέπεια στους εκτιμητές των ελαχίστων τετραγώνων, (Wooldridge, 2006), διευκολύνουν τον εντοπισμό προβλημάτων, αντιμετωπίζουν όπως προαναφέραμε, το ζήτημα των παραληφθέντων μεταβλητών, το οποίο θεωρείται υπεύθυνο για το πρόβλημα της ετερογένειας και αυξάνουν τους βαθμούς ελευθερίας, μειώνοντας ταυτόχρονα το πρόβλημα της πολυσυγραμικότητας, (Hsiao, 1985; Ozkan, 2001; Terra, 2002). Τα κυριότερα πλεονεκτήματα των Panel Data απεικονίζονται στον ακόλουθο πίνακα.

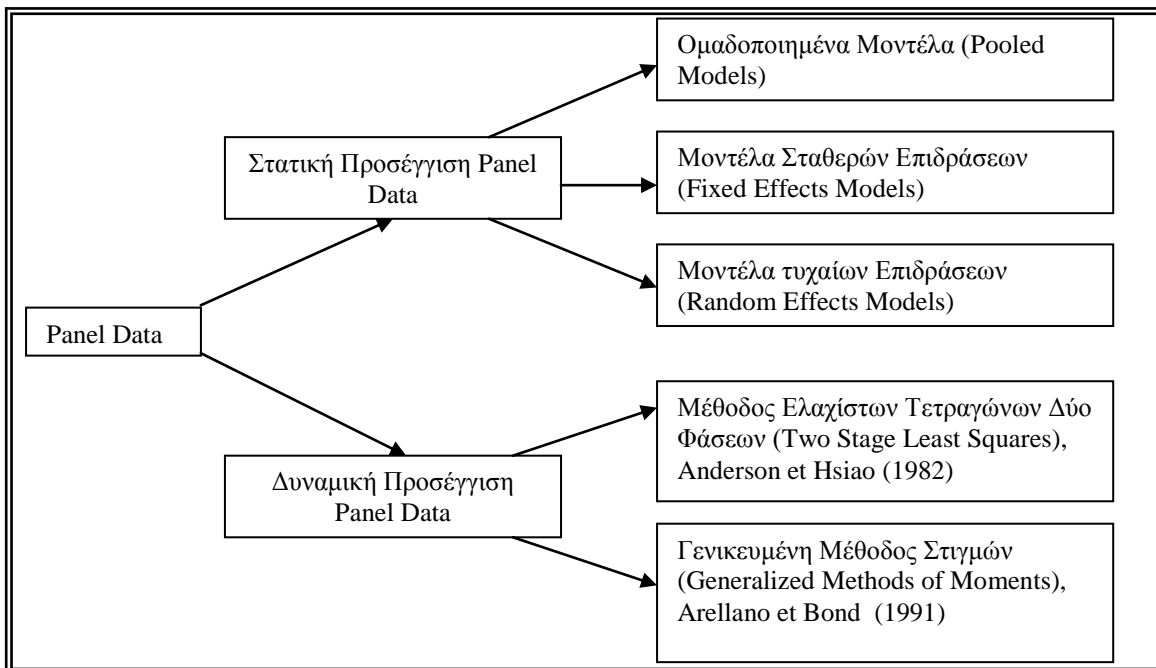
Πίνακας 3.3.2: Κυριότερα πλεονεκτήματα Panel Data

Κυριότερα Πλεονεκτήματα Panel Data	Αιτίες
Ακριβέστερη εκτίμηση του οικονομετρικού μοντέλου	Μεγάλος αριθμός παρατηρήσεων λόγω του συνδυασμού διαστρωματικών δεδομένων και χρονολογικών σειρών
Καταπολέμηση του προβλήματος της ετερογένειας	Δυνατότητα εκτίμησης μέσω εναλλακτικών μεθόδων όπως, η εκτίμηση σταθερών επιδράσεων (Fixed effect estimation) και η εκτίμηση τυχαίων επιδράσεων (Random effects estimation)
Αποκάλυψη δυναμισμού εξεταζόμενων μεταβλητών	Χρονική και διαστρωματική ανάλυση

Πηγή: Colin and Triveri 2005., Wooldridge, 2006.

Συμπερασματικά, η υιοθέτηση των Panel Data αυτομάτως μας οδηγεί στην χρήση συγκεκριμένων οικονομετρικών μεθόδων. Οι οικονομετρικοί μέθοδοι που μπορούμε να εφαρμόσουμε είναι είτε στατικοί είτε δυναμικοί. Ανάλογα με την επιλογή μας, προσδιορίζεται και το εκτιμώμενο μοντέλο. Η διάρθρωση των οικονομετρικών μεθόδων εμφανίζεται σχηματικά ως ακολούθως:

Διάγραμμα 3.3.1: Βασικές οικονομετρικές μέθοδοι με χρήση Panel Data



Πηγή: Ίδια επεξεργασία

Για την εμπειρική προσέγγιση του θέματος της κεφαλαιακής διάρθρωσης, αρκετοί ερευνητές χρησιμοποιούν στατικά μοντέλα, (Serrasqueiro and Nunes, 2009; Rajan and Zingales, 1995; Bevan and Danbolt, 2002; Deesomsak et al., 2004; Chen,

2004; Keshar, 2004; Abor, 2005; Eriotis et al., 2007; Delcoure, 2007; Psilaki and Daskalakis, 2009; Degryse et al., 2010; Noulas and Genimakis, 2011). Τα συνηθέστερα στατικά μοντέλα είναι, τα ομαδοποιημένα μοντέλα (Pooled Models), τα μοντέλα σταθερών επιδράσεων (Fixed-Effects Models), και τα μοντέλα τυχαίων επιδράσεων (Random Effects Models), (Colin and Trivedi, 2005; Wooldridge, 2006). Αναλυτικότερα, τα ομαδοποιημένα μοντέλα αποτελούν την πιο απλή και περιοριστική μορφή που μπορούμε να εφαρμόσουμε. Απαραίτητη προϋπόθεση για την εφαρμογή τους, είναι ο σωστός προσδιορισμός του υποδείγματος και η ανεξαρτησία του διαταρακτικού όρου, (Colin and Trivedi, 2005). Το σύνηθες πρόβλημα που προκύπτει κατά την ανάλυση των συγκεκριμένων μοντέλων είναι, οι απαρατήρητες επιδράσεις που αποφέρουν το φαινόμενο της ετερογένειας, (Colin and Trivedi, 2005; Bevan and Danbolt, 2004; Serrasqueiro et Nunes, 2009). Το πρόβλημα της ετερογένειας μπορεί να αντιμετωπιστεί είτε με την χρήση μοντέλων σταθερών επιδράσεων είτε με την χρήση μοντέλων τυχαίων επιδράσεων.

Αναλυτικότερα, τα μοντέλα σταθερών επιδράσεων υπό την υπόθεση των εξωγενών μεταβλητών, περιορίζουν το πρόβλημα των απαρατήρητων χαρακτηριστικών (Booth et al., 2001), υποθέτοντας ότι οι ερμηνευτικοί παράγοντες και οι απαρατήρητες επιδράσεις σχετίζονται, (Colin and Trivedi, 2005; Serrasqueiro and Nunes, 2009; Wooldridge, 2006). Εν αντιθέσει, τα μοντέλα τυχαίων επιδράσεων προϋποθέτουν, την μη συσχέτιση των απαρατήρητων επιδράσεων με τις ανεξάρτητες μεταβλητές, (Colin and Trivedi, 2005; Serrasqueiro and Nunes, 2009; Wooldridge, 2006). Εκ τούτου, πριν την επιλογή του οικονομετρικού μοντέλου, οφείλεται να γίνεται έλεγχος για την ύπαρξη ή μη συσχέτισης στις προαναφερόμενες μεταβλητές και επιδράσεις. Ο έλεγχος αυτός, είναι γνωστός ως ο έλεγχος του Hausman, καθώς πρώτος το 1978 τον προτείνει, (Wooldridge, 2006). Τα αναφερόμενα μοντέλα παρουσιάζονται συνοπτικά στον ακόλουθο πίνακα:

Πίνακας 3.3.3: Στατικά Οικονομετρικά Μοντέλα

Οικονομετρικά Μοντέλα	Προσδιοριστική Εξίσωση
Ομαδοποιημένα Μοντέλα (Pooled Models)	$Y_{it} = \alpha + X'_{it}\beta + u_{it}$, όπου, Y_{it} = Εξαρτημένη Μεταβλητή X'_{it} = Μήτρα Ανεξάρτητων Μεταβλητών u_{it} = Διαταρακτικό Όρος i = Μονάδες, t = χρόνος

Οικονομετρικά Μοντέλα	Προσδιοριστική Εξίσωση
Μοντέλα σταθερών και τυχαίων επιδράσεων	$Y_{it} = a_i + X'_{it}\beta + \varepsilon_{it}$, όπου Y_{it} = Εξαρτημένη Μεταβλητή X'_{it} = Μήτρα Ανεξάρτητων Μεταβλητών $\varepsilon_{it} = v_i + u_{it}$ και v_i = Απαρατήρητες επιδράσεις a_i =Τυχαίες ή μη μεταβλητές που περιορίζουν την ετερογένεια.

Πηγή: Ίδια επεξεργασία

Εάν άρουμε την υπόθεση των εξωγενών μεταβλητών, τότε τα μοντέλα σταθερών και τυχαίων επιδράσεων, αρκετές φορές καταλήγουν σε αβάσιμα ή μεροληπτικά αποτελέσματα καθώς, ο διαταρακτικός όρος μπορεί να σχετίζεται με τις ερμηνευτικές μεταβλητές, (Baltagi, 1995; Colin and Trivedi, 2005). Στο συμπέρασμα αυτό, κατέληξε η εμπειρική μελέτη των Gow et al., (2007), οι οποίοι αντιπαραθέτοντας 121 εμπειρικές έρευνες, που έχουν δημοσιευτεί σε γνωστά περιοδικά, όπως το “The Accounting Review”, “Journal of Accounting and Economics” και το “Journal of Accounting Research”, κατέληξαν στην διαπίστωση του λάθους προσδιορισμού των στατιστικών αποτελεσμάτων των ερευνών, εξαιτίας της παραβίασης της υπόθεσης της ανεξαρτησίας του διαταρακτικού όρου με τις ανεξάρτητες μεταβλητές. Ο συνδυασμός χρονικών σειρών και διαστρωματικών δεδομένων, δημιουργεί θέματα συσχέτισης τα οποία αρκετά συχνά αγνοούνται, δημιουργώντας προβλήματα μη σωστού προσδιορισμού των στατιστικών αποτελεσμάτων, (Gow et al., 2007). Συγκεκριμένα, στις περισσότερες μελέτες υιοθετούνται μοντέλα που υποθέτουν ανεξαρτησία είτε διαστρωματικά είτε χρονολογικά, αλλά όχι διαστρωματικά και χρονολογικά, με αποτέλεσμα να υπάρχει διαστρωματική ή χρονολογική συσχέτιση, ανά περίπτωση. Ταυτόχρονα, οι βασικές υποθέσεις που οφείλονται να τηρούνται, συχνά παραβιάζονται οδηγώντας σε λανθασμένα συμπεράσματα, (Gow et al., 2007). Καταλήγοντας, προτείνουν την μέθοδο των δύο φάσεων ανθεκτικών στα τυπικά σφάλματα (two-way cluster-robust standard errors method), ως την καλύτερη δυνατή, καθώς δίδει ορθότερα αποτελέσματα σε περίπτωση ύπαρξης διαστρωματικής ή χρονολογικής εξάρτησης.

Παράλληλα, σε αυτή την περίπτωση, μία ιδανική λύση είναι η υιοθέτηση δυναμικών μοντέλων. Τα δυναμικά μοντέλα, μας δίνουν τη δυνατότητα να εκτιμήσουμε καλύτερα τη δυναμική της δανειακής επιβάρυνσης των εξεταζόμενων επιχειρήσεων, αλλά και να ελέγξουμε την ενδογένεια των μεταβλητών, (Baltagi, 1995; Colin and Trivedi, 2005). Ουσιαστικά, εκτός την εξάλειψη των απαρατήρητων

επιδράσεων, προσθέτουμε βοηθητικές μεταβλητές για τις ενδογενείς μεταβλητές, (Wooldridge, 2006). Αρκετοί είναι οι ερευνητές, που έχουν επιλέξει δυναμικά μοντέλα για την εμπειρική προσέγγιση του θέματος της κεφαλαιακής διάρθρωσης των επιχειρήσεων, (Ozkan, 2001; Heshmati, 2001; Miguel and Pindado, 2001; Maghyereh, 2005; Gaud et al., 2005; Serrasqueiro and Nunes, 2009; Serrasqueiro and Rogao, 2009; Chakraborty, 2010; Khalid, 2011; Serrasqueiro, 2011).

Πρώτοι οι Anderson and Hsiao (1982), πρότειναν την χρήση εκτιμητών πρώτων διαφορών, ως μεταβλητή σε ένα δυναμικό μοντέλο. Στοχεύοντας στην παροχή σταθερών εκτιμήσεων, περιλαμβάνουν στο εξεταζόμενο μοντέλο τις πρώτες διαφορές κάθε μεταβλητής, που συμμετέχει στο εκτιμώμενο υπόδειγμα. Δυστυχώς, η συγκεκριμένη μέθοδος δεν κρίνεται η πιο αποτελεσματική, εξαιτίας της αδυναμίας που προκύπτει από τον εντοπισμό της διαφορετικής δομής των καταλοίπων, (Ahn and Schmidt, 1995) και της συχνής παραβίασης της υπόθεσης της ομοσκεδαστικότητας, που προϋποθέτει την μη εξάρτηση της διακύμανσης του διαταρακτικού όρου από τις εξωγενείς μεταβλητές, δηλαδή οι μεταβλητές πρέπει να είναι ασυσχέτιστες με τον διαταρακτικό όρο, (Ahn and Schmidt, 1995; Wooldridge, 2006). Τα αναφερόμενα προβλήματα, εύκολα μπορούν να επιλυθούν με την χρήση της γενικευμένης μεθόδου ροπών, που προτείνουν οι Arellano and Bond (1991). Πριν προβούμε σε περαιτέρω ανάλυση της μεθόδου, θεωρούμε σκόπιμη τη συνοπτική παρουσίαση των μειονεκτημάτων των αναφερόμενων μοντέλων στον πίνακα που ακολουθεί:

Πίνακας 3.3.4: Οικονομετρικά μοντέλα και πιθανά μειονεκτήματα

Οικονομετρικά Μοντέλα	Μειονεκτήματα	Τρόποι αντιμετώπισης
Ομαδοποιημένα μοντέλα (Pooled Models)	Απαρατήρητες επιδράσεις	Χρήση μοντέλων σταθερών ή τυχαίων επιδράσεων
Μοντέλα τυχαίων ή σταθερών επιδράσεων (Model of Fixed and Random Effects)	Μη εντοπισμός της δυναμικής διάστασης του κατά περίπτωση εξεταζόμενου θέματος ενώ ο διαταρακτικός όρος μπορεί να σχετίζεται με τις ερμηνευτικές μεταβλητές	Χρήση Δυναμικών Μοντέλων
Μέθοδος Ελαχίστων Τετραγώνων σε δύο στάδια (Two Stage Least Squares)	Διαφορετική δομή καταλοίπων, παραβίαση της ασυσχέτιστης σχέσης μεταξύ των μεταβλητών και του διαταρακτικού όρου	Χρήση Γενικευμένης Μεθόδου των ροπών (Generalized Method of Moments)

Πηγή: Colin and Trivedi 2005.

Η προτεινόμενη μέθοδος των Arellano and Bond (1991), αντιμετωπίζει τα βασικότερα προαναφερόμενα οικονομετρικά προβλήματα. Αναλυτικότερα, λαμβάνει υπόψη την παρουσία των απαραίτητων επιχειρησιακών επιδράσεων και χρησιμοποιώντας την εξαρτημένη μεταβλητή ως ανεξάρτητη με χρονική υστέρηση, αποκαλύπτεται ο δυναμισμός του εξεταζόμενου μοντέλου, ενώ παράλληλα εντοπίζεται, η ενδογένεια των ερμηνευτικών μεταβλητών. Σε αυτό το σημείο οφείλουμε να τονίσουμε ότι, ο σωστός προσδιορισμός και η αποτελεσματικότητα του υποδείγματος επιτυγχάνετε όταν διασφαλιστεί η αποτελεσματικότητα των χρησιμοποιούμενων βοηθητικών μεταβλητών. Το γεγονός αυτό γίνεται εφικτό, όταν εξασφαλίσουμε την απουσία του δευτέρου βαθμού αυτοσυσχέτισης στην πρώτη διαφορά των κατάλοιπων.

Παράλληλα, απαραίτητος κρίνεται, ο έλεγχος της απουσίας της συσχέτισης μεταξύ του διαταρακτικού όρου και των βοηθητικών μεταβλητών. Ο έλεγχος αυτός δύναται να γίνει, μέσω του Sargan Test, (Arellano and Bond, 1991; Serrasqueiro and Nunes, 2009; Maghyreh, 2005; Gaud et al., 2005; Chakraborty, 2010; Serrasqueiro and Rogao, 2009). Για τους ανωτέρω λόγους, για την εκτίμηση του οικονομετρικού υποδείγματος θα χρησιμοποιήσουμε τις μεθόδους των Arellano et Bond (One step difference Generalized Methods of Moments, two step και GMM in system), αφού διασφαλίσουμε την ισχύ των απαραίτητων υποθέσεων και ελέγχων. Κατά την διαδικασία της στατικής οικονομετρικής ανάλυσης θα χρησιμοποιήσουμε τα υποδείγματα των σταθερών ή τυχαίων επιδράσεων, ανάλογα με το προτεινόμενο αποτέλεσμα του ελέγχου Hausman που θα προηγηθεί, σχετικά με την επιλογή του καταλληλότερου υποδείγματος. Παράλληλα, για να ελαχιστοποιήσουμε τα προβλήματα της αυτοσυσχέτισης και της ετεροσκεδαστικότητας, που είναι συνήθη κατά την εκτίμηση υποδειγμάτων με χρήση δεδομένων πάνελ, θα ανατρέξουμε στην εφικτή γενικευμένη μέθοδο των ελαχίστων τετραγώνων (FGLS). Πριν προχωρήσουμε στην εξειδίκευση των μοντέλων μας, στον πίνακα που ακολουθεί παραθέτουμε συνήθεις μεθόδους εκτίμησης οικονομετρικών υποδειγμάτων του υπόψη θέματος:

Πίνακας 3.3.5: Οικονομετρικές μέθοδοι και υποδείγματα

Οικονομετρικές μέθοδοι	Ερευνητές
Μέθοδος Ελαχίστων Τετραγώνων ομαδοποιημένων δεδομένων (Pooled Models)	Michaelas et al., 1999; Voulgari et al., 2002; Keshar, 2004; Maghyereh, 2005; Abor, 2005; Psilaki and Daskalakis, 2009; Noulas and Genimakis, 2011.
Μέθοδος Ελαχίστων Τετραγώνων δεδομένων πάνελ. Μοντέλα τυχαίων ή σταθερών επιδράσεων (Model of Fixed and Random Effects)	Ozkan, 2001; Heshmati, 2001; Voulgari et al., 2002; Deesomsak et al., 2004; Bauer, 2004; Delcoure, 2007; Eriotis et al., 2007; Serrasqueiro and Nunes, 2009; Chakraborty, 2010, Degryse et al., 2010
Μέθοδος Ελαχίστων Τετραγώνων σε δύο στάδια (Two Stage Least Squares) πάνελ δεδομένων	Serrasqueiro, 2011
Χρήση Γενικευμένης Μεθόδου των Ροπών (Generalized Method of Moments) πάνελ δεδομένων	Ozkan, 2001; Heshmati, 2001; Miguel and Pindado, 2001; Maghyereh, 2005; Gaud et al., 2005; Serrasqueiro and Nunes, 2009; Serrasqueiro and Rogao, 2009; Chakraborty, 2010; Khalid, 2011; Serrasqueiro, 2011.
Άλλες οικονομετρικές μέθοδοι	Titman and Wessels, 1988; Rajan and Zingales, 1995; Bevan and Danbolt, 2002; Titman and Tsyplakov, 2007; Ramalho and Silva, 2009; Omran and Pointon, 2009; Chang et al., 2009; Sabiwalsky, 2010;

Από τη στιγμή που προσδιορίσαμε τη μορφή των οικονομετρικών δεδομένων και της μεθόδου που θα εφαρμόσουμε, μπορούμε να προβούμε στην εξειδίκευση του οικονομετρικού μας μοντέλου. Όπως προαναφέραμε η δανειακή επιβάρυνση των επιχειρήσεων εξαρτάται από συγκεκριμένους παράγοντες. Άρα έχουμε την σχέση:

$$Lev = f \text{ Size, growth, Lnage, Tang, Pr of, Ntax, Liq} \quad (1)$$

Το στατικό μας μοντέλο διαμορφώνεται ως ακολούθως:

$$Lev_{it} = \beta_o + \beta X'_{it} + a_i + e_{it} \quad (2)$$

όπου, β = μήτρα σταθερών συντελεστών και X'_{it} =μήτρα ανεξάρτητων μεταβλητών. Βασιζόμενοι στις εξεταζόμενες μεταβλητές που αναλύθηκαν παραπάνω, προκύπτει η κατώτερο εξίσωση:

$$Lev_{it} = \beta_0 + \beta_1 SIZE_{it} + \beta_2 TANG_{it} + \beta_3 PROF_{it} + \beta_4 NTAX_{it} + \beta_5 GROW_{it} + \beta_6 LIQ_{it} + \beta_7 LNAGE_{it} + a_i + e_{it} \quad (3)$$

όπου, $e_{it} = v_i + u_{it}$ και v_i ισούται με τις απαρατήρητες επιδράσεις ενώ, ο παράγοντας u_{it} αποτελεί τον διαταρακτικό όρο και ο παράγοντας a_i ισούται με τυχαίες ή μη μεταβλητές που περιορίζουν την ετερογένεια.

Για να μπορέσουμε να καταλήξουμε στην υιοθέτηση ενός μοντέλου σταθερών ή τυχαίων επιδράσεων, οφείλουμε να πραγματοποιήσουμε τον έλεγχο Hausman. Η μηδενική υπόθεση του Hausman test επικεντρώνεται στην μη συσχέτιση των ερμηνευτικών μεταβλητών και των απαρατήρητων επιδράσεων. Η μη αποδοχή της μηδενικής υπόθεσης, μας υποδηλώνει την ανάπτυξη ενός μοντέλου σταθερών επιδράσεων, όπου υπάρχει συσχέτιση μεταξύ ανεξάρτητων μεταβλητών και απαρατήρητων επιδράσεων και αντίθετα. Απαραίτητοι επίσης κρίνονται και οι έλεγχοι Wald και Wooldridge test, οι οποίοι θα αναδείξουν την σημαντικότητα ολόκληρου του μοντέλου μας, καθώς θα αποκλείσουν το ενδεχόμενο ύπαρξης αυτοσυσχέτισης και ετεροσκεδαστικότητας. Εάν παρουσιαστούν τα αναφερόμενα προβλήματα, τότε θα χρησιμοποιηθεί ο εκτιμητής ελαχίστων τετραγώνων (FGLS), (Arvanitis et al., 2012). Τα αποτελέσματα των ανωτέρω ελέγχων και η ερμηνεία τους παρουσιάζονται στο κεφάλαιο 4.

Όπως αναφέραμε, ένα από τα σημαντικότερα προβλήματα των οικονομετρικών υποδειγμάτων είναι η ενδογένεια, η οποία από τους περισσότερους ερευνητές αντιμετωπίζεται μέσω υποδειγμάτων σταθερών ή τυχαίων επιδράσεων. Για το λόγο αυτό, ακολουθώντας τα βήματα παλαιότερων εμπειρικών μελετών, (Arellano and Bond, 1991; Serrasqueiro and Nunes, 2009; Maghyreh, 2005; Gaud et al., 2005; Miguel and Pindado, 2001; Chakraborty, 2010; Serrasqueiro and Rogao, 2009), θα εφαρμόσουμε δυναμικά οικονομετρικά υποδείγματα, με στόχο την αποφυγή μεροληπτικών εκτιμήσεων. Συγκεκριμένα, πολλοί ερευνητές έχουν αναφέρει ότι, ο δυναμικός δείκτης δανειακής επιβάρυνσης εξαρτάται από ορισμένα επιχειρησιακά χαρακτηριστικά, δίνοντας δυναμική διάσταση στην κεφαλαιακή διάρθρωση των επιχειρήσεων, (Shyam-Sunder et Myers, 1999; Miguel et Pindado, 2001; Ozkan, 2001; Fama et French, 2002; Gaud et al., 2005). Με βάση την παραπάνω πρόταση και περιλαμβάνοντας τα μη παρατηρούμενα επιχειρησιακά στοιχεία (η_i), τα οποία θεωρούνται σταθερά για κάθε επιχείρηση (i) στο χρόνο (t), προκύπτει η κάτωθι σχέση:

$$y_{it} = a + \sum_s \kappa_s y_{it-s} + \beta_i X_{it} + \eta_i + \varepsilon_{it}; \quad s = 1, \dots, p \quad (4)$$

Όπου, y_{it} είναι ο δείκτης δανειακής επιβάρυνσης, β = μήτρα σταθερών συντελεστών, δεδομένου της ιστορικότητας της δανειακής επιβάρυνσης, X_{it} =μήτρα ανεξάρτητων μεταβλητών, ε_{it} ο διαταρακτικός όρος, ενώ στο υπόδειγμα περιλαμβάνονται και οι χρονικές υστερήσεις της εξαρτημένης μεταβλητής της δανειακής επιβάρυνσης.

Πριν την τελική επιλογή του δυναμικού οικονομετρικού υποδείγματος, πρέπει να καθορίσουμε τον αριθμό των υστερήσεων που θα περιλάβουμε στον δείκτη δανειακής επιβάρυνσης που έχει τεθεί ως ερμηνευτική μεταβλητή. Σύμφωνα με τους Arvanitis et al. (2012), εάν δεν καταφέρουμε να περιλάβουμε τις επαρκείς επιδράσεις του παρελθόντος στο μοντέλο μας, τότε υπάρχει πιθανότητα μη σωστού προσδιορισμού του υποδείγματος. Για να μπορέσουμε να προσδιορίσουμε τον επαρκή αριθμό των υστερήσεων, εκτιμήσαμε μία παλινδρόμηση με πέντε χρονικές υστερήσεις και καταλήξαμε στην στατιστική σημαντικότητα των δύο χρονικών υστερήσεων του δείκτη της δανειακής επιβάρυνσης. Παράλληλα, διαπιστώσαμε μέσω της εκτίμησης υποδειγμάτων κατά επίπεδα με την μέθοδο των ελαχίστων τετραγώνων ότι, οι μεταβλητές, μέγεθος, ηλικία και ρευστότητα συνδέονται με την παρελθούσα δανειακή επιβάρυνση και αποτελούν ενδογενείς μεταβλητές. Άρα οι μεταβλητές της ανάπτυξης, των υλικών περιουσιακών στοιχείων, της κερδοφορίας και των φορολογικών πλεονεκτημάτων δεν αποτελούν ενδογενείς μεταβλητές. Τα αποτελέσματα παρουσιάζονται αναλυτικότερα στο παράρτημα της παρούσης εργασίας. Αναλογιζόμενοι τα ανωτέρω καταλήξαμε στην εκτίμηση του υποδείγματος

$$Lev_{it} = a_1 + \kappa_1 Lev_{it-1} + \kappa_2 Lev_{it-2} + \beta_1 Size_{it} + \beta_2 Grow_{it} + \beta_3 \ln Age_{it} + \beta_4 Tang_{it} + \beta_5 Prof_{it} + \beta_6 Ntax_{it} + \beta_7 Liq_{it} + \eta_i + \varepsilon_{it} \quad (5)$$

Για την εκτίμηση του ανωτέρου υποδείγματος θα χρησιμοποιήσουμε την Γενικευμένη Μέθοδο των Ροπών των πρώτων διαφορών σε ένα και δύο στάδια, (GMM) και την Γενικευμένη Μέθοδο των Ροπών συστήματος εξισώσεων, (GMM in-system). Η τελευταία μέθοδος μας παρέχει πιο ισχυρά αποτελέσματα. Πριν προχωρήσουμε στην εφαρμογή των δύο μεθόδων οι Arellano et Bond, 1991 προτείνουν την διεξαγωγή τεστ αυτοσυσχέτισης και έλεγχου για την απουσία της συσχέτισης μεταξύ του

διαταρακτικού όρου και των βοηθητικών μεταβλητών. Ο έλεγχος αυτός δύναται να γίνει, μέσω του Sargan ή Hansen Test. Για τον έλεγχο της εξωγένειας των μεταβλητών θα χρησιμοποιήσουμε το difference-in Hansen-test. Τα αποτελέσματα των ανωτέρω ελέγχων και η ερμηνεία τους, παρουσιάζονται στο κεφάλαιο 4. Παρακάτω ακολουθεί η ερμηνεία των προαναφερόμενων μεταβλητών.

Πίνακας 3.3.6: Ερμηνεία μεταβλητών

Μεταβλητές	Ονομασία Μεταβλητών	Ορισμός Μεταβλητών
Δείκτης Δανειακής Επιβάρυνσης	LEV _{i,t}	Σύνολο δανεισμού προς σύνολο ενεργητικού
Μέγεθος	SIZE _{i,t}	Λογαριθμός Πωλήσεων
Υλικά περιουσιακά στοιχεία	TANG _{i,t}	Υλικά Περιουσιακά στοιχεία και Αποθέματα προς το σύνολο του ενεργητικού.
Κερδοφορία	PROF _{i,t}	EBITDA προς το σύνολο του ενεργητικού.
Φορολογικά πλεονεκτήματα άλλων πηγών	NTAX _{i,t}	Αποσβέσεις προς το σύνολο του ενεργητικού.
Ανάπτυξη	GROW _{i,t}	Ποσοστιαία μεταβολή του συνόλου του ενεργητικού
Ρευστότητα	LIQ _{i,t}	Κυκλοφορούν ενεργητικό μείον αποθέματα προς τις Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις.
Ηλικία	LNAGE _{i,t}	Λογάριθμος ετών λειτουργίας

3.4 ΠΗΓΕΣ ΔΕΔΟΜΕΝΩΝ ΚΑΙ ΠΕΡΙΓΡΑΦΗ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ

Η ανά χείρας μελέτη, βασίζεται σε οικονομικά δεδομένα εκφρασμένα σε ευρώ, τα οποία συγκεντρώθηκαν από τους ισολογισμούς και τις καταστάσεις αποτελεσμάτων χρήσης, που δημοσιεύτηκαν κατά την 31 Δεκεμβρίου του κάθε εξεταζόμενου έτους, 32 εισηγμένων Ευρωπαϊκών ναυτιλιακών επιχειρήσεων. Για την διεξαγωγή της εμπειρικής ανάλυσης, χρησιμοποιήθηκαν δευτερογενή οικονομικά δεδομένα επιχειρήσεων στο χρόνο και στη συνέχεια και για τους σκοπούς της έρευνας, δημιουργήθηκε μια βάση δεδομένων πανελ. Τα στοιχεία της έρευνας, αντλήθηκαν από την βάση δεδομένων Reuters/Thomson One και συγκεκριμένα από την βάση Worldscope, (επιλέχτηκαν οι εταιρείες με SIC: 4412). Η εν λόγω βάση, περιλαμβάνει οικονομικές και χρηματοοικονομικές πληροφορίες για πλήθος εταιρειών ανά τον

κόσμο. Οι μεταβλητές που αναφέρθηκαν ανωτέρω, εξετάστηκαν για την χρονική περίοδο 2005 έως και 2010.

Σε αυτό το σημείο οφείλουμε να τονίσουμε ότι, η εξεταζόμενη χρονική περίοδος, πρέπει να είναι τουλάχιστον συνεχής εξαετία καθώς, σύμφωνα με τους Arellano and Bond (1991), είναι απαραίτητο στοιχείο για την πρόγνωση δευτέρου βαθμού αυτοσυσχέτισης. Τα δεδομένα αφορούν επιχειρήσεις, που δραστηριοποιούνται στον κλάδο της ναυτιλίας, εκτελώντας θαλάσσιες μεταφορές εμπορευμάτων (ποντοπόρος ναυτιλία). Οι εξεταζόμενες εταιρείες, δραστηριοποιούνται όλες σε Ευρωπαϊκές χώρες και πιο συγκεκριμένα στην Νορβηγία, Δανία, Ελλάδα, Βέλγιο, Σουηδία, Ιταλία, Φιλανδία, Μεγάλη Βρετανία, Λιθουανία, και Λετονία. Η ανάλυση των εταιρειών ανά χώρα εμφανίζεται στον κάτωθι πίνακα:

Πίνακας 3.4.1: Σύνθεση Δείγματος

Χώρα προέλευσης των Ευρωπαϊκών Ναυτιλιακών επιχειρήσεων	Αριθμός επιχειρήσεων	Δομή δείγματος (%)
Νορβηγία	11	34.40
Δανία	6	18.75
Ελλάδα	6	18.75
Αγγλία	2	6.25
Σουηδία	2	6.25
Λιθουανία	1	3.12
Λετονία	1	3.12
Βέλγιο	1	3.12
Φιλανδία	1	3.12
Ιταλία	1	3.12
Σύνολα	32	100,00

Από το αρχικό δείγμα το οποίο ανερχόταν στις 60 εταιρείες, εξαιρέθηκαν οι ναυτιλιακές εταιρείες χαρτοφυλακίου, οι εταιρείες που εκτός από θαλάσσιες μεταφορές, δραστηριοποιούνται σε μεταφορές μέσω τρένων ή αεροπλάνων και κατέχουν παράλληλα ιδιόκτητες αποθήκες άλλα και οι ακτοπλοϊκές εταιρείες. Συνοπτικά το δείγμα μας περιορίζεται ως κάτωθι:

Πίνακας 3.4.2: Τελικό εξεταζόμενο δείγμα και εξαιρούμενες εταιρείες

Αριθμός εταιρειών αρχικού δείγματος	60
Εξαιρούμενες εταιρείες	28
Τελικό εξεταζόμενο δείγμα	32

Σύμφωνα με τα παραπάνω στοιχεία, το δείγμα ορίζεται σε 32 επιχειρήσεις που θα εξεταστούν, την χρονική περίοδο 2005 έως και 2010. Αποτέλεσμα τούτου, η δημιουργία ενός πάνελ δεδομένων, με 192 παρατηρήσεις ($32 \times 6 = 192$). Πριν προχωρήσουμε στην ανάλυση των δεδομένων και των αποτελεσμάτων των προτεινόμενων μοντέλων, σκόπιμη θεωρούμε την παράθεση των κυριότερων κλαδικών στοιχείων του τομέα της Ναυτιλίας, ο οποίος ουσιαστικά θα αποτελέσει το αντικείμενο της μελέτης μας.

3.5 ΚΛΑΔΙΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ

3.5.1 ΠΟΝΤΟΠΟΡΟΣ ΝΑΥΤΙΛΙΑ

Η παγκόσμια οικονομική ανάπτυξη και η συνεχώς αυξανόμενη ζήτηση των καταναλωτών για μεταποιημένα αγαθά, συντέλεσε στην αύξηση του διεθνούς εμπορίου. Στο γεγονός αυτό, συνέβαλε η συμφωνία Bretton Woods το 1944, διαδραματίζοντας καθοριστικό ρόλο στον εμπορικό τομέα. Ένας από τους πιο προσοδοφόρους τρόπους μεταφοράς, είναι η μεταφορά μέσω θαλάσσης. Οι λόγοι για τους οποίους οι θαλάσσιες μεταφορές εμφανίζουν περισσότερα πλεονεκτήματα, απ' ό,τι οι άλλοι τρόποι μεταφοράς, ποικίλουν. Ενδεικτικά αναφέρουμε, την απελευθέρωση των αγορών, την επίτευξη μεταφοράς μεγάλων φορτίων γρήγορα, με μικρό κόστος και την μεταφορά ευπαθών προϊόντων μέσω κατάλληλων πλοίων, (Λεκαράκου and Παπασπύρου, 2001). Αποτέλεσμα της ζήτησης για θαλάσσιες μεταφορές, είναι η αύξηση της ναυτιλίας, με απώτερο στόχο την ικανοποίηση των αναγκών των καταναλωτών, (Alizadeh and Nomikos, 2009; Sjoqvist and Sorocka, 2011). Παρ' όλο τις αυξανόμενες ανάγκες για μεταφορές και την ανάκαμψη του εμπορίου κατά το 2010, υπάρχει έντονη ανησυχία για την εξέλιξη του κλάδου τόσο το 2011 όσο και το 2012, σύμφωνα με τη μελέτη της PwC (2012). Η πορεία όμως του κλάδου της Ναυτιλίας στην Ευρώπη δεν ξεκίνησε τόσο δυσοίωνα.

Συγκεκριμένα, την δεκαετία του 1960 αρχίζουν να διαφαίνονται οι πρώτες καινοτομίες στον τομέα της Ναυτιλίας. Η μεγαλύτερη τεχνολογική ανακάλυψη, η οποία επηρέασε τον κλάδο, είναι η κατασκευή πλοίων για χύδην φορτίο, (Stopford, 1997). Οι μεταφορές χύδην αγαθών, γίνονται πλέον οικονομικότερες και γρηγορότερες μέσω θαλάσσης καθώς, ολοένα και περισσότερες καινοτομίες διαφαίνονται στο προσκήνιο, όπως η αποδοτικότερη κατασκευή μηχανών, τα γρηγορότερα και μεγαλύτερα πλοία, (Stopford, 1997). Οι αναφερόμενοι παράγοντες, ουσιαστικά

αποτελέσαν το εναρκτήριο έναυσμα για την ανάπτυξη του κλάδου της μεταφοράς αγαθών μέσω θαλάσσης, όχι μόνο στην Ευρώπη αλλά και παγκόσμια. Η ναυτιλία παρουσιάζει ανοδική πορεία έως το 1970, όπου η πρώτη κρίση κάνει την εμφάνιση της, (Thanopoulou, 1998). Η αύξηση των τιμών του πετρελαίου κατά το 1973, σε συνδυασμό με την εισαγωγή ξένων ναυτιλιακών εταιρειών στην Ευρωπαϊκή αγορά, επηρέασαν αρνητικά την ζήτηση των Ευρωπαϊκών ναυτιλιακών εταιρειών, δυσχεραίνοντας ολοένα και περισσότερο την κατάσταση, (Thanopoulou, 1998).

Μετά το 1973, οι κυβερνήσεις των περισσότερων χωρών όπου αναπτύσσεται ο κλάδος της ναυτιλίας, λαμβάνουν απευθείας μέτρα, κυρίως μέσω χρηματοδοτικών προγραμμάτων, με στόχο την ανάκαμψη του κλάδου. Δυστυχώς, η ανάκαμψη εμφάνισε τα πρώτα της σημάδια, από το 1987 και μετά, (Thanopoulou, 1998). Στον πίνακα που ακολουθεί, εμφανίζονται οι τόνοι των βασικών αγαθών που μεταφέρονται μέσω θαλάσσης, από την δεκαετία του 1970 έως και το 2010. Ξεκάθαρα διακρίνεται, η ανάκαμψή του κλάδου από το 1990 και μετά, ενώ από το έτος 2008 έως και το 2009 εμφανίζεται μικρή μείωση, η οποία προφανώς οφείλεται, στην κρίση του 2008 των Ηνωμένων Πολιτειών της Αμερικής, που επεκτάθηκε στον υπόλοιπο κόσμο και υφίσταται έως και σήμερα.

Πίνακας 3.5.1.1: Η Ανάπτυξη του διεθνούς εμπορίου σε εκατομμύρια μεταφερόμενους τόνους

Χρόνος	Πετρέλαιο	Δεξαμενόπλοια	Φορτία container	Συνολικά
1970	1.442	448	676	2.566
1980	1.871	796	1.037	3.704
1990	1.755	968	1.285	4.008
2000	2.163	1.288	2.533	5.984
2006	2.698	1.836	3.166	7.700
2007	2.747	1.957	3.330	8.034
2008	2.742	2.059	3.428	8.229
2009	2.642	2.094	3.122	7.858
2010	2.752	2.333	3.323	8.408

Πηγή: UNCTAD (2012)

Από τα ανωτέρω συνάγεται ότι, η οικονομική ανάπτυξη είναι άμεσα συνδεδεμένη με την βιομηχανική ανάπτυξη, το εμπόριο και την θαλάσσια μεταφορά. Η πετρελαϊκή κρίση, επηρέασε άμεσα τον κλάδο της ναυτιλίας καθώς και τους ρυθμούς ανάπτυξης αρκετών χωρών. Εάν επιστήσουμε την προσοχή μας, στην οικονομική ανάπτυξη της Ευρωπαϊκής Ένωσης από το 1991 έως και σήμερα, διαπιστώνουμε την ανοδική της πορεία, με εξαίρεση τα έτη 2008 και 2009, (Συνδιάσκεψη για το εμπόριο

και την ανάπτυξη (Unctad, 2012), όπου η παγκόσμια οικονομία συγκλονίστηκε από την “βαθύτερη κρίση που υπήρξε από τον δεύτερο παγκόσμιο πόλεμο και μετά” , (Blanchard et al., 2010). Η έναρξη της κρίσης, σηματοδοτήθηκε στις Ηνωμένες Πολιτείες της Αμερικής αλλά δεν άργησε να επεκταθεί και στην Ευρώπη. Σύμφωνα με στοιχεία της Unctad (2012), τους ίδιους ρυθμούς με την Ευρωπαϊκή οικονομική ανάπτυξη, ακολουθεί το εμπόριο στην Ευρωπαϊκή Ένωση. Συγκεκριμένα παρατηρήθηκε, πτώση τόσο των εξαγωγών όσο και των εισαγωγών από το 2008 στο 2009, ενώ οι διεθνείς θαλάσσιες μεταφορές ακολουθούν την ίδια πορεία, (Unctad, 2012). Τα ανωτέρω εμφανίζονται στους πίνακες που ακολουθούν.

Πίνακας 3.5.1.2: Οικονομική Ανάπτυξη στην Ευρωπαϊκή Ένωση (ετήσια μεταβολή)

Περιοχή	1991 – 2004 (Μέσος Όρος)	2007	2008	2009	2010	2011
Ευρωπαϊκή Ένωση	2.3	3.0	0.5	-4.2	1.8	1.9

Πηγή: UNCTAD (2012)

Πίνακας 3.5.1.3: Ανάπτυξη του εμπορίου στην Ευρωπαϊκή Ένωση (ετήσια μεταβολή)

Εξαγωγές			Περιοχή	Εισαγωγές		
2008	2009	2010		2008	2009	2010
2.9	-14.7	18.2	Ευρωπαϊκή Ένωση	1.4	-14.8	14.1

Πηγή: UNCTAD (2012)

Ενώ, οι ρυθμοί ανάπτυξης παρουσιάζουν μικρή αύξουσα μεταβολή από το 2010 στο 2011, ακόμα και τότε, η Ευρώπη διαδραματίζει καθοριστικό ρόλο στο παγκόσμιο εμπόριο. Σύμφωνα με μελέτη της UNCTAD (2012), τον Ιανουάριο του 2011, βρίσκεται στην τρίτη θέση των περιοχών που αποτελούν σημεία φόρτωσης των εμπορευμάτων, μετά την Ασία και την Αμερική και στην δεύτερη θέση των σημείων όπου εκφορτώνονται εμπορεύματα, ακριβώς μετά την Ασία. Τα ανωτέρω απεικονίζονται αναλυτικότερα στον πίνακα που ακολουθεί.

Πίνακας 3.5.1.4: Το θαλάσσιο εμπόριο σε ποσοστιαίο μερίδιο φόρτωσης και εκφόρτωσης αγαθών σε τόνους ανά ήπειρο

	Ασία	Αμερική	Ευρώπη	Ωκεανία	Αφρική
Φόρτωση Εμπορευμάτων	40	21	19	11	9
Εκφόρτωση Εμπορευμάτων	55	16	23	1	5

Πηγή: UNCTAD (2012)

Αδιαμφισβήτητα, ένας από τους λόγους που οι Ευρωπαϊκές χώρες κατέχουν την συγκεκριμένη θέση, είναι ο όγκος του στόλου τους, ο οποίος κρίνεται αρκετά μεγάλος, τόσο σε αριθμό πλοίων όσο και σε χωρητικότητα. Αναλυτικότερα, όσο αφορά τον

αριθμό των πλοίων, η Νορβηγία προηγείτο με σύνολο 1.995 πλοίων, ακολουθεί το Ηνωμένο Βασίλειο με 1938 πλοία, η Ιταλία με 1.649 πλοία και η Ελλάδα με 1.433 πλοία, (UNCTAD, 2012). Τα αναφερόμενα απεικονίζονται στον πίνακα που ακολουθεί:

Πίνακας 3.5.1.5: Εμπορικός στόλος Ευρωπαϊκών χωρών κατά την 1^η Ιανουαρίου 2011 σε αριθμό πλοίων

Χώρα	Συνολικός Στόλος	Πετρελαιοφόρα	Δεξαμενόπλοια	Cargo	Container Ships	Πλοία άλλου τύπου
Βέλγιο	245	14	22	20	4	185
Δανία	987	159	6	119	93	610
Εσθονία	113	5	0	5	0	103
Φιλανδία	275	13	1	82	3	176
Γαλλία	799	51	6	55	25	662
Γερμανία	931	41	7	92	293	498
Ελλάδα	1.433	429	267	105	32	600
Ιρλανδία	233	2	0	35	1	195
Ιταλία	1.649	250	89	141	21	1.148
Λετονία	140	7	0	8	0	125
Λιθουανία	15	1	0	44	1	69
Λουξεμβούργο	133	17	2	14	10	90
Νορβηγία	1.995	179	62	379	1	1374
Πορτογαλία	464	23	7	59	7	368
Σουηδία	488	43	8	88	0	349
Ηνωμένο Βασίλειο	1.938	170	39	340	216	1.173

Πηγή: UNCTAD (2012)

Εάν εξετάσουμε το ζήτημα από την πλευρά της Ολικής Χωρητικότητας του στόλου της κάθε χώρας, θα διαπιστώσουμε ότι η ιεραρχία των χωρών αλλάζει. Σύμφωνα με στοιχεία της UNCTAD (2012), κατά τον Ιανουάριο του 2011, η Ελλάδα βρίσκεται πρώτη στην Ευρωπαϊκή κατάταξη, με στόλο πλοίων συνολικής ολικής χωρητικότητας 40.795. Ακολουθεί το Ηνωμένο Βασίλειο με πλοία 18.542 ΟΧ, η Ιταλία με πλοία 17.044 ΟΧ και στην τέταρτη θέση βρίσκεται η Νορβηγία με πλοία 16.529 ΟΧ. Τα αναφερόμενα απεικονίζονται στον πίνακα που ακολουθεί.

Πίνακας 3.5.1.6: Εμπορικός στόλος Ευρωπαϊκών χωρών κατά την 1^η Ιανουαρίου 2011 σε Ολική Χωρητικότητα

Χώρα	Συνολικός Στόλος	Πετρελαιοφόρα	Δεξαμενόπλοια	Cargo	Container Ships	Πλοία άλλου τύπου
Βέλγιο	4.501	1.010	1.585	203	99	1.603
Δανία	12.259	3.517	215	414	6.557	1.556
Εσθονία	375	8	0	11	0	356
Φιλανδία	1.450	364	4	474	29	581
Γαλλία	6.668	2.704	181	154	1.833	1.796
Γερμανία	15.283	366	418	434	13.335	729

Χώρα	Συνολικός Στόλος	Πετρελαιοφόρα	Δεξαμενόπλοια	Cargo	Container Ships	Πλοία άλλου τύπου
Ελλάδα	40.795	23.437	12.683	288	2.169	2.264
Ιρλανδία	218	13	0	129	5	71
Ιταλία	17.044	5.164	3.468	2.638	949	4.825
Λετονία	264	48	0	23	0	193
Λιθουανία	418	1	0	213	10	194
Λουξεμβούργο	1030	132	51	253	207	387
Νορβηγία	16.529	5.012	2.389	4.174	5	4.948
Πορτογαλία	1.225	360	51	310	57	448
Σουηδία	3.561	221	26	2.045	0	1.269
Ηνωμένο Βασίλειο	18.542	1.683	1.512	3.462	8.981	2.904

Πηγή: UNCTAD (2012)

Εκτός των ανώτερο, ένα σημαντικό στοιχείο το οποίο διαδραματίζει καθοριστικό ρόλο στην ανάπτυξη της ναυτιλίας σε κάθε χώρα, κρίνεται η δυνατότητα «φιλοξενίας» των εμπορευματοκιβωτίων στο κάθε λιμάνι. Προβάδισμα, κατά το έτος 2009, έχει το Ηνωμένο Βασίλειο, με συνολική «παραγωγή εμπορευματοκιβωτίων» 13.280.552 TEU, ακολουθεί το Βέλγιο, το οποίο δεν πρέπει να ξεχνάμε ότι κατέχει το δεύτερο μεγαλύτερο λιμάνι της Ευρώπης, με 9.701.494 TEU, ενώ την Τρίτη θέση κατέχει η Ιταλία με 7.185.963 TEU, (UNCTAD, 2012). Τα αναφερόμενα απεικονίζονται καλύτερα στον πίνακα που ακολουθεί.

Πίνακας 3.5.1.7: «Φιλοξενία» εμπορευματοκιβωτίων σε Ευρωπαϊκά λιμάνια κατά τα έτη 2008 και 2009 σε TEU

Χώρα	2008	2009
Βέλγιο	10.937.134	9.701.494
Δανία	740.682	621.546
Εσθονία	180.927	130.939
Φιλανδία	1.605.442	1.113.253
Γαλλία	4.671.989	4.490.583
Γερμανία	17.178.075	13.280.552
Ελλάδα	672.522	493.076
Ιρλανδία	1.043.744	817.305
Ιταλία	10.530.214	9.532.462
Λετονία	225.467	184.399
Λιθουανία	373.263	247.982
Νορβηγία	331.054	318.924
Πορτογαλία	1.297.402	1.233.482
Σουηδία	1.298.778	1.251.424
Ηνωμένο Βασίλειο	7.185.963	6.700.362

Πηγή: UNCTAD (2012)

3.5.2 ΕΥΡΩΠΑΙΚΗ ΑΚΤΟΠΛΟΙΑ

Η μεγαλύτερη αλλαγή στον τομέα της Ευρωπαϊκής ακτοπλοΐας, διαδραματίστηκε τον Δεκέμβριο του 1992, όπου ψηφίστηκε ο κανονισμός της Ευρωπαϊκής Ένωσης για τερματισμό των πρακτικών καμποτάζ και εφαρμογή των

κανόνων ελεύθερης κυκλοφορίας στις θαλάσσιες μεταφορές. Η Πορτογαλία, η Γαλλία, η Ιταλία και η Ελλάδα, είχαν εξαιρεθεί από την άμεση εφαρμογή του κανονισμού, ενώ η τελευταία χώρα από τις προαναφερόμενες, όρισε ως ημερομηνία εφαρμογής του, την 1^η Νοεμβρίου 2002, (XRTC, 2007). Κύριος στόχος του κανονισμού είναι, η παροχή ποιοτικότερων υπηρεσιών προς τους ταξιδιώτες των ενδομεταφορών στην Ευρωπαϊκή Ένωση, μέσω της απελευθέρωσης των ναύλων των γραμμών και τις ενίσχυσης των συνθηκών υγιούς ανταγωνισμού, στις περιοχές της Βαλτικής, της Βόρειας θάλασσας και της Μεσογείου, (XRTC, 2007).

Οι σημαντικότερες περιοχές δραστηριοποίησης της Ευρωπαϊκής ναυτιλίας κρίνονται η Βαλτική, η Βόρεια θάλασσα και η μεσόγειος. Αναλυτικότερα, σύμφωνα με μελέτη της XRTC (2007), στην περιοχή της Βαλτικής υπάρχουν 34 γεωγραφικά διαμερίσματα με 71 εταιρείες σε 169 γραμμές. Το 33% των εταιρειών, χρησιμοποιεί στρατηγικές διαφοροποίησης από τις λοιπές εταιρείες. Στην Βόρεια θάλασσα συναντάμε 20 γεωγραφικά διαμερίσματα με 81 εταιρείες, οι οποίες δραστηριοποιούνται σε 182 γραμμές και το 24% από αυτές εφαρμόζουν στρατηγικές διαφοροποίησης. Τέλος, η μεγαλύτερη κίνηση κυρίως εξαιτίας του χαρακτήρα της περιοχής, ύπαρξη αρχιπελάγων, εμφανίζεται στην Μεσόγειο, με 37 γεωγραφικά διαμερίσματα, στα οποία δραστηριοποιούνται 131 εταιρείες σε 354 γραμμές, (XRTC, 2007). Το 39% των εταιριών που δραστηριοποιούνται στην περιοχή της Μεσογείου, προσπαθούν να εφαρμόσουν στρατηγικές διαφοροποίησης από τις λοιπές εταιρείες με σκοπό την αύξηση του ανταγωνισμού. Τα ανωτέρω εμφανίζονται στον πίνακα που ακολουθεί.

Πίνακας 3.5.2.1: Χαρακτηριστικά Περιοχών Βαλτικής-Βορείου Θάλασσας-Μεσογείου

Περιοχή	Γεωγραφικά Διαμερίσματα	Αριθμός εταιρειών	Πλήθος Γραμμών	Στρατηγικές διαφοροποίησης
Βαλτική	34	71	169	33%
Βόρεια Θάλασσα	20	81	182	24%
Μεσόγειος	37	131	354	39%

Πηγή: XRTC, 2007

Επικεντρώνοντας το ενδιαφέρον μας στη Μεσόγειο, η οποία αποτελεί και την μεγαλύτερη περιοχή δραστηριοποίησης της ακτοπλοΐας στην Ευρώπη, βρισκόμαστε αντιμέτωποι με τρεις μεγάλες αγορές. Την αγορά της Ισπανίας, της Γαλλίας και της Ελλάδος, (XRTC, 2007). Η Ελληνική αγορά περιλαμβάνει επτά γεωγραφικά διαμερίσματα, 58 εταιρείες, με δραστηριοποίηση σε 84 γραμμές. Από τις 58 εταιρείες, το 24% κρατάει ψηλά το επίπεδο διαφοροποίησης στρατηγικής. Ακολουθεί η Ισπανία

με τρία γεωγραφικά διαμερίσματα, 12 εταιρείες και 36 γραμμές ενώ, το 12% των εταιρειών εφαρμόζει στρατηγικές διαφοροποίησης. Τέλος, βρίσκουμε την νότιο Γαλλία, με ένα γεωγραφικό διαμέρισμα, 12 εταιρείες και τριάντα έξι γραμμές. Το 58% των εταιρειών εφαρμόζει στρατηγικές διαφοροποίησης. Σε αυτό το σημείο θα πρέπει να τονιστεί, η ιδιομορφία της Ελλάδος, που προκύπτει από την ύπαρξη άγονων γραμμών και πλήθους νησιών. Τα ανωτέρω εμφανίζονται στον πίνακα που ακολουθεί.

Πίνακας 3.5.2.2: Χαρακτηριστικά αγορών Ελλάδας-Ισπανίας-Ν.Γαλλίας

Περιοχή	Γεωγραφικά Διαμερίσματα	Αριθμός εταιρειών	Πλήθος Γραμμών	Στρατηγικές διαφοροποίησης
Ελλάδα	7	58	84	24
Ισπανία	3	12	36	14
Νότια Γαλλία	1	3	16	58

Πηγή: XRTC, 2007

Την τελευταία τριετία, κυρίως εξαιτίας τις παγκόσμιας οικονομικής ύφεσης και της αύξησης της τιμής του πετρελαίου, η αβεβαιότητα που πλήττει τον κλάδο της ακτοπλοΐας έχει επιδεινωθεί αρκετά στο σύνολο των Ευρωπαϊκών χωρών. Τα μέτρα περικοπής δημοσίων δαπανών στην Ισπανία, Πορτογαλία, Ιταλία, Ιρλανδία, Γερμανία, Γαλλία, Δανία, Πολωνία και το Ηνωμένο Βασίλειο, βραχυπρόθεσμα αναμένεται να οδηγήσουν σε μείωση της αγοραστικής δύναμης, που θα επιφέρει μείωση της επιβατικής κίνησης, προερχόμενη τόσο από τον τουρισμό, όσο και από την εμπορευματική δραστηριότητα, (XRTC, 2009). Παράλληλα, το σύνολο των μεταφορών έχει επηρεαστεί εκτός από τον παράγοντα του πετρελαίου, από την πτώση της ζήτησης και από τις συναλλαγματικές ισοτιμίες, με αποτέλεσμα την πτώση των ναύλων σε διάφορους τομείς της ναυτιλίας και της ακτοπλοΐας.

Ιδιαίτερα, στην περίπτωση της Ελλάδος, παρατηρείται μείωση της κίνησης των επιβατών από το 2006 έως και σήμερα, (XRTC, 2011). Όσο αφορά τον δανεισμό, γίνεται προσπάθεια μείωσης του από το 2005, είτε με την πώληση παγίων στοιχείων, είτε με την αναδιάρθρωσή δανείων. Οι κυριότεροι λόγοι που οδήγησαν στην αναδιάρθρωση ήταν, η πτώση των αξιών των πλοίων και η πτωτική τάση της κερδοφορίας των εταιρειών, (XRTC, 2009). Ο τραπεζικός δανεισμός πλέον δεν είναι εύκολη υπόθεση, τουλάχιστον για τις μικρομεσαίες ναυτιλιακές επιχειρήσεις. Επιπλέον, το μεγαλύτερο μέρος των Ελληνικών ναυτιλιακών επιχειρήσεων, εμφανίζουν ζημιές κατά το 2011 γεγονός που επιδεινώνει ακόμα περισσότερο την υπάρχουσα

κατάσταση. Με μηδενική ανάπτυξη για το 2012, οι Ελληνικές ακτοπλοϊκές εταιρείες προσπαθούν να βρουν την στρατηγική ιδανικής διάρθρωσης των κεφαλαίων τους.

3.5.3 *ΝΑΥΤΙΛΙΑ ΚΑΙ ΕΥΡΩΠΗ*

Εάν επικεντρώσουμε το ενδιαφέρον μας, στις σπουδαιότερες από τις εξεταζόμενες Ευρωπαϊκές χώρες, θα διαπιστώσουμε τις διαφορετικές συνθήκες που επικρατούν σε αυτές. Αναλυτικότερα, μία από τις μεγαλύτερες σε ναυτιλιακή ανάπτυξη χώρες, κρίνεται η Νορβηγία. Από το 1973 έως και σήμερα, η ναυτιλία στην Νορβηγία έχει υποστεί αρκετά πλήγματα, κυρίως από τον ανταγωνισμό που ασκούν οι ασιατικές χώρες, (Jensen, 2003). Παρ' όλα αυτά, κρίνεται μία χώρα, που έχει εκμεταλλευτεί στο μέγιστο βαθμό την τοποθεσία της, η οποία σε συνδυασμό με το ευνοϊκό φορολογικό σύστημα και το εξειδικευμένο εργατικό δυναμικό της, έχει καταφέρει να παίζει κρίσιμο ρόλο στις παγκόσμιες μεταφορές και την οικονομική ανάπτυξη, από τα μέσα του 19^{ου} αιώνα και μετά, (Lorange, 2007). Η Νορβηγία πλέον, κατέχει την τέταρτη θέση στην παγκόσμια κατάταξη των χωρών που δραστηριοποιούνται στην ναυτιλία και ελέγχει το 10% του παγκόσμιου ναυτιλιακού στόλου, (Jensen, 2003). Άξιο συζήτησης είναι, το φορολογικό σύστημα το οποίο διέπει τις ναυτιλιακές εταιρείες και πρόσφατα (2007) υπέστη μεταρρυθμίσεις, (PWC, 2009).

Συγκεκριμένα, από το 1996 έως το 2007 τα κέρδη από την ναυτιλία δεν φορολογούταν, εκτός και εάν γινόταν διανομή μερισμάτων, (PWC, 2009), στοιχείο το οποίο ωθούσε τις ναυτιλιακές εταιρείες στην παρακράτηση κερδών και κατά συνέπεια, στην χρηματοδότηση των δραστηριοτήτων τους από τα παρακρατηθέντα κέρδη. Στόχος του συγκεκριμένου φορολογικού συστήματος ήταν, η ανάπτυξη της ανταγωνιστικότητας του κλάδου. Οι εταιρείες που επέλεξαν τον συγκεκριμένο τρόπο φορολόγησης, απλά πλήρωναν έναν ετήσιο φόρο ανάλογα με την χωρητικότητα του στόλου που κατείχαν, (PWC, 2009). Από το 2007 και μετά, η Νορβηγική κυβέρνηση αποφάσισε να εναρμονίσει το φορολογικό της σύστημα με το Ευρωπαϊκό. Η μόνη εξαίρεση είναι ότι, το εισόδημα από την ναυτιλία απαλλάσσεται της φορολογίας σε μόνιμη βάση, ενώ ο ειδικός φόρος παραμένει. Μοναδικός περιορισμός για την παροχή της φοροαπαλλαγής, είναι η κατοχή συγκεκριμένων στοιχείων στο ενεργητικό, ενώ δεν επιτρέπεται η ύπαρξη εισοδήματος από άλλες δραστηριότητες, (PWC, 2009). Το φορολογικό σύστημα της Νορβηγίας, αποδεικνύει ένας από στους σημαντικότερους συντελεστές, που καθόρισαν την ανάπτυξη της ναυτιλίας.

Ιδανικός τόπος εγκατάστασης τοποθεσία για τις ναυτιλιακές επιχειρήσεις, εκτός την Νορβηγία κρίνεται και το Βέλγιο, (PWC, 2009). Δεν πρέπει να ξεχνάμε, ότι το λιμάνι του Βελγίου είναι το δεύτερο μεγαλύτερο στην Ευρώπη και ένα από τα δέκα μεγαλύτερα στον κόσμο. Παρ' όλα αυτά, οι ναυτιλιακές εταιρείες απέφευγαν την αγορά του Βελγίου, κυρίως εξαιτίας του δυσμενούς φορολογικού συστήματος. Την τελευταία δεκαετία το κλίμα άλλαξε, εισάγοντας συγκεκριμένες φορολογικές απαλλαγές ενώ, η μείωση του φορολογικού συντελεστή στον κλάδο της ναυτιλίας, αναμένεται να πραγματοποιηθεί έως το 2012, (PWC, 2009). Εξίσου σημαντικός ανταγωνιστής του Βελγίου κρίνεται η Κύπρος. Αρκετοί επαγγελματίες, την χαρακτηρίζουν ως το ιδανικό κέντρο για την ίδρυση και λειτουργία ναυτιλιακών επιχειρήσεων, (PWC, 2009) κυρίως εξαιτίας των φορολογικών πλεονεκτημάτων που προσφέρει και της ραγδαίας οικονομικής ανάπτυξης που είχε τα τελευταία χρόνια. Η Κυπριακή κυβέρνηση, στρέφοντας το ενδιαφέρον της στην ναυτιλία ίδρυσε το τμήμα εμπορικής ναυτιλίας, το οποίο προσφέρει υπηρεσίες στον συγκεκριμένο κλάδο, υποδεικνύοντας την στενή σχέση μεταξύ κυβέρνησης και ναυτιλιακής κοινωνίας, (PWC, 2009; Lloyds, 2011).

Μία από τις πιο αναπτυσσόμενες χώρες τα τελευταία 20 χρόνια, εκτός την Κύπρο, είναι η Γαλλία. Αποτελώντας μία από τις μεγαλύτερες οικονομικές δυνάμεις της Ευρώπης, έχει προσελκύσει αρκετές ναυτιλιακές εταιρείες, (PWC, 2009). Πέντε από τα σημαντικότερα δεκαπέντε λιμάνια της Ευρώπης, βρίσκονται στην Γαλλία Αναλυτικότερα συναντάμε, το τρίτο μεγαλύτερο λιμάνι της Ευρώπης, το λιμάνι της Μασσαλίας, ενώ το Dunkirk διαχειρίζεται 47,56 δισεκατομμύρια τόνους εμπορευμάτων ετησίως, (PWC, 2009). Ακολουθώντας τους διεθνείς κανονισμούς διασφάλισης ποιότητας, η Γαλλία προσφέρει ασφάλεια στις ναυτιλιακές εταιρείες, απλούστευση των γραφειοκρατικών διαδικασιών που περιβάλλουν τον ναυτιλιακό τομέα και ποικίλα φορολογικά πλεονεκτήματα, (PWC, 2009). Εκτός της Γαλλίας και η Γερμανία, παρέχει αρκετά φορολογικά πλεονεκτήματα, προσελκύοντας ολοένα και περισσότερες ναυτιλιακές επιχειρήσεις, δίδοντας την επιλογή φορολόγησης των πραγματοποιηθέντων κερδών ή της φορολόγησης ανάλογα με την χωρητικότητα του στόλου, (PWC, 2009).

Την σημαντικότερη όμως θέση στον κλάδο της ναυτιλίας στην Ευρώπη κατέχει η Ελλάδα. Η ανάπτυξη του κλάδου, ξεκίνησε από την μεταπολεμική περίοδο και μετά, (Νιζάμη et Παπασπύρου, 2001). Η χωρητικότητα των Ελληνικών και Ελληνικής

ιδιοκτησίας εμπορικών πλοίων το 1991 αγγίζει τα 48,9 εκατομμύρια κόρους, εμφανίζοντας από εκεί και έπειτα, καθοδική πορεία, (Νιζάμη and Παπασπύρου, 2001). Οι σημαντικότεροι παράγοντες που θεωρούνται υπεύθυνοι για την ανάπτυξη του κλάδου είναι, η γεωγραφική θέση της χώρας, η πολιτική κινήτρων που καθιέρωσαν οι Ελληνικές κυβερνήσεις, η ανάπτυξη των θαλάσσιων μεταφορών από τον Β' παγκόσμιο πόλεμο και μετά, το ειδικευμένο εργατικό δυναμικό και τέλος, η σύνδεση του ναυτιλιακού κεφαλαίου με το διεθνές τραπεζικό κεφάλαιο, κυρίως εξαιτίας της δανειοδότησης των ναυτιλιακών επιχειρήσεων, (Νιζάμη and Παπασπύρου, 2001). Για να γίνει αντιληπτή η θέση της Ελλάδας στην παγκόσμια ναυτιλία, ενδεικτικά αναφέρουμε ότι κατέχει, το 16% του παγκόσμιου ναυτιλιακού στόλου και το 21,5% των δεξαμενόπλοιων και των φορτηγών πλοίων, παγκόσμια, (PWC, 2009). Είναι μία από τις λίγες χώρες σε όλο τον κόσμο, που έχει υπουργείο Εμπορικής Ναυτιλίας, διαιρεμένο σε 27 ξεχωριστές διευθύνσεις, (PWC, 2009). Το μόνο μελανό σημείο στον τομέα της ναυτιλίας στην Ελλάδα κρίνεται, η αποκοπή του εμπορικού στόλου από τα μεγάλα Ελληνικά ναυπηγεία. Εναλλακτικά, προτιμούνται τα μικρά ναυπηγεία για αποφυγή του υψηλού κόστους, (Νιζάμη and Παπασπύρου, 2001). Σε αντίθεση με την Ελλάδα, η Ιρλανδία δεν φημίζεται για τα ναυτιλιακά της «κατορθώματα». Τόσο η γεωγραφική της θέση, όσο και το γεγονός ότι δεν υπάρχει ιδιαίτερη φορολογική νομοθεσία για τις επιχειρήσεις που δραστηριοποιούνται στην ναυτιλία, συντέλεσαν στην μη κινητικότητα του κλάδου. Ωστόσο, μικρή άνοδος εμφανίζεται από το 2003 και μετά, όπου το φορολογικό πλαίσιο που διέπει την ναυτιλία, βελτιώθηκε αρκετά, (PWC, 2009).

Η γεωγραφική θέση, η οποία όπως αναφέραμε παραπάνω, αποτελεί προσδιοριστικό παράγοντα για την ανάπτυξη της ναυτιλίας, βοήθησε και στην περίπτωση της Ιταλίας. Η Ιταλία, δραστηριοποιείται στον τομέα των θαλάσσιων μεταφορών αρκετούς αιώνες καθώς, λαμβάνει την στήριξη των εκάστοτε κυβερνήσεων, είτε μέσω χρηματοδοτικών προγραμμάτων, ή τα τελευταία χρόνια μέσω της ιδιαίτερης φορολογικής μεταχείρισης, (Unctad, 2012; PWC, 2009). Παράλληλα με την Ιταλία, το Λουξεμβούργο αποτελεί μία από τις πιο ανταγωνιστικές χώρες στην Ευρώπη. Για άλλη μία φορά, η καλή γεωγραφική θέση, το εξειδικευμένο εργατικό δυναμικό και το σταθερό φορολογικό σύστημα, συντελούν στην θεαματική ανάπτυξη του κλάδου, (PWC, 2009; Lloyds, 2011). Σε αντίθεση με τις αναφερόμενες χώρες, η Πορτογαλία είναι η μοναδική χώρα στην Ευρώπη, η οποία έχει επιστήσει την προσοχή της, στην

παροχή υψηλής ποιότητας μεταφορών, με αποτέλεσμα την άνοδο του κλάδου από το 2006 και μετά, (PWC, 2009; Lloyds, 2011). Τέλος, μία ακόμα από τις εξεταζόμενες χώρες, η οποία κατέχει εξέχουσα θέση στην Ευρωπαϊκή ναυτιλία κρίνεται το Ηνωμένο Βασίλειο. Το Ηνωμένο Βασίλειο, δεν φημίζεται τόσο για τον όγκο του στόλου του και την παροχή μεταφορικών υπηρεσιών μέσω θαλάσσης αλλά, για τις υπηρεσίες που παρέχει παράλληλα με τις μεταφορές, οι οποίες αρχίζουν από την μεσιτεία, τις χρηματοοικονομικές υπηρεσίες και επεκτείνονται σε άλλες νομικές παροχές, που προσφέρονται στους ιδιοκτήτες πλοίων. Δικαίως η πόλη του Λονδίνου, έχει χαρακτηριστεί ως το ναυτιλιακό κεφάλαιο του κόσμου, (PWC, 2009; Lloyds, 2011).

Η ανάπτυξη της ναυτιλίας σε αρκετές από τις αναφερόμενες χώρες, οφείλεται στην ύπαρξη δεύτερου νηολόγιου, εξαιρουμένου του Εθνικού τους, (Lloyds, 2011). Οι θυγατρικές σημαίες ευκολίας ή αλλιώς το δεύτερο νηολόγιο, έχει την δυνατότητα να παρέχει φορολογικές ελαφρύνσεις, λιγότερες απαιτήσεις σε ειδικευμένο προσωπικό και ελαστικότερους κανόνες ασφαλείας. Οι χώρες της Ευρώπης που κατέχουν δεύτερο νηολόγιο είναι, η Δανία, η Γαλλία, η Φιλανδία, η Ισπανία, η Πορτογαλία, η Ολλανδία και η Νορβηγία, (Lloyds, 2011). Εν αντιθέσει, η Αυστρία, το Βέλγιο, η Ελλάδα και η Ιρλανδία, έχουν το Εθνικό τους νηολόγιο. Συγκεκριμένα για την Ελλάδα, οφείλουμε να αναφέρουμε ότι, υφίστανται αρκετά πλοία Ελληνικής ιδιοκτησίας με ξένη σημαία, οι λόγοι για την στροφή προς τις ξένες σημαίες είναι κυρίως τα οικονομικά οφέλη που αποφέρουν. Η συγκεκριμένη τάση άρχισε να διαφαίνεται, από το 1950 όπου το 50% των πλοίων παγκοσμίως, ήταν Ελληνική ιδιοκτησίας με ξένη σημαία, ο λόγος για το συγκεκριμένο φαινόμενο έγκειται στην ανασφάλεια που υπήρχε, κατά την μεταπολεμική περίοδο, (Lloyds, 2011).

Το στοιχείο που άμεσα μας ενδιαφέρει, εκτός την πορεία της ναυτιλίας σε κάθε χώρα, είναι η χρηματοδότηση των αναφερόμενων επιχειρήσεων, καθώς κύριο χαρακτηριστικό τους αποτελεί, το αυξημένο κεφάλαιο που προκύπτει από την ένταση του ενεργητικού τους. Ιδιαίτερα το 2011, οι τράπεζες της Ευρωζώνης δύσκολα χρηματοδοτούν την ναυτιλία, κυρίως εξαιτίας των αβέβαιων οικονομικών συνθηκών, (Lloyds, 2011). Εκ τούτου, οι δανειακές συμβάσεις περιλαμβάνουν αυστηρότερες ρήτρες και οι τράπεζες συνήθως χρηματοδοτούν την υπάρχουσα πελατεία τους. Εκτός από τον δανεισμό μέσω χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων και οι υπόλοιπες πηγές χρηματοδότησης, όπως η έκδοση ομολογιών από τις επιχειρήσεις ή η αύξηση μετοχικού

κεφαλαίου, εμφανίζονται περιορισμένες, κυρίως διότι τα κέρδη των ναυτιλιακών επιχειρήσεων ολοένα και συρρικνώνονται, (PWC, 2009). Οι αναφερόμενες συνθήκες αναμένεται να επικρατήσουν και κατά την διάρκεια του 2012, καθότι οι βασικότερες τράπεζες που χρηματοδοτούν παγκόσμια τον κλάδο της ναυτιλίας, βρίσκονται στην Ευρώπη, (Lloyds, 2011). Αποτέλεσμα των ανωτέρω, αποτελεί η τάση των ναυτιλιακών επιχειρήσεων για εξασφάλιση της περιουσίας τους από την χρεοκοπία καθώς, τόσο οι τιμές των πλοίων όσο και τα κέρδη τους, μειώνονται συνεχώς, (Lloyds, 2011).

Ενδεικτικά αναφέρουμε ότι, το πρώτο εξάμηνο του 2011, ο δανεισμός σε ναυτιλιακές επιχειρήσεις έφτασε τα 28.3 εκατομμύρια δολάρια, από 95 διαπραγματεύσεις, εν αντίθεση, το πρώτο εξάμηνο του 2010, βρισκόταν στο επίπεδο των 48.6 εκατομμυρίων δολαρίων, (Lloyds, 2011). Σύμφωνα με τα ανωτέρω, αντιλαμβανόμαστε ότι, το ζήτημα της κεφαλαιακής διάρθρωσης των ναυτιλιακών επιχειρήσεων είναι πιο επίκαιρο από ποτέ. Στο κεφάλαιο που ακολουθεί, παρουσιάζεται η ανάλυση των δεδομένων και αποτελεσμάτων που έχουν προκύψει, από την στατική και δυναμική προσέγγιση της κεφαλαιακής διάρθρωσης των ναυτιλιακών επιχειρήσεων, που δραστηριοποιούνται σε χώρες της Ευρώπης.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4: ΑΝΑΛΥΣΗ ΔΕΔΟΜΕΝΩΝ ΚΑΙ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ

Στόχος του συγκεκριμένου κεφαλαίου είναι, η αναλυτική παρουσίαση των περιγραφικών στατιστικών, των οικονομετρικών αποτελεσμάτων και των ευρημάτων που προήλθαν από την ανά χείρας έρευνα. Αναλυτικότερα, θα ακολουθήσει, στατιστική ανάλυση του δείγματος, σύγκριση των στατικών και δυναμικών οικονομετρικών μεθόδων, συζήτηση των αποτελεσμάτων ενώ, στο τέλος θα παραταθούν τα οριστικά συμπεράσματα.

4.1 ΠΕΡΙΓΡΑΦΙΚΑ ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΑ

Στον πίνακα που ακολουθεί παρατίθενται τα περιγραφικά στατιστικά των μεταβλητών του δείγματος που επιλέξαμε για την διεξαγωγή της έρευνας μας. Αναλυτικότερα:

Πίνακας 4.1.1: Περιγραφικά στατιστικά

Μεταβλητές	CV	Mean	Std. Dev.	Min	Max
Lev _{i,t}	0.3735	0.4354	0.1626	0.0065	0.8608
Size _{i,t}	0.3433	5.1662	1.7737	1.1241	10.6531
Grow _{i,t}	12.9713	1.4610	18.9510	-3.3481	262.6288
Lnage _{i,t}	0.2857	3.6837	1.0526	0.6931	5.0173
Tang _{i,t}	0.2136	0.7790	0.1664	0.1028	1.1886
Prof _{i,t}	0.9320	0.1143	0.1065	-0.3598	0.5425
Ntax _{i,t}	0.7955	0.1988	0.1581	0.0036	1.0352
Liq _{i,t}	1.0750	1.2760	1.3716	0.0068	10.7838

Κατά μέσο όρο και σύμφωνα με τον δείκτη δανειακής επιβάρυνσης το 43,54% των στοιχείων του ενεργητικού των ναυτιλιακών επιχειρήσεων χρηματοδοτήθηκε από δανεισμό. Παράλληλα, έντονη είναι η παρουσία των υλικών παγίων που αγγίζει κατά μέσο όρο το 77,90% του συνόλου του ενεργητικού, τονίζοντας την σημαντικότητα του μακροχρόνιου δανεισμού. Παρ' όλα αυτά, μόνο το 19,88% του ενεργητικού υπόκειται σε αποσβέσεις. Το ποσοστό αυτό κρίνεται ιδιαίτερα χαμηλό καθώς, το μεγαλύτερο μέρος των παγίων στοιχείων του ενεργητικού αποτελούν τα πλοία που υπόκεινται σε μακροχρόνιες αποσβέσεις. Το φαινόμενο αυτό μπορεί να ερμηνευθεί από τις συχνές αγοροπωλησίες που πραγματοποιούνται στον ναυτιλιακό κλάδο, (Apergis and Sorros, 2009) και ουσιαστικά δεν αφήνουν περιθώρια πλήρους απόσβεσης των παγίων στοιχείων. Εξίσου αξιοσημείωτος είναι ο δείκτης ρευστότητας, ο οποίος έχει μέσο όρο 1,27 τονίζοντας την έγκαιρη εκπλήρωση των υποχρεώσεων των εταιρειών.

Στον επόμενο πίνακα, εμφανίζονται οι συντελεστές συσχέτισης μεταξύ δανειακής επιβάρυνσης και των ανεξάρτητων μεταβλητών. Από τα αποτελέσματα του πίνακα διαπιστώνουμε ότι, δεν υπάρχει πρόβλημα πολυσυγγραμικότητας, γεγονός που έρχεται να επαληθεύσει τον συντελεστή διόγκωσης της διακύμανσης (VIF) που παρουσιάζεται στον πίνακα 4.2.1 (Mean VIF=1.47 < 10).

Πίνακας 4.1.2: Πίνακας συσχέτισης συντελεστών δανειακής επιβάρυνσης και ανεξάρτητων μεταβλητών

Variables	Lev _{i,t}	Size _{i,t}	Grow _{i,t}	Lnage _{i,t}	Tang _{i,t}	Prof _{i,t}	Ntax _{i,t}	Liq _{i,t}
Lev _{i,t}	1							
Size _{i,t}	-0.1586*	1						
Grow _{i,t}	-0.088	0.0083	1					
Lnage _{i,t}	-0.0575	0.5649*	0.066	1				
Tang _{i,t}	0.2005*	-0.2226*	0.0554	-0.3573*	1			
Prof _{i,t}	-0.3546*	0.3530*	0.0069	0.2014*	-0.1413	1		
Ntax _{i,t}	0.118	0.1451*	-0.0372	0.1866*	0.088	-0.0624	1	
Liq _{i,t}	-0.3679*	0.0838	0.5052*	0.2685*	-0.2468*	0.2774*	-0.1415	1

Σημείωση: * p < 0.05

4.2 ΣΥΓΚΡΙΤΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ ΣΤΑΤΙΚΩΝ ΟΙΚΟΝΟΜΕΤΡΙΚΩΝ ΥΠΟΔΕΙΓΜΑΤΩΝ ΚΑΙ ΜΕΘΟΔΩΝ

Πριν προχωρήσουμε στην ανάλυση και σύγκριση των δεδομένων που προκύπτουν από την χρήση στατικών οικονομετρικών υποδειγμάτων, οφείλουμε να προβούμε στους απαραίτητους ελέγχους, για να διασφαλίσουμε την συνέπεια των αποτελεσμάτων μας. Όπως φαίνεται στον πίνακα 4.2.1 η διεξαγωγή του ελέγχου Hausman, υποδεικνύει την μη αποδοχή της μηδενικής υπόθεσης και την αποδοχή του υποδείγματος των σταθερών επιδράσεων, όπου υπάρχει συσχέτιση μεταξύ ανεξάρτητων μεταβλητών και των παρατηρήσιμων επιδράσεων ($\text{Chi}^2(7)=22.52$; $\text{Prob}>\text{Chi}^2= 0.0021$). Παράλληλα, σύμφωνα με τον έλεγχο του Pesarans δεν υφίσταται χρονική διαστρωματική συσχέτιση (στον ίδιο χρόνο) (Pesarans test = -0.616; Pr = 0.5381) αλλά τόσο ο έλεγχος του Wald όσο και του Wooldridge υποδεικνύουν την παρουσία ετεροσκεδαστικότητας (Modified Wald test: $\text{chi}^2(32)=14541.91$; $\text{Prob}>\text{chi}^2 = 0.000$) και πρώτου βαθμού αυτοσυσχέτισης (Wooldridge test: $F(1,31) = 20.260$; $\text{Prob} > F = 0.0001$) αντίστοιχα. Εξαιτίας των αναφερόμενων προβλημάτων, προβαίνουμε στην επανεκτίμηση του υποδείγματος μας, με την εφικτή γενικευμένη μέθοδο των ελαχίστων τετραγώνων (FGLS estimator), ο οποίος προϋποθέτει την ύπαρξη ετεροσκεδαστικότητας και πρώτου βαθμού αυτοσυσχέτισης στο προς εκτίμηση υπόδειγμα. Αναλυτικότερα, τα αποτελέσματα των ελέγχων και των οικονομετρικών μεθόδων εμφανίζονται στον κάτωθι πίνακα.

Πίνακας 4.2.1: Αποτελέσματα στατικών οικονομετρικών μεθόδων

	Fixed-effect	Random-effect	FGLS
Size	-0.0107 (-0.68)	-0.0086 (-0.69)	-0.0111 ^a (-1.87)
Grow	0.0002 (0.75)	0.0003 (1.03)	-0.0001 (-0.17)
Lnage	0.0250 (0.20)	0.0230 (0.88)	0.0222 (1.60)
Tang	0.3960 ^{**} (3.30)	0.2800 [*] (2.16)	0.2920 ^{***} (4.79)
Prof	-0.1950 (-0.96)	-0.2510 (-1.29)	-0.3770 ^{***} (-4.98)
Ntax	-0.0847 (-0.99)	-0.0625 (-0.72)	-0.0260 (-0.55)
Liq	0.0079 (0.76)	-0.0065 (-0.51)	-0.0101 (-1.12)
_cons	0.1190 (0.26)	0.2250 (1.42)	0.2500 ^{**} (3.10)
N	192	192	192
R-sq	0.185	0.168	
F & Wald statistics	F(7,31)= 509.25	Wchi2(7)=153.67	Wchi2(7)=86.86
Mean VIF	1.47		
Ramsey Reset test	F(3, 181) = 2.10; Prob > F = 0.1018		
Hausman test	Chi2(7)=22.52; Prob>Chi2= 0.0021		
Pesaran test	-0.616, Pr = 0.5381		
Modified Wald test	chi2(32)=14541.91, Prob>chi2 = 0.000		
Wooldridge test	F(1,31) = 20.260; Prob > F = 0.0001		

Σημείωση: Η μηδενική υπόθεση των ελέγχων που παρατίθενται στον πίνακα, διατυπώνεται ως ακολούθως: 1. Ramsey Reset test «Σωστός προσδιορισμός υποδείγματος», 2. Wald tests «μη-σημαντικότητα του συνόλου των ανεξάρτητων μεταβλητών», 3. F-test «μη-σημαντικότητα του συνόλου των εκτιμώμενων μεταβλητών», 4. Hausman test « Οι ανεξάρτητες μεταβλητές και οι παρατηρήσιμες επιδράσεις δεν συσχετίζονται», 5. Pesaran test "μη στασιμότητα μεταβλητών", 6. Modified Wald test «παρουσία ετεροσκεδαστικότητας», 7. Wooldridge test «δεν υφίσταται πρώτος βαθμός αυτοσυσχέτισης». Το t-statistics παρουσιάζονται σε παρένθεση. ^a p<0.1, ^{*} p<0.05, ^{**} p<0.01, ^{***} p<0.001.

Στο υπόδειγμα σταθερών επιδράσεων, ο μόνο στατιστικά σημαντικός παράγοντας είναι τα υλικά περιουσιακά στοιχεία, υποδεικνύοντας την θετική τους σχέση με τον δείκτη δανειακής επιβάρυνσης. Εάν στρέψουμε την προσοχή μας στον εκτιμητή FGLS, διαπιστώνουμε ότι η μεταβλητή της ηλικίας, της κερδοφορίας και τα υλικά περιουσιακά στοιχεία παρουσιάζονται στατιστικά σημαντικά. Συγκεκριμένα, οι δύο πρώτες μεταβλητές εμφανίζουν αρνητική σχέση με το δείκτη δανειακής επιβάρυνσης, ενώ τα υλικά περιουσιακά στοιχεία θετική σχέση με την εξαρτημένη μεταβλητή. Στο υπόδειγμα σταθερών επιδράσεων, τονίζεται η αρνητική σχέση των μη στατιστικά σημαντικών παραγόντων, του μεγέθους των επιχειρήσεων και της κερδοφορίας με τον δείκτη δανειακής επιβάρυνσης, εύρημα το οποίο έρχεται σε αντίθεση με τα αποτελέσματα του εκτιμητή FGLS, όπου οι συγκεκριμένες μεταβλητές παρουσιάζονται στατιστικά σημαντικές. Οι παράγοντες της ανάπτυξης και της

ρευστότητας, ενώ στο μοντέλο σταθερών επιδράσεων σχετίζονται θετικά με τον δείκτη δανειακής επιβάρυνσης, στον εκτιμητή FGLS αναδεικνύεται η αρνητική τους σχέση. Παρ' όλα αυτά και στις δύο περιπτώσεις είναι μη στατιστικά σημαντικές. Όσο αφορά τον παράγοντα της ηλικίας των επιχειρήσεων και του φορολογικού πλεονεκτήματος από άλλες πηγές, εμφανίζονται μη στατιστικά σημαντικοί τόσο στο υπόδειγμα σταθερών επιδράσεων όσο και στην εφικτή μέθοδο ελαχίστων τετραγώνων (FGLS).

Συγκρίνοντας τα αποτελέσματα των δύο μεθόδων, διαπιστώνουμε την διαφορετικότητα των ευρημάτων τους, τόσο στα πρόσημα των εξεταζόμενων μεταβλητών, όσο και στην στατιστική τους σημαντικότητα. Η ετεροσκεδαστικότητα και ο πρώτος βαθμός αυτοσυσχέτισης που εντοπίζεται στο υπόδειγμα σταθερών επιδράσεων, λειτουργεί ως κατασταλτικός παράγοντας για την ανάδειξη των μεταβλητών που επηρεάζουν την κεφαλαιακή διάρθρωση των επιχειρήσεων. Για το λόγο αυτό χρησιμοποιήθηκε ο εκτιμητής FGLS, δίνοντας ακριβέστερα αποτελέσματα, ενώ την δυναμική διάσταση της κεφαλαιακή διάρθρωσης των επιχειρήσεων, αναλαμβάνουν να αναδείξουν οι δυναμικές οικονομετρικές μέθοδοι που ακολουθούν.

4.3 ΣΥΓΚΡΙΤΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ ΔΥΝΑΜΙΚΩΝ ΟΙΚΟΝΟΜΕΤΡΙΚΩΝ ΜΕΘΟΔΩΝ.

Για την δυναμική προσέγγιση της κεφαλαιακής διάρθρωσης των επιχειρήσεων, το υπόδειγμα 5 εκτιμήθηκε με την γενικευμένη μέθοδο των ροπών των πρώτων διαφορών σε ένα και δύο στάδια (One-step diff. GMM και Two step diff. GMM) καθώς και με την γενικευμένη μέθοδο των ροπών συστήματος σε δύο στάδια, (Two-step sys. GMM). Εξαιτίας του υψηλού βαθμού αυτοσυσχέτισης πρώτου βαθμού και του μικρού αριθμού των ετών (6), η γενικευμένη μέθοδο των ροπών συστήματος σε δύο στάδια θεωρείται καταλληλότερη από αυτές των διαφορών σε ένα και δύο στάδια. Παρόλα αυτά, στον πίνακα 4.3.1 παρουσιάζονται και οι τρεις μέθοδοι. Πριν την παράθεση των αποτελεσμάτων που προέρχονται από τους δυναμικούς οικονομετρικούς μεθόδους, οφείλουμε να προβούμε στην διεξαγωγή των απαραίτητων ελέγχων, ώστε να διασφαλίσουμε ισχυρότερα αποτελέσματα. Συγκεκριμένα, για να διασφαλιστεί η αποτελεσματικότητα των βοηθητικών μεταβλητών που χρησιμοποιήσαμε, οφείλουμε να εξασφαλίσουμε την απουσία του δευτέρου βαθμού αυτοσυσχέτισης. Τα αποτελέσματα του ελέγχου που παρουσιάζεται στον πίνακα 4.3.1, επαληθεύουν την απουσία δεύτερου βαθμού αυτοσυσχέτισης (το AR(1) εμφανίζει p-value 0.334 και το AR(2) εμφανίζει p-

value 0.249). Παράλληλα, απαραίτητος κρίνεται ο έλεγχος της απουσίας της συσχέτισης μεταξύ του διαταρακτικού όρου και των βοηθητικών μεταβλητών. Ο έλεγχος αυτός δύναται να γίνει, μέσω του Sargan ή/και του Hansen Test. Τα αποτελέσματα των ελέγχων (για τον έλεγχο Hansen παρουσιάζεται p-value 0.235, για τον έλεγχο Sargan παρουσιάζεται p-value 0.380), υποδεικνύουν την αποτελεσματικότητα των χρησιμοποιούμενων βοηθητικών μεταβλητών. Τέλος, ο έλεγχος difference-in-Hansen (p-value 0.554), επιβεβαιώνει την εξωγένεια του υποσυνόλου των βοηθητικών μεταβλητών. Στον πίνακα που ακολουθεί παρουσιάζονται τα αποτελέσματα των δυναμικών οικονομετρικών μεθόδων.

Πίνακας 4.3.1: Αποτελέσματα δυναμικών οικονομετρικών μεθόδων

	One-step diff. GMM	Two-step diff. GMM	Two-step sys. GMM
Size	-0.0396 (-0.58)	0.0109 (0.20)	-0.0078 (-0.41)
Grow	-0.0003* (-2.07)	-0.0003 (-1.43)	-0.0002 (-0.49)
Lnage	-0.2890 (-1.16)	-0.3840 (-1.59)	0.0243 (1.12)
Tang	0.4680** (3.04)	0.4920* (2.48)	0.1710 (1.25)
Prof	-0.1870 (-0.73)	-0.3810 (-1.51)	-0.3650 ^a (-1.72)
Ntax	0.1330* (2.11)	0.1080 (1.49)	0.0997 ^a (1.89)
Liq	0.0392 ^a (1.94)	0.0421 (1.48)	-0.0027 (-0.17)
L.lev	0.0431 (0.23)	0.1150 (0.57)	0.2210 (0.93)
L2.lev	0.2630 (0.84)	0.0943 (0.37)	0.4910 (1.50)
constant			-0.0301 (-0.25)
N	96	96	128
F & Wald statistics	F(9,32) = 11.57	F(9,32) = 25.92	F(9,31) = 27.47
Arellano-Bond test for AR(1) (p-value)	(0.166)	(0.316)	(0.334)
Arellano-Bond test for AR(2) (p-value)	(0.522)	(0.771)	(0.249)
Sargan test of over-identification (p-value)	(0.609)	(0.609)	(0.380)
Hansen test of over-identification (p-value)	(0.683)	(0.683)	(0.235)
Difference-in-Hansen tests of exogeneity (p-value)	(0.683)	(0.683)	(0.554)

Σημείωση: 1. F-test «μη-σημαντικότητα του συνόλου των εκτιμώμενων μεταβλητών». 2. Sargan test «the over-identifying validity of restrictions». Το t-statistics παρουσιάζονται σε παρένθεση. ^a p<0.1, * p<0.05, ** p<0.01, *** p<0.001.

Παρατηρώντας τα αποτελέσματα των εκτιμήσεων, διαπιστώνουμε ότι χρησιμοποιώντας την μέθοδο εκτίμησης One-step diff. GMM, προκύπτει η στατιστικά σημαντική αρνητική σχέση της ανάπτυξης με τον δείκτη δανειακής επιβάρυνσης. Αντίθετα, στην GMM in system η συγκεκριμένη μεταβλητή παρουσιάζεται μη στατιστικά σημαντική. Θετική σχέση στην μέθοδο One-step diff. GMM, εντοπίζεται μεταξύ των στατιστικά σημαντικών μεταβλητών, των υλικών περιουσιακών στοιχείων, του φορολογικού πλεονεκτήματος που απορρέει από άλλες πηγές εκτός του δανεισμού, της ρευστότητας και του δείκτη δανειακής επιβάρυνσης. Εν αντιθέσει, στο σύστημα GMM οι μεταβλητές των υλικών περιουσιακών στοιχείων και της ρευστότητας, δεν κρίνονται στατιστικά σημαντικές ενώ, ο παράγοντας του φορολογικού πλεονεκτήματος που απορρέει από άλλες πηγές εκτός του δανεισμού, κρίνεται στατιστικά σημαντική και εμφανίζει θετική σχέση με την εξαρτημένη μεταβλητή. Παράλληλα στην GMM μέθοδο σε ένα και δύο στάδια, η μεταβλητή της κερδοφορίας είναι μη στατιστικά σημαντική. Αντιθέτως, στο σύστημα GMM παρουσιάζεται στατιστικά σημαντική, υποδηλώνοντας την αρνητική σχέση κερδοφορίας και δανεισμού. Τέλος, οι παράγοντες του μεγέθους, της ηλικίας των επιχειρήσεων και των χρονικών υστερήσεων του δείκτη δανειακής επιβάρυνσης κρίνονται μη στατιστικά σημαντικές και στις τρεις μεθόδους.

Από τα ανωτέρω συνάγεται, η διαφορετικότητα των αποτελεσμάτων που προκύπτει από τις δυναμικές οικονομετρικές μεθόδους, όχι τόσο στα πρόσημα των παραγόντων που επηρεάζουν την κεφαλαιακή διάρθρωση των επιχειρήσεων, όσο στην στατιστική τους σημαντικότητα. Ο μικρός αριθμός παρατηρήσεων, αλλά και ο υψηλός βαθμός αυτοσυσχέτισης που παρουσιάζεται στην δυναμική μέθοδο GMM, καθιστά το σύστημα GMM πιο αποτελεσματικό, όσο αφορά την συνέπεια των αποτελεσμάτων. Για τον λόγο αυτό, ο παράγοντας των φορολογικών πλεονεκτημάτων που απορρέει από άλλες πηγές εκτός του δανεισμού, αλλά και η κερδοφορία των επιχειρήσεων δείχνουν να επηρεάζουν την κεφαλαιακή τους διάρθρωση. Στην ενότητα που ακολουθεί, γίνεται συζήτηση των κυριότερων ευρημάτων τόσο μέσω των στατικών υποδειγμάτων, όσο και των δυναμικών οικονομετρικών μεθόδων.

4.4 ΣΥΖΗΤΗΣΗ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ

Μέγεθος επιχειρήσεων

Σύμφωνα με τα αποτελέσματα της έρευνας, ο παράγοντας του μεγέθους των επιχειρήσεων, εμφανίζει αρνητική σχέση με τον δείκτη δανειακής επιβάρυνσης ενώ, παρουσιάζεται ως στατιστικά σημαντική μεταβλητή χρησιμοποιώντας τον εκτιμητή FGLS. Το παρόν εύρημα, καταρρίπτει την υπόθεση H_1 για θετική σχέση μεγέθους και δανεισμού, αναδεικνύοντας την θεωρία ιεράρχησης. Οι μεγαλύτερες επιχειρήσεις, έχουν την δυνατότητα να μειώσουν το πρόβλημα της ασύμμετρης πληροφόρησης διότι, είναι υποχρεωμένες να δημοσιοποιούν τακτικά, οικονομικά στοιχεία και πληροφορίες για την πορεία των δραστηριοτήτων τους. Οι οικονομικοί αναλυτές και οι οίκοι αξιολόγησης τις παρακολουθούν στενά, ενώ παράλληλα υφίστανται τακτικούς ελέγχους τόσο από εσωτερικούς όσο και από εξωτερικούς ελεγκτές. Αποτέλεσμα των αναφερόμενων ενεργειών είναι, η ευκολότερη χρηματοδότηση από τις αγορές κεφαλαίου, παραγκωνίζοντας τον δανεισμό από τα πιστωτικά ιδρύματα. Ιδιαίτερα μετά το κραχ του 2008 και την δημιουργία ενός αβέβαιου και ασταθούς οικονομικού περιβάλλοντος, τα πιστωτικά ιδρύματα εμφανίζονται ολοένα και πιο επιφυλακτικά, ενισχύοντας την τάση των μεγάλων επιχειρήσεων για εύρεση άλλων μορφών χρηματοδότησης εκτός του δανεισμού. Ταυτόχρονα, δεν πρέπει να ξεχνάμε ότι οι τράπεζες, τουλάχιστον τα χρόνια προ της κρίσης, πολλές φορές επέλεξαν να χρηματοδοτήσουν τις μικρότερες επιχειρήσεις, εξαιτίας του υψηλού κόστους συναλλαγών που πετύχαιναν, (Gupta (1969). Το παρόν εύρημα, έρχονται να επαληθεύσουν οι: Kester, 1986; Kim and Sorensen, 1986; Titman and Wessels, 1988; Heshmati, 2001; Bevan and Danbolt, 2004; Chen, 2004; Khalid, 2011.

Ανάπτυξη

Η μεταβλητή της ανάπτυξης των επιχειρήσεων εμφανίζει αρνητική σχέση με τον δείκτη δανειακής επιβάρυνσης, σε όλα τα υποδείγματα και μεθόδους, εκτός του μοντέλου σταθερών επιδράσεων, όπου εμφανίζεται θετική σχέση, αλλά μη στατιστικά σημαντική. Αντιθέτως, στατιστικά σημαντική και αρνητικά συσχετιζόμενη με τον δανεισμό, εμφανίζεται η μεταβλητή της ανάπτυξης κατά την εκτίμηση του δυναμικού υποδείγματος με τις μεθόδους One-step diff. GMM και Two-step diff. GMM. Με το παρόν εύρημα, αποδεχόμαστε την υπόθεση H_5 για αρνητική σχέση μεταξύ του παράγοντα ανάπτυξης των επιχειρήσεων με τον δανεισμό, επαληθεύοντας την θεωρία

εξισορρόπησης. Οι περίοδοι των χρηματοοικονομικών δυσχερειών, όπως η παρούσα που διανύουμε, είναι αρκετά επώδυνες για τις επιχειρήσεις με μεγάλες προοπτικές ανάπτυξης. Αποτέλεσμα τούτου, η μείωση του δανεισμού ώστε να διασφαλίσουν την βιωσιμότητα τους. Παράλληλα, τα πιστωτικά ιδρύματα εμφανίζονται επιφυλακτικά κατά την χρηματοδότηση μεγάλων επενδυτικών έργων, διότι κρίνονται ριψοκίνδυνα και χρονοβόρα. Ταυτόχρονα και ιδιαίτερα πριν την περίοδο της κρίσεως, οι αναπτυσσόμενες επιχειρήσεις δεν είχαν ανάγκη από την πειθαρχία που προσφέρει ο δανεισμός και διακατεχόμενες από την υπερβάλλουσα αισιοδοξία που τους επιφέρουν τα επενδυτικά έργα, υποτιμούν τα ρίσκα που έχουν αναληφθεί, καταφεύγοντας σπανίως στον εξωτερικό δανεισμό. Την αρνητική σχέση μεταξύ δανεισμού και ανάπτυξης έρχονται να επαληθεύσουν οι: Kim and Sorensen, 1986; Titman and Wessels, 1988; Rajan et Zingales, 1995; Heshmati, 2001; Ozkan, 2001; Graham and Harvey, 2001; Fama and French, 2002; Gaud et al., 2005; Maghyreh, 2005; Khalid, 2011

Ηλικία των επιχειρήσεων

Ο παράγοντας της ηλικίας των επιχειρήσεων εμφανίζει θετική σχέση με τον δείκτη δανειακής επιβάρυνσης, κατά την ανάλυση όλων των μεθόδων, εκτός της δυναμικής μεθόδου GMM σε ένα και δύο στάδια, όπου παρουσιάζεται αρνητική σχέση. Παρόλα αυτά, σε κανένα μοντέλο δεν εντοπίζουμε στατιστική σημαντικότητα της μεταβλητής, με αποτέλεσμα να καταλήγουμε στο συμπέρασμα μη επηρεασμού της κεφαλαιακής διάρθρωσης των επιχειρήσεων από την ηλικία τους. Το παρόν εύρημα επαληθεύει η: Serrasqueiro, 2011.

Υλικά περιουσιακά στοιχεία

Η μεταβλητή των υλικών περιουσιακών στοιχείων των επιχειρήσεων εμφανίζει θετική σχέση με τον δείκτη δανειακής επιβάρυνσης, σε όλα τα εξεταζόμενα υποδείγματα. Παράλληλα, παρουσιάζεται ως στατιστικά σημαντική, τόσο στα στατικά μοντέλα όσο και στις δυναμικές μεθόδους, (με εξαίρεση την μέθοδο GMM in system). Το συγκεκριμένο εύρημα, έρχεται να επαληθεύσει την υπόθεση H_2 για θετική σχέση μεταξύ δανεισμού και υλικών παγίων. Η διάρθρωση των περιουσιακών στοιχείων, αποδεικνύεται καθοριστικός παράγοντας επηρεασμού της κεφαλαιακής διάρθρωσης των οικονομικών οντοτήτων. Σύμφωνα με την θεωρία ιεράρχησης και εξισορρόπησης, μπορούν να προσφερθούν ως εγγύηση για την ανάληψη δανείων, με αποτέλεσμα την

μείωση της ασύμμετρης πληροφόρησης. Τα πιστωτικά ιδρύματα, έχοντας ως υποθήκη τα πάγια στοιχεία των επιχειρήσεων μειώνουν τον πιστωτικό κίνδυνο. Ιδιαίτερα για τις ναυτιλιακές εταιρείες, ο πάγιος εξοπλισμός τους καταλαμβάνει το μεγαλύτερο μέρος του συνόλου του ενεργητικού τους, δίνοντας το έναυσμα στα πιστωτικά ιδρύματα για την ευκολότερη χρηματοδότηση τους. Το παρόν εύρημα επιβεβαιώνεται από τους: Titman and Wessels, 1988; Rajan and Zingales, 1995; Booth et al., 2001; Chen, 2004; Gaud et al., 2005; Maghyreh, 2005; Noulas and Genimakis, 2011; Khalid, 2011.

Κερδοφορία

Ο παράγοντας της κερδοφορίας, εμφανίζει αρνητική σχέση με τον δείκτη δανειακής επιβάρυνσης σε όλα τα οικονομετρικά υποδείγματα ενώ, στατιστικά σημαντικός εμφανίζεται κατά την χρήση της μεθόδου FGLS και στην δυναμική μέθοδο GMM in system. Κατά συνέπεια, μπορούμε να απορρίψουμε την υπόθεση H_3 για θετική συσχέτιση του δανεισμού με την κερδοφορία, αναδεικνύοντας την θεωρία ιεράρχησης. Συνήθως οι κερδοφόρες επιχειρήσεις προτιμούν να χρηματοδοτούν τις δραστηριότητες τους πρώτα από τα παρακρατούμενα κέρδη, μετά με έκδοση δανείου και τέλος με την έκδοση κεφαλαίου. Εκ τούτου, προβαίνουν στην χρηματοδότηση των επενδυτικών τους αποφάσεων από τα παρακρατούμενα κέρδη. Ιδιαίτερα στο σημερινό αβέβαιο οικονομικό περιβάλλον, ενισχύεται η συγκεκριμένη τάση, καθώς τα πιστωτικά ιδρύματα δύσκολα προβαίνουν σε δανειοδότηση των επενδυτικών προτάσεων των οικονομικών οντοτήτων. Το παρόν εύρημα έχει επαληθευτεί εμπειρικά από τους: Kester, 1986; Friend and Lang, 1988; Titman and Wessels, 1988; Rajan and Zingales, 1995; Michaelas et al., 1999; Wald, 1999; Booth et al., 2001; Ozkan, 2001; Chen, 2004; Bevan and Danbolt, 2004; Gaud et al., 2005; Maghyreh, 2005; Deari and Deari, 2009; Psilaki and Daskalakis, 2009; Degryse et al., 2010; Khalid, 2011

Φορολογικά πλεονεκτήματα από άλλες πηγές εκτός του δανεισμού

Ο παράγοντας των φορολογικών πλεονεκτημάτων, εμφανίζεται στατιστικά σημαντικός στο δυναμικό υπόδειγμα και τα ευρήματά μας, υποδεικνύουν θετική σχέση με τον δείκτη δανειακής επιβάρυνσης. Εκ τούτου, απορρίπτεται η υπόθεση H_4 για αρνητική σχέση μεταξύ φορολογικών πλεονεκτημάτων που προέρχονται από άλλες πηγές και δανεισμού. Το αποτέλεσμα αυτό, μπορεί να ερμηνευτεί από το ειδικό φορολογικό καθεστώς που υπάγονται οι ναυτιλιακές επιχειρήσεις, όπου έχουν την

ευχέρεια να μην φορολογηθούν μέσω των αποτελεσμάτων τους, άλλα να καταβάλουν τον ειδικό φόρο πλοίων. Το γεγονός αυτό, έχει ως συνέπεια την αδιαφορία για την απεικόνιση της πραγματικής εικόνας των επιχειρήσεων, φαινόμενο το οποίο αντιβαίνει τις λογιστικές αρχές, αλλά δεν μπορούμε να αποκλείσουμε το ενδεχόμενο ύπαρξης του. Παράλληλα, οι ναυτιλιακές επιχειρήσεις προβαίνουν συνεχώς σε αγοροπωλησίες του πάγιου εξοπλισμού τους, με αποτέλεσμα να μην καταφέρνουν να τον αποσβέσουν πλήρως πριν πωληθεί. Τα πλοία που είναι και το κυριότερο στοιχείο των παγίων τους, υπόκειται σε μακροχρόνια απόσβεση, η οποία μπορεί να αγγίζει έως και τα 40 χρόνια. Αντίθετα, η αγορά ενός καινούριου πλοίου προϋποθέτει μεγάλο κεφάλαιο, το οποίο συνήθως προέρχεται από τον δανεισμό ενώ, ο όγκος των αποσβέσεων τα πρώτα χρόνια λειτουργίας του είναι ιδιαίτερα αυξημένος. Το χαμηλό ύψος των αποσβέσεων σε σχέση με τα πάγια στοιχεία που κατέχουν οι ναυτιλιακές εταιρείες, έρχονται να επαληθεύσουν τα περιγραφικά στατιστικά που παραταθήκανε παραπάνω στον πίνακα 4.1.1.

Ρευστότητα

Η ρευστότητα εμφανίζει θετική σχέση με τον δείκτη δανειακής επιβάρυνσης ενώ, κρίνεται στατιστικά σημαντική στην δυναμική μέθοδο GMM σε ένα στάδιο. Το παρόν εύρημα, επαληθεύει την υπόθεση H_6 για θετική σχέση μεταξύ ρευστότητας των επιχειρήσεων και δανεισμού, υποδεικνύοντας την θεωρία εξισορρόπησης. Αναλυτικότερα, οι επιχειρήσεις που παρουσιάζουν υψηλή ρευστότητα, μπορούν πιο εύκολα να ανταποκριθούν στις υποχρεώσεις τους, εκ τούτου οι πιστωτές προβαίνουν στον δανεισμό τους πιο εύκολα. Το συγκεκριμένο εύρημα, επιβεβαιώνεται από τα περιγραφικά χαρακτηριστικά του δείγματος που απεικονίζονται στον πίνακα 4.1.1. Τα αποτελέσματα των περιγραφικών χαρακτηριστικών, υποδηλώνουν ότι κατά μέσο όρο οι επιχειρήσεις εμφανίζουν υπερβάλλουσα ρευστότητα, με αποτέλεσμα την έγκαιρη εκπλήρωση των υποχρεώσεων τους. Σε αυτό το σημείο, πρέπει να λάβουμε υπόψη μας τους επιχειρηματικούς κύκλους της ναυτιλίας, οι οποίοι αποκαλύπτουν την υψηλή διακύμανση της ρευστότητας.

Δυναμικός δείκτης δανειακής επιβάρυνσης

Οι χρονικές υστερήσεις του δείκτη δανειακής επιβάρυνσης εμφανίζονται μη στατιστικά σημαντικές κατά την εκτίμηση του υποδείγματος (5) και με τις τρεις μεθόδους (One-step diff. GMM, Two-step diff. GMM και Two-step system GMM,

υποδεικνύοντας την απουσία ιδανικού – δείκτη στόχου και ουσιαστικά την μη εφαρμογή της θεωρίας εξισορρόπησης, η οποία προϋποθέτει την αξιολόγηση των μειονεκτημάτων και πλεονεκτημάτων του δανεισμού και την εξισορρόπηση σε έναν ιδανικό δείκτη δανειακής επιβάρυνσης. Στον πίνακα που ακολουθεί, εμφανίζονται τα αναμενόμενα αποτελέσματα που οφείλουμε να έχουμε σύμφωνα με την θεωρία εξισορρόπησης και ιεράρχησης, καθώς και τα στατιστικά σημαντικά ευρήματα της παρούσης μελέτης.

Πίνακας 4.4.1: Αναμενόμενα αποτελέσματα και ευρήματα

Παράγοντες	Θεωρία εξισορ/σης	Θεωρία ιεράρχησης	Στατιστικά σημαντικά ευρήματα			
			Fixed-Effects	FGLS	One-step diff. GMM	Two-step sys. GMM
Φορολογικά πλεονεκτήματα που προκύπτουν από άλλες πηγές εκτός δανεισμού	-				+	+
Μέγεθος	+	-		-		
Κερδοφορία	+	-		-		-
Υλικά περιουσιακά στοιχεία	+	+	+	+	+	
Ανάπτυξη	-	+			-	
Ηλικία	+	-				
Ρευστότητα	+	-			+	

Ο ανωτέρω πίνακας συγκεντρώνει τα ευρήματά της έρευνας που διεξήχθη μέσω στατικών και οικονομετρικών υποδειγμάτων. Εάν παρατηρήσουμε τα αποτελέσματα διαπιστώνουμε την διαφορετικότητα των δύο υποδειγμάτων. Συγκεκριμένα, τα στατικά υποδείγματα υποστηρίζουν ότι οι παράγοντες που προσδιορίζουν την κεφαλαιακή διάρθρωση των επιχειρήσεων είναι το μέγεθος, η κερδοφορία και τα υλικά περιουσιακά στοιχεία, επαληθεύοντας την θεωρία ιεράρχησης. Από την άλλη πλευρά τα δυναμικά υποδείγματα και συγκεκριμένα η μέθοδος GMM σε ένα στάδιο, ως παράγοντες προσδιορισμού της κεφαλαιακής διάρθρωσης αναδεικνύει

τα υλικά περιουσιακά στοιχεία, την ανάπτυξη, την ρευστότητα και τα φορολογικά πλεονεκτήματα που προκύπτουν από άλλες πηγές εκτός του δανεισμού, υποστηρίζοντας τόσο την θεωρία εξισορρόπησης όσο και την θεωρία ιεράρχησης. Αντίθετα, η μέθοδος του συστήματος GMM παρουσιάζοντας την κερδοφορία και τα φορολογικά πλεονεκτήματα που προκύπτουν από άλλες πηγές εκτός δανεισμού ως στατιστικά σημαντικές μεταβλητές, έρχεται να επαλήθευση την θεωρία ιεράρχησης. Συνεπώς τόσο τα στατικά μοντέλα, όσο και τα δυναμικά (με εξαίρεση την μέθοδο GMM σε ένα στάδιο) παρ' όλο την διαφορετικότητα τους, ουσιαστικά έρχονται να στηρίζουν την εφαρμογή της θεωρίας της ιεράρχησης από τις ναυτιλιακές επιχειρήσεις. Ιδιαίτερα από το κραχ του 2008 και μετά, τα πιστωτικά ιδρύματα έχουν περιορίσει τον δανεισμό, όποτε οι επιχειρήσεις προσπαθούν να βρουν άλλες πηγές άντλησης κεφαλαίου, είτε από τα παρακρατηθέντα κέρδη τους, είτε με την έκδοση κεφαλαίου.

Σε αυτό το σημείο οφείλουμε να υπενθυμίσουμε ότι, τα στατικά μοντέλα αρκετές φορές καταλήγουν σε αβάσιμα ή μεροληπτικά αποτελέσματα καθώς, ο διαταρακτικός όρος μπορεί να σχετίζεται με τις ερμηνευτικές μεταβλητές. Για τον λόγο αυτό, επιλέξαμε να προβούμε σε στατιστική ανάλυση μέσω δυναμικών μοντέλων. Ιδιαίτερα η δυναμική μέθοδος GMM μας δίνει αποτελεσματικότερα και ακριβέστερα ευρήματα εξαιτίας του μικρού αριθμού παρατηρήσεων του δείγματος μας. Συνεπώς, μπορούμε να επικεντρωθούμε στο σύστημα GMM όσο αφορά τα αποτελέσματα της δυναμικής ανάλυσης της παρούσας έρευνας και αντίστοιχα στην στατική μέθοδο FGLS, εξαιτίας της αυτοσυσχέτισης και ετεροσκεδαστικότητας που εμφανίζεται στο μοντέλο σταθερών επιδράσεων.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5: ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Από το 1958 που οι Modigliani et Miller, διατύπωσαν το θεώρημα τους για την κεφαλαιακή διάρθρωση των επιχειρήσεων έως και σήμερα, πολλές θεωρίες έχουν αναδειχτεί και αρκετές εμπειρικές μελέτες ασχολούνται με το κρισιμότερο ζήτημα των οικονομικών οντοτήτων. Παρακινούμενοι από παρελθούσες εμπειρικές μελέτες και από τις βασικές θεωρίες κεφαλαιακής διάρθρωσης, έγινε προσπάθεια προσέγγισης του ζητήματος μέσω στατικών και δυναμικών οικονομετρικών υποδειγμάτων. Ο τομέας της ναυτιλίας, εξαιτίας των ιδιαιτεροτήτων που παρουσιάζει, αλλά και του σημαντικού ρόλου που διαδραματίζει στην Ελληνική οικονομία, αποτέλεσε το επίκεντρο του ενδιαφέροντος μας. Βασιζόμενοι σε ένα δείγμα 32 Ευρωπαϊκών ναυτιλιακών επιχειρήσεων για την περίοδο 2005-2010 προσπαθήσαμε να εκπληρώσουμε τον διττό στόχο της ανά χείρας εργασίας: α) να προσδιορίσουμε τους παράγοντες που επηρεάζουν την κεφαλαιακή διάρθρωση των Ευρωπαϊκών ναυτιλιακών εταιρειών μέσω σύγκρισης στατικών και δυναμικών υποδειγμάτων και β) να αναδείξουμε την κυρίαρχη θεωρία που εφαρμόζουν οι ναυτιλιακές επιχειρήσεις.

Εάν μελετήσουμε το ζήτημα της κεφαλαιακής διάρθρωσης μέσω στατικών οικονομετρικών μεθόδων, με ευκολία θα καταλήξουμε στην αρνητική σχέση μεταξύ του μεγέθους, της κερδοφορίας και του δείκτη δανειακής επιβάρυνσης, ενώ θετική σχέση παρατηρείται μεταξύ των υλικών περιουσιακών στοιχείων και του δανεισμού. Παράλληλα, οι παράγοντες της ανάπτυξης, της ηλικίας, των φορολογικών πλεονεκτημάτων που προέρχονται από άλλες πηγές εκτός του δανεισμού και της ρευστότητας, αποδείχτηκαν μη στατιστικά σημαντικοί, αναδεικνύοντας με αυτό τον τρόπο την θεωρία της ιεράρχησης. Ιδιαίτερα από το 2008 και μετά, εξαιτίας της παγκόσμιας οικονομικής κρίσης, τα πιστωτικά ιδρύματα περιόρισαν αρκετά τον δανεισμό σε επιχειρήσεις, με αποτέλεσμα την τάση εξεύρεσης άλλων πηγών χρηματοδότησης από αυτές, όπως τα παρακρατηθέντα κέρδη ή την έκδοση κεφαλαίου.

Τα ευρήματα των παραγόντων που επηρεάζουν την κεφαλαιακή διάρθρωση των επιχειρήσεων, διαφέρουν εάν προσεγγίσουμε το θέμα μέσω δυναμικών οικονομετρικών μοντέλων. Συγκεκριμένα, τα αποτελέσματα υποδεικνύουν την αρνητική σχέση μεταξύ κερδοφορίας και δανεισμού, ενώ θετική σχέση εντοπίζεται μεταξύ των φορολογικών πλεονεκτημάτων που προέρχονται από άλλες πηγές εκτός δανεισμού και του δείκτη δανειακής επιβάρυνσης. Η εξαρτημένη μεταβλητή της δανειακής επιβάρυνσης με

χρονικές υστερήσεις (μιας και δύο περιόδων) παρουσιάζεται μη στατιστικά σημαντική, επαληθεύοντας και εδώ την εφαρμογή της θεωρίας ιεράρχησης από τις ναυτιλιακές επιχειρήσεις. Συμπερασματικά, ενώ ανάλογα με την οικονομετρική προσέγγιση που χρησιμοποιούμε μεταβάλλονται οι παράγοντες που επηρεάζουν την κεφαλαιακή διάρθρωση, (με εξαίρεση την κερδοφορία), η θεωρία που αποκαλύπτεται να εφαρμόζουν οι ναυτιλιακές επιχειρήσεις παραμένει και στα δύο υποδείγματα, η θεωρία της ιεράρχησης.

Η παρούσα εργασία περιορίζεται στις ναυτιλιακές επιχειρήσεις που δραστηριοποιούνται στην Ευρώπη, γεγονός που αποκλείει την παγκόσμια αναφορά των αποτελεσμάτων. Παράλληλα, για τον υπολογισμό του δείκτη δανειακής επιβάρυνσης χρησιμοποιούνται όπως αναφέρθηκε λογιστικές αξίες, ενώ θα μπορούσαμε να εφαρμόσουμε και αγοραίες αξίες, ή να διακρίνουμε τον δανεισμό σε βραχυπρόθεσμο, μακροπρόθεσμο και συνολικό. Επίσης, η ανά χείρας μελέτη διεξάχθηκε με βάση την χρονική περίοδο 2005 – 2010, όπου πραγματοποιήθηκε και η παγκόσμια κρίση του 2008, που συνεχίζεται έως σήμερα. Για το λόγο αυτό, θα μπορούσαν να μελετηθούν αφενός μακροοικονομικά μεγέθη στην εφαρμογή των οικονομετρικών μας μεθόδων και αφετέρου, για την επίδραση ή μη της κρίσης, κατάλληλη ψευδομεταβλητή για την εξισορρόπηση της περιόδου 2009-2010.

Παρόλα αυτά, ελπίζουμε η παρούσα μελέτη να αποτελέσει το έναυσμα για περαιτέρω παγκόσμια έρευνα στον ναυτιλιακό κλάδο, λαμβάνοντας υπόψη τις ιδιαίτερες οικονομικοκοινωνικές συνθήκες που περιβάλλουν τις επιχειρήσεις και καθορίζουν τους παράγοντες επηρεασμού της κεφαλαιακής διάρθρωσης των οικονομικών οντοτήτων. Επίσης, οι μελλοντικές μελέτες θα μπορούσαν να εντάξουν εκτός από τις λογιστικές και τις αγοραίες αξίες, στον υπολογισμό του δείκτη δανειακής επιβάρυνσης, ή να τον διαχωρίσουν σε βραχυπρόθεσμο και μακροπρόθεσμο δανεισμό.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

1. Αρτίκης, Γ.Π., 1999. Χρηματοοικονομική διοίκηση αποφάσεις χρηματοδοτήσεων. εκδόσεις Σταμούλη. Αθήνα.
2. Βασιλείου, Δ., 2008. Τραπεζική Διοίκηση. εκδόσεις ανοιχτού Ελληνικού πανεπιστημίου, Αθήνα.
3. Λεκαράκου, Α.Ν., και Α., Παπασπύρου, 2001. Ναυτιλιακή Λογιστική. εκδόσεις Κλείνιας, Πειραιάς.
4. Νιζάμη, Κ., Α., και Παπασπύρου, 2001. Ναυτιλιακή Λογιστική. Εκδόσεις Ιδιωτική, Αθήνα.
5. Παπούλιας, Γ., 2002. Χρηματοοικονομική Διοίκηση. εκδόσεις «Παλλάδιον» Αθανασίου. Αθήνα.
6. Τσοκλής, Κ., 2012. Οι πατρίδες έχουν μικρή σημασία, ανακτήθηκε από http://politicsgr.net/?p=21825&utm_source=rss&utm_medium=rss&utm_campaign {Accessed 27 February 2011}
7. Wooldridge, J.M., 2006. Εισαγωγή στην οικονομετρία: Μία Νέα Προσέγηση, Τόμος Β. Εκδόσεις Παπαζήση. Αθήνα.
8. XRTC, 2007. Ανταγωνισμός στην Ευρωπαϊκή Ακτοπλοϊκή Αγορά-Διαφέρει η Ελλάδα από την υπόλοιπη Ευρώπη; ανακτήθηκε από www.xrtc.gr/index.php?option=com_content&view=article&id=22&Itemid=26 {Accessed 11 November 2011}
9. XRTC, 2009. Δύσκολες κινήσεις εντός ναρκοπεδίου: Ετήσια μελέτη για την Ελληνική Ακτοπλοΐα (2009-2010) ανακτήθηκε από www.xrtc.gr/index.php?option=com_content&view=article&id=22&Itemid=26 {Accessed 11 November 2011}
10. XRTC, 2011. Κίνδυνος ενόψει: Ετήσια μελέτη για την Ελληνική Ακτοπλοΐα (2010-2011) ανακτήθηκε από www.xrtc.gr/index.php?option=com_content&view=article&id=22&Itemid=26 {Accessed 11 November 2011}
11. Abor, J., 2005. The effect of capital structure on profitability: An empirical analysis of listed firms in Ghana. *The journal of risk finance*, 6, pp. 438 – 45.
12. Apergis, N., and J., Sorros, 2009. The Role of Disaggregated Earnings for Stock Prices: Evidence from Listed Shipping Firms and Panel Tests. *International Advances in Economic Research*, 16, pp. 269-281.
13. Ahn, S.C., and P., Schmidt P., 1995. Efficient estimation of models for dynamic panel data. *Journal of Econometrics*, 68, pp.5-27.
14. Ahmad, F., and H., Juniad, and U.N., Rao, and A., Mohsin, and U., Wasim, 2011. Extension of determinants of capital structure: Evidence from the Pakistani non-financial firms. *African Journal of Business Management*, 5, pp.11375 –385.
15. Ahmed, A., H., Joher, and H., Nazrul, 2009. Revisiting Capital Structure Theory: A test of pecking order and static order trade of model from Malaysian capital market. *International Research Journal of Finance and Economics*, 30, pp. 58 – 65.
16. Alizadeh, A.H. and N.K., Nomikos, 2009. *Shipping Derivatives and Risk Management*. 1st edition, Macmilan Publisher Limited. Hampshire.
17. Allen, D., 1993. The pecking order hypothesis: Australian evidence. *Applied financial economics*, 3, pp. 101-12.

18. Arvanitis S., I., Tzigkounaki, T., Stamatopoulos and E., Thalassinos, 2012. Dynamic approach of capital structure of European shipping companies, 9th International Conference on Enterprise Systems, Accounting and Logistics, T.E.I. of Thessaloniki and T.E.I. of Crete, Greece, 3 – June 2012.
19. Atlinkilis, O., and R.S., Hansen, 2000. Are there economies of scale in underwriter fees? Evidence of rising external financing costs. *Revised financial studies*, 13, pp. 191-218.
20. Anderson, T.W., and C., Hsiao, 1982. Formulation and estimation of dynamic models using panel data. *Journal of Econometrics*, 18, pp. 47-82.
21. Ang, J., 1976. The intertemporal behavior of corporate debt policy. *Journal of financial and Quantitative analysis*, 11, pp. 555 – 66.
22. Arellano, M., and S., Bond, 1991. Some tests of specification for panel data: Monte Carlo evidence and an application to employment equations. *Review of Economic studies*, 58, pp. 277 – 297.
23. Baltagi, B.H., 1995. *Econometric analysis of panel data*. John Wiley & Sons, New York.
24. Baskin, J., 1989. An Empirical Investigation of the Pecking Order Hypothesis. *Financial Management*, 18, pp. 26 – 35.
25. Baker, M., and J., Wurgler, 2002. Market timing and capital structure. *The journal of finance*, 57, pp. 1 – 32.
26. Bauer, P., 2004. Determinants of capital structure: Empirical Evidence from the Czech Republic. *Czech Journal of Economics and Finance*, 54, pp. 2-21.
27. Bancel, F., and U.R., Mitto, 2004. Cross-Country Determinants of Capital Structure Choice: A Survey of European Firms. *Financial Management*, 33, pp. 103 – 133.
28. Banerjee, S., A., Heshmati, and C., Wihlborg, 1999. The dynamics of capital structure. *SSE Working Papers Series in Economics and Finance*, 333.
29. Beattie, V., A., Goodarce, and S.J., Thomson, 2004. Diversity and determinants of corporate financing decisions: Survey Evidence. Working paper of university of Stirling.
30. Berens, J.L., and C.S., Cung, 1995. The capital structure puzzle revisited. *Review of Financial Studies*, 8, pp. 1185 – 1208.
31. Berger, A.N., and E.P., Bonaccorsi, 2006. Capital structure and firm performance: A new approach to the banking industry, *Journal of Banking and Finance*, 30, pp. 1065 – 1102.
32. Berger, P.E., E., Ofek, and D.L., Yermack, 1997. Managerial entrenchment and capital structure decisions. *The journal of finance*, 52, pp. 1411 – 38.
33. Bevan, A.A., and J., Danbolt, 2002. Capital Structure and Its Determinants in the U.K.- A Decompositional Analysis. *Applied Financial Economics*, 12, pp.159 - 70.
34. Bevan, A.A., and J., Danbolt, 2004. Testing for Inconsistencies in the Estimation of UK Capital Structure Determinants. *Applied Financial Economics*, 14, pp. 55-66.
35. Bhaduri, S.N., 2002. Determinants of capital structure choice: a study of the Indian corporate sector. *Applied Financial Economics*, 12, pp. 655-65.
36. Bhamra, H.S., L.A., Kuehn, and I.A., Strebulaev, 2010. The aggregate Dynamics of Capital Structure and Macroeconomic Risk. *Revised Financial Studies*, 62, pp.4187-4241.

37. Blanchard, O., A., Amighini, and F., Giavazzi, 2010. *Macroeconomics a European perspective*. Pearson education limited, England.
38. Booth, L., V., Aivazian, and A., Demirguc-Kunt, and V., Maksimovic, 2001. Capital structures in developing countries. *Journal of Finance*, 36, pp. 87-130.
39. Bowman, R.G., 1980. The importance of a market value measurement of debt in assessing leverage. *Journal of Accounting research*, 18, pp. 242 – 54.
40. Bradley, M., G.A., Jarrell, and E.H., Kim, 1984. On the existence of an optimal capital structure: theory and evidence. *The Journal of Finance*, 39, pp. 857 – 78.
41. Brealey, R.A., and S.C., Myers, and F., Allen, 2006. *Principles of Corporate Finance*. McGraw Hill, England.
42. Brennan, M.J., and E.S., Schwartz, 1984. Optimal Financial policy and firm valuation. *Journal of finance*, 39, pp. 593 – 607.
43. Brounen, D., Abe de Jong, and K., Koedijk, 2006. Capital structure policies in Europe: Survey evidence. *Journal of Banking & Finance*, 30, pp.1409 – 42.
44. Byoun, S., 2008. How and When Do firms Adjust Their Capital Structures toward Targets?. *Journal of Finance*, 63, pp. 3069-96.
45. Colin, A.C., and P.K., Trivedi, 2005. *Microeconometrics methods and applications*. Cambridge university Press, Cambridge.
46. Cotei, C., and J., Farhat, 2009. The trade off theory and pecking order theory: are they mutually exclusive;. *North American Journal of Finance and Banking Research*, 3, pp.1 – 14.
47. Chaplinsky, S., and G., Niehaus, 1993. Do inside ownership and leverage share common determinants?. *Quarterly Journal of Business Economics*, 32, pp. 51-65.
48. Chakraborty, I., 2010. Capital structure in an emerging stock market: The case of India. *Research in international business and finance*, 24, pp. 295-314.
49. Chen, S.Y., and L.J., Chen, 2011. Capital structure determinants: An empirical study in Taiwan. *African Journal of Business Management*, 5, pp. 10974-983.
50. Chen, J.J., 2004. Determinants of capital structure of Chinese-listed companies. *The journal of Business Research*, 57, pp.1341 – 51.
51. Chang, C., A.C., Lee, and C.F., Lee, 2009. Determinants of capital structure choice: A structural equation modeling approach. *The quarterly review of economics and finance*, 49, pp. 197-213.
52. Chung, K.H., 1993. Asset characteristics and corporate debt policy: An empirical Test. *Journal of Business Finance & Accounting*, 20, pp.83 – 98.
53. Dang, V.,A., 2011. Leverage, Debt Maturity and firm Investment: An Empirical Analysis. *Journal of Business Finance & Accounting*, 38, pp. 225-58.
54. De Angelo, H., and R.W., Masulis, 1980. Optimal capital structure under corporate and personal taxation. *Journal of Financial Economics*, 8, pp. 3-29.
55. DeAngelo, H., L., DeAngelo, and T.M., Whited, 2010. Capital Structure dynamics and transitory debt. *Journal of Financial Economics*, 99, pp. 235-261.
56. Deari, F., and M., Deari, 2009. The determinants of Capital structure: Evidence from Macedonian listed and unlisted companies. *Stiinte Economice*, 36, 91 – 102.

57. Deesomsak, R., K., Paudyal, and G., Pescetto, 2004. The Determinants of Capital Structure: Evidence from the Asia Pacific Region. *Journal of Multinational Financial Management*, 14, pp. 387 – 405.
58. Degryse, H., P., Goeij, and P., Kappert, 2010. The impact of firm and industry characteristics on small firms capital structure. *Small Business Economics*, 38, pp.431 – 447.
59. Delcours, N., 2007. The determinants of capital structure in transitional economies. *International review of economics and finance*, 16, pp. 400-415.
60. Donaldson, G., 1961. *Corporate Debt Capacity: A study of Corporate Debt Policy and the Determination of Corporate Debt Capacity*. Harvard Graduate School of Business Administration, Boston.
61. Diamond, D.W., 1989. Reputation acquisition in debt market. *Journal Political Economy*, 97, pp. 828-62.
62. Durinck, E., E., Laveren, C., Van Hulle, and J., Vandenbroucke, 1998. Confronting Capital Structure Theories Empirically: Pecking Order versus Target Adjustments. *Cahiers Economique de Bruxelles*, 158, pp.121 – 44.
63. Drobotz, W., and G., Wanzenried, 2006. What determines the speed of adjustment to the target capital structure?. *Applied financial Economics*, 16, pp.941 – 958.
64. Easterby, S.M., R., Thrope, and A., Lowe, 2002. *Management research: An Introduction*. Sage, London.
65. Eriotis, N., D., Vasiliou, and Z., Ventura-Neokosmidi, 2007. How firm characteristics affect capital structure: an empirical study. *Managerial Finance*, 33, pp. 321 – 31.
66. Faccio, M., and R.W., Masulis, 2005. The choice of payment Method in European Mergers and Acquisitions, *Journal of Finance*, 60, pp. 1345 – 88.
67. Fama, E.F., 1980. Agency Problems and the theory of the Firm. *Journal of Political Economy*, 50, pp.288 – 307.
68. Fama, E.F., and K.R., French, 2002. Testing trade – off and pecking order predictions about dividends and debt. *The review of financial studies*, 15, pp. 1 – 33.
69. Fan, D.K., and R.W., So, 2004. What managers think about capital structure: The evidence from Hong Kong. *Journal of Asian Economics*, 15, pp. 817 – 30.
70. Ferrie, M.G., and W.H., Jones, 1979. Determinants of financial structure: A new methodological approach. *Journal of finance*, 34, p.p. 631-44.
71. Fisher, E.O., R., Heinkel, and J., Zechner, 1989. Dynamic capital structure choice: theory and tests. *Journal of Finance*, 44, pp. 19 – 40.
72. Flannery, M.J., and K.P., Rangan,, 2006. Partial adjustment toward target capital structures. *Journal of Financial Economics*, 79, pp. 469 – 506.
73. Francisco, S.M., and L.G., Jose, 2003. Pecking order versus trade off: An empirical approach to the small and medium enterprise capital structure. *Instituto Valenciano de Investigaciones Economicas Working Paper Series*, 2003-9, pp. 1-20.
74. Frank, M.Z., and V.K., Goyal, 2009. Capital structure Decisions: Which Factors are Reliably Important?. *Financial Management*, 38, pp. 1-37.
75. Friend, I., and Lang, L.H.P., 1988. An Empirical Test of the Impact of Managerial Self-interest on Corporate Capital Structure. *Journal of Finance*, 43, pp. 271-281.

76. Gaud, P., E., Jani, M., Hoesli, and A., Bender, 2005. The Capital Structure of Swiss Companies: an Empirical Analysis Using Dynamic Panel Data. *European Financial management*, 11, pp. 51 – 69.
77. Goldstein, R., N.Ju and H., Leland, 2001. An EBIT-based model of dynamic capital structure. *Journal of business*, 74, pp. 483-512.
78. Gow, I., D., G., Ormazabal, and D., J., Taylor, 2007. Correcting for Cross-Sectional and Time-Series Dependence in Accounting Research. *Accounting review*.
79. Gupta, M.C., 1969. The effect of size, growth and industry on the financial structure of manufacturing companies. *Journal of finance*, 24, pp. 517-529.
80. Gill, J., and P., Johnson, 2002. *Research methods for managers*. 3rd edition, Sage Publications, London.
81. Gilson, S.C., 1997. Transactions Costs and Capital Structure Choice: Evidence from Financially distressed Firms, *Journal of Finance*, 52, pp. 161-96.
82. Graham, J.R., and C.R., Harvey, 2001. The theory and practice of corporate finance: Evidence from field. *Journal of Financial Economics*, 60, pp. 187 – 243.
83. Graham, J.R., and M.T., Leary, 2011. A Review of Empirical Capital Structure Research and Directions for the Future. *Annual Review of Financial Economics*, 3, pp. 309-45.
84. Groppelli, A.A., and E., Nikbakht, 1996. *Χρηματοοικονομική κλειδάριθμος*, Αθήνα.
85. Hackbarth, D., J., Miao, and E., Morellec, 2006. Capital Structure, credit risk and macroeconomic conditions. *Journal of Financial Economics*, 82, pp.519-50.
86. Haugen, R.A., and L.W., Senbet, 1978. The Insignificance of Bankruptcy Costs to the Theory of Optimal Capital Structure. *Journal of Finance*, 33, pp.383-93.
87. Hausman, J.A., 1978. Specification tests in econometrics. *Econometrica*, 46, pp. 1251-71.
88. Halov, N., and F., Heider, 2005. Capital structure asymmetric information and risk. *EFA 2004 Maastricht*, pp. 1- 56.
89. Hall, G.C., P.J., Hutchinson, and N., Michaelas 2004. Determinants of the capital structures of European SMEs. *Journal of Business Finance and Accounting*, 31, pp. 711-728.
90. Hamilton, R.T., and M.A., Fox, 1998. The financing preferences of small firm owners. *International Journal of Entrepreneurial Behavior & Research*, 4, pp.239-248.
91. Harris, M., and A., Ravin, 1991. The theory of capital structure. *The journal of finance*, 46, pp. 297 – 355.
92. Hennesy, C.A., and T.M., Whited, 2005. Debt dynamics. *Journal of Finance*, 60, pp. 1129-65.
93. Heshmati, A., 2001. The Dynamics of Capital Structure: Evidence from Swedish Micro and Small Firms. *SSE/EFI Working Paper Series in Economics and Finance*, 440, pp. 1 – 35.

94. Holmes, S., and P., Ken, 1991. An Empirical Analysis of the financial Structure of Small and Large Australian Manufacturing Enterprises. *Journal of Small Business Finance*, 1, pp.141-154.
95. Hovakimian, A., 2006. Are Observed Capital Structures Determined by Equity Market Timing?. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 41, pp.221 – 43.
96. Hirshleifer, J., 1966. Investment decision under uncertainty: Applications of the state preference approach. *Quarterly Journal of Economics*, 80, pp. 252 – 77.
97. Huang, G., and F.M., Song, 2006. The determinants of capital structure: evidence from China. *China Economics Review*, 17. pp.14-36.
98. Huang, R., and J.R., Ritter, 2009. Testing Theories of Capital Structure and Estimating the Speed of Adjustment. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 44, pp. 237-71.
99. Hull, R.M., 1999. Leverage ratios, Industry Norms, and Stock price Reaction: An Empirical Investigation of Stock-for Debt Transactions. *Financial Management*, 28, pp. 32-45.
100. Hsiao, C., 1985. Benefits and limitations of panel data. *Econometrics Reviews*, 4, pp. 121-174.
101. Hsiao, C., 1986. *Analysis of Panel Data*, Econometric Society Monographs, 11. Cambridge University Press, New York.
102. Jalilvand, A., and R.S., Harris, 1984. Corporate behavior In Adjusting To Capital Structure And Divident Targets: An Econometric Study. *The journal of Finance*, 39, pp. 127 – 145.
103. Jensen, M.C., 1986. Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers. *The American Economic Review*, 76, pp.323 – 29.
104. Jensen, M.C., and W.H., Meckling, 1976. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of financial economics*, 3, pp.305 – 60.
105. Jensen, J.I., 2003. Innovation, capabilities and competitive advantage in Norwegian shipping. *Maritime Policy & Management: The flagship journal of international shipping and port research*, 30, pp.93-106.
106. Johnson, R., E., 1995. *Issues and Readings in Managerial Finance*. 4th edition, The Dryden Press.
107. Kayhan, A., and S., Titman, 2007. “Firms” Histories and Their Capital Structures. *Journal of Financial Economics*, 83, pp.1-32.
108. Keshar, J.B., 2004. Determinants of Capital Structure: A case Study of Listed Companies of Nepal. *The Journal of Nepalese Business Studies*, 1, pp. 1 – 13.
109. Kester, C.W., 1986. Capital and Ownership Structure: A Comparison of United States and Japanese Manufacturing Corporations. *Financial Management*, 15, pp. 5-16.
110. Khalid, S., 2011. Financial Reforms and Dynamics of Capital Structure Choice: A Case of Publically Listed Firms of Pakistan. *Macrothink Institute*, 3, pp. 1-16.
111. Kjelman, A., and H., Staffan, 1995. Determinants of capital structure: Theory vs practice. *Scand. Journal of Management*, 11, pp. 91 – 102.

112. Kim, E.H., 1978, A mean-variance theory of optimal capital structure and corporate debt capacity. *The journal of finance*, 33, pp.45 – 63.
113. Kim, W.S., and E.H., Sorensen, 1986. Evidence on the impact of the Agency Costs of Debt on Corporate Debt Policy. *Journal of financial and Quantitative Analysis*, 21, pp. 131 – 44.
114. Kimki, A., 1997. Intergenerational succession in small family business: Borrowing constraints and optimal timing of succession. *Small Business Economics*, 9, pp. 309-318.
115. Korsfur, L., 2009. Speculation and Risk Management in the Shipping industry: Theory and Practice. *Working Paper of university of Agber*.
116. Kurshev, A., and I., Strebulaev, 2007. Firm Size and Capital Structure, Working Paper of Stanford University.
117. Kraus, A., and R.H., Litzenberger, 1973. A state-preference model of optimal financial leverage. *The Journal of finance*, 28, pp.911 – 922.
118. Leary, M., and M.R., Roberts, 2005. Do firms rebalance their capital structure?. *Journal of Finance*, 60, pp. 2575-2619.
119. Lemmon, M.L., and J.F., Zender, 2004. Debt Capacity and Tests of Capital Structure Theories. *Journal of financial and quantitative analysis*, 45, pp.1161-1187.
120. Lorange, P., 2007. Shipping Company Strategies-Global management under turbulent conditions. 1st edition, Emerald group, United Kingdom.
121. Lev, B., and D., Pekelman, 1975. A multiperiod adjustment model for the firms' capital structure. *Journal of finance*, 30, pp. 75-92.
122. Lloyds, 2011a. Squeezed from all sides. *Shipping Economist*, July 2011.
123. Lloyds, 2011b. Steady as she goes. *Shipping Economist*, December 2011.
124. Lucas, D., and R.L., McDonald, 1990. Equity Issues and Stock Price Dynamics. Working Paper, n.3169, National Boure of Economic research.
125. MacKie Mason, J.K., 1990. Do taxes affect corporate financing decisions?. *Journal of Finance*, 45, pp.1417-93.
126. Maghyereh, A., 2005. Dynamic capital structure: Evidence from the small developing country of Jordan. *Journal of Economics and Management*, 13, pp. 1-32.
127. Marsch, P., 1982. The choice between equity and debt: an empirical study. *Journal of finance*, 37, pp. 121 – 144.
128. Mehmet, S., and O., Eda, 2008. Testing of Pecking Order Theory in ISE. *International Research Journal of Finance and Economics*, 21, pp. 19 – 26.
129. Michaelas, N., F., Chittenden, and P., Poutziouris, 1999. Financial policy and capital structure choice in U.K. SMEs: Empirical evidence from company panel data. *Small Business Economics*, 12, pp. 113-30.
130. Miguel, A., and J., Pindado, 2001. Determinants of capital structure: new evidence from Spanish panel data. *Journal of Corporate Finance*, 7, pp. 77 – 99.
131. Mishkin, F.S., 1991. Asymmetric Information and Financial Crises: A Historical Perspective. NBER Working Paper Series, 3400, pp.1- 38.
132. Modigliani, F., and M.H., Miller, 1958. The cost of capital, corporate finance and the theory of investment. *The American Economic Review*, 48, pp. 261 – 97.

133. Modigliani, F., and M.H., Miller, 1963. Corporate income taxes and the cost of capital: A correction. *The American Economic Review*, 53, pp. 433 – 43.
134. Moh'd, M., L.G., Perry, and J.N., Rimbey, 1998. The impact of ownership structure on corporate debt policy: a time – series cross sectional analysis. *Financial Review*, 33, pp. 85 – 98.
135. Moosa, I., L., Li, and T., Naughton, 2011. Robust and Fragile firm-specific determinants of the capital structure of Chinese firms. *Applied Financial Economics*, 21, pp. 1331-43.
136. Miller, M.H., 1977. Debt and Taxes. *Journal of finance*, 43, pp.261 – 75.
137. Myers, S.C., 1977. Determinants of corporate borrowing. *Journal of Financial Economics*, 5, pp. 147 – 75.
138. Myers, S.C., 1984. The Capital structure puzzle. *Journal of finance*, 39, pp. 575 – 92.
139. Myers, S.C., and N.S., Majluf, 1984. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of financial economics*, 13, pp. 187-221.
140. Myers, S.C., 2001. Capital structure. *Journal of Economic Perspectives*, 15, pp. 81 – 102.
141. Nilsen, E.L., and K., Donvik, 2010. *Financial Crisis and the Shipping Industry: How and Why shipping companies were affected by the crisis.* University of Agder. Agder.
142. Noulas, A., and G., Genimakis, 2011. The determinants of capital structure: Evidence from Greek listed companies. *Applied Financial economics*, 21, pp. 379-87.
143. Nunkoo, P., and A., Boateny, 2010. The empirical determinants of target capital structure and adjustment to long-run target: Evidence from Canadian firms. *Applied economic letters*, 17, pp. 983-90.
144. Omran, M.M., and J., Pointon, 2009. Capital structure and firm characteristics: an empirical analysis from Egypt. *Review of Accounting and Finance*, 8, pp.454-474.
145. Ozkan, A., 2001. Determinants of capital structure and adjustment to long run target: evidence from U.K. company panel data. *Journal of Business Finance and Accounting*, 28, pp. 175 – 99.
146. Oztekin, O., and M.J., Flannery, 2012. Institutional determinants of capital structure adjustment speeds. *Journal of Financial Economics*, 103, pp.88-112.
147. Petersen, M.A., and R.G., Rajan, 1994. The benefits of lending relationships evidence from small business data. *Journal of finance*, 49, pp.3-37.
148. Psilaki, M., and N., Daskalakis, 2009. Are the determinants of capital structure country or firm specific?. *Small Business Econ*, 33, pp. 319 – 33.
149. PwC, 2012. Riding the storm: Global Shipping Benchmarking Analysis 2011, *Transportation and Logistics* {pdf} Available at: www.pwc.com/gr/en/surveys/riding-the-storm-global-shipping-benchmarking-analysis2011.jhtml. {Accessed 15 October 2011}

150. PwC, 2009. Opportunities and challenges for the shipping industry {pdf} available at: www.pwc.com/gr/en/surveys/opportunities-challenges-for-shipping-industry.jhtml. {Accessed 15 October 2011}
151. Qian, Y., Y., Tian, and T.S., Wirjanto, 2009. Do Chinese publicly listed companies adjust their capital structure toward a target level?. *China Economic Review*, 20, pp. 662 – 76.
152. Qui, M., and B., La, 2010. Firm Characteristics as determinants of Capital Structures in Australia. *International Journal of the Economics of Business*, 17, pp. 277-87.
153. Rajan, R.G., and L., Zingales, 1995. What do we know about capital structure? Some evidence from international data. *Journal of Finance*, 50, pp. 1421 – 60.
154. Ramalho, J.J.S., and J.V.D., Silva, 2009. A two-part fractional regression model for the financial leverage decisions of micro, small, medium, and large firms. *Quantitative Finance*, 9, pp.621-36.
155. Robson, C., 2002. *Real World Research*. Blackwell. Oxford.
156. Ross, S.A., R.W., Westerfield, and J., Jaffe, 2008. *Corporate Finance*, McGraw-Hill Irwin, New York.
157. Saunders, M., P., Lewis, and A., Thornhill, 2007. *Research Methods for Business Students*. Prinsice Hall. England.
158. Sabiwalsky, R., 2010. Non-linear modeling of target leverage with latent determinant variables-new evidence on the trade off theory. *Review of financial economics*, 9, pp. 137-50.
159. Scott, J.H., 1977. Bankruptcy, secured debt and optimal capital structure. *Journal of Finance*, 32, pp. 1- 19.
160. Scott, D.F., and D.J., Johnson, 1982. Financing Policies and Practices in Large Corporations. *Financial Management*, 11, pp. 51-59.
161. Serrasqueiro, S.M.Z.,and M.C.R., Rogao, 2009. Capital structure of listed Portuguese companies-Determinants of debt adjustment. *Review of Accounting and Finance*, 8, pp. 54 – 75.
162. Serrasqueiro, Z., 2011. Are capital structure decisions of service SMEs different? Empirical evidence from Portugal. *Management research review*, 34, pp. 34 – 57.
163. Serrasqueiro, Z., and Nunes M., 2009. Determinants of Capital Structure: Comparison of Empirical Evidence from the Use of Different Estimators. *International Journal of Applied Economics*, 5, pp. 14-29.
164. Sjoqvist, M., and F., Sorocka, 2011. *The Global Shipping Industry*. Working Paper Series of Jonkoping International Business School.
165. Shyam-Sunder, L., and S.C., Myers, 1999. Testing static trade off against pecking order models of capital structure. *Journal of financial economics*, 51, pp. 219 – 44.
166. Sogord-Mira, F., 2005. How SME uniqueness affects capital structure: Evidence from a 1994-1998 Spanish data panel. *Small Business Economics*, 25, pp. 447-57.
167. Smith, C.W., 1986. Investment Banking and the Capital Acquisition Process, *Journal of financial economics*, 15, pp.3-25.
168. Smith, C.W., and J.B., Warner, 1979. On financial Contracting: An Analysis of Bond Covenants. *Journal of Financial Economics*, 7, pp.117-61.

169. Stopford, M., 1997. *Maritime economics*. Routledge. London.
170. Strebulaev, I.A., 2007. "Do Tests of Capital Structure Theory Mean What They Say?". *Journal of Finance*, 62, pp. 1747-87.
171. Stiglitz, J.E., 1969. A re-examination of the Modigliani-miller theorem. *The American Economic Review*, 59, pp. 784 – 93.
172. Stulz, R., 1990. Managerial discretion and optimal financial policies. *Journal of financial economics*, 26, pp. 3 – 27.
173. Stonehill A., T., Beekhuisen, R., Wright, L., Remmes, N., Toy, A., Pares, A., Shapiro, D., Egan, and T., Bates, 1975. Financial goal and debt ratio determinants: A survey of practice in five countries. *Financial management*, 4, pp. 27-41.
174. Taggart, R.A., 1977. A model of corporate financing decisions. *Journal of finance*, 32, pp. 1467 – 84.
175. Tashakkori, A., and C., Teddie, 2003. *Handbook of mixed methods in Social and Behavioral Research*. Sage.
176. Terra, P.R.S., 2002. An empirical investigation on the determinants of capital structure: New evidence from Spanish panel data. *Journal of Corporate Finance*, 7, pp. 77-99.
177. Titman, S., 1984. The effect of Capital Structure on a Firm's Liquidation Decision. *Journal of Financial Economics*, 13, pp.137 – 51.
178. Titman, S., and S., Tsyplakov, 2007. A dynamic model of optimal capital structure. *Review of finance*, 11, pp. 401-51.
179. Thanopoulou, H.A., 1998. What price the flag? The terms of competitiveness in shipping. *Marine Policy*, 22, pp. 359-74.
180. Titman, S., and R., Wessels, 1988. The determinants of capital structure choice. *The Journal of finance*, 43, pp. 1 – 19.
181. Tserlukevich, Y., 2008. Can real options explain financing behaviour? *Journal of Financial Economics*, 89, pp. 232-52.
182. UNCTAD, 2012. United Nations Conference on Trade and Development, 2011. Review of Maritime Transport available at: www.unctad.org/Templates/webflyer.asp?docid=15876&intltemplID=2068&lang=1 {Accessed 20 October 2011}
183. Voulgaris, F., D., Asteriou, and G., Agiomirgianakis, 2002. Capital structure, asset utilization, profitability and growth in the Greek manufacturing sector. *Applied economics*, 34, pp. 1379 – 88.
184. Wanzenried, G., 2006. Capital Structure Dynamics in the U.k. and Continental Europe. *The European Journal of Finance*, 12, pp. 693-716.
185. Wald, J.K., 1999. How firm characteristics affect capital structure: An international comparison. *Journal of financial research*, 22, pp. 161-87.
186. Warner, J.B., 1977. Bankruptcy costs: Some evidence. *Journal of finance*, 32, pp. 337-48.
187. Welch, I., 2004. Capital Structure and Stock returns. *Journal of Political Economy*, 112, pp. 106-31.
188. Williamson, O.E., 1988. Corporate finance and corporate governance. *Journal of finance*, 43, pp. 567-91.

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ

Α. Πίνακας εξεταζόμενων εταιρειών

1	NORDIC TANKERS A/S (NORDIC)
2	Limarko Shipping Company AB (LLK1L)
3	JSC "Latvian Shipping Company" (LSC1R)
4	Fairstar Heavy Transport N.V. (FAIR)
5	StealthGas Inc. (GASS)
6	FreeSeas Inc. (FREED)
7	ERRIA A/S (ERRIA)
8	GOLDENPORT HOLDINGS INC. (GPRT)
9	DryShips Inc. (DRYS)
10	WILSON ASA (WILS)
11	Maersk (MAERSK B)
12	DIANA SHIPPING INC. (DSX)
13	EXMAR N.V. (EXM)
14	TOP Ships Inc. (TOPSD)
15	JASON SHIPPING ASA (CECO)
16	GOLAR LNG LIMITED (GOL)
17	SRAB Shipping Aktiebolag (SRAB)
18	STAR REEFERS AS (SRI)
19	WILH. WILHELMSSEN HOLDING ASA (WWI)
20	Finnlines Oyj (FLG1S)
21	BELSHIPS ASA (BEL)
22	Belgische Scheepvaartmaatschappij-Compagnie Maritime Belge N.V. (CMB)
23	DAMPSKIBSSELSKABET NORDEN A/S (DNORD)
24	DFDS A/S (DFDS)
25	FARSTAD SHIPPING ASA (FAR)
26	GREEN REEFERS ASA (NOS)
27	NORWEGIAN CAR CARRIERS ASA (NOCC)
28	ODFJELL SE (ODF)
29	Premuda (PR)
30	Rederi AB Transatlantic (BN-B)
31	STOLT-NIELSEN LIMITED (SNI)
32	TORM A/S (TORM)

B. Αποτελέσματα χρονικών υστερήσεων της εξαρτημένης μεταβλητής lev

	(1) lev	(2) lev
L.lev	0.604 ^{***} (4.30)	
L2.lev	0.280 ^a (1.73)	
L3.lev	0.126 (0.74)	0.555 [*] (2.17)
L4.lev	-0.0259 (-0.15)	0.205 (0.64)
L5.lev	-0.0873 (-0.97)	-0.0580 (-0.34)
size	0.0106 (0.98)	-0.00120 (-0.06)
grow	-0.000202 (-0.30)	0.000660 (0.57)
lnage	-0.0208 (-1.23)	0.00720 (0.22)
tang	0.0119 (0.08)	0.00989 (0.03)
prof	-0.548 [*] (-2.85)	-0.779 [*] (-2.11)
ntax	0.167 [*] (2.78)	0.0692 (0.68)
liq	0.0113 (0.58)	-0.0165 (-0.58)
_cons	0.0514 (0.34)	0.179 (0.56)
<i>N</i>	32	32

t statistics in parentheses

* $p < 0.05$, ** $p < 0.01$, *** $p < 0.001$, ^a $p < 0.1$