



**ΤΕΧΝΟΛΟΓΙΚΟ ΕΚΠΑΙΔΕΥΤΙΚΟ ΙΔΡΥΜΑ ΚΡΗΤΗΣ**

**ΣΧΟΛΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΚΑΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ**

**ΤΜΗΜΑ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗΣ**

**ΠΤΥΧΙΑΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ**

**ΚΕΦΑΛΑΙΑΚΗ ΔΙΑΡΘΡΩΣΗ ΤΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ: ΕΜΠΕΙΡΙΚΗ**

**ΔΙΕΡΕΥΝΗΣΗ ΤΟΥ ΞΕΝΟΔΟΧΕΙΑΚΟΥ ΚΛΑΔΟΥ**

**Επιμέλεια : Καλαϊτζάκη Μαρία**

**Επιβλέπων: Επικ. Καθηγητής Σταύρος Η. Αρβανίτης**

**Ηράκλειο, Μάρτιος 2012**

## ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ

Θα ήθελα να ευχαριστήσω τον υπεύθυνο καθηγητή για την πτυχιακή μου εργασία κύριο Αρβανίτη Σταύρο για την πολύτιμη βοήθεια που μου πρόσφερε κατά την διάρκεια εκπόνησης της εργασίας μου.

Επίσης θα ήθελα να ευχαριστήσω τους γονείς μου για την πολύτιμη οικονομική και ηθική συμπαράσταση που μου πρόσφεραν κατά την διάρκεια των σπουδών μου.

## ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1 <sup>ο</sup> : ΕΙΣΑΓΩΓΗ .....	σελ. 4
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2 <sup>ο</sup> : ΘΕΩΡΙΑ ΤΩΝ F. MODIGLIANI ΚΑΙ M.H.MILLER.....	σελ. 7
2.1: Εισαγωγή .....	σελ. 7
2.2: Παρουσίαση Προτάσεων Υποδείγματος – Γενικές Παραδοχές.....	σελ. 7
2.3: Αξία Επιχείρησης και Κεφαλαιακή Διάρθρωση (πρόταση 1).....	σελ. 9
2.4: Προσδιορισμός Κόστους Κεφαλαίων (Πρόταση 2) .....	σελ. 11
2.5: Κεφαλαιακή Διάρθρωση και Επενδυτική Πολιτική (Πρόταση 3).....	σελ. 12
2.6: Αναδιτύπωση Υποδείγματος .....	σελ. 12
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3 <sup>ο</sup> : ΘΕΩΡΙΑ ΑΝΤΙΠΡΟΣΩΠΕΥΣΗΣ .....	σελ. 14
3.1: Εισαγωγή .....	σελ. 14
3.2: Περιεχόμενο Θεωρίας Αντιπροσώπευσης .....	σελ. 14
3.3: Θετικιστικό Ρεύμα .....	σελ. 16
3.4: Το Θεώρημα Εντολέα – Εντολοδόχου .....	σελ. 17
3.5: Το Κόστος Αντιπροσώπευσης Σε Σχέση Με Το Ποσοστό Ιδιοκτησίας .....	σελ. 20
3.5.1: Πως επηρεάζεται το μέγεθος της απόκλισης των συμφερόντων. σελ.	21
3.5.2: Ανταγωνισμός, συμπεριφορές και κόστος αντιπροσώπευσης .....	σελ. 22
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4 <sup>ο</sup> : ΘΕΩΡΙΑ ΤΗΣ ΑΝΤΙΣΤΑΘΜΙΣΗΣ .....	σελ. 23
4.1: Εισαγωγή .....	σελ. 23
4.2: Θεωρία Αντιστάθμισης .....	σελ. 23
4.3: Προσέγγιση των Bradley, Jarrel και Kim .....	σελ. 25
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5 <sup>ο</sup> : ΘΕΩΡΙΑ ΙΕΡΑΡΧΗΣΗΣ/ ΤΑΞΙΝΟΜΗΣΗΣ ΚΑΙ ΕΠΙΛΟΓΗΣ .....	σελ. 28
5.1: Ασύμμετρη πληροφόρηση, σύμφωνα με τους Myers και Majluf.....	σελ. 28
5.2: Ανάλυση Θεωρίας Ταξινόμησης – Επιλογής κεφαλαίων, Myers...σελ..	31
5.2.1: Βασικές Αρχές Θεωρίας Ταξινόμησης – Επιλογής .....	σελ. 31
5.2.2: Η συμπεριφορά των επιχειρήσεων .....	σελ. 32
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6 <sup>ο</sup> : ΘΕΩΡΙΑ ΣΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ .....	σελ. 34
6.1: Εισαγωγή .....	σελ. 34
6.2: Ένα απλό υπόδειγμα .....	σελ. 35

6.2.1: Βέβαιο περιβάλλον .....	σελ. 35
6.2.2: Αβεβαιότητα και σηματοδότηση – ένα τυχαίο αποτέλεσμα.....	σελ. 35
6.2.3: Ισορροπία διευθυντικών κινήτρων και σηματοδότησης.....	σελ. 36
6.2.4: Περιβάλλον της δομής των διευθυντικών κινήτρων.....	σελ. 38
6.3: Ένα γενικό υπόδειγμα .....	σελ. 39
6.4: Μοντέλο με τυχαίες αποδόσεις .....	σελ. 40
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7 <sup>ο</sup> : ΕΜΠΕΙΡΙΚΗ ΔΙΕΡΕΥΝΗΣΗ .....	σελ. 42
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 8 <sup>ο</sup> : ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ .....	σελ. 46
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ .....	σελ. 52

## 1. ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Μελετώντας την ελληνική και διεθνής βιβλιογραφία κατέληξα στο συμπέρασμα ότι η κεφαλαιακή διάρθρωση μιας επιχείρησης αποτελεί μια από τις σημαντικότερες αποστολές της χρηματοοικονομικής διοίκησης, λόγω του ότι καθορίζει τον τρόπο χρηματοδότησης της. Στα πλαίσια της κεφαλαιακής διάρθρωσης καθορίζεται η αναλογία ιδίων και ξένων κεφαλαίων που θα χρησιμοποιήσει η επιχείρηση για την χρηματοδότηση των λειτουργιών της.

Οι πιο σημαντικοί τρόποι χρηματοδότησης που έχει να επιλέξει μια εταιρεία είναι ανάμεσα στην αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου και στο δανεισμό. Το μετοχικό κεφάλαιο αυξάνεται με δυο βασικούς τρόπους, από τη μια με την έκδοση νέων μετοχών οι οποίες προσφέρονται με δημόσια εγγραφή και από την άλλη με την διανομή δωρεάν μετοχών στους παλαιούς μετόχους μέσω της κεφαλαιοποίησης κερδών. Μια επιχείρηση προκειμένου να κεφαλαιοποιήσει τα κέρδη της θα πρέπει για κάποιες χρήσεις να μην διανείμει μέρος ή να διανείμει μέρος πολύ μικρότερο από αυτό που θα μπορούσε. Η έκδοση νέων μετοχών αποτελεί ένδειξη αδυναμίας για τους επενδυτές, εφόσον δεν έχει αιτιολογηθεί σωστά από τη διοίκηση της επιχείρησης, με αποτέλεσμα την μείωση της αξίας της μετοχής.

Ο δανεισμός μας παρέχει πολλές επιλογές όπως είναι η αναζήτηση άμεσων κεφαλαίων από τράπεζες, από εταιρείες leasing, forfeiting, factoring ή μπορεί να εκδώσει ομολογιακά δάνεια. Σε οποιαδήποτε περίπτωση από τις παραπάνω η αξία της εταιρείας επηρεάζει την πιστοληπτική της ικανότητα και κατά συνέπεια το επιτόκιο δανεισμού από την τράπεζα.

Οι βασικότερες έννοιες της κεφαλαιακής διάρθρωσης είναι ο επιχειρηματικός κίνδυνος, ο χρηματοοικονομικός κίνδυνος και η μόχλευση.

Ο κύριος σκοπός των επιχειρήσεων είναι το κέρδος. Μια οικονομική μονάδα όπως και η οικονομία μας περνάει από διάφορες φάσεις όπως είναι η άνοδος, η κρίση, η ύφεση και η ανάκαμψη. Στα πλαίσια του οικονομικού κύκλου υπάρχουν πολλές πιθανότητες μια επιχείρηση να εμφανίσει σοβαρή μείωση του καθαρού αποτελέσματος ή ακόμα να εμφανίσει και ζημιές. Επιπλέον αποτελεί το πρώτο παράγοντα στη προσπάθεια προσδιορισμού της αναλογίας συμμετοχής τους χρέους στη συνολική χρηματοδότηση της επιχείρησης. Με λίγα λόγια ο επιχειρηματικός

κίνδυνος είναι η απόκλιση των πραγματικών κερδών εκμετάλλευσης από τα προσδοκώμενα.

Χρηματοοικονομικός κίνδυνος είναι αυτός που προέρχεται από την απόφαση της επιχείρησης να συμπεριλάβει χρέος στην χρηματοδότηση των δραστηριοτήτων της. Επίσης αποτελεί το δεύτερο παράγοντα στο προσδιορισμό της ανάλυσης για την άριστη κεφαλαιακή διάρθρωση. Επί το πλείστον βασίζεται στη θεώρηση ότι η χρήση ξένων κεφαλαίων δεν είναι απαλλαγμένη από κινδύνους και πιο συγκεκριμένα όταν υπάρχουν ορισμένες δυσμενείς επιχειρηματικές ή οικονομικές συγκυρίες. Δηλαδή σε περιόδους κρίσης ο επιχειρηματικός κίνδυνος αντικατοπτρίζεται στο τελικό αποτέλεσμα προσαυξημένος κατά την αναλογία των ξένων κεφαλαίων με αποτέλεσμα να έχουμε τη περίπτωση της μόχλευσης.

Με τον όρο μόχλευση εννοούμε το «σύστημα μοχλού», το οποίο καθιστά δυνατή τη μετακίνηση αντικειμένου μεγάλου βάρους με την άσκηση αναλογικά μικρότερης δύναμης. Όπως λοιπόν στη φυσική η χρήση συστήματος μοχλού πολλαπλασιάζει τη ασκηθείσα δύναμη, έτσι και στη οικονομία με το δανεισμό πολλαπλασιάζεται η απόδοση των επενδυμένων κεφαλαίων. Με αυτή τη διαδικασία επιτυγχάνουμε με λιγότερα ίδια κεφάλαια μεγαλύτερο κέρδος, αλλά όπως κατορθώνουμε μεγάλα κέρδη έτσι θα μπορούσαμε να έχουμε και εξίσου μεγάλες ζημιές. Με αποτέλεσμα με την χρήση της μόχλευσης να μην μεγεθύνεται μόνο η αναμενόμενη απόδοση αλλά και ο κίνδυνος των μετοχών.

Οι βασικότεροι παράγοντες κεφαλαιακής διάρθρωσης επιγραμματικά που έχουν προσδιοριστεί κατά διαστήματα από τις διάφορες θεωρίες είναι οι παρακάτω:

- I. Η κερδοφορία της επιχείρησης και η πολιτική της για την διανομή μερισμάτων.
- II. Το ύψος των φορολογικών ωφελειών από τόκους δανείων.
- III. Το ύψος φορολογικών ωφελειών από αποσβέσεις στοιχείων του ενεργητικού.
- IV. Η αναλογία του παγίου προς το συνολικό ενεργητικό της επιχείρησης και το ύψος τους.
- V. Το μέγεθος της επιχείρησης.
- VI. Η παραδοχή της αρνητικής συσχέτισης μεταξύ της αστάθειας της κερδοφορίας και της χρηματοοικονομικής μόχλευσης.
- VII. Ο επηρεασμός των αποφάσεων της διοίκησης σχετικά με το δανεισμό, βασισμένος στο βαθμό αποδοτικότητας τους.

- VIII. Η αναλογία δανεισμού με βάση τις ευκαιρίες ανάπτυξης.
- IX. Η αναλογία δανεισμού βάσει λογιστικών και αγοραστικών αξιών.
- X. Η ύπαρξη υψηλών ή όχι ταμειακών πλεονασμάτων.
- XI. Η εξάρτηση της χρηματοοικονομικής μόχλευσης από το είδος των βιομηχανικά παραγόμενων προϊόντων.

Γύρω από την κεφαλαιακή διάρθρωση των επιχειρήσεων έχουν διαμορφωθεί πέντε βασικές θεωρήσεις, με τις οποίες θα ασχοληθούμε εκτενέστερα παρακάτω.

Η παρούσα εργασία δομείται σε οχτώ (8) κεφάλαια. Πιο συγκεκριμένα το πρώτο κεφάλαιο περιέχει την εισαγωγή.

Στο δεύτερο κεφάλαιο θα μελετήσουμε την θεωρία των F.Modigliani και M.H. Miller, (1958).

Στο τρίτο κεφάλαιο θα ασχοληθούμε με την θεωρία «Αντιπροσώπευσης» των Jensen και Meckling, (1976).

Στο τέταρτο κεφάλαιο θα μελετήσουμε την θεωρία «Αντιστάθμισης» σύμφωνα με την προσέγγιση των Bradley, Jarrel και Kim, (1984).

Στο πέμπτο κεφάλαιο θα αναλύσουμε την θεωρία «Ιεράρχησης/ Ταξινόμησης και Επιλογής» κατά την προσέγγιση των Myers και Majluf, (1984).

Στο έκτο κεφάλαιο θα ασχοληθούμε με την θεωρία « Σηματοδότησης» του (Stephen Ross).

Στο έβδομο κεφάλαιο παραθέτουμε την εμπειρική διερεύνηση.

Και τελειώνοντας στο όγδοο κεφάλαιο καταλήγουμε σε κάποια συμπεράσματα από την ανάλυση των προηγούμενων κεφαλαίων.

## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2<sup>ο</sup>**

### **ΘΕΩΡΙΑ ΤΩΝ F. MODIGLIANI ΚΑΙ M.H. MILLER (1958)**

#### **2.1 Εισαγωγή**

Οι Franco Modigliani και Merton Miller (1958), απέδειξαν ότι μέσα σε μια οικονομία απαλλαγμένη από κρατικούς φόρους και κόστη συναλλαγής, με συμμετρική πληροφόρηση της αγοράς προς όλες τις επιχειρήσεις δεν υπάρχει μεταβολή στην αξία της επιχειρηματικής οντότητας, είτε χρηματοδοτήσει τη δραστηριότητα της από τα ίδια κεφάλαια – μετοχικό κεφάλαιο, είτε μέσω ξένων κεφαλαίων- δανεισμός.

Η μεταβολή του δημοσιευμένου θεωρήματος (1958) τους γίνεται το 1963, όπου πρόσθεσαν τη φορολογία φυσικών προσώπων, αποδεικνύοντας ότι αυτό δεν ανατρέπει τα αποτελέσματα του αρχικού τους θεωρήματος, με αποτέλεσμα να μην υπάρχει διαφορά στη αξία μιας μοχλεμένης επιχείρησης με μια αμιγώς αυτοχρηματοδοτούμενη. Η μόνη τους διαφορά είναι στις εκπτώσεις φόρων που προκύπτουν από τα έξοδα τόκων δανεισμού κεφαλαίου.

Το 1977, ο Merton Miller ενσωματώνει στο ήδη υπάρχον θεώρημα την έννοια της φορολόγησης των επενδύσεων και των μετόχων φτάνοντας και πάλι στο συμπέρασμα ότι δεν επηρεάζει την αξία του ενεργητικού και κατά προέκταση της επιχείρησης ο τρόπος που επιλέγει να χρηματοδοτήσει τη δραστηριότητα της.

#### **2.2 Παρουσίαση Προτάσεων Υποδείγματος – Γενικές Παραδοχές**

Ο Franco Modigliani και ο Merton Miller (1958) απέδειξαν ότι το συνολικό κόστος κεφαλαίου, καθώς και η τιμή της μετοχής μιας επιχείρησης δεν επηρεάζονται από τη σύνθεση των κεφαλαίων της σε μακροχρόνιο διάστημα. Με αποτέλεσμα οι επιχειρήσεις να μην έχουν όφελος να στρέφονται προς τη χρησιμοποίηση δανειακών κεφαλαίων για την εξυπηρέτηση της δραστηριότητας τους. Η παραπάνω προσέγγιση γίνεται αποδεκτή κάτω από κάποιες αυστηρές υποθέσεις – παραδοχές, σημαντικότερες εκ των οποίων είναι οι εξής :

- Δεν υπάρχουν φόροι εισοδήματος ιδιωτών και επιχειρήσεων.



- Ο επιχειρηματικός κίνδυνος των επιχειρήσεων είναι μετρήσιμος και εκφράζεται ως η τυπική απόκλιση των κερδών προ φόρων τόκων και αποσβέσεων. Οι επιχειρήσεις με τον ίδιο βαθμό επιχειρηματικού κινδύνου μπορούν να καταταγούν σε κατηγορίες ομοιογενούς κινδύνου.
- Όλες οι επιχειρήσεις προσδοκούν μηδενικό ρυθμό μεγέθυνσης. Άρα περιμένουν ότι τα κέρδη προ φόρων και τόκων θα είναι σταθερά, θα διανέμεται στους μετόχους και οι ομολογίες τους θα έχουν πραγματική αξία αποτίμησης στο διηνεκές. Το ίδιο και οι ταμιακές ροές.
- Η διαπραγμάτευση των μετοχών και των ομολογιών τους θα γίνεται σε τέλειες κεφαλαιαγορές πράγμα που συνεπάγεται ότι οι επιχειρήσεις και οι επενδυτές θα συναλλάσσονται με το ίδιο επιτόκιο δανεισμού, δεν θα υπάρχουν κόστη συναλλαγών ή άλλα εμπόδια στην ελεύθερη ροή των πληροφοριών, δεν θα υπάρχουν κόστη αντιπροσώπευσης και γενικότερα κόστη που συνδέονται με χρηματοοικονομικές δυσχέρειες.
- Ο δανεισμός τόσο των επενδυτών όσο και των επιχειρήσεων δεν ενσωματώνει κινδύνους και επομένως το κόστος δανεισμού τους ισούται με το επιτόκιο χωρίς κίνδυνο ( $r_f$ ), το οποίο δεν μεταβάλλεται από την αύξηση του δανεισμού.
- Οι επενδυτές έχουν ομοιογενείς προσδοκίες σχετικά με τα μελλοντικά κέρδη (προ τόκων και φορών), καθώς και τον αναμενόμενο κίνδυνο που ενσωματώνουν τα κέρδη αυτά. Με βάση αυτές τις προσδοκίες οι επιχειρήσεις κατηγοριοποιούνται και κατατάσσονται σε ομάδες. Τα αναμενόμενα κέρδη (προ τόκων και φορών), καθώς επίσης και η αναμενόμενη απόδοση των επιχειρήσεων που ανήκουν στην ίδια «κλάση» είναι ίδια για όλες τις επιχειρήσεις που κατατάσσονται σε αυτήν. Με αποτέλεσμα, για κάθε ομάδα αναμενόμενου επιπέδου κερδών, η αξία της μετοχής των επιχειρήσεων που ανήκουν σε αυτή, θα πρέπει να είναι ανάλογη της αναμενόμενης απόδοσης της. Στην περίπτωση που ισχύει ο παράγοντας της ομοιογένειας των αναμενόμενων αποδόσεων ανά «ομάδα ταξινόμησης», καθώς και η ομαδοποίηση τους με κριτήριο της απόδοσης, τότε ισχύει ότι για την κλάση  $k$ , στην οποία ανήκει η επιχείρηση  $j$ , με αναμενόμενη απόδοση  $\bar{\chi}_j$  και τιμή μετοχής  $p_j$  η σχέση  $p_j = (1/p_k) \cdot \bar{\chi}_j$  (1.1) και κατ'επέκταση  $\bar{\chi}_j / p_j = p_k$  (1.2). Ο συντελεστής  $1/p_k$ , δίνει τόσο την ύπαρξη αναλογικότητας των κερδών αποδόσεων ανά ομάδα προσδοκιών απόδοσης, όσο και την τιμή που ο

δυναμικός επενδυτής είναι διατεθειμένος να πληρώσει για την μετοχή της  $j$  προσδοκώντας μια συγκεκριμένη απόδοση από την επιχειρηματική οντότητα με βάση την οποία αυτή κατατάσσεται στην «κλάση»  $k$ .

- Σε γενικές γραμμές, επιδίωξη όλων των επιχειρήσεων είναι η μεγιστοποίηση του κέρδους και κατά συνέπεια η μεγιστοποίηση της αξίας των μετοχών που διαπραγματεύονται στο χρηματιστήριο ή που κατέχουν οι μέτοχοι.

Στην ουσία το υπόδειγμα Modigliani- Miller(1958), βασιζόμενο στις παραπάνω παραδοχές υποστηρίζει πως το κόστος κεφαλαίου μιας επιχειρηματικής μονάδας εξαρτάται από τις συνθήκες της αγοράς και όχι από την αναλογία και την ποιότητα της κεφαλαιακής διάρθρωσης. Οι πραγματικές εταιρικές αποφάσεις για την χάραξη στρατηγικής διαφέρουν από τις αποφάσεις χρηματοοικονομικού ενδιαφέροντος, με εξαίρεση την χρηματοδότηση με διαδοχικές αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου, χωρίς όμως αυτή η επιλογή να επηρεάζει ιδιαίτερα την μερισματική πολιτική και την αξία της επιχείρησης στο χρηματοοικονομικό κύκλωμα. Επιπλέον, στην πρόταση τους, οι Modigliani- Miller(1958), υποστηρίζουν ότι το κόστος του κοινού μετοχικού κεφαλαίου μιας επιχείρησης, η οποία επιλέγει το δανεισμό για την χρηματοδότηση της, ισούται με το κόστος του κοινού μετοχικού κεφαλαίου εκείνης της επιχείρησης, που δεν χρησιμοποιεί δανειακά κεφάλαια αλλά ανήκει στην ίδια κατηγορία κινδύνου, προσανατολισμένο με την ανταμοιβή κινδύνου (η οποία εξαρτάται από το ύψος των κοινών μετοχών και του κόστους των δανειακών κεφαλαίων).

### **2.3 Αξία Επιχείρησης και Κεφαλαιακή Διάρθρωση (πρόταση 1)**

Βασική υπόθεση της θεωρίας που ανέπτυξαν οι Modigliani και Miller (1958) είναι ότι η επιλογή χρηματοδότησης μιας επιχείρησης δεν επηρεάζει την αγοραία αξία της. Η σχέση Ιδίων κεφαλαίων δανεισμού δεν ικανοποιεί κανένα ποσοστό η αναλογία μεταξύ χρηματοοικονομικής μόχλευσης και δανειακής επιβάρυνσης. Με τις προϋποθέσεις αυτές, ισχύει το ίδιο και στην ποσοστιαία διανομή μερισμάτων προς τους εταίρους, η οποία δεν επηρεάζει την αξία της επιχείρησης και το μέγεθος διανομής των κερδών της. Επίσης, με την επιλογή μείγματος ιδίων και ξένων κεφαλαίων προκύπτει ένα αναμενόμενο κέρδος από την επιχειρηματική δραστηριότητα το οποίο τη κατατάσσει σε μια συγκεκριμένη κλάση απόδοσης.

Για την παρουσίαση του θεωρήματος θα πρέπει να εισάγουμε την έννοια μιας απλής μικτής χρηματοδοτούμενης επιχείρησης για την οποία ισχύουν τα εξής :

- ❖ Η σταθερότητα στην αγορά και στα οικονομικά της επιχείρησης παρέχουν την ασφάλεια στους δανειστές να έχουν σταθερή ροή στην είσπραξη των τόκων και των οφειλών.
- ❖ Η ασφάλεια που παρέχεται στους μετόχους για τη διανομή μερίσματος σε κερδοφόρες χρήσεις, αφού πρώτα ικανοποιηθούν οι δανειστές της επιχείρησης.
- ❖ Οι μετοχές εταιρειών που ανήκουν στην ίδια ομάδα αποδόσεων αποτελούν τέλεια υποκατάστατα μεταξύ τους. Οι επενδυτές λοιπόν, χωρίς κόστος μπορούν να επενδύσουν σε άλλη μετοχή έχοντας την ίδια απόδοση.
- ❖ Οι δανειστές καλύπτονται πριν από τους κατόχους τίτλων και τους θεσμικούς μετόχους, με τις απαιτήσεις τους όμως να παραμένουν σταθερές σε σχέση με αυτές των μετόχων, οι οποίοι αναμένουν μεγαλύτερες ή μικρότερες αποδόσεις ανάλογα με το κλείσιμο και τα κέρδη ανά οικονομική χρήση.

Η αξία της επιχείρησης ισούται με το άθροισμα του μετοχικού και δανειακού κεφαλαίου της. Η παραπάνω πρόταση εκφράζεται από την παρακάτω σχέση:

$$V_j = S_j + D_j \quad (1.3)$$

Όπου  $V_j$  = οικονομική αξία της επιχείρησης  $j$  η οποία προσδιορίζεται από το άθροισμα του  $D_j$  αξίας μετοχικού κεφαλαίου και  $S_j$  αξίας δανειακών της κεφαλαίων μια δεδομένη χρονική στιγμή  $t$ .

Η σχέση (1.3) με βάση τις παραδοχές, σχετικά με τη σχέση απόδοσης – αξίας κοινών μετοχών ανά ομάδα αναμενόμενων αποδόσεων, σχέση (1.1) & (1.2) εκφράζεται από την παρακάτω ισότητα:

$V_j = (S_j + D_j) = \bar{\chi}_j / r_k \quad (1.4)$ ,  $\Leftrightarrow \bar{\chi}_j / (S_j + D_j) = \bar{\chi}_j / V_j = r_k \quad (1.5)$ , για τη επιχείρηση  $j$  η οποία ανήκει στη «κλάση»  $k$ .

Σύμφωνα με την προσέγγιση Modigliani- Miller η αύξηση της χρησιμοποίησης δανειακών κεφαλαίων οδηγεί στην αύξηση των κερδών και των μερισμάτων ανά μετοχή μέσω της χρηματοοικονομικής μόχλευσης. Η αύξηση αυτή εξισορροπείται πλήρως από την αύξηση του κόστους του κοινού μετοχικού κεφαλαίου. Η αύξηση του παραπάνω είναι αποτέλεσμα της αύξησης του χρηματοοικονομικού κινδύνου, που προέρχεται από την αύξηση των δανειακών κεφαλαίων. Τελικά, το συνολικό κόστος κεφαλαίου της επιχείρησης, το οποίο αποκαλείται και επιτόκιο κεφαλαιοποίησης, παραμένει σταθερό.

Επίσης η τρέχουσα αξία μιας επιχείρησης καθορίζεται από την προεξόφληση των αναμενόμενων καθαρών λειτουργικών εσόδων πριν την αφαίρεση τόκων και φόρων

με το συνολικό κόστος κεφαλαίων της. Η συνολική αξία του μετοχικού κεφαλαίου μιας επιχείρησης προσδιορίζεται από τη διαφορά μεταξύ της συνολικής αξίας της επιχείρησης και της αξίας του δανειακού της κεφαλαίου.

Για τον υπολογισμό της αξίας της μετοχής της επιχείρησης διαιρούμε τη συνολική αξία του μετοχικού κεφαλαίου με το αριθμό των μετοχών που έχει εκδώσει. Εφόσον όμως έχουμε υποθέσει ότι οι επιχειρήσεις έχουν μηδενικό ρυθμό μεγέθυνσης, τα κέρδη προ φόρων και τόκων αναμένεται να παραμείνουν σταθερά και όλα τα κέρδη διανέμονται στους μετόχους με τη μορφή μερισμάτων. Έτσι, η συνολική αξία του μετοχικού κεφαλαίου της επιχείρησης θα είναι η παρούσα αξία μιας σειράς πληρωμών όπου ο αριθμητής είναι τα καθαρά κέρδη προς διάθεση (μερίσματα) και ο παρανομαστής το κόστος του κοινού μετοχικού κεφαλαίου.

#### **2.4 Προσδιορισμός Κόστους Κεφαλαίων (Πρόταση 2)**

Οι Modigliani –Miller (1958) απέδειξαν ότι το κόστος του κοινού μετοχικού κεφαλαίου μιας επιχείρησης, η οποία χρησιμοποιεί δανειακά κεφάλαια, ισούται με το κόστος του κοινού μετοχικού κεφαλαίου μιας άλλης επιχείρησης η οποία δεν χρησιμοποιεί δανειακά κεφάλαια για την χρηματοδότηση της δραστηριότητας της, προσαυξημένο με ένα περιθώριο ανταμοιβής κινδύνου, το οποίο προσδιορίζεται από τη διαφορά μεταξύ του κόστους μετοχικού κεφαλαίου και του κόστους δανεισμού της. Αυτές οι δυο επιχειρήσεις μπορούν να συγκριθούν όταν ανήκουν στην ίδια κατηγορία προσδοκώμενων αποδόσεων ή ανήκουν στην ίδια κατηγορία επενδυτικού κινδύνου. Από αυτά καταλήγουμε στο συμπέρασμα ότι καθώς αυξάνονται τα δανειακά κεφάλαια θα αυξάνεται και το κόστος του κοινού μετοχικού της κεφαλαίου.

Το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου που χρησιμοποιεί δανειακά κεφάλαια είναι ανεξάρτητο από το ύψος των δανειακών της κεφαλαίων και ισούται με το κόστος των κεφαλαίων μιας επιχείρησης που δεν χρησιμοποιεί δανεισμό για την χρηματοδότηση της δραστηριότητας της. Αυτή η προσέγγιση των Modigliani και Miller καλείται «θεωρία των καθαρών λειτουργικών κερδών».

Η αξία μιας επιχείρησης εξαρτάται από την κερδοφορία της και από τον κίνδυνο των λειτουργικών της περιουσιακών στοιχείων και όχι από την κεφαλαιακή της διάρθρωση, με αποτέλεσμα η αξία της επιχείρησης να μην εξαρτάται από τη σχέση ξένα προς ίδια κεφάλαια. Με βάση τη πρόταση 1 του θεωρήματος, κάθε διαφοροποίηση στην παραπάνω θέση θα προκαλέσει κίνητρο για arbitrage οδηγώντας

σταδιακά την αγορά κεφαλαίου σε ισορροπία. Η πρόταση 2 αναφέρει ότι το κόστος του κοινού μετοχικού κεφαλαίου της επιχείρησης που χρησιμοποιεί δανειακά κεφάλαια αποτελεί αύξουσα γραμμική συνάρτηση της χρηματοοικονομικής της μόχλευσης.

### **2.5 Κεφαλαιακή Διάρθρωση και Επενδυτική Πολιτική (Πρόταση3)**

Η πρόταση 3 των Modigliani –Miller (1958) συσχετίζει το κόστος κεφαλαίου της επιχείρησης με την επενδυτική πολιτική που επιλέγεται, υποστηρίζοντας ότι για τους επενδυτές, το κόστος του συνολικού κεφαλαίου της επιχείρησης αποτελεί την ελάχιστη αναμενόμενη επενδυτική απόδοση ώστε αυτό να γίνει αποδεκτό. Αυτό το επενδυτικό πρόγραμμα εξαρτάται από τον κίνδυνο που ενσωματώνει και όχι από το μείγμα αξιόγραφων που αποτελούν το χαρτοφυλάκιο του.

Από αυτή την πρόταση καταλήγουν στα συμπεράσματα, ότι η επενδυτική απόδοση θα πρέπει να είναι μεγαλύτερη από το κόστος των κεφαλαίων της επιχείρησης για να αυξηθεί η αξία της, και δεύτερον η επενδυτική απόδοση δεν εξαρτάται από το μείγμα χαρτοφυλακίου που θα επιλέξει ο επενδυτής. Άρα η επιχείρηση είναι αδιάφορη όσον αφορά την κεφαλαιακή της διάρθρωση.

### **2.6 Αναδιατύπωση Υποδείγματος**

Το 1963 οι Modigliani –Miller αναδιατύπωσαν τις προτάσεις τους σχετικά με την κεφαλαιακή διάρθρωση και την αξία της επιχείρησης εισάγοντας στο μοντέλο τους την φορολογία των επιχειρηματικών κερδών. Επίσης απέδειξαν ότι στην περίπτωση της φορολογίας κερδών, η αξία της επιχείρησης αυξάνεται θετικά σε συνάρτηση με το ύψος δανειακών της κεφαλαίων. Άρα σε αυτήν την περίπτωση, οι επιχειρήσεις έχουν κίνητρα να χρηματοδοτούν την δραστηριότητα τους ως και 100% με δανεισμό.

Με βάση αυτή την προσέγγιση το συνολικό κόστος κεφαλαίων και η τιμή της κοινής μετοχής επηρεάζονται από την χρήση δανειακών κεφαλαίων. Όταν το κόστος των δανειακών κεφαλαίων οδηγείται να είναι μικρότερο από το κόστος του κοινού μετοχικού κεφαλαίου εξαιτίας της φορολογικής εξοικονόμησης, τότε η χρήση περισσότερων δανειακών κεφαλαίων μειώνει το συνολικό κόστος κεφαλαίων της επιχείρησης.

Το νέο «υπόδειγμα» των Modigliani –Miller(1963) περιέχει δύο προτάσεις. Πιο συγκεκριμένα η πρόταση 1 αναφέρεται στην αξία μιας επιχείρησης που χρησιμοποιεί

δανειακά κεφάλαια και ισούται με την αξία μιας επιχείρησης που δεν εφαρμόζει χρηματοοικονομική μόχλευση, προσαυξημένη με την παρούσα αξία της φορολογικής εξοικονόμησης, την οποία δέχεται λόγω χρήσης δανειακών κεφαλαίων. Η δεύτερη πρόταση αναφέρει ότι το κόστος του κοινού μετοχικού κεφαλαίου μιας επιχείρησης που χρησιμοποιεί δανειακά κεφάλαια ισούται με το κόστος του κοινού μετοχικού κεφαλαίου μιας επιχείρησης που δεν χρησιμοποιεί δανειακά κεφάλαια συν μια ανταμοιβή κινδύνου που προκύπτει από τη διαφορά μεταξύ του κόστους των κοινών μετοχών και του κόστους των δανειακών κεφαλαίων μειωμένα κατά τη φορολογική επιβάρυνση κερδών.

Θέλοντας να αναφερθούμε στις κριτικές που δέχθηκαν οι θεωρίες των Modigliani –Miller(1958 & 1963) αξίζει να αναφερθεί ότι οι προσεγγίσεις τους στηρίζονται σε αρκετά περιοριστικές υποθέσεις όπου αυτό προκάλεσε ιδιαίτερο ερευνητικό ενδιαφέρον. Γενικά θα μπορούσαμε να πούμε ότι οι οικονομολόγοι που ήρθαν σε αντίθεση με αυτά που αναφέρονται στο αρχικό αλλά και στο μεταγενέστερο υπόδειγμα, υποστήριξαν ότι αυτές οι υποθέσεις δεν βασίζονται στην πραγματική οικονομία.

## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3<sup>ο</sup>**

### **ΘΕΩΡΙΑ ΑΝΤΙΠΡΟΣΩΠΕΥΣΗΣ**

#### **3.1 Εισαγωγή**

Η θεωρία αντιπροσώπευσης των Jensen και Meckling (1976) απευθύνεται σε κάθε είδος ή σχέση αντιπροσώπευσης όπου ο αντιπροσωπευόμενος προσλαμβάνει ένα άλλο άτομο τον αντιπρόσωπο για να εκτελέσει κάποιες εργασίες εκ μέρους του. Αυτή η συνεργασία γίνεται με τη μορφή σύμβασης μεταξύ των δυο μερών. Πιο συγκεκριμένα όταν αναφερόμαστε σε μια εταιρεία όπου οι μέτοχοι δεν έχουν πλήρη γνώση των ενεργειών των διαχειριστών της επιχείρησής τους, προσπαθούν να επηρεάσουν και να ελέγξουν τους διαχειριστές έτσι ώστε να εξασφαλίσουν τα συμφέροντά τους, έχοντας κάποιο κόστος το γνωστό σε μας κόστος αντιπροσώπευσης. Το κόστος αντιπροσώπευσης επηρεάζει τον τρόπο με τον οποίο μια επιχείρηση χρηματοδοτεί τις επενδύσεις της και τα περιουσιακά της στοιχεία., με αποτέλεσμα να επηρεάζει την κεφαλαιακή της διάρθρωση.

Η σχέση αντιπροσώπευσης παρουσιάζεται σε κάθε είδους οργάνωση, επιχείρηση, συνεταιρισμό, ίδρυμα ή συνεργατική προσπάθεια ακόμα και αν δεν διαχωρίζεται επακριβώς η σχέση αντιπρόσωπου- αντιπροσωπευόμενου. Σκοπό έχουμε να αναλύσουμε τη θεωρία του κόστους αντιπροσώπευσης όπως προκύπτει από τις επιστημονικές έρευνες των Jensen και Meckling(1976) και της Kathleen M.Eisenhardt (1989), δίνοντας έμφαση μόνο σε ένα μικρό μέρος αυτού του προβλήματος που είναι η ανάλυση του κόστους αντιπροσώπευσης που προκύπτει από τις ρυθμίσεις των συμβάσεων μεταξύ ιδιοκτητών και διαχειριστών μιας εταιρίας.

#### **3.2 Περιεχόμενο Θεωρίας Αντιπροσώπευσης**

Οι Jensen και Meckling(1976) στην έρευνα τους επισημαίνουν την διάσταση της επιχείρησης ως ένα πλέγμα συμβολαίων, με θεσμική και νομική υπόσταση. Θέλουν να μας δείξουν ότι η εταιρία δεν είναι ένα άτομο αλλά ένα «νομικό δημιούργημα» που χρησιμεύει ως βάση για μια σύνθετη διαδικασία όπου οι αλληλοσυγκρουόμενοι στόχοι των ατόμων έρχονται σε ισορροπία μέσα σε ένα πλαίσιο συμβατικών σχέσεων.

Με βάση τη θεωρία αντιπροσώπευσης τα δυο μέρη μεγιστοποιούν ανεξάρτητα την χρησιμότητά τους. Ο αντιπροσωπευόμενος αντιλαμβάνεται πως ο αντιπρόσωπος δε

θα ενεργεί πάντα προς το συμφέρον του και έτσι θα προσπαθήσει να περιορίσει τις ενέργειες-αποφάσεις που αποκλίνουν από τα συμφέροντα του. Ο αντιπροσωπευόμενος δεν μπορεί να εξασφαλιστεί με μηδενικό κόστος οπότε θα πρέπει δημιουργήσει ένα σύστημα ελέγχου ώστε να περιορίζεται η παρεκκλίνουσα δράση του αντιπροσώπου και σε ορισμένες περιπτώσεις να επιβάλει δεσμευτικές ασφαλιστικές ρήτρες. Το κόστος που επωμίζεται ο αντιπροσωπευόμενος για την εξασφάλιση του (υπολειμματική ζημιά) επιφέρει μείωση της ευημερίας του. Ως κόστος αντιπροσώπευσης ορίζεται το άθροισμα των δαπανών παρακολούθησης, των ασφαλιστικών δικλίδων από τον αντιπρόσωπο και της υπολειμματικής ζημιάς.

Οι Jensen και Meckling (1976) έχουν επικεντρωθεί σχεδόν αποκλειστικά στις θετικές πλευρές της θεωρίας υποθέτοντας ότι τα άτομα λύνουν αυτά τα προβλήματα. Θεωρώντας δεδομένη την ύπαρξη μόνο μετόχων και ομολόγων, διευρύνουν τα κίνητρα που αντιμετωπίζει καθένα από τα μέρη ώστε να επιτευχθεί η ισορροπία.

Εκτός από τους Jensen και Meckling(1976) έχουμε και την θεωρία της Eisenhardt(1989). Σύμφωνα με την Eisenhardt (1989), η θεωρία αντιπροσώπευσης μελετά την επίλυση δυο προβλημάτων που πιθανόν να παρουσιαστούν κατά την σύναψη σχέσεων αντιπροσώπευσης. Το πρώτο πρόβλημα αναφέρεται στην αδυναμία του αντιπροσωπευόμενου να γνωρίζει αν ο αντιπρόσωπος εκτέλεσε την εργασία που του ανατέθηκε με τον πιο κατάλληλο τρόπο. Το δεύτερο πρόβλημα αφορά την κατανομή του κινδύνου εφόσον οι επιλογές των δυο μερών μπορεί να διαφέρουν λόγω της διαφορετικής στάσης τους απέναντι στο κίνδυνο.

Η βάση της ανάλυσης είναι η σύμβαση για αυτό η θεωρία επικεντρώνεται στον προσδιορισμό της πλέον αποτελεσματικής σύμβασης, λαμβάνοντας υπόψη την συμπεριφορά των δυο μερών, τους οργανισμούς και τις πληροφορίες. Με κοινή αφετηρία την παραπάνω σύμβαση, η θεωρία αντιπροσώπευσης έχει αναπτυχθεί σε δυο άξονες. Τον «θετικισμό» και το θεώρημα «εντολέα – εντολοδόχου». Οι δυο αυτοί άξονες έχουν κοινές θεωρήσεις όσον αφορά τα ανθρώπινα χαρακτηριστικά, την λειτουργία των οργανισμών, το είδος και την ποιότητα πληροφόρησης. Αλλά διαφέρουν στην μαθηματική αυστηρότητα στην εξαρτημένη μεταβλητή και στην μορφή τους. Είναι χρήσιμο να σημειωθεί ότι οι δυο αυτοί άξονες είναι συμπληρωματικοί.



### 3.3 Θετικιστικό Ρεύμα

Οι θετικιστικοί ερευνητές, όπως είναι οι Jensen και Meckling (1976) επικεντρώθηκαν στο να εντοπίσουν καταστάσεις στις οποίες ο αντιπροσωπευόμενος και ο αντιπρόσωπος είναι πιθανό να έχουν αντικρουόμενους στόχους και στη συνέχεια περιέγραψαν τους μηχανισμούς διακυβέρνησης που περιορίζουν την ιδιοτελή συμπεριφορά του αντιπροσώπου ιδιαίτερα σε μεγάλες δημόσιες επιχειρήσεις. Αυτοί οι μηχανισμοί δεσμεύονται από δυο προτάσεις.

Η πρώτη πρόταση είναι ότι οι συμβάσεις που βασίζονται στο αποτέλεσμα είναι αποτελεσματικές όσον αφορά τον καιροσκοπισμό των αντιπροσώπων. Σαν βασικό επιχείρημα αυτών των συμβάσεων είναι ότι αυτές οδηγούν στη συμφωνία των προτιμήσεων των αντιπροσώπων και των αντιπροσωπευόμενων, διότι η ανταμοιβή και των δυο εξαρτάται από τις ίδιες δράσεις. « 1<sup>η</sup> πρόταση: Όταν η σύμβαση μεταξύ του εντολέα και του εντολοδόχου έχει συνταχθεί με κριτήριο τα αποτελέσματα, ο αντιπρόσωπος έχει περισσότερες πιθανότητες να συμπεριφερθεί κατά τα συμφέροντα του αντιπροσωπευόμενου», με αποτέλεσμα να μειώνονται οι συγκρούσεις μεταξύ τους.

Η δεύτερη πρόταση υποστηρίζει ότι τα συστήματα πληροφόρησης περιορίζουν επίσης τον καιροσκοπισμό των αντιπροσώπων. Εδώ το επιχείρημα είναι ότι τα συστήματα πληροφόρησης ενημερώνουν τον αντιπροσωπευόμενο για τις πράξεις του αντιπρόσωπου. « 2<sup>η</sup> πρόταση: Είναι πιο πιθανό, ο αντιπρόσωπος να συμπεριφερθεί σύμφωνα με τα συμφέροντα του αντιπροσωπευόμενου, όταν ο αντιπροσωπευόμενος έχει τη δυνατότητα να ελέγξει και να επαληθεύσει την συμπεριφορά του αντιπρόσωπου». Έτσι είναι πιθανό να περιοριστεί ο καιροσκοπισμός του αντιπρόσωπου.

Το θετικιστικό ρεύμα έχει σαν κοινό στόχο να προσδιορίσει τις πολιτικές ή τις συμπεριφορές, κάτω από τις οποίες τα συμφέροντα των μετόχων και των διαχειριστών διαφέρουν, και στη συνέχεια να υποδείξει τον τρόπο με τον οποίο τα συστήματα πληροφοριών ή τα κίνητρα που βασίζονται στα αποτελέσματα λύνουν το πρόβλημα αντιπροσώπευσης. Με τη χρήση αυτών των μηχανισμών οι επιλογές των managers συγκλίνουν με τις προτιμήσεις των ιδιοκτητών-μετόχων. Σύμφωνα με τη θετικιστική παράδοση, οι περισσότερες μελέτες αφορούν τον διαχωρισμό της ιδιοκτησίας από την διοίκηση στις μεγάλες επιχειρήσεις, και χρησιμοποιούν δευτερογενή στοιχεία που είναι διαθέσιμα σε αυτές.

### 3.4 Το Θεώρημα Εντολέα – Εντολοδόχου

Το θεώρημα εντολέα εντολοδόχου έχει να κάνει με τον καθορισμό της βέλτιστης σύμβασης, με κριτήριο τη συμπεριφορά ή το αποτέλεσμα, μεταξύ του αντιπροσωπευόμενου και του αντιπροσώπου. Σαν υπόθεση του απλού μοντέλου είναι η διαφωνία των στόχων μεταξύ του αντιπροσώπου και του αντιπροσωπευόμενου, το οποίο είναι ένα εύκολα μετρήσιμο αποτέλεσμα, όπως και ο αντιπρόσωπος είναι πιο επιφυλακτικός στο να αναλάβει ρίσκο σε σύγκριση με τον αντιπροσωπευόμενο. Άρα αυτή η έρευνα αποδεικνύει ποια σύμβαση είναι πιο αποτελεσματική υπό διάφορες κατηγορίες.

*Η πρώτη κατηγορία*, με δεδομένη την τέλεια πληροφόρηση, κατατάσσεται στην περίπτωση όπου ο αντιπροσωπευόμενος γνωρίζει τις ενέργειες του αντιπροσώπου. Με δεδομένο ότι ο αντιπροσωπευόμενος είναι αγοραστής της συμπεριφοράς του αντιπροσώπου, η σύμβαση που βασίζεται στην συμπεριφορά είναι πιο αποτελεσματική. Η σύμβαση που βασίζεται στο αποτέλεσμα θα μεταφέρει άσκοπα κίνδυνο στον αντιπρόσωπο, ο οποίος θα πρέπει να είναι πιο επιφυλακτικός απέναντι στους κινδύνους από ότι ο αντιπροσωπευόμενος.

*Η δεύτερη κατηγορία* είναι όταν ο αντιπροσωπευόμενος δεν γνωρίζει τι ακριβώς έχει κάνει ο αντιπρόσωπος. Ενδεχομένως ο αντιπρόσωπος να μην έχει συμπεριφερθεί όπως έχει συμφωνηθεί σκεφτόμενος το προσωπικό του συμφέρον. Σε αυτήν την περίπτωση ο αντιπροσωπευόμενος έχει δυο επιλογές. Η μία είναι να ανακαλύψει την συμπεριφορά του αντιπροσώπου επενδύοντας σε συστήματα πληροφόρησης, όπως τα συστήματα κατάρτισης του προϋπολογισμού, οι διαδικασίες υποβολής εκθέσεων, τα διοικητικά συμβούλια κ.λ.π., τα οποία συστήματα αποκαλύπτουν την συμπεριφορά του αντιπροσώπου στον αντιπροσωπευόμενο. 3<sup>η</sup> πρόταση: «Τα συστήματα πληροφόρησης έχουν θετική συσχέτιση με τις συμβάσεις που βασίζονται στην συμπεριφορά και αρνητική με τις συμβάσεις που βασίζονται στο αποτέλεσμα». Μια άλλη επιλογή είναι να συνάψει μια σύμβαση βασισμένη στα αποτελέσματα της συμπεριφοράς του αντιπροσώπου. Ένα τέτοιο συμβόλαιο με βάση το αποτέλεσμα επηρεάζει τη συμπεριφορά του αντιπροσώπου, αφού συγκλίνει τις προτιμήσεις του αντιπροσώπου με εκείνες του αντιπροσωπευόμενου μεταφέροντας τον κίνδυνο στον αντιπρόσωπο. Ο κίνδυνος οφείλεται στο γεγονός ότι τα αποτελέσματα μπορούν να επηρεάσουν σε μικρό μέρος τη συμπεριφορά του αντιπροσώπου. Τα αβέβαια αποτελέσματα που προκύπτουν προσδιορίζουν πέρα από την δυσκολία πρόβλεψης

τους, τους κινδύνους που πρέπει να αναληφθούν. Όταν υπάρχει μικρή αβεβαιότητα σχετικά με την έκβαση, τα έξοδα μετάθεσης του κινδύνου στον αντιπρόσωπο είναι χαμηλά και επομένως τα συμβόλαια τα οποία έχουν βασισθεί στα αποτελέσματα είναι πιο ελκυστικά. Ωστόσο όσο αυξάνεται η αβεβαιότητα, η μετάθεση του κινδύνου στον αντιπρόσωπο γίνεται όλο και πιο δαπανηρή, παρόλο τα ισχυρά οφέλη που υπάρχουν από τα συμβόλαια που βασίζονται στο αποτέλεσμα. 4<sup>η</sup> πρόταση: «Η αβεβαιότητα του αποτελέσματος συνδέεται θετικά με τις συμβάσεις που βασίζονται στη συμπεριφορά και αρνητικά με τις συμβάσεις που βασίζονται στο αποτέλεσμα.»

Το απλό αυτό μοντέλο οργάνωσης έχει περιγραφεί με διάφορους τρόπους από πολλούς συγγραφείς. Παρόλα αυτά, η καρδιά του μοντέλου αντιπροσώπου-αντιπροσωπευόμενου είναι ο συμβιβασμός μεταξύ του κόστους της μετρήσιμης συμπεριφοράς και του κόστους της μέτρησης των αποτελεσμάτων και της μεταφοράς των κινδύνων στον αντιπρόσωπο. Επίσης υπάρχουν ορισμένες προεκτάσεις σε αυτό το απλό μοντέλο, οι οποίες έχουν γίνει από διάφορους ερευνητές κατά καιρούς.

Μια πρώτη προέκταση έγινε σε σχέση με τον αντιπρόσωπο δηλαδή να χαλαρώσει η υπόθεση της αποστροφής ως προς τον κίνδυνο. Μια έρευνα έδειχνε ότι τα άτομα διαφέρουν σε μεγάλο βαθμό ως προς τη στάση τους απέναντι στο κίνδυνο. Με δεδομένο ότι ο αντιπρόσωπος γίνεται όλο και λιγότερο επιφυλακτικός απέναντι στο κίνδυνο, γίνεται πιο ελκυστικό για τον αντιπροσωπευόμενο να μεταφέρει το κίνδυνο στον αντιπρόσωπο χρησιμοποιώντας ένα συμβόλαιο που βασίζεται στο αποτέλεσμα. Αντίθετα, αν ο αντιπρόσωπος γίνεται πιο απρόθυμος στην ανάληψη κινδύνου, είναι όλο και πιο δαπανηρό για τον αντιπροσωπευόμενο να μεταθέσει τον κίνδυνο στον αντιπρόσωπο. 5<sup>η</sup> πρόταση: «Η αποφυγή του κινδύνου από τον αντιπρόσωπο συνδέεται θετικά με τις συμβάσεις που βασίζονται στη συμπεριφορά και αρνητικά με τις συμβάσεις που βασίζονται στο αποτέλεσμα». Ομοίως, καθώς ο αντιπροσωπευόμενος γίνεται όλο και πιο απρόθυμος να αναλάβει κινδύνους, είναι όλο και πιο ελκυστικό να μεταφέρει τον κίνδυνο στον αντιπρόσωπο. 6<sup>η</sup> πρόταση: «Η αποφυγή του κινδύνου από τους αντιπροσωπευόμενους σχετίζεται αρνητικά με τις συμβάσεις που βασίζονται στη συμπεριφορά και θετικά με τις συμβάσεις που βασίζονται στο αποτέλεσμα.»

Μια δεύτερη επέκταση είναι να χαλαρώσει η υπόθεση της διαφωνίας μεταξύ των στόχων του αντιπροσωπευόμενου και του αντιπρόσωπου. Όταν δεν υπάρχει διαφωνία στους στόχους, ο αντιπρόσωπος θα συμπεριφερθεί όπως επιθυμεί ο αντιπροσωπευόμενος ανεξάρτητα από το εάν παρακολουθείται η συμπεριφορά του.

Καθώς οι στόχοι συγκλίνουν η ανάγκη για σύναψη σύμβασης με βάση το αποτέλεσμα μειώνεται και έτσι εντείνεται η προσοχή στον καταμερισμό του κινδύνου. Με την υπόθεση της αποστροφής του κινδύνου του αντιπροσώπου, οι συμβάσεις που βασίζονται στην συμπεριφορά γίνονται πιο ελκυστικές. 7<sup>η</sup> πρόταση: «Οι διαφωνίες των στόχων μεταξύ εντολέα και εντολοδόχου σχετίζονται αρνητικά με τις συμβάσεις που βασίζονται στην συμπεριφορά και θετικά με τις συμβάσεις που βασίζονται στο αποτέλεσμα».

Κάποιες άλλες προεκτάσεις σχετίζονται με τις εργασίες του αντιπροσώπου. Για παράδειγμα, η δυνατότητα προγραμματισμού του έργου είναι πιθανό να επηρεάσει την ευκολία μέτρησης της συμπεριφοράς. Ένα επιχείρημα είναι ότι η συμπεριφορά των αντιπροσώπων που ασχολούνται με πιο προγραμματισμένες εργασίες είναι πιο εύκολο να παρατηρηθούν και να αξιολογηθούν. Άρα είναι πιο ελκυστικά τα συμβόλαια που βασίζονται στη συμπεριφορά, γιατί η συμπεριφορά του αντιπροσώπου προσδιορίζεται πιο εύκολα. Εργασίες που έχουν προγραμματιστεί πολύ αποκαλύπτουν εύκολα τη συμπεριφορά του αντιπροσώπου και η κατάσταση επανέρχεται στη υπόθεση της τέλει πληροφόρησης. 8<sup>η</sup> πρόταση: «Ο προγραμματισμός εργασιών συνδέεται θετικά με τις συμβάσεις που βασίζονται στην συμπεριφορά και αρνητικά με τις συμβάσεις που βασίζονται στο αποτέλεσμα».

Ένα άλλο χαρακτηριστικό της εργασίας είναι η δυνατότητα μέτρησης των αποτελεσμάτων που αποφέρει. Το απλό υπόδειγμα υποθέτει ότι τα αποτελέσματα είναι εύκολα μετρήσιμα. Ωστόσο, ορισμένες εργασίες απαιτούν πολύ χρόνο για να ολοκληρωθούν προϋποθέτοντας κοινές ή ομαδικές προσπάθειες χωρίς να παράγουν ικανοποιητικά αποτελέσματα. Κάτω από αυτές τις συνθήκες, τα αποτελέσματα είναι δύσκολο να μετρηθούν μέσα σε ένα περιορισμένο χρονικό διάστημα. Όταν τα αποτελέσματα μετρώνται με δυσκολία, τα συμβόλαια που βασίζονται στη συμπεριφορά είναι λιγότερο ελκυστικά. Αντίθετα είναι πιο ελκυστικά όταν τα αποτελέσματα είναι άμεσα μετρήσιμα. 9<sup>η</sup> πρόταση: «Η δυνατότητα μέτρησης των αποτελεσμάτων σχετίζεται αρνητικά με τις συμβάσεις που βασίζονται στην συμπεριφορά και θετικά με τις συμβάσεις που βασίζονται στο αποτέλεσμα».

Τελειώνοντας, είναι λογικό όταν οι αντιπροσωπευόμενοι και οι αντιπρόσωποι έχουν μια μακροπρόθεσμη σχέση, ο αντιπροσωπευόμενος να έχει αυξημένη ενημέρωση σχετικά με τις δραστηριότητες του αντιπροσώπου και έτσι να γίνει πιο εύκολη η εκτίμηση της συμπεριφοράς του. Αντίθετα όταν υπάρχει βραχυπρόθεσμη σχέση αντιπροσώπησης, η ασυμμετρία πληροφόρησης μεταξύ του

αντιπροσωπευόμενου και του αντιπροσώπου είναι πιθανό να είναι μεγαλύτερη, καθιστώντας έτσι τα συμβόλαια με βάση τις συμβάσεις πιο ελκυστικά. 10<sup>η</sup> πρόταση: «Η διάρκεια της σχέσης αντιπροσώπευσης συνδέεται θετικά με τις συμβάσεις που βασίζονται στη συμπεριφορά και αρνητικά με τις συμβάσεις που βασίζονται στο αποτέλεσμα».

Συνοψίζοντας, το θεώρημα εντολέα- εντολοδόχου επικεντρώνεται στην σχέση μεταξύ του αντιπροσώπου και του αντιπροσωπευόμενου υποδηλώνοντας την πιο αποτελεσματική εναλλακτική λύση των συμβάσεων για την αντιμετώπιση των προβλημάτων αντιπροσώπευσης σε μια δεδομένη κατάσταση. Οι εργασίες χρησιμοποιούν ορισμένες από τις μεταβλητές της θεωρίας αντιπροσώπευσης, όπως είναι η δυνατότητα του προγραμματισμού εργασιών, τα συστήματα πληροφόρησης και η αβεβαιότητα των αποτελεσμάτων, ώστε να προβλεφθεί εάν η σύμβαση είναι με βάση τη συμπεριφορά ή το αποτέλεσμα. Η βασικότερη παραδοχή είναι ότι οι εντολείς και οι εντολοδόχοι θα επιλέξουν την πλέον αποτελεσματική σύμβαση ακόμα και αν η αποτελεσματικότητα της δεν έχει ακόμα ελεγχθεί άμεσα.

### **3.5 Το κόστος αντιπροσώπευσης σε σχέση με το ποσοστό ιδιοκτησίας.**

Για να αναλύσουμε την επίδραση από την πώληση μετοχικού κεφαλαίου σε τρίτους πρέπει να συγκρίνουμε τη συμπεριφορά του διευθυντή, όταν αυτός κατέχει το 100% των απαιτήσεων της επιχείρησης και όταν πουλάει ένα μέρος των απαιτήσεων του σε άλλους. Αν ο ιδιοκτήτης έχει την πλήρη ιδιοκτησία και διεύθυνση της εταιρείας, θα μπορέσει να λάβει λειτουργικές αποφάσεις που να μεγιστοποιούν την ωφέλεια του, έτσι ώστε να μπορέσει να μεγιστοποιήσει την χρησιμότητα του με υλικά μέσα (χρήματα) και με μη υλικά μέσα (σχέσεις με εργαζομένους).

Ο βέλτιστος συνδυασμός από τα διάφορα χρηματικά και μη οφέλη επιτυγχάνεται όταν η οριακή χρησιμότητα της δαπάνης είναι ίση για κάθε μη χρηματικό στοιχείο και ισούται με την οριακή χρησιμότητα της επιπλέον αγοραστικής δύναμης.

Αν όμως ο ιδιοκτήτης – διαχειριστής πουλήσει μέρος των μετοχών του θα δημιουργηθούν κόστη αντιπροσώπευσης, δεδομένου ότι στη συνέχεια θα φέρει μόνο ένα μέρος του κόστους για τις μη χρηματικές παροχές που απολαμβάνει κατά τη μεγιστοποίηση της δικής του χρησιμότητας.

Όταν οι εξωτερικοί μέτοχοι συνειδητοποιούν ότι τα συμφέροντα του ιδιοκτήτη – διαχειριστή αποκλίνουν από τα δικά τους, τότε θα πληρώσουν μικρότερη τιμή για το

μερίδιο ευθύνης που αντιστοιχεί στο κόστος ελέγχου. Ο ιδιοκτήτης θα διαπιστώσει ότι είναι σκόπιμο να αναλάβει αυτό το κόστος, εφόσον η οριακή αύξηση της χρησιμότητας είναι αρκετά μεγάλη για να αντισταθμιστεί.

Θα μπορούσαμε να πούμε ότι άλλη μια σύγκρουση αντιπροσώπευσης μεταξύ ιδιοκτήτη – διαχειριστή και των εξωτερικών μετόχων είναι πιθανή και η οποία πηγάζει από το γεγονός ότι, καθώς μειώνεται το ποσοστό ιδιοκτησίας του ιδιοκτήτη – διαχειριστή, το κίνητρο του να καταβάλει σημαντικές προσπάθειες για δημιουργικές δραστηριότητες, όπως η αναζήτηση νέων κερδοφόρων επιχειρήσεων μειώνεται. Στην πραγματικότητα μπορεί να αποφεύγει αυτές τις κοινοπραξίες μόνο και μόνο επειδή απαιτεί πολύ κόπο ή προσπάθεια από τη μεριά του να διαχειριστεί ή να ενημερωθεί για τις νέες τεχνολογίες.

### **3.5.1 Πως επηρεάζεται το μέγεθος της απόκλισης των συμφερόντων.**

Αυτό που εξαρτάται από τις προτιμήσεις των διευθυντών είναι το μέγεθος του κόστους αντιπροσώπευσης και η ευκολία με την οποία μπορούν να εξασκήσουν τις προτιμήσεις τους σε αντιδιαστολή με τη μεγιστοποίηση της αξίας στη διαδικασία λήψης αποφάσεων, και τις δαπάνες ελέγχου και δέσμευσης των δραστηριοτήτων. Το κόστος αντιπροσώπευσης θα εξαρτηθεί από το κόστος εκτίμησης και αξιολόγησης της απόδοσης του διευθυντή, το κόστος ανάπτυξης και εφαρμογής ενός πλαισίου αποζημίωσης του διευθυντή το οποίο συσχετίζεται με την ευημερία του ιδιοκτήτη, και το κόστος ανάπτυξης και επιβολής συγκεκριμένων κανόνων συμπεριφοράς ή πολιτικών. Ο ανταγωνισμός από άλλους πιθανούς διευθυντές περιορίζει τις δαπάνες απόκτησης διευθυντικών υπηρεσιών. Το μέγεθος της απόκλισης θα είναι άμεσα συνδεδεμένο με το κόστος αντικατάστασης του διευθυντή. Αν οι ευθύνες του απαιτούν ελάχιστη εξειδικευμένη γνώση για την εταιρεία, αν είναι εύκολο να εκτιμηθεί η απόδοση του, και αν οι δαπάνες της αναζήτησης αντικαταστάτη είναι μέτριες η απόκλιση από το ιδανικό θα είναι μικρή και το αντίστροφο.

Οι ιδιοκτήτες έχουν πάντα την επιλογή να πουλήσουν την εταιρεία είτε ως ενιαία μονάδα είτε εν μέρει. Σε περίπτωση που ανακαλύψουν ότι η αξία της ροής των μελλοντικών αποδοχών σε άλλους είναι υψηλότερη από την αξία της εταιρείας μπορούν να εξασκήσουν το δικαίωμα τους να την πουλήσουν.

### **3.5.2 Ανταγωνισμός, συμπεριφορές και κόστος αντιπροσώπευσης.**

Η ύπαρξη ανταγωνισμού στις αγορές προϊόντων δεν θα μειώσει το κόστος αντιπροσώπευσης και αυτό γιατί οι ιδιοκτήτες μιας εταιρείας με μονοπωλιακή δύναμη έχουν τα ίδια κίνητρα όπως κάνουν οι ιδιοκτήτες των ανταγωνιστικών εταιρειών. Εφόσον ο μονοπωλητής έχει τα ίδια κίνητρα να μειώσει τις δαπάνες διαχείρισης όπως ο ιδιοκτήτης μιας ανταγωνιστικής εταιρείας, θα εξισώσει το οριακό κόστος ελέγχου με την οριακή αύξηση του πλούτου από τη μειωμένη αξιοποίηση των οφελών περιθωρίου του διευθυντή. Κατά συνέπεια, η ύπαρξη του μονοπωλίου δεν θα αυξήσει το κόστος αντιπροσώπευσης.

## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4<sup>ο</sup>**

### **ΘΕΩΡΙΑ ΤΗΣ ΑΝΤΙΣΤΑΘΜΙΣΗΣ**

#### **4.1 Εισαγωγή**

Η θεωρία της αντιστάθμισης των Bradley, Jarrel και Kim,(1984) αποτελεί μια από τις βασικότερες θεωρίες που συμβάλουν στη προσέγγιση της κεφαλαιακής διάρθρωσης. Σε αυτό το κεφάλαιο θα ασχοληθούμε με την θεωρία της Αντιστάθμισης η οποία προσπαθεί να λύσει τα προβλήματα της αγοράς χρησιμοποιώντας τη μέθοδο της χρηματοοικονομικής μόχλευσης. Επίσης υποστηρίζει ότι το οριακό όφελος, όταν υπάρχει μια περαιτέρω αύξηση του χρέους, μειώνεται σε αντίθεση με το οριακό κόστος το οποίο αυξάνεται. Αυτή η θεωρία επεξηγεί τις διαφορές που μπορεί να υπάρχουν μεταξύ των διάφορων εταιρειών, αλλά δεν μπορεί να εξηγήσει τις διαφορές που δημιουργούνται μέσα στην ίδια εταιρεία.

Οι Bradley, Jarrel και Kim,(1984), διαμορφώνουν ένα θεωρητικό μοντέλο που περιλαμβάνει τις εξελίξεις στη διάρθρωση του κεφαλαίου. Επιπλέον εξετάζουν την αρνητική συσχέτιση που υπάρχει μεταξύ της μεταβλητότητας των εσόδων της επιχείρησης και των εταιρικών δανείων. Επίσης, ελέγχουν και τις διακυμάνσεις στους δείκτες μόχλευσης. Τελειώνοντας καταλήγουμε στο συμπέρασμα ότι υπάρχουν τρεις επιχειρησιακοί, ειδικοί παράγοντες που επηρεάζουν τις επιχειρήσεις στη βέλτιστη διάρθρωση του κεφαλαίου: το μέγεθος του κόστους της οικονομικής δυσχέρειας, το ύψος της μη χρεωστικής φορολογικής κάλυψης και η μεταβλητότητα της αξίας της επιχείρησης.

#### **4.2 Θεωρία Αντιστάθμισης**

Αυτή η θεωρία όπως και οι προηγούμενες (εκτός των Modigliani και Miller (1958)), προσπάθησε να αντιμετωπίσει τις ατέλειες της αγοράς χρησιμοποιώντας, την χρηματοοικονομική μόχλευση, μη ενστερνιζόμενη την υπόθεση της τέλει αγοράς. Παρακάτω θα δούμε την ιστορική εξέλιξη της θεωρίας αντιστάθμισης και πως αυτή διαμορφώθηκε από τους διάφορους ερευνητές στο πέρασμα των χρόνων. Σημαντική όμως είναι και η σύγκριση της με την θεωρία ταξινόμησης και επιλογής κατά την διάρκεια αυτής της ιστορικής αναδρομής.



Η αρχική μορφή της θεωρίας αντιστάθμισης προέκυψε από την σύγκρουση ως προς την θεωρία των Modigliani και Miller(1958). Όταν ο εταιρικός φόρος εισοδήματος προστέθηκε στην αρχική μη σχετική πρόταση, αυτό δημιούργησε ένα πλεονέκτημα χρέους, ώστε να προστατευθούν τα κέρδη από τους φόρους και αφού η αντικειμενική λειτουργία της επιχείρησης είναι γραμμική και δεν υπάρχει συμψηφισμός του κόστους χρέους, υπάρχει 100% χρηματοδότηση του χρέους.

Η θεωρία της αντιστάθμισης όμως αναπτύχθηκε κυρίως από τους Kraus και Litzenberger το 1973. Οι Kraus και Litzenberger, τονίζουν ότι υπάρχει ένα πλεονέκτημα στην χρηματοδότηση του χρέους, δηλαδή τα φορολογικά πλεονεκτήματα του χρέους και ένα κόστος χρηματοδότησης του χρέους. Το οριακό όφελος από τις αυξήσεις του χρέους μειώνεται, όσο αυξάνεται το χρέος, ενώ το οριακό κόστος αυξάνεται, έτσι ώστε μια εταιρεία, η οποία βελτιστοποιεί την συνολική αξία της θα επικεντρωθεί στην αντιστάθμιση αυτή, όταν επιλέγει τι ποσοστό χρέους και ιδίων κεφαλαίων θα χρησιμοποιηθεί στην χρηματοδότηση.

Ο Miller (1977), θεωρεί ότι οι φόροι είναι υψηλοί και βέβαιοι, ενώ η πτώχευση σπάνια και έχει χαμηλό κόστος αδράνειας. Σαν αποτέλεσμα αυτού πρότεινε ότι εάν η θεωρία αντιστάθμισης ήταν αληθινή, τότε οι εταιρείες θα έπρεπε να έχουν πολύ υψηλότερα επίπεδα χρέους από ότι στην πραγματικότητα.

Ο Myers (1984), πιστεύει ότι υπάρχει μια σύγκρουση ανάμεσα σε 2 υποθέσεις για το εταιρικό χρέος, απ' όπου προκύπτουν 2 συγκρουόμενες θεωρίες (θεωρία αντιστάθμισης και θεωρία ταξινόμησης και επιλογής). Επίσης ορίζει την θεωρία αντιστάθμισης, ως την υπόθεση ότι οι εταιρείες εξισορροπούν την εξοικονόμηση φόρων από το χρέος και το νεκρό βάρος των εξόδων πτώχευσης. Ενώ αναφέρει, ως θεωρία ταξινόμησης και επιλογής, την υπόθεση ότι λόγω δυσμενούς επιλογής, οι εταιρείες αναζητούν αρχικά εσωτερική χρηματοδότηση από τα κέρδη εις νέον, και μετά όταν τελειώσουν στρέφονται στο χρέος και μόνο σε ακραίες περιπτώσεις αναζητούν χρηματοδότηση στα ίδια κεφάλαια. Σύμφωνα με τον Myers(1984), μια εταιρεία που ακολουθεί την θεωρία αντιστάθμισης θέτει ένα δείκτη στόχο, ως προς την αξία του χρέους και σταδιακά κινείται προς αυτόν, ο οποίος προκύπτει από την εξισορρόπηση της φορολογικής κάλυψης του χρέους ενάντια στο κόστος πτώχευσης. Καθώς ο στόχος που έχει τεθεί δεν είναι εμφανώς παρατηρήσιμος, η θεωρία της αντιστάθμισης από τον Myers(1984) χωρίζεται σε 2 μέρη, στην στατική θεωρία αντιστάθμισης και στη δυναμική θεωρία. Μια επιχείρηση θεωρείται ότι ακολουθεί την στατική θεωρία όταν η εταιρική μόχλευση καθορίζεται από μίας ενιαίας περιόδου

αντιστάθμιση μεταξύ του φορολογικού πλεονεκτήματος του χρέους και του απόβαρου του κόστους χρεωκοπίας.

### 4.3 Προσέγγιση των Bradley, Jarrel και Kim

Σε αυτό το κεφάλαιο θα μελετήσουμε την προσέγγιση των Bradley, Jarrel και Kim (1984), στο θέμα της κεφαλαιακής διάρθρωσης των επιχειρήσεων σύμφωνα με την θεωρία αντιστάθμισης. Στο άρθρο τους “On the existence of an Optimal Capital Structure: Theory and evidence”(1984), δημοσίευσαν αρχικά ένα θεωρητικό μοντέλο που αποτελείται από τις εξελίξεις στην θεωρία της κεφαλαιακής διάρθρωσης. Ενώ παράλληλα παρουσιάζονται οι επιπτώσεις της θεωρίας, χρησιμοποιώντας συγκριτική στατική και μια προσομοίωση του μοντέλου η οποία δείχνει ότι οι εταιρικοί δείκτες μόχλευσης είναι αρνητικά συσχετιζόμενοι προς την μεταβλητότητα των εσόδων της επιχείρησης, εφόσον το κόστος της οικονομικής δυσχέρειας (κόστος πτώχευσης και έξοδα αντιπροσώπευσης χρέους) είναι μη τετριμμένο. Ακόμα εξετάζουν τις συγχρονικές διακυμάνσεις στους δείκτες μόχλευσης των επιχειρήσεων για να δουν αν αυτές συνδέονται 1) με την μεταβλητότητα των κερδών της επιχείρησης μέσα στο χρόνο, 2) με το σχετικό ποσό της μη χρεωστικής φορολογικής κάλυψης (αποσβέσεων και φόρων πιστώσεων), και 3) με την ένταση των εξόδων έρευνας και ανάπτυξης καθώς και με τις διαφημιστικές δαπάνες. Οπότε προσεγγίζουν πιο άμεσα το θέμα της βέλτιστης κεφαλαιακής διάρθρωσης, σε αντίθεση με άλλες μελέτες που στηρίζονται σε αναλύσεις χρονολογικών σειρών, μακροοικονομικών δεδομένων. Θα μπορούσαμε να πούμε ότι τα στοιχεία που παρουσιάζονται σε αυτό το κεφάλαιο μπορούν να θεωρηθούν συμπληρωματικά των υπολοίπων κεφαλαίων.

Οι Bradley, Jarrel και Kim(1984), επικεντρώνονται σε ένα 20ετές μοντέλο χρέους ως προς την αξία για την ελαχιστοποίηση των επιπτώσεων των παροδικών διακυμάνσεων στο χρόνο, λόγω των επιχειρηματικών κύκλων ή των προσαρμογών χρονικής υστέρησης των επιχειρήσεων προς τους στοχευόμενους δείκτες μόχλευσης. Έχοντας θεωρήσει ότι οι σταθεροί ή μέσοι εταιρικοί δείκτες μόχλευσης συνδέονται σε μεγάλο βαθμό με τον κλάδο παραγωγικής δραστηριότητας των επιχειρήσεων. Επιπλέον έχουν διαπιστώσει ότι οι εταιρικοί δείκτες μόχλευσης σχετίζονται αντίστροφα με την μεταβλητότητα των αποδοχών. Αυτά τα αποτελέσματα

συμφωνούν με τη θεωρία της βέλτιστης κεφαλαιακής διάρθρωσης. Η ανάπτυξη της θεωρίας τους, βασίστηκε στις παρακάτω υποθέσεις:

1. Οι επενδυτές είναι ουδέτεροι ως προς τον κίνδυνο.
2. Οι επενδυτές αντιμετωπίζουν ένα προοδευτικό φορολογικό συντελεστή, ενώ η εταιρεία βρίσκεται αντιμέτωπη με ένα διαρκή νόμιμο οριακό φορολογικό συντελεστή.
3. Οι εταιρικοί και προσωπικοί φόροι βασίζονται στον πλούτο κατά το τέλος της περιόδου.
4. Η απόδοση ιδίων κεφαλαίων φορολογείται με σταθερό ρυθμό.
5. Υπάρχει μη χρεωστική φορολογική κάλυψη, όπως επιταχυνόμενες αποσβέσεις και φορολογικές εκπτώσεις λόγω επένδυσης, που μειώνουν στο τέλος της περιόδου, την φορολογική υποχρέωση της επιχείρησης.
6. Η εταιρεία θα αναγκαστεί να πραγματοποιήσει διάφορες δαπάνες που συνδέονται με την οικονομική δυσχέρεια αν τυχόν αποτύχει να ανταποκριθεί στο ακέραιο στο τέλος της περιόδου πληρωμής στους κατόχους ομολόγων.
7. Η αξία της επιχείρησης στο τέλος της περιόδου προ φόρων και πληρωμών χρεών είναι μια τυχαία μεταβλητή. Αν η επιχείρηση αδυνατεί να εκπληρώσει την υποχρέωση του χρέους της προς τους κατόχους ομολογιών, το κόστος που συνδέεται με την οικονομική δυσχέρεια, θα μειώσει την αξία της επιχείρησης με σταθερό ρυθμό.

Η πρώτη υπόθεση, ότι η ουδετερότητα του κινδύνου, εξαλείφει την ανάγκη να μοντελοποιηθεί το γενικό θέμα ισορροπίας της αντιστάθμισης μεταξύ του φορολογικού καθεστώτος και του κινδύνου αναμενόμενης επιστροφής, αποτελεί χαρακτηριστικό του χρέους και των κινητών αξιών ιδίων κεφαλαίων. Στο πλαίσιο αυτό, η ουδετερότητα του κινδύνου είναι ισοδύναμη με την υπόθεση ότι οι επενδυτές συγκροτούν είτε όλα τα ίδια κεφάλαια ή το σύνολο των χαρτοφυλακίων του χρέους, ανάλογα με τους φορολογικούς συντελεστές τους. Οι υποθέσεις 2 έως 4 περιγράφουν το φορολογικό περιβάλλον του μοντέλου. Η υπόθεση 2 προέρχεται από τον Miller (1977), ενώ η τρίτη υπόθεση του φόρου περιουσίας έχει χρησιμοποιηθεί από πολλούς συγγραφείς για να συλλάβει το πνεύμα της ανάλυσης του διηνεκούς σε μια περίοδο ενιαίου πλαισίου. Η υπόθεση 4 αφήνει την ανεπιθύμητη παραδοχή μηδενικού φόρου εισοδήματος, από τις μετοχές που έχουν κοινώς χρησιμοποιηθεί από προηγούμενους συγγραφείς. Οι υποθέσεις 5 και 6 ενσωματώνουν τις επιπτώσεις της μη χρεωστικής φορολογικής κάλυψης για την εταιρική απόφαση μόχλευσης. Η υπόθεση 6 αποκλείει

τις επιχειρήσεις από την εκτέλεση πιστώσεων φόρου προς τα πίσω ή προς τα εμπρός, ή από την πώληση αυτών μέσω χρηματοδοτικής συμφωνίας μίσθωσης ή συγχώνευσης. Ενώ αυτή η υπόθεση είναι υπερβολικά περιοριστική, έχει ως σκοπό να γίνει αντιληπτό το επιχείρημα των DeAngelo και Masulis (1980), ότι η πιθανότητα απώλειας μη χρεωστικής φορολογικής κάλυψης και των φορολογικών οφελών της εταιρικής μόχλευσης. Τελειώνοντας, η υπόθεση 7 επιτρέπει την ύπαρξη δαπανών που συνδέονται με ριψοκίνδυνο χρέος το οποίο προκύπτει όταν η εταιρεία αντιμετωπίζει δυσκολίες στην επίτευξη των υποχρεώσεων της προς τους πιστωτές στο τέλος της περιόδου. Στο πλαίσιο των εξόδων αντιπροσώπευσης, οι δαπάνες αυτές περιλαμβάνουν τα έξοδα της επαναδιαπραγμάτευσης των συμβάσεων του χρέους της επιχείρησης και το κόστος ευκαιρίας των μη βέλτιστων παραγωγικών και επενδυτικών αποφάσεων. Στο πλαίσιο του κόστους πτώχευσης, οι δαπάνες αυτές αντιπροσωπεύουν το άμεσο και έμμεσο κόστος της πτώχευσης, που αλλιώς αποκαλείται και «κόστος οικονομικής δυσχέρειας» όταν η επιχείρηση είναι σε δύσκολη οικονομική κατάσταση.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5<sup>ο</sup>

### ΘΕΩΡΙΑ ΙΕΡΑΡΧΗΣΗΣ/ ΤΑΞΙΝΟΜΗΣΗΣ ΚΑΙ ΕΠΙΛΟΓΗΣ.

#### 5.1 Ασύμμετρη πληροφόρηση, σύμφωνα με τους Myers και Majluf(1984)

Σε αυτό το κεφάλαιο θα αναλύσουμε την θεωρία « Ιεράρχησης/ Ταξινόμησης και Επιλογής» σύμφωνα με την προσέγγιση των Myers και Majluf (1984). Ειδικότερα, ο Stewart C. Myers με τον Nicolas Majluf(1984), στην πρώτη μελέτη που έκαναν «*corporate financing and investment decision when firms have information that investors do not have*», προσπάθησαν να δείξουν την επίδραση της ασύμμετρης πληροφόρησης στην κεφαλαιακή δομή των επιχειρήσεων. Αυτή η έρευνα ασχολήθηκε με την ανάλυση της συμπεριφοράς μιας επιχείρησης, η οποία έχει αποθεματικά αδιανέμητα και της παρουσιάζεται μια επενδυτική ευκαιρία. Επομένως, αν αυτά δεν επαρκούν, θα πρέπει να εκδώσει άμεσα κοινές μετοχές, έτσι ώστε να συγκεντρώσει τα απαραίτητα ρευστά διαθέσιμα. Τι γίνεται όμως στην περίπτωση που οι διοικούντες γνωρίζουν περισσότερα για την αξία του ενεργητικού και τις επενδυτικές ευκαιρίες απ' ότι οι εξωτερικοί επενδυτές; Σε πρώτη φάση, αν οι διοικούντες κάνουν επενδύσεις με θετική Κ.Π.Α., οι αγοραπωλησίες των μετοχών θα πραγματοποιούνται σε μια τιμή ισορροπίας. Στην περίπτωση που οι μάντζερ έχουν εσωτερικές θετικές πληροφορίες και ενεργούν για το συμφέρον των παλιών μετόχων, υπάρχει η πιθανότητα να αρνηθούν να εκδώσουν νέες μετοχές ακόμα και αν χάσουν την επενδυτική ευκαιρία. Στην αρχή, η απόφαση για τη μη έκδοση νέων μετοχών θα ληφθεί ως θετική από τους εξωτερικούς επενδυτές, αλλά μετέπειτα η αδυναμία ανάληψης επένδυσης, θα έχει σαν αποτέλεσμα την μείωση της τιμής της μετοχής. Οι επιχειρήσεις για τη διόρθωση των παραπάνω αδυναμιών τους θα πρέπει να βρουν μια τιμή ισορροπίας που θα ικανοποιεί τόσο τους διοικούντες όσο και τους εξωτερικούς επενδυτές.

Για την εύρεση της τιμής αυτής, χρησιμοποιήθηκε ένα μοντέλο στο οποίο η διοίκηση ενεργεί υπέρ των παλιών μετόχων, οι οποίοι είναι «παθητικοί» και δεν διαμορφώνουν οι ίδιοι το χαρτοφυλάκιο, βασιζόμενοι στις αποφάσεις της επιχείρησης. Σε αυτήν την περίπτωση, οι επιχειρήσεις με οικονομική επιβράδυνση θα ανταποκρινόταν σε όλες τις επενδυτικές ευκαιρίες με θετική Κ.Π.Α., προτιμώντας τον εξωτερικό δανεισμό από την έκδοση νέων μετοχών.

Σε αντίθετη περίπτωση, αν οι παλιοί μέτοχοι είναι «ενεργητικοί» και αναδιαμορφώνουν το χαρτοφυλάκιο τους βάσει των ενεργειών της επιχείρησης, τότε η οικονομική επιβράδυνση δεν επηρεάζει τις επενδυτικές αποφάσεις, ούτε καν αυτές με θετική Κ.Π.Α.

Υπάρχουν τρεις περιπτώσεις συμπεριφοράς των μάντζερ με βάση την ασύμμετρη πληροφόρηση :

1. Η διοίκηση ενεργεί προς όφελος όλων των μετόχων και αδιαφορεί για κάθε αντιπαράθεση μεταξύ νέων και παλαιών.
2. Η διοίκηση ενεργεί προς όφελος των παλαιών μετόχων και θεωρεί ότι είναι «παθητικοί».
3. Η διοίκηση ενεργεί προς όφελος των παλαιών μετόχων και θεωρεί ότι θα αναμορφώσουν τα χαρτοφυλάκια τους βασιζόμενοι στις πρακτικές της επιχείρησης.

Για την κατανόηση της εταιρικής συμπεριφοράς, χρησιμοποιήθηκε ένα μοντέλο βασισμένο στην ασύμμετρη πληροφόρηση και στη υποστήριξη των συμφερόντων των παλαιών παθητικών μετόχων, ακολουθώντας μια τάση εσωτερικού δανεισμού και σε περίπτωση μη επάρκειας του, χρήση του εξωτερικού δανεισμού και όχι έκδοση νέων μετοχών.

Οι Myers και Majluf(1984), χρησιμοποιώντας το παραπάνω μοντέλο, κατέληξαν λοιπόν στα παρακάτω συμπεράσματα:

- ✓ Είναι προτιμότερο για μια επιχείρηση, να εκδίδει τίτλους χαμηλού ρίσκου. Δηλαδή, οι επιχειρήσεις θα πρέπει να στραφούν σε αγορές ομολόγων για εξωτερική χρηματοδότηση, διαφορετικά θα πρέπει να προβούν σε κεφαλαιοποίηση αδιανέμητων κερδών, αν είναι δυνατόν. Δηλαδή είναι προτιμότερο για την επιχείρηση να δανειστεί κεφάλαια από το να προβεί σε έκδοση νέων μετοχών.
- ✓ Όσον αφορά τις επιχειρήσεις στις οποίες παρουσιάζονται επενδυτικές ευκαιρίες, οι οποίες όμως ξεπερνούν τις λειτουργικές τους ταμιακές ροές και συγχρόνως έχουν εξαντλήσει τη δυνατότητα έκδοσης τίτλων χαμηλού κινδύνου, είναι προτιμότερο για την επιχείρηση να παραιτηθεί της επενδυτικής αυτής ευκαιρίας από το να εκδώσει τίτλους υψηλούς ρίσκου. Αυτό γίνεται ειδικότερα προς το συμφέρον των υφιστάμενων μετόχων. Αυτό έχει σαν αποτέλεσμα, οι παλιοί μέτοχοι να είναι εκ των προτέρων σε καλύτερη θέση όταν η επιχείρηση δεν βιάζεται να αναλάβει όλες τις καλές

επενδυτικές ευκαιρίες που παρουσιάζονται. Η εκ των προτέρων απώλεια σε αξία, αυξάνεται με το μέγεθος της απαιτούμενης έκδοσης μετοχών. Επιπλέον η αύξηση των απαιτούμενων επενδύσεων αυξάνει την εκ των προτέρων απώλεια. Βέβαια η απώλεια μειώνεται, όταν εξίσου μειώνεται και η αβεβαιότητα της αγοράς για την αξία των στοιχείων του ενεργητικού ή όταν αναμένεται να αυξηθεί η καθαρή παρούσα αξία από την επενδυτική ευκαιρία.

- ✓ Οι επιχειρήσεις μπορούν να δημιουργήσουν οικονομική επιβράδυνση με τον περιορισμό των μερισμάτων όταν δεν υπάρχουν μεγάλες ανάγκες για επενδύσεις. Τα παρακρατηθέντα διαθέσιμα, κρατούνται ως πιθανοί εμπορεύσιμοι τίτλοι ή αποθεματικά δανειοληπτικής ικανότητας. Η επιχείρηση μπορεί επίσης να δημιουργήσει οικονομική επιβράδυνση με την έκδοση νέων μετοχών σε περιόδους κατά τις οποίες οι διαχειριστές δεν έχουν σημαντικό πλεονέκτημα εσωτερικής πληροφόρησης. Επιχειρήσεις με ανεπαρκή οικονομική επιβράδυνση, για να καλύψουν πιθανές μελλοντικές επενδυτικές ευκαιρίες, θα εκδώσουν μετοχές σε περιόδους όπου οι διαχειριστές δεν έχουν κανένα πλεονέκτημα πληροφόρησης. Ωστόσο, διαπίστωσαν ότι μέχρι τότε δεν είχε προκύψει κάποια βέλτιστη στρατηγική για αυτό το ζήτημα.
- ✓ Η επιχείρηση δεν θα πρέπει να καταβάλει μέρισμα, εάν έχει να αποσβέσει τα χρήματα από την πώληση μετοχών. Φυσικά, τα μερίσματα θα μπορούσαν να βοηθήσουν ώστε να μεταφερθεί κατά κάποιο τρόπο μεγαλύτερη πληροφόρηση των διαχειριστών στην αγορά. Το μοντέλο λοιπόν, προτείνει μια πολιτική, σύμφωνα με την οποία οι αλλαγές σε μερίσματα γίνονται σε μεγάλο βαθμό κατόπιν εκτίμησης των διευθυντών, της αξίας των στοιχείων του ενεργητικού.
- ✓ Όταν οι διαχειριστές έχουν το πλεονέκτημα της πληροφόρησης και εκδίδονται μετοχές για τη χρηματοδότηση των επενδύσεων, οι τιμές των μετοχών θα υποχωρήσουν ανάλογα. Η δράση αυτή ωστόσο, ενδιαφέρει περισσότερο τους παλιούς μετόχους. Σε περίπτωση που η επιχείρηση εκδώσει τίτλους χωρίς κίνδυνο για τη χρηματοδότηση των επενδύσεων της, οι τιμές των μετοχών δεν θα πέσουν.
- ✓ Η συγχώνευση μιας αδύναμης επιχείρησης και μιας ισχυρής, αυξάνει τη συνολική αξία των επιχειρήσεων. Ωστόσο κατά τη διάρκεια των διαπραγματεύσεων, θα πρέπει οι διαχειριστές της αδύναμης επιχείρησης να

μεταβιβάσουν τις ειδικές πληροφορίες που κατέχουν στους μελλοντικούς αγοραστές. Αν αυτές οι πληροφορίες δεν μπορούν να στηριχθούν, τότε η αδύναμη επιχείρηση θα εξαγοραστεί με απευθείας προσφορές προς τους μετόχους της, οι οποίες όμως θα είναι κατώτερες της πραγματικής αξίας των μετοχών.

## **5.2 Ανάλυση θεωρίας ταξινόμησης – επιλογής κεφαλαίων**

Συνέχεια της παραπάνω μελέτης, ο S. Myers (1984) στο άρθρο του «The capital Structure Puzzle», ανέφερε ότι υπάρχουν πολλές θεωρίες για την άριστη κεφαλαιακή διάρθρωση μιας επιχείρησης, με βασικότερη αυτή των Modigliani- Miller (1958), αλλά καμία δεν έχει κατορθώσει να εξηγήσει την πραγματική συμπεριφορά των επιχειρήσεων και να παρέχει τις κατάλληλες συμβουλές. Μια ακόμα βασική θεωρία, η οποία έχει άμεση σχέση με την ασύμμετρη πληροφόρηση των διοικούντων των επιχειρήσεων και των εξωτερικών είναι, αυτή της Ταξινόμησης – Επιλογής κεφαλαίων, η οποία στην αρχική της μορφή στηριζόταν στην άποψη ότι οι επιχειρήσεις προτιμούν αποκλειστικά την εσωτερική από την εξωτερική χρηματοδότηση και τα ξένα δανειακά κεφάλαια από την έκδοση νέων μετοχών. Πρόσφατες μελέτες έδειξαν ότι η θεωρία αυτή μπορεί να γίνει πιο ρεαλιστική, εφόσον επιτρέπεται έκδοση μετοχών υπό περιορισμούς, με αποτέλεσμα την καλύτερη κατανόηση των επιχειρηματικών επιλογών και των επιδράσεων τους στην διαμόρφωση των τιμών των μετοχών.

### **5.2.1 Βασικές Αρχές Θεωρίας Ταξινόμησης – Επιλογής**

Η θεωρία Ταξινόμησης- Επιλογής κεφαλαίων, υποστηρίζει την άποψη ότι υπάρχουν συγκεκριμένες προτιμήσεις και προτεραιότητες στη χρηματοδότηση των επιχειρήσεων και αναμένει μια αντίστροφη σχέση μεταξύ αποδοτικότητας και επιπέδου δανεισμού, δηλαδή η αύξηση της ρευστότητας λόγω κερδών μιας επιχείρησης χρησιμοποιείται για την κάλυψη του οικονομικού ελλείμματος. Τα τέσσερα βασικά στοιχεία της είναι :

1. Οι επιχειρήσεις προτιμούν την εσωτερική χρηματοδότηση.
2. Προσαρμόζουν τους στόχους της αναλογίας μερισμάτων προς τα καθαρά κέρδη στις επενδυτικές ευκαιρίες τους, ενώ προσπαθούν να αποφεύγουν απότομες μεταβολές των μερισμάτων.



3. Σταθερές πολιτικές μερίσματος, καθώς και απρόβλεπτες διακυμάνσεις αποδοτικότητας και επενδυτικών ευκαιριών, σημαίνουν ότι οι εσωτερικά παραγόμενες ταμειακές ροές από την κερδοφορία είναι μικρότερες ή μεγαλύτερες από τις κεφαλαιουχικές δαπάνες. Αν είναι μεγαλύτερες, η επιχείρηση εξοφλεί το χρέος ή επενδύει σε εμπορεύσιμα χρεόγραφα. Αν είναι μικρότερη, η επιχείρηση χρησιμοποιεί το ταμειακό πλεόνασμα ή πουλάει εμπορεύσιμους τίτλους.
4. Εάν απαιτείται η εξωτερική χρηματοδότηση, οι επιχειρήσεις ξεκινούν με τον εξωτερικό δανεισμό, μετά με υβριδικούς τίτλους όπως μετατρέψιμες ομολογίες και στο τέλος με την έκδοση νέων μετοχών. Αν και δεν υπάρχει καθορισμένη αναλογία ιδίων και ξένων κεφαλαίων, διότι υπάρχουν δυο είδη κεφαλαίων, εσωτερικό και εξωτερικό. Το αρνητικό στοιχείο όμως είναι ότι η έκδοση μετοχών στέλνει σήμα στις χρηματαγορές ότι οι μετοχές είναι χαμηλής αξίας, άσχετα αν υπάρχει υποεκτίμηση ή υπερεκτίμηση τους από τις αγορές.

### **5.2.2 Η συμπεριφορά των επιχειρήσεων**

Αν εφαρμόσουμε την θεωρία Ταξινόμησης- Επιλογής σε επιχειρήσεις μπορούμε να πάρουμε κάποιες χρήσιμες πληροφορίες για τη συμπεριφορά τους, οι οποίες αν αναλυθούν θα μας δώσουν χρήσιμα συμπεράσματα. Τα βασικά σημεία τα οποία πρέπει να εξεταστούν είναι τέσσερα. Αυτά είναι:

1. Τρόπος χρηματοδότησης:

Οι συνολικές επενδυτικές δαπάνες χρηματοδοτούνται εξ ολοκλήρου από το δανεισμό και από τη χρήση των αποθεματικών της επιχείρησης. Η έκδοση νέων μετοχών γίνεται πολύ σπάνια.

2. Χρονοδιάγραμμα ασφαλούς έκδοσης μετοχών:

Οι εταιρείες συνήθως εκδίδουν μετοχές όταν οι τιμές των χρεογράφων είναι υψηλές. Με δεδομένο ότι αναζητούν χρηματοδότηση από εξωτερικές πηγές, είναι πολύ πιθανό να εκδώσουν μετοχές μετά από μια αύξηση της τιμής της μετοχής παρά μετά την πτώση της.

Αυτό το γεγονός έρχεται σε αντίθεση με την γενικότερη ιδέα της θεωρίας Ταξινόμησης- Επιλογής, διότι δεν υπάρχει λόγος να πιστεύουμε ότι η εσωτερική πληροφόρηση των διοικούντων είναι συστηματικά πιο ευνοϊκή

όταν η τιμή της μετοχής είναι υψηλή. Ακόμα και αν υπήρχε μια τέτοια τάση, οι επενδυτές θα το ήξεραν είδη και θα αξιολογούσαν ανάλογα την απόφαση της επιχείρησης για έκδοση μετοχών. Επιπλέον είναι αδύνατον οι οικονομικές μονάδες να μπορούν πάντα να επωφελούνται από νέους μετόχους στα πλαίσια μιας ισορροπίας λογικών προσδοκιών.

3. Ύψος δανεισμού σε εταιρείες με άυλα στοιχεία ενεργητικού και ευκαιρίες ανάπτυξης

Οι εταιρείες που έχουν στην κατοχή τους υψηλής αξίας άυλα στοιχεία ενεργητικού ή έχουν αρκετές ευκαιρίες ανάπτυξης, προτιμούν να δανείζονται λιγότερο από εκείνες που κατέχουν περισσότερα ενσώματα στοιχεία.

Υπάρχουν πολλά έμμεσα γεγονότα τα οποία δείχνουν ότι το επίπεδο δανεισμού καθορίζεται όχι μόνο από την αξία και τον κίνδυνο του ενεργητικού της επιχείρησης αλλά και από τη διάρθρωση του ενεργητικού. Επειδή σε πολλές επιχειρήσεις η εμπορική τιμή των μετοχών τους διαφέρει κατά πολύ από την εσωτερική αξία τους, θα περιμέναμε να δούμε κάποιες να λειτουργούν κανονικά σε πολύ υψηλές αναλογίες εσωτερικού χρέους, αλλά αυτό δεν συμβαίνει στη πραγματικότητα. Το γεγονός αυτό μας κάνει να καταλάβουμε ότι οι εσωτερικές αξίες αντανάκλουν το ενσώματο ενεργητικό και το λειτουργικό κεφάλαιο και οι τιμές της αγοράς εκφράζουν τα άυλα στοιχεία ενεργητικού και τις ευκαιρίες ανάπτυξης. Επίσης, οι επιχειρήσεις δεν θέτουν στόχους αναλογίας εσωτερικού χρέους λόγω του ελέγχου των λογιστικών βιβλίων τους από τους λογιστές. Οι εσωτερικές αξίες του ενεργητικού αποτελούν υποκατάστατα των αξιών του ενσώματου ενεργητικού και του λειτουργικού κεφαλαίου.

4. Έκδοση ή επαναγορά μετοχών

Συνήθως η τιμή μιας μετοχής πέφτει όταν αναγγέλλεται η έκδοση νέων μετοχών. Ενώ αντιθέτως, αυξάνεται όταν γίνεται γνωστή η πρόθεση επαναγοράς μετοχών από την επιχείρηση. Το απλό μοντέλο ασυμμετρίας πληροφόρησης στη θεωρία Ταξινόμησης –Επιλογής έχει την ικανότητα να προβλέπει τα παραπάνω και επίσης να επισημαίνει ότι η τιμή της μετοχής δεν θα πέσει εφόσον η επιχείρηση αναλάβει χρέος χαμηλού κινδύνου. Βέβαια, μια επιχείρηση δεν είναι δυνατόν να αποφύγει εντελώς αυτό τον κίνδυνο, αλλά είναι προτιμότερη η ανάληψη υψηλού χρέους από την έκδοση νέων μετοχών, διότι υπάρχει μικρότερη πιθανότητα επηρεασμού της τιμής της.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6<sup>ο</sup>

### ΘΕΩΡΙΑ ΣΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ

#### 6.1 Εισαγωγή

Σε αυτό το κεφάλαιο θα μελετήσουμε το μοντέλο των διευθυντικών κινήτρων και της σηματοδότησης, όπως παρουσιάστηκε από το Stephen A. Ross.

Στο πρώτο μέρος, εισάγονται κάποιες υποθέσεις οι οποίες είναι απαραίτητες, και παρουσιάζεται το υπόδειγμα πάνω στο οποίο εφαρμόζεται η θεωρία σηματοδότησης. Αρχικά, θα παρουσιάσουμε ένα μοντέλο δυο εταιρειών για δυο χρονικές περιόδους, με γνωστές τις αποδόσεις στο τέλος της πρώτης περιόδου, σε ένα περιβάλλον με πλήρη βεβαιότητα. Έπειτα γενικεύοντας το υπόδειγμα, το τοποθετούμε σε ένα αβέβαιο περιβάλλον, εισάγουμε την έννοια της σηματοδότησης από τους διευθυντές, και προσδιορίζουμε την απόδοση που θα λαμβάνουν οι επενδυτές. Στη συνέχεια, θα προσθέσουμε το κριτήριο των διευθυντικών κινήτρων. Επίσης θα επισημάνουμε τον τρόπο που αυτά καθορίζονται μέσω της αποζημίωσης που λαμβάνουν οι διευθυντές για τις αποφάσεις και τις επιλογές τους καθώς και ο περιορισμός του κινδύνου και του κόστους τυχόν αποτυχίας στον οποίο υπόκεινται.

Η παραπάνω ανάλυση γίνεται θεωρώντας γνωστές και δεδομένες τις αποδόσεις των εταιρειών αλλά στην πραγματικότητα αυτό δεν είναι δυνατό να ισχύει. Έτσι, εφόσον στο δεύτερο μέρος αναλύεται η αποζημίωση που λαμβάνουν οι διευθυντές και οι συνιστώσες της, στο τρίτο μέρος παρουσιάζεται το μοντέλο σε ένα περιβάλλον με τυχαίες αποδόσεις, και συμπεριλαμβάνοντας τους περιορισμούς της αποζημίωσης των διευθυντών και του κινδύνου αποτυχίας. Επίσης παρουσιάζεται πως λειτουργεί το μοντέλο σε περιβάλλον με περισσότερους από δυο τύπους εταιρειών.

Τελειώνοντας, γίνεται μια γενική αξιολόγηση του μοντέλου σηματοδότησης και διευθυντικών κινήτρων. Το μοντέλο αυτό δεν είναι κατάλληλο να χρησιμοποιηθεί αυτούσιο στην πράξη, αφού πρέπει να ληφθούν υπόψη η ενεργή λειτουργία των διευθυντών στην λήψη αποφάσεων, καθώς και να ενσωματωθεί σε μεγαλύτερο βαθμό η συμμετοχή της αβεβαιότητας στο μοντέλο. Επιπλέον, θα πρέπει να μελετηθεί ο καθορισμός του υποδείγματος διαχρονικά και η λειτουργία του μέσα στο χρόνο.

## 6.2 Ένα απλό υπόδειγμα

Σε αυτό το μέρος θα αναπτυχθεί ένα απλό παράδειγμα που θα μας βοηθήσει να εξηγήσουμε τη σχέση μεταξύ των πληροφοριών που εξάγει μια εταιρεία και των κινήτρων των οικονομικών διευθυντών στην οικονομική αγορά. Στη συνέχεια θα γίνουν αποδεκτές οι υποθέσεις της τέλει αγοράς :

*Υπόθεση 1:* Οι οικονομικές αγορές είναι ανταγωνιστικές και τέλειες χωρίς συναλλαγματικά κόστη ή φορολογικές συνέπειες.

Αυτή η υπόθεση μας οδηγεί στο αποτέλεσμα ότι οι εταιρείες δεν ενεργούν μονοπωλιακά, αλλά η κάθε μια λειτουργεί σαν οι απαιτήσεις της να είναι απόλυτα ελαστικές στις προσφερόμενες τιμές. Υποθέτοντας, ότι η αγορά αποτελείται από δυο ειδών εταιρείες A και B, βρισκόμαστε στη χρονική στιγμή 0 και στην χρονική στιγμή 1 θα έχουν μια συνολική απόδοση αντίστοιχα  $\alpha$  και  $\beta$  με  $\alpha > \beta$ .

### 6.2.1 Βέβαιο περιβάλλον

Εάν στην αγορά υπάρχει βεβαιότητα και οι επενδυτές μπορούν να αναγνωρίσουν τις εταιρείες A και B, τότε οι αναμενόμενες τιμές την χρονική στιγμή 0 θα ήταν:

$$V_0^A = \alpha / (1+r) \quad (1\alpha) \text{ και } V_0^B = \beta / (1+r) \quad (1\beta), \text{ με } V_0^B < V_0^A$$

Όπου το  $r$  είναι το βέβαιο επιτόκιο επενδύσεων. Είναι ξεκάθαρο ότι η αξιολόγηση στην (1) δεν επηρεάζεται από τη οικονομική μέθοδο που επιλέχθηκε από την εταιρεία. Για παράδειγμα, αν υποθέσουμε ότι οι εταιρείες τύπου A διακατέχονται από χρέος  $D$ , με ονομαστική αξία  $F$ , και καθαρή θέση  $E$ . Το χρέος είναι η βασική απαίτηση ως προς τα κέρδη της εταιρείας και θα έχει την χρονική στιγμή 1 μια τιμή  $\min(F, \alpha)$  και η καθαρή θέση θα αποτελείται από το υπόλοιπο  $\max(\alpha - F, 0)$ . Αντίστοιχα τη χρονική στιγμή 0 θα είναι  $E = \max(\alpha - F, 0) / (1+r)$ ,  $D = \min(F, \alpha) / (1+r)$  και συνεπώς  $E + D = \alpha / (1+r) = V_0^A$ . Έτσι, στο βέβαιο περιβάλλον, η θεωρία των Modigliani και Miller(1958) είναι επανάληψη της θεωρίας του Fisher.

### 6.2.2 Αβεβαιότητα και σηματοδότηση – ένα τυχαίο αποτέλεσμα

Τώρα ας υποθέσουμε ότι οι επενδυτές δεν μπορούν να κάνουν την διάκριση μεταξύ των εταιρειών A και B. Αν  $q$  είναι η πιθανότητα μια εταιρεία να είναι τύπου A, και οι επενδυτές να ενεργούν βασιζόμενοι σε αυτή την πιθανότητα τότε το κέρδος

είναι συνιστώσα των παρούσων εξωγενών πληροφοριών. Έτσι την χρονική στιγμή 0, οι εταιρείες έχουν πιθανότητα  $q$  να είναι τύπου A και  $(1-q)$  να είναι τύπου B.

Συνεπώς όλες οι εταιρείες θα έχουν την ίδια αξία :

$$V_0 = [q\alpha + (1-q)\beta] / (1+r) \quad (2), \text{ με } V_0^A > V_0 > V_0^B \quad (3)$$

Αυτό είναι ένα πολύ ισχυρό αποτέλεσμα που προκύπτει από την πρόταση των Modigliani και Miller(1958) δηλαδή, ότι η αξιολόγηση των εταιρειών είναι ανεπηρέαστη από την οικονομική μέθοδο που χρησιμοποιούν. Ακόμα και αν οι εταιρείες τύπου A προσπαθήσουν να δείξουν μέσω διάφορων πληροφοριών ότι είναι τύπου A και όχι B, αυτό θα ήταν αναποτελεσματικό. Η αναποτελεσματικότητα βρίσκεται στην πιθανότητα ζημιάς που θα αντιμετώπιζαν, αφού και οι εταιρείες τύπου B θα μπορούσαν να δείξουν ψευδώς ότι είναι και αυτές τύπου A, και τελικά να επέλθει ισορροπία στην οποία οι εταιρείες δεν μπορούν να διακριθούν.

### 6.2.3 Ισορροπία διευθυντικών κινήτρων και σηματοδότησης

Ένας τρόπος να ξεπεράσουμε τον περιορισμό που δεσμεύει την αξία εταιρειών, είναι να υποθέσουμε ότι ο διευθυντής έχει ένα πολύ σημαντικό ρόλο. Εάν ο διευθυντής είναι υπεύθυνος για τις αποφάσεις την χρονική στιγμή 0, τότε υπάρχει ένα μέσο ελέγχου της αξιοπιστίας των οικονομικών πληροφοριών και αποφυγής του προβλήματος πιθανής ζημιάς που αναφέρθηκε παραπάνω. Βέβαια, αν ο διευθυντής είναι υπεύθυνος για τις αποφάσεις που λαμβάνονται, πρέπει να υποθέσουμε ότι κατέχει και μια καλύτερη, εσωτερική πληροφόρηση, σε σχέση με τους λοιπούς επενδυτές, αφού διαφορετικά δεν θα ήταν δίκαιο να φέρει όλη την ευθύνη χωρίς να έχει κάποιο πλεονέκτημα. Τα σημεία αυτά περιλαμβάνονται στη παρακάτω υπόθεση:

*Υπόθεση 2 : Οι διευθυντές είναι αναγνωρισμένοι από την εταιρεία σαν κάτοχοι εσωτερικής πληροφόρησης. Επιπλέον, η αναχρηματοδότηση από τρίτους δεν μεταφέρει πληροφορίες στην αγορά.*

Στο απλό μοντέλο αυτού του κομματιού, υποθέτουμε ότι οι διευθυντές γνωρίζουν την εταιρεία τους αλλά δεν έχουν εσωτερική πληροφόρηση για τις άλλες εταιρείες. Επίσης η χρηματοδότηση από τρίτους, ακόμα και αν είναι άλλοι διευθυντές, δεν μεταβιβάζει πληροφορίες. Επιπροσθέτως, για να καθοριστεί ένας συγκεκριμένος ρόλος για τους διευθυντές, πρέπει να καθορίσουμε ακριβώς τον τρόπο που μετέχουν στις συνέπειες των αποφάσεων τους.

*Υπόθεση 3: Οι διευθυντές των εταιρειών έχουν ένα πρόγραμμα κινήτρων για τη αποζημίωση τους, π.χ. έναν κανόνα που είναι γνωστός στους επενδυτές.*

Υποθέτουμε ότι η  $F$  δηλώνει την ονομαστική αξία των υποχρεώσεων της επιχείρησης την χρονική στιγμή 0. Στο μοντέλο θεωρούμαι ότι οι διευθυντές λαμβάνουν την εξής αποζημίωση:

$$M = (1+r) \gamma_0 V_0 + \gamma_1 V_1, \text{ αν } V_1 > F \quad (4)$$

ή

$$M = (1+r) \gamma_0 V_0 + \gamma_1 (V_1 - L), \text{ αν } V_1 > F \quad (4)$$

Όπου  $V_0, V_1$  οι αναμενόμενες αποδόσεις της εταιρείας τις χρονικές στιγμές 0 και 1,  $L$  είναι η υπολογίσιμη ποινή των διευθυντών σε περίπτωση που η εταιρεία αποτύχει την χρονική στιγμή 1, ενώ  $\gamma_0, \gamma_1$  είναι σταθμισμένες σταθερές. Πρέπει επίσης να υποθέσουμε ότι οι διευθυντές ενεργούν ώστε να μεγιστοποιήσουν την αποζημίωση τους ( $M$ ), και βάσει αυτού θα γίνει η επιλογή του  $F$  στην χρονική στιγμή 0. Δεδομένων των σχέσεων (4) και της υπόθεσης 3, οι ενέργειες των διευθυντών μπορούν να περιοριστούν σε έναν συγκεκριμένο αριθμό. Συγκεκριμένα, οι διευθυντές δεν μπορούν να πουλήσουν οικονομικά εργαλεία της εταιρείας τους, αφού τότε η (4) δεν θα ίσχυε. Για αυτό το λόγο δημιουργήθηκαν νομικοί κανόνες, κυρίως για να αποφευχθούν ηθικά προβλήματα. Επίσης, κανόνες που επιβάλλουν την γνωστοποίηση αθέμιτης εκμετάλλευσης εσωτερικών πληροφοριών, εξυπηρετούν τη λειτουργία αποσαφήνισης της διευθυντικής δομής κινήτρων και κάνουν πιο εύκολο για τους επενδυτές το να «διαβάσουν» τις οικονομικές πληροφορίες (Ross, 1976).

Μπορούμε να χρησιμοποιήσουμε την σχέση (4) για να καθορίσουμε μια ισορροπία σηματοδότησης όπως παρουσιάστηκε από τον Spence στην οικονομική αγορά. Υποθέτουμε ότι όλοι οι επενδυτές χρησιμοποιούν το  $F$  σαν χαρακτηριστικό του τύπου της εταιρείας, και  $F^*$  μια κριτική τιμή του επιπέδου των οικονομικών με  $\beta < F^* < \alpha$ . Εάν  $F > F^*$  τότε η αγορά αντιλαμβάνεται ότι η εταιρεία είναι τύπου A, διαφορετικά είναι B. Για να υπάρχει ισορροπία πρέπει η αντίληψη των επενδυτών να είναι σωστή. Αν μια εταιρεία σηματοδοτεί ότι είναι τύπου A και  $F^A < \alpha$  έτσι ώστε να μην υπάρχει κίνδυνος αποτυχίας τότε  $V_0 = V_0(F^A) = \alpha / (1+r)$ . Όμοια για το B. Η αποζημίωση του διευθυντή των εταιρειών τύπου A και B θα δίδεται αντίστοιχα από:

$$M^A(F) = (\gamma_0 + \gamma_1)\alpha \text{ αν } F^* < F^A < \alpha \quad M^B(F) = \gamma_0\beta + \gamma_1(\beta - L) \text{ αν } F^B > F^*$$

$$\text{Και } M^A(F) = \gamma_0\beta + \gamma_1\alpha \text{ αν } F^A < F^* \text{ και } M^B(F) = \gamma_0\beta + \gamma_1\beta \text{ αν } F^B < \beta < F^*$$

όπου θεωρούμε ότι ο διευθυντής δεν θα εκθέσει τον εαυτό του σε κίνδυνο αποτυχίας.

Υποθέτουμε ότι οι διευθυντές των εταιρειών τύπου A διαλέγουν οικονομικά επίπεδα  $F^A$  έτσι ώστε  $F^* < F^A < \alpha$  (5), και των εταιρειών τύπου B  $F^B$  έτσι ώστε  $F^B < \beta$  (6). Αυτή είναι η ισορροπία σηματοδότησης που καθορίστηκε από τον Spence, αφού κανένας από τους δυο διευθυντές δεν έχει λόγο να μεταβάλλει τις πληροφορίες που δίδει, και επιπροσθέτως, αν οι πληροφορίες αυτές είναι σωστές, τότε το συμπέρασμα που αποκομίζει και η αγορά είναι σωστό. Τώρα ένας διευθυντής τύπου A δεν θα είχε κίνητρο να αλλάξει, αφού από την (5) για

$$F' < F^*, M^A(F^A) = (\gamma_0 + \gamma_1) \alpha > M^A(F') = \gamma_0 \beta + \gamma_1 \alpha \quad (7)$$

Επίσης, ένας διευθυντής τύπου B, δεν θα έχει κίνητρο να δώσει ψευδείς πληροφορίες. Για να ισχύει αυτό, προϋπόθεση είναι ότι για  $F' > F^*$  θα ισχύει :

$M^B(F') = \gamma_0 \alpha + \gamma_1(\beta - L) < M^B(F^B) = (\gamma_0 + \gamma_1)\beta$  δηλ.  $\gamma_0(\alpha - \beta) < \gamma_1 L$  (8) κάτι που γίνεται εύκολα αντιληπτό, αφού ο διευθυντής θα πληροφορούσε σωστά αν το οριακό του κέρδος από μια λάθος πληροφόρηση  $(\alpha - \beta)$  σταθμισμένο με το  $\gamma_0$ , θα ήταν λιγότερο από το κόστος χρεωκοπίας  $L$  σταθμισμένο με το  $\gamma_1$ .

#### 6.2.4 Περιβάλλον της δομής των διευθυντικών κινήτρων

Είναι εύλογο το ερώτημα, πως καθορίστηκε η σχέση (4) που παρουσιάστηκε παραπάνω. Υποθέτουμε ότι το κόστος ευκαιρίας ή το προσωπικό βάρος όποιου παρέχει τις υπηρεσίες του διευθυντή είναι  $W$ . Αν η διευθυντική παροχή είναι τελείως ελαστική στο  $W$  και αν οι διευθυντές τυχαία εκπροσωπούν εταιρείες χωρίς a priori γνώση του τύπου τους, τότε θα απαιτούν μια αναμενόμενη απόδοση ανάλογη του  $W$ . Θεωρούμαι ότι σε όλους τους διευθυντές δίδεται ένα πλάνο μισθού ως εξής:

$$(1 + r) \gamma_0 V_0 + \gamma_1 V_1 \quad (9), \text{ όπου } \gamma_0, \gamma_1 \text{ επιλέχθηκαν έτσι ώστε:}$$

$$\gamma_0 E\{V_0\} + \gamma_1 E\{V_1\} = W \quad (10)$$

Οι διευθυντές που εκπροσωπούν τις εταιρείες τύπου A, από την (9), θα θέλουν να πληροφορήσουν ότι η εταιρεία τους είναι τύπου A. Για να το κάνουν αυτό, μπορούν απλά να μεταβάλλουν την (9) στην (4) εκδίδοντας δάνειο ονομαστικής αξίας  $F > \beta$  και ανακοινώνοντας ότι θα είναι υπεύθυνοι για ποινή  $L$ , ικανοποιώντας την (8) εάν αποτύχουν. Οι διευθυντές των εταιρειών τύπου B, με το  $L$  αρκετά υψηλό δεν θα έχουν κίνητρο να πληροφορήσουν ψευδώς ότι είναι τύπου A οι εταιρείες τους.

Συνοψίζοντας, το βασικό επιχείρημα της παραγράφου, δοθέντων a priori της δομής των διευθυντικών κινήτρων, είναι ότι οι διευθυντές τύπου A έχουν ένα επιπλέον κίνητρο να διαφοροποιήσουν τις εταιρείες τους. Με μεγαλύτερο αριθμό τύπων

εταιρειών και διευθυντών, οι τύπου Β θα προσπαθούσαν να διαφοροποιηθούν από τους τύπου Γ, με δεδομένη την δομή των οικονομικών κινήτρων που επέλεξαν τύπου , και ου το καθ' εξής.

### 6.3 Ένα γενικό υπόδειγμα

Στην παραπάνω παράγραφο παρουσιάστηκε ένα απλό μοντέλο, το οποίο θα αναλυθεί εδώ ώστε να παρουσιαστεί σε ένα πιο γενικό πλαίσιο. Η αποζημίωση των διευθυντών,  $M$ , αποτελείται από δυο συνιστώσες, την χρονική στιγμή 0 αξίωση  $M_0(f)$  που είναι αποκλειστικά οικονομική απαίτηση  $f$  έναντι της εταιρείας, και την χρονική στιγμή 1 αξίωση στις απαιτήσεις αυτές καθ' αυτές. Γενικά, η αποζημίωση τώρα  $M_0$  είναι μια σύνθετη συνάρτηση  $M_0[a(f),f]$  όπου  $a(f)$  είναι η υποκειμενική αντίληψη της αγοράς για την εταιρεία. Η συνολική αποζημίωση για μια εταιρεία τύπου  $t$  θα δίδεται από τον τύπο:

$$M^t = M_0(f) + E\{f(x_t)\} \quad (11),$$
 όπου  $x_t$  η τυχαία η απόδοση του τύπου εταιρείας  $t$  την χρονική στιγμή 1.

Το τελικό ζητούμενο είναι η συγκεκριμενοποίηση του εφικτού σετ,  $A$ , από δομές διευθυντικών κινήτρων και παραδεκτών οικονομικών πακέτων. Ένας τρόπος για να γίνει αυτό παρουσιάστηκε στην προηγούμενη παράγραφο, π.χ. το  $A$  θα μπορούσε να υποδηλώνει ένα σετ κινήτρων που ικανοποιούν την (10) σε ένα εκ των προτέρων προσδοκώμενο κέρδος του διευθυντή. Έπειτα ο διευθυντής θα μπορεί να διαλέξει ελεύθερα κάποιο οικονομικό πακέτο  $f$  που ικανοποιεί τον περιορισμό. Οι εφικτοί όροι που αφορούν είτε το  $f$  είτε το  $M$  και είναι πιθανό να αποφέρουν ισορροπία όπου η αποζημίωση των διευθυντών θα είναι αυθαίρετη αλλά εφικτή, θα είναι στο πεδίο των οικονομικών μέσων που επιτρέπονται.

Εν κατακλείδι, ένας διευθυντής μεγιστοποιεί την αποζημίωση του επιλέγοντας ένα οικονομικό πακέτο που πουλάει την παρούσα αξία της πληροφορίας που διατίθεται στην αγορά σε σχέση με την απόδοση που αυτή θα αποφέρει. Στην ισορροπία, οι εταιρείες διακρίνονται από τις οικονομικές τους επιλογές. Ωστόσο, σημασία δεν έχει αυτό καθ' αυτό το οικονομικό πακέτο που διαλέχτηκε, αλλά τα βασικά χαρακτηριστικά που αυτό έχει.



#### 6.4 Μοντέλο με τυχαίες αποδόσεις

Το μοντέλο των δυο εταιρειών της δεύτερης παραγράφου μπορεί να γενικευτεί απλά προσθέτοντας τύπους εταιρειών. Ωστόσο, θα πρέπει να αρθεί και η υπόθεση που έγινε, ότι οι διευθυντές γνωρίζουν τις αποδόσεις των εταιρειών τους με βεβαιότητα. Αν θεωρήσουμε τις αποδόσεις ως αβέβαιες, μπορούμε να δημιουργήσουμε ένα φυσικό κίνητρο, ανάλογο με τον κίνδυνο αποτυχίας, στους διευθυντές έτσι ώστε να ελαχιστοποιήσουν τις υποχρεώσεις τους ακριβώς στο επίπεδο που παρουσιάζεται στις πληροφορίες που προβάλλουν προς τα έξω.

Εδώ πρέπει πάλι να υποθέσουμε ότι η αξιολόγηση των εταιρειών οφείλεται μόνο στις αναμενόμενες αποδόσεις. Θεωρούμε ότι οι εταιρείες έχουν τυχαίες αποδόσεις,  $X$ , που κατανέμονται ομοιόμορφα στο  $[0,t]$ , με τους διευθυντές να ξέρουν την αξία της εταιρείας τους  $t$  και υπάρχει μια σειρά από τύπους  $[c,d]$ . Αν υιοθετήσουμε την εξίσωση κινήτρου:

$$M = (1+r) \gamma_0 V_0 + \gamma_1 E\{X\} \quad \text{αν } X > F \quad (12)$$

ή

$$M = (1+r) \gamma_0 V_0 + \gamma_1 E\{X-L\} \quad \text{αν } X < F \quad (12)$$

όπου το  $F$  η ονομαστική αξία των υποχρεώσεων, τότε οι υποχρεώσεις και η καθαρή θέση είναι ικανά εργαλεία στην λογική της παραπάνω παραγράφου.

Αν ο τύπος  $t$  μιας εταιρείας είναι γνωστός με σιγουριά τότε η παρούσα αξία θα δίδεται από την εξίσωση:

$V_0 = t / 2 (1+r)$  (13) και συνεπώς αν η πληροφορία του τύπου είναι  $\alpha(F)$ , τότε βάσει της (12) έχουμε:

$$M = \frac{1}{2} \gamma_0 \alpha(F) + \gamma_1 [1/2t - L(F/t)] \quad (14)$$

όπου έχουμε υποθέσει ότι  $F < t$ . Για να βρούμε το καλύτερο οικονομικό επίπεδο, μεταβάλλουμε την (14) με περιορισμό της απόδοσης  $F$  ότι :

$$\frac{1}{2} \gamma_0 \alpha'(F) = \gamma_1 L/t \quad (15).$$

Επίσης, για να είναι η πληροφορία έγκυρη, πρέπει  $\alpha(F) = t$  (16). Με βάσει τις (15) και (16) μπορούμε να βρούμε το σημείο ισορροπίας. Μπορούμε να μεταβάλλουμε την (16) και σε συνδυασμό με την (14) προκύπτει η  $F' = \frac{1}{2} (\gamma_0/\gamma_1)(t/L)$ , η οποία εάν λυθεί προκύπτει η εξής εξίσωση:

$$Ft = (\gamma_0/4\gamma_1)(t^2/L) + b \quad (17)$$

όπου το  $b$  είναι μια σταθερά ενοποίησης. Από την (16) τότε έχουμε ότι :

$$\alpha(F) = 2\sqrt{\gamma_0 L/\gamma_1 [F-b]}^{1/2} \quad (18)$$

Αφού η μικρότερη εταιρεία, με  $t = c$ , δεν θα κερδίσει τίποτα από πληροφόρηση, θα είναι  $F_c = 0$ , που οδηγεί στο  $F_t = \gamma_0/4\gamma_1 L [t^2 - c^2]$ . Θα πρέπει συνεπώς να έχουμε  $d^2 - c^2 < (4\gamma_1 L/\gamma_0)d$  ώστε να είμαστε βέβαιοι ότι το επιλεγμένο οικονομικό επίπεδο δεν υπερβαίνει το  $t$ . Έτσι κάθε διευθυντής δεν θα ήθελε να δώσει λανθασμένες πληροφορίες όσο ο κίνδυνος αποτυχίας δεν υπάρχει. Τελικά καταλήγουμε στην :

$$\frac{1}{2} \gamma_0(d-c) < \gamma_1 L \quad (19) \text{ που είναι ίδια η (8).}$$

Έτσι αν το πλαίσιο των διευθυντικών κινήτρων δίδεται από την (12) με το  $L$  σαν παράμετρο, ένας διευθυντής εταιρείας τύπου  $d$  θα επιλέξει εκείνα τα κίνητρα όπου  $L = L^*$  και η (19) γίνεται ισότητα. Αυτό μας δίνει το άριστο σημείο ισορροπίας, αφού κάθε μεγαλύτερο  $L$  θα μεγάλωνε το κόστος αποτυχίας χωρίς νόημα. Έτσι φτάνουμε στην ισορροπία μεταξύ των διευθυντικών κινήτρων και των πληροφοριών που εξωτερικεύουν.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7<sup>Ο</sup>

### ΕΜΠΕΙΡΙΚΗ ΔΙΕΡΕΥΝΗΣΗ

Σκοπός της εμπειρικής διερεύνησης, είναι να εξετασθεί ποιοι είναι αυτοί οι παράγοντες που επιδρούν στην απόδοση του συνολικού ενεργητικού και των ιδίων κεφαλαίων των ξενοδοχειακών επιχειρήσεων στη χώρα.

Για την ανάλυση χρησιμοποιήθηκαν στοιχεία από την βάση δεδομένων της Hellstat. Συνολικά, επιλέχθηκαν 966 ξενοδοχεία απ' όλη τη χώρα που απασχολούν από 11 άτομα και άνω. Τα οικονομικά στοιχεία που επιλέχθηκαν είναι αριθμοδείκτες από τις δημοσιευμένες οικονομικές καταστάσεις του κάθε ξενοδοχείου για το έτος 2008. Αναλυτικότερα οι αριθμοδείκτες που χρησιμοποιήθηκαν είναι: της άμεσης ρευστότητας, των διαθέσιμων προς τις βραχυπρόθεσμες απαιτήσεις, των συνολικών υποχρεώσεων προς τα ίδια κεφάλαια, της απόδοσης συνολικού ενεργητικού προ φόρων (ROA), της απόδοσης ιδίων κεφαλαίων προ φόρων (ROE), της χρηματοοικονομικής μόχλευσης, της κυκλοφοριακής ταχύτητας επενδυμένων κεφαλαίων, του περιθωρίου καθαρού κέρδους προ φόρων και ο δείκτης της επανεπένδυσης.

Επίσης θα ήταν χρήσιμο να εξηγήσουμε τι μας δείχνει ο κάθε αριθμοδείκτης:

Ο αριθμοδείκτης της άμεσης ρευστότητας μας δείχνει αν η επιχείρηση με τα μετρητά του ταμείου που διαθέτει, είναι σε θέση να καλύψει τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της ανά πάσα στιγμή. Είναι ένας από τους κυριότερους δείκτες που χρησιμοποιούν οι δανειστές για να εκτιμήσουν την ικανότητα μιας επιχείρησης να ανταποκριθεί στις τρέχουσες υποχρεώσεις της. Όσο μεγαλύτερος είναι ο αριθμοδείκτης μας τόσο καλύτερος είναι ο βαθμός ρευστότητας. Θα πρέπει όμως να επισημανθεί, ότι πολύ μεγάλος βαθμός ρευστότητας δεν σημαίνει πάντοτε σωστή οικονομική διαχείριση, ιδίως όταν η επιχείρηση είναι σε θέση να αντεπεξέρχεται στις υποχρεώσεις της με μικρότερο βαθμό ρευστότητας. Επομένως, το άριστο ύψος του αριθμοδείκτη αυτού πρέπει να κυμαίνεται σε ένα σημείο, το οποίο θα επιτρέπει στην επιχείρηση να ανταποκρίνεται στα βραχυχρόνια χρέη της με σχετική άνεση, χωρίς όμως ένα σημαντικό μέρος των διαθέσιμων της να παραμένει στο ταμείο αναξιοποίητο.

Ο αριθμοδείκτης Απόδοσης Συνολικού Ενεργητικού Προ Φόρων (ROA) εκφράζει τον λόγο των καθαρών κερδών ενός χρηματοπιστωτικού ιδρύματος ή μιας επιχείρησης προς το ενεργητικό της και στην ουσία μετρά την αποδοτικότητα του συνόλου των επενδυμένων από την τράπεζα ή την επιχείρηση κεφαλαίων.

Ο αριθμοδείκτης Απόδοση Ιδίων Κεφαλαίων Προ Φόρων (ROE) μετράει το βαθμό αξιοποίησης των ιδίων κεφαλαίων, την ικανότητα δηλαδή της επιχείρησης να χρησιμοποιεί τα ίδια κεφάλαια (κεφάλαια μετόχων) με τέτοιο τρόπο ώστε να παράγει από αυτά καθαρά κέρδη.

Ο αριθμοδείκτης των Συνολικών Υποχρεώσεων προς Ίδια Κεφάλαια σχετίζεται με τη έννοια της μόχλευσης η οποία δηλώνει τη δυνατότητα επίτευξης κέρδους μέσω του δανεισμού, δείχνει δηλαδή τη σχέση μεταξύ των υποχρεώσεων που έχει η επιχείρηση προς τρίτους και των κεφαλαίων που η ίδια διαθέτει.

Ο αριθμοδείκτης της Χρηματοοικονομικής Μόχλευσης μετρά το βαθμό χρηματοδότησης της επιχείρησης από ξένα κεφάλαια. Στην ουσία αυτός ο δείκτης μας δείχνει την επίδραση των δανειακών κεφαλαίων στην αποδοτικότητα των ιδίων κεφαλαίων στην επιχείρηση.

Ο αριθμοδείκτης Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Επενδυμένων Κεφαλαίων μας δείχνει το βαθμό χρησιμοποίησης του ενεργητικού σε σχέση με τις πωλήσεις που κάνει η επιχείρηση. Δηλαδή μας πληροφορεί για το σύνολο των περιστροφών που πραγματοποιούν τα περιουσιακά στοιχεία μιας επιχείρησης μέσα σε μια χρήση.

Ο αριθμοδείκτης Περιθωρίου καθαρού κέρδους (προ φόρων) μας δείχνει τι περιθώριο κέρδους μπορούμε να έχουμε από την πώληση κάθε μονάδας προϊόντος.

<b>ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΗΣ</b>	<b>ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ</b>
Απόδοση Συνολικού Ενεργητικού Προ Φόρων (ROA)	Κέρδη Προ Φόρων / Συνολικό Ενεργητικό
Απόδοση Ιδίων Κεφαλαίων Προ Φόρων (ROE)	Κέρδη Προ Φόρων / Ίδια Κεφάλαια
Άμεση Ρευστότητα	(Κυκλοφορούν Ενεργητικό - Αποθέματα) / Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις
Συνολικές Υποχρεώσεις προς Ίδια Κεφάλαια	Συνολικές Υποχρεώσεις / Ίδια Κεφάλαια
Χρηματοοικονομική μόχλευση	ROE / ROA
Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Επενδυμένων Κεφαλαίων	Πωλήσεις / Επενδυμένα Κεφάλαια
Περιθώριο καθαρού κέρδους (προ φόρων)	ΚΠΦ / Πωλήσεις

Για να εξετάσουμε την επίδραση των παραγόντων αυτών στην αποδοτικότητα των επιχειρήσεων, εκτελέσαμε γραμμική πολλαπλή παλινδρόμηση με την μέθοδο ελαχίστων τετραγώνων. Πιο συγκεκριμένα εκτιμήθηκαν τ' ακόλουθα υποδείγματα:

$$ROA = \beta_0 + \beta_1 \text{Άμεση Ρευστότητα} + \beta_2 \text{Συν.Υποχρ.προς Ιδ.Κεφ} + \beta_3 \text{Κυκλ.Ταχ.Επεν.Κεφ} + \beta_4 \text{Περ.Καθ.Κερδ} + \beta_5 \text{Χρημ.Μοχλ.} + u \quad (1)$$

$$ROE = \beta_0 + \beta_1 \text{Άμεση Ρευστότητα} + \beta_2 \text{Συν.Υποχρ.προς Ιδ.Κεφ} + \beta_3 \text{Κυκλ.Ταχ.Επεν.Κεφ} + \beta_4 \text{Περ.Καθ.Κερδ} + \beta_5 \text{Χρημ.Μοχλ.} + u \quad (2)$$

#### Αποτελέσματα παλινδρόμησης

	(1) ROA	(2) ROE
Άμεση Ρευστότητα	-0.0000474 (0.000497)	0.0000131 (0.000540)
Συν. υποχρεώσεις προς ίδια κεφάλαια	0.00116 (0.00127)	-0.0401*** (0.00892)
Κυκλοφοριακή ταχύτητα επενδυμένων κεφαλαίων	0.0127 (0.00793)	0.0783** (0.0277)
Περιθώριο καθαρών κερδών προ φόρων	0.0501*** (0.0146)	0.0843* (0.0369)
Χρηματοοικονομική Μόγλευση	0.0681*** (0.0205)	-0.101 (0.0595)
Σταθερά	-0.0545*** (0.0160)	0.0957 (0.0532)
N	966	966
R-sq	0.226	0.320
adj. R-sq	0.222	0.316
AIC	-2125.4	-459.9
BIC	-2096.2	-430.7
Root SME	0.8029	0.1901
Mean VIF	1.09	1.09
Reset test	F(3,957)=124.14 Prob>F=0.000	F(3,957)=171.51 Prob>F=0.000

Ειδικότερα, τα παραπάνω εξειδικεύονται ως ακολούθως:

$$ROA = -0,0545 - 0,0000474\text{Άμεση Ρευστότητα} + 0,00116\text{Συν.Υποχρ.προς Ιδ.Κεφ} + 0,0127\text{Κυκλ.Ταχ.Επεν.Κεφ} + 0,0501\text{Περ.Καθ.Κερδ} + 0,0681\text{Χρημ.Μοχλ.} + u$$

$$ROE = 0,0957 + 0,0000131\text{Άμεση Ρευστότητα} - 0,0401\text{Συν.Υποχρ.προς Ιδ.Κεφ} + 0,0783\text{Κυκλ.Ταχ.Επεν.Κεφ} + 0,0843\text{Περ.Καθ.Κερδ} - 0,101\text{Χρημ.Μοχλ.} + u$$

Από την εκτίμηση των παραπάνω υποδειγμάτων προκύπτει ότι το καλύτερο υπόδειγμα είναι το δεύτερο με εξαρτημένη μεταβλητή τον δείκτη ROE ( $R^2 = 0.32$  &  $\text{adj } R^2 = 0.316$ ). Από την εκτίμηση του υποδείγματος αυτού συμπεραίνουμε ότι : οι συνολικές υποχρεώσεις προς ίδια κεφάλαια διαφοροποιούν την αποδοτικότητα των ιδίων κεφαλαίων προ φόρων και μάλιστα αρνητικά. Ειδικότερα, αν οι συνολικές υποχρεώσεις προς ίδια κεφάλαια αυξηθούν τότε η αποδοτικότητα της επιχείρησης μειώνεται. Αντιθέτως, τόσο η κυκλοφοριακή ταχύτητα επενδυμένων κεφαλαίων, όσο και το περιθώριο καθαρών κερδών προ φόρων, συμβάλουν θετικά στην αύξηση της αποδοτικότητας των επιχειρήσεων.

Τέλος, για τις επιχειρήσεις του δείγματος, η άμεση ρευστότητα και η χρηματοοικονομική μόχλευση δεν επηρεάζουν την αποδοτικότητα των επιχειρήσεων.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 8<sup>ο</sup>

### ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Μελετώντας το θέμα της κεφαλαιακής διάρθρωσης των επιχειρήσεων με βάση πέντε πολύ σημαντικές θεωρίες κατέληξα στα παρακάτω συμπεράσματα:

Το κλασικό θεώρημα ζήτησης κεφαλαίων των Modigliani –Miller(1958) βασίζεται στις παραδοχές ότι δεν υπάρχουν συναλλακτικά κόστη αλλά υπάρχει συμμετρική και κατ' επέκταση καθολική δυνατότητα πρόσβασης στις κεφαλαιαγορές και ότι όλοι οι επενδυτές έχουν πρόσβαση στις εταιρικές πληροφορίες. Οι φόροι λειτουργούν ουδέτερα στις επενδυτικές αποφάσεις και κάθε κίνητρο που προκαλεί η ασυμμετρία πληροφόρησης αποδυναμώνει τη διαφοροποίηση των επενδυτικών προσδοκιών για υπερβάλλοντα κέρδη που προέρχονται από διαφοροποίηση χαρτοφυλακίων και από μεθόδους εξισορροπητικής αγοραπωλησίας. Και προεκτείνεται δίνοντας τη δυνατότητα στους επενδυτές να κατατάσσουν τις επιχειρήσεις σε ομοειδείς κατηγορίες, με βάση την αναμενόμενη απόδοση και τον κίνδυνο που ενσωματώνουν οι τίτλοι τους.

Αν δούμε αυτές τις υποθέσεις πιο κρητικά, παρόλο που περιγράφουν συνθήκες πλήρους αποτελεσματικής αγοράς κεφαλαίων, στην πραγματικότητα περιορίζουν τη λειτουργία των επιχειρήσεων και δημιουργούν στρεβλώσεις στην κεφαλαιαγορά.

Τελειώνοντας την «κλασική θεωρία» των Modigliani –Miller(1958) περί κεφαλαιακής διάρθρωσης θα έρθουν να συμπληρώσουν και να διαφοροποιήσουν μελέτες που λαμβάνουν υπόψη τους δεδομένα ασύμμετρης πληροφόρησης και θεωρίας ατελών συμβάσεων.

Οι Jensen και Meckling(1976) διακρίνουν τους μετόχους σε δυο υποσύνολα. Το πρώτο υποσύνολο περιέχει τους εσωτερικούς μετόχους ενώ το δεύτερο υποσύνολο περιλαμβάνει τους εξωτερικούς μετόχους, για τους οποίους δεν έχουν ληφθεί υπόψη πολλές από τις λεπτομέρειες της σχέσης μεταξύ του ιδιοκτήτη – διευθυντή και των εξωτερικών μετόχων. Συγκεκριμένα, οι εσωτερικοί μέτοχοι διαχειρίζονται τις εταιρικές τους υποθέσεις σύμφωνα με τα προσωπικά τους συμφέροντα και αγνοώντας αυτά των εξωτερικών μετόχων. Υποθέτουμε ότι οι εξωτερικοί μέτοχοι δεν έχουν δικαίωμα ψήφου, αν δούμε τι θα γινόταν αν αποκτούσαν, τότε ο διευθυντής θα ανησυχούσε για τα αποτελέσματα στη μακροπρόθεσμη ευημερία του, για μείωση της κλασματικής ιδιοκτησίας του κάτω από το σημείο που χάνει τον αποτελεσματικό

έλεγχο της επιχείρησης. Δηλαδή κάτω από το σημείο που οι εξωτερικοί μέτοχοι μπορούν να τον απολύσουν.

Σαν συμπέρασμα, πολλοί άνθρωποι εμπιστεύονται μεγάλο μέρος της περιουσίας τους στην επιμέλεια διαχειριστών, με βάση ένα σύνολο συμφωνημένων σχέσεων που οριοθετούν τα δικαιώματα των εμπλεκόμενων μερών. Τα συμβαλλόμενα μέρη στη σχέση αντιπροσώπευσης επιδιώκουν τη μεγιστοποίηση της χρησιμότητάς τους. Ως αποτέλεσμα αυτού υπάρχει το ενδεχόμενο ο αντιπρόσωπος να μην πραγματοποιεί δραστηριότητες που πάντα θα έχουν σκοπό την καλύτερη εξυπηρέτηση των συμφερόντων των αντιπροσωπευόμενων. Συνεπώς ο αντιπροσωπευόμενος μπορεί να μειώσει τις αποκλίσεις της συμπεριφοράς του αντιπροσώπου σε σχέση με τα συμφέροντα του με διάφορους τρόπους, αναλαμβάνοντας κάποια κόστη, τα κόστη αντιπροσώπευσης. Έτσι η σχετικότητα της θεωρίας αντιπροσώπευσης είναι μεγαλύτερη σε περιπτώσεις όπου τα προβλήματα συνεργασίας είναι δύσκολα.

Όσον αφορά την θεωρία αντιπροσώπευσης επικρατούν δυο απόψεις, η μία υποστηρίζει πως η θεωρία αντιπροσώπευσης είναι ένα ισχυρό θεμέλιο και η άλλη υποστηρίζει ότι είναι στενή και στερείται ελέγξιμες επιπτώσεις, ενώ μια πιο έγκυρη άποψη έρχεται να ισορροπήσει την κατάσταση, βρισκόμενη στη μέση. Η θεωρία αντιπροσώπευσης παρέχει μια μοναδική και εμπειρικά ελέγξιμη προοπτική σχετικά με τα προβλήματα κοινής προσπάθειας. Το επίπεδο του κόστους αντιπροσώπευσης εξαρτάται από την ανθρώπινη επινοητικότητα στην σύνταξη των συμβάσεων, ενώ οι πολύπλοκες συμβάσεις είναι τα προϊόντα μιας διαδικασίας στην οποία υπάρχουν ισχυρά κίνητρα για τους ιδιώτες να ελαχιστοποιήσουν το κόστος αντιπροσώπευσης.

Ερευνώντας τη θεωρία αντιστάθμισης των Bradley, Jarrel και Kim(1984), μελετήσαμε ένα μοντέλο που περιέχει τη σύγχρονη θεωρία εξισορρόπησης της διάρθρωσης του κεφαλαίου. Αυτό το μοντέλο ενσωματώνει θετικά τους φόρους στο μετοχικό κεφάλαιο και στο εισόδημα ομολόγων, στα αναμενόμενα κόστη της οικονομικής δυσχέρειας και στη θετική μη χρεωστική φορολογική κάλυψη. Επίσης βλέπουμε ότι η βέλτιστη επιχειρησιακή μόχλευση σχετίζεται αντιστρόφως ανάλογα με το αναμενόμενο κόστος της οικονομικής δυσχέρειας και της μη χρεωστικής φορολογικής κάλυψης. Ακόμα μια ανάλυση δείχνει ότι εάν τα κόστη της οικονομικής δυσχέρειας είναι σημαντικά, το βέλτιστο αποτέλεσμα μόχλευσης της επιχείρησης σχετίζεται αντίστροφα με τη μεταβλητότητα των κερδών επιχείρησης. Από έρευνα που έγινε σε 851 επιχειρήσεις βγήκαν μερικά πολύ σημαντικά αποτελέσματα, η αστάθεια των κερδών της επιχείρησης είναι σημαντική, σε αντίθεση με το



καθοριστικό παράγοντα μόχλευσης της επιχείρησης. Η ένταση των δαπανών έρευνας και ανάπτυξης καθώς και των δαπανών διαφήμισης σχετίζεται επίσης αντίστροφα με τη μόχλευση. Και τα δυο αυτά αποτελέσματα είναι σύμφωνα με την επίσημη θεωρία του μοντέλου εξισορρόπησης της λειτουργικής μόχλευσης. Είναι σημαντικό να αναφέρουμε ότι υπάρχει ισχυρή και άμεση σχέση μεταξύ της μόχλευσης της επιχείρησης και του σχετικού ποσού της μη χρεωστικής φορολογικής κάλυψης, το οποίο αντιτίθεται με την θεωρία που εστιάζει στη δυνατότητα υποκατάστασης μεταξύ μη χρεωστικής και χρεωστικής φορολογικής κάλυψης. Μια πιθανή εξήγηση είναι ότι οι μη χρεωστικές φορολογικές καλύψεις είναι μια χρηματοοικονομική μεταβλητή για την ασφάλεια των περιουσιακών στοιχείων της επιχείρησης, με τα περισσότερα ασφαλιζόμενα περιουσιακά στοιχεία να οδηγούν σε υψηλότερους κινδύνους μόχλευσης.

Ένα σημαντικό μειονέκτημα των συγχρονικών παλινδρομήσεων είναι η έλλειψη προδιαγραφών, η οποία προτείνει μια «αφανή μεταβλητή» ως εξήγηση για τις δυσμενείς συνέπειες σχετικά με τη μη χρεωστική φορολογική προστασία. Ο κίνδυνος που εγκυμονεί είναι, ότι οι μεταβλητές που αποκλείονται, συσχετίζονται με μεταβλητές που συμπεριλαμβάνονται και αυτό μπορεί να προκαλέσει περιπλανητικά συμπεράσματα που θα προέλθουν από τα αποτελέσματα των παλινδρομήσεων.

Παρ' όλα αυτά, είναι σοβαρές οι παραπάνω διαπιστώσεις όσον αφορά τους δείκτες μόχλευσης εταιρειών και τις επίμονες διαφορές μεταξύ βιομηχανίας, παράλληλα με την αντίστροφη σχέση μεταξύ της μόχλευσης της επιχείρησης και της αστάθειας των κερδών, η οποία είναι πολύ σημαντική και τείνει να στηρίζει την σύγχρονη θεωρία εξισορρόπησης της κεφαλαιακής διάρθρωσης.

Στην πράξη, η ρεαλιστική μορφή της Θεωρίας Επιλογής- Ταξινόμησης, είναι υπεραπλουστευμένη και υποτιμημένη. Τα βασικά στοιχεία που πρέπει να τονιστούν είναι τα παρακάτω:

1. Είναι θετικό για τις επιχειρήσεις να αποφεύγουν την χρηματοδότηση των επενδύσεων τους από την έκδοση κοινών μετοχών ή από υψηλού ρίσκου χρεόγραφα, διότι δεν επιθυμούν να αντιμετωπίσουν τον κίνδυνο αποφυγής επενδύσεων με θετική Καθαρή Παρούσα Αξία ή την έκδοση μετοχών σε τιμή που θεωρείται πολύ χαμηλή.
2. Προσδιορίζουν συγκεκριμένο ποσοστό πληρωμής μερίσματος ανά μετοχή, το οποίο μπορεί να καλυφθεί από αδιανέμητα αποθεματικά.

3. Η εταιρεία μπορεί να προγραμματίζει να καλύψει μέρος των δαπανών της χρηματοδότησης από νέο δανεισμό, αλλά επίσης προσπαθεί να κρατήσει το επίπεδο κινδύνου χαμηλά. Αυτό γίνεται για δυο λόγους : πρώτον, για την αποφυγή του υλικού κόστους των χρηματοοικονομικών δυσχερειών και δεύτερον για την διατήρηση της οικονομικής επιβράδυνσης, στο επίπεδο της δανειοληπτικής ικανότητας της.
4. Εφόσον η πολιτική διανομής μερίσματος μιας επιχείρησης είναι σταθερή και οι επενδυτικές ευκαιρίες κυμαίνονται στο ίδιο επίπεδο των εσωτερικών ταμιακών ροών, θα χρησιμοποιήσει τη δυνατότητα της να εκδώσει ασφαλές χρέος. Όταν συμβεί αυτό, η επιχείρηση θα στραφεί αρχικά σε λιγότερο επικίνδυνα χρεόγραφα.

Στην πραγματική μορφή της Θεωρίας Επιλογής – Ταξινόμησης, οι δείκτες χρέους αντανακλούν την συνολική απαίτηση για εξωτερική χρηματοδότηση σε μια ευρεία περίοδο. Για παράδειγμα, μια αρκετά κερδοφόρα εταιρεία σε ένα βιομηχανικό κλάδο με χαμηλή ανάπτυξη, θα καταλήξει σε μια ασυνήθιστη αναλογία χρέους συγκρινόμενη με το αντίστοιχο μέσο και δεν θα καταφέρει τίποτα. Σε αντίθεση με μια ζημιογόνα επιχείρηση στον ίδιο βιομηχανικό κλάδο θα καταλήξει σε μια σχετικά υψηλή αναλογία χρέους, η οποία αν είναι αρκετά υψηλή θα δημιουργήσει σημαντικό κόστος οικονομικής δυσχέρειας, τότε η επιχείρηση ίσως να αλλάξει την κεφαλαιακή δομή της, εκδίδοντας μετοχές. Τα ίδια προβλήματα ασύμμετρης πληροφόρησης όπου κάποιες φορές αποτρέπουν τις επιχειρήσεις από την έκδοση νέων μετοχών για την χρηματοδότηση των επενδύσεων τους, μπλοκάρουν και την έκδοση μετοχών για την απόσυρση χρέους. Αν αυτό συμβεί, οι μέσες αναλογίες χρέους θα διαφέρουν από κλάδο σε κλάδο, διότι ο κίνδυνος και η διάρθρωση του ενεργητικού καθώς επίσης και οι απαιτήσεις για εξωτερικές εισροές διαφέρουν. Είναι σημαντικό να επισημανθεί, ότι ο μέσος όρος του κλάδου δεν μπορεί να αποτελέσει αντιπροσωπευτικό δείγμα για τις επιχειρήσεις του κλάδου.

Αυτά που δεν έχουν ξεκαθαριστεί στη θεωρία αυτή και χρήζουν περαιτέρω ανάλυσης είναι τα παρακάτω:

1. Η μη επεξήγηση της εξάρτησης της επιχείρησης από σταθερή πολιτική μερισμάτων.
2. Ο χρόνος και ο τρόπος έκδοσης κοινών μετοχών.

Για τη πρώτη περίπτωση δεν υπάρχει κάποια εξήγηση, για αυτό θα προσπαθήσουμε να προσεγγίσουμε μόνο τη δεύτερη.

Η θεωρία αυτή αναγνωρίζει ταυτόχρονα την ασύμμετρη πληροφόρηση και το κόστος της οικονομικής δυσχέρειας. Επιπλέον, η επιχείρηση έχει να αντιμετωπίσει δυο αυξανόμενα κόστη όσο πλησιάζει τη θεωρία αυτή: μεγαλύτερη πιθανότητα επιβάρυνσης κόστους από οικονομική δυσχέρεια και μεγαλύτερη πιθανότητα μη ωφέλειας από μελλοντικές θετικές Καθαρές Παρούσες Αξίες επενδύσεων διότι δεν θα θέλει να τις χρηματοδοτήσει από έκδοση κοινών μετοχών ή από άλλα μη ασφαλή χρεόγραφα. Επίσης, η επιχείρηση είναι πιθανόν να προσπαθήσει να μειώσει αυτά τα κόστη εκδίδοντας αποθεματικό ακόμα και αν η έκδοση νέων μετοχών δεν χρειάζεται για τη χρηματοδότηση αυτής της επένδυσης, αλλά απλά για να σταθεροποιήσει την θεωρία αυτή. Με άλλα λόγια, η οικονομική επιβράδυνση είναι μεγάλης χρησιμότητας και η επιχείρηση πιθανότατα θα εκδώσει αποθεματικό για να το αποκτήσει. Θα πρέπει όμως να τονιστεί ότι, η άριστη στρατηγική δομής κεφαλαίου για τη χρηματοδότηση των επιχειρήσεων με ασύμμετρη πληροφόρηση είναι ένα ανεξερεύνητο πεδίο.

Όσον αφορά, το μοντέλο των κινήτρων-πληροφοριών και της σηματοδότησης, όπως παρουσιάστηκε από το Stephen A. Ross, δεν μπορεί να χρησιμοποιηθεί στη πράξη αυτούσιο. Αρχικά το μοντέλο θα έπρεπε να γενικευτεί ενσωματώνοντας την πιθανότητα την πιθανότητα της ενεργούς απόφασης των διευθυντών. Πιο γενικά, ο διευθυντής αντιμετωπίζει ένα πρόβλημα παραγωγής και μιας οικονομικής λειτουργίας, και πρέπει να διαλέξει τον άριστο συνδυασμό από μια δεδομένη παραγωγή με βάση ένα ενδογενή δεδομένο επενδυτικό κριτήριο.

Η παρουσίαση του συνδυασμού που επιλέχθηκε, απαιτεί την μεγαλύτερη συμμετοχή της αβεβαιότητας στο μοντέλο. Αν βρισκόμαστε σε μια τέλεια ανταγωνιστική οικονομική αγορά τότε ο κανόνας αξιολόγησης είναι σταθερός, ενώ διαφορετικά η τιμή θα επηρεαστεί από την εναλλαγή κινδύνου και απόδοσης. Αυτό βέβαια επηρεάζει και τα διευθυντικά κίνητρα, καθώς και το συνδυασμό που θα επιλεγεί όπως και τις οικονομικές αποφάσεις που θα ληφθούν. Ένα μέρος αυτών των προεκτάσεων μελετήθηκε από το Ross(1976).

Ένα τρίτο μέρος είναι ο καθορισμός του μοντέλου διαχρονικά και η συνεχιζόμενη πορεία του. Με βάση αυτό το μέρος, το μοντέλο θα μπορούσε να χρησιμοποιηθεί σε πρακτικά θέματα π.χ. τα κίνητρα ενός διευθυντή να προωθήσει ένα σύνολο χρεογράφων θα μπορούσαν να αξιολογηθούν ακριβώς, βάσει της παρούσας αξίας της εταιρείας  $V_0$ , από την υπάρχουσα βιβλιογραφία στα call options. Ομοίως, η αγορά ενός option μετοχών θα μπορούσε να αξιολογηθεί με βάση το  $V_0$  σαν ένα option που

αφορά την εταιρεία. Όμως, για να χρησιμοποιηθεί στην πράξη, πρέπει να ληφθούν υπόψη και οι συνέπειες της φορολογίας καθώς και των κινδύνων αποτυχίας. Παρ' όλα αυτά, και χωρίς όλες τις επεκτάσεις, το απλό μοντέλο κινήτρων – σηματοδότησης , που αναπτύχθηκε πιο πάνω δίδει μια ερμηνεία για την αποφασιστικότητα που έχει η οικονομική δομή της εταιρείας.

Από την εμπειρική διερεύνηση προέκυψε ότι, η αύξηση των συνολικών υποχρεώσεων προς τα ίδια κεφάλαια μειώνουν την αποδοτικότητα των επιχειρήσεων, ενώ αντιθέτως η αύξηση της κυκλοφοριακής ταχύτητας των επενδυμένων κεφαλαίων αλλά και το περιθώριο καθαρού κέρδους προ φόρων, έχουν σαν αποτέλεσμα την αύξηση της αποδοτικότητας.

## ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

1. Castanias, R. and H. De Angelo, *'Business Risk and Optimal capital Structure,'* .Unpublished Working Paper, University of Washington(1981)
2. D.E. Campell and J S. Kelly, *'Trade-off Theory'*, (May 1994).
3. F. Modigliani – M. Miller (1963), *"Corporate income taxes and the cost of capital: a correction"*
4. F. Modigliani – M. Miller (1963), *"Taxes and the Cost of Capital: A correction"*.The American Economic Review, Vol.53, No.3, pp. 433-443
5. F. Modigliani & M. Miller (1958), *" The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment"*.American Economic Review'', pp. 261-297
6. Kim, E. H. , *"Miller's Equilibrium, Shareholder Leverage Clienteles, and Optimal Capital Structure"* .Journal of Finance (May 1982).
7. Kim, E.H.,W.G. Lewellen, and J.J. McConnell, *"Financial Leverage Clienteles: Theory and Evidence"* .Journal of Finance Economics (March 1979).
8. Kraus, A. and R. Litzenger, *"A State- Preference Model of Optimal Financial Leverage"* *Journal of Finance (September 1973)*.
9. Lakshmi Shyam- Sunder and Stewart C. Myers, *"Testing Static Trade-off Against Pecking Order Models of Capital Structure"*. (April 1994).
10. Michael Jensen, William Meckling(1976) *"Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure"*.Miller, M.H. *"Debt and Taxes"*. Journal of Finance (May 1977)
11. Modigliani F., *"Debt, Dividend Policy, Taxes, Inflation, and Market Valuation"*. Journal of Finance (May 1982).
12. Modigliani, F.F. and M.H. Miller, *"Corporation Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction "*.American Economic Review (June 1963).
13. Modigliani, F.F. and M.H. Miller, *"The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment"*. American Economic Review (June 1958)
14. Myers and Majluf N. S. (1984), *"Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have"*. The Journal of Financial Economics, Vol. 13, pp. 187- 221.

15. Myers S. C., ‘‘*Determinants of Corporate Borrowing*’’. Journal of Financial Economics (November 1977).
16. Myers, Stewart C. (1984), ‘‘ *The capital structure puzzle*’’. The Journal of Finance, Vol. 39, pp. 575-591.
17. Scott J., ‘‘*A Theory of Optimal Capital Structure*’’. Bell Journal of Economics (Spring 1976).
18. Scott, D.F., ‘‘*Evidence on the Importance of Financial Structure*’’. Financial Management, (Summer 1972).
19. Titman S., ‘‘The Effect of Capital Structure on a Firm’s *Liquidation Decision*’’. Journal of Financial Economics,(1984).
20. Yann Brauezec (2009), ‘‘*Modigliani – Miller theorem*’’, pp.2-8
21. Γ. Παπούλιας, «*Χρηματοοικονομική Διοίκηση (Financial Management)*», , Τέταρτη έκδοση 2000
22. Ζ. Βογιατζής, «*Διάρθρωση Κεφαλαίων: μια από τις κεντρικές αποφάσεις του σύγχρονου χρηματοοικονομικού μάνατζμεντ*». Οικονομικός Ταχυδρόμος, 22/07/1999
23. Π. Αθανασόγλου, Ι. Ασημακόπουλος, Κ. Συριόπουλος, «*Εξωτερική χρηματοδότηση, ανάπτυξη και κεφαλαιακή δομή των επιχειρήσεων του Χρηματιστηρίου Αθηνών*». Οικονομικό Δελτίο Τράπεζας Ελλάδος, τεύχος 26, 2006.
24. Π. Ζαχαρούδης, Κ. Φαμηλωνίδης, Πανεπιστήμιο Πατρών, «*Στατική Θεωρία Αντιστάθμισης ενάντια στη Θεωρία Ιεραρχικής Ταξινόμησης και Επιλογής Κεφαλαίων: Η Ελληνική εμπειρία*». 4<sup>ο</sup> Συνέδριο Επιστημόνων Χρηματοοικονομικής και Λογιστικής Ελλάδος, 12/2005.

## ΗΛΕΚΤΡΟΝΙΚΕΣ ΠΗΓΕΣ

1. The MM theorie, WACC theorie, pp. 1-3, διαθέσιμο στο [www.wikipedia.org](http://www.wikipedia.org) .