

ΤΕΧΝΟΛΟΓΙΚΟ ΕΚΠΑΙΔΕΥΤΙΚΟ ΊΔΡΥΜΑ ΚΡΗΤΗΣ
ΣΧΟΛΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΚΑΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ
ΤΜΗΜΑ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗΣ ΚΑΙ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ

ΚΑΤΣΑΡΑΚΗ ΧΡΙΣΤΙΝΑ

ΠΡΟΣΔΙΟΡΙΣΤΙΚΟΙ ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ ΕΠΙΒΑΡΥΝΣΗΣ
ΔΑΝΕΙΣΜΟΥ ΤΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ ΤΟΥ ΚΛΑΔΟΥ
ΤΗΣ ΕΛΛΗΝΙΚΗΣ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑΣ
ΠΤΥΧΙΑΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ

Επιβλέπων Καθηγητής: Αρβανίτης Σταύρος

Ηράκλειο
Οκτώβριος, 2017

ΠΙΝΑΚΑΣ ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΩΝ

ΕΙΣΑΓΩΓΗ.....	4
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1 – ΚΕΦΑΛΑΙΑΚΗ ΔΙΑΡΘΡΩΣΗ ΤΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ	6
1.1. Εισαγωγή.....	6
1.2. Ορισμοί	6
1.3. Αποσαφήνιση της ορολογίας της δομής κεφαλαίου	7
1.4. Κεφαλαιακοί Δείκτες	8
1.5. Πρόσθετες εκτιμήσεις σχετικά με το μετοχικό κεφάλαιο	9
1.6. Παράγοντες που επηρεάζουν την απόφαση για τη κεφαλαιακή διάρθρωση μιας εταιρείας	9
1.7. Εξέταση των διαφόρων τύπων κεφαλαίου στον Ισολογισμό της Εταιρείας	12
1.8. Αναζητώντας τη Βέλτιστη Δομή Κεφαλαίου	14
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2 - ΘΕΩΡΙΕΣ ΚΕΦΑΛΑΙΑΚΗΣ ΔΙΑΡΘΡΩΣΗΣ ΤΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ	15
2.1. Εισαγωγή.....	15
2.2. Θεωρίες Κεφαλαιακής Δομής στη Χρηματοοικονομική Διοίκηση	16
2.2.1. Οι θεωρία των Modigliani και Miller.....	17
2.2.2. Θεωρία Αντιστάθμισης (Trade-off)	18
2.2.3. Θεωρία Ιεράρχησης.....	20
2.2.4. Θεωρία Χρονισμού Αγοράς.....	23
2.2.5. Θεωρία καθαρών εσόδων	25
2.2.6. Θεωρία καθαρών λειτουργικών εσόδων.....	25
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3 - ΠΡΟΣΔΙΟΡΙΣΤΙΚΟΙ ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ ΔΑΝΕΙΑΚΗΣ ΕΠΙΒΑΡΥΝΣΗΣ	26
3.1. Εισαγωγή.....	26
3.2. Θεωρίες χρηματοδότησης χρέους.....	27
3.3. Παράγοντες που επηρεάζουν τη χρηματοδότηση του χρέους	29
3.3.1. Ειδικοί παράγοντες της εταιρείας	29
3.3.1.1. Κερδοφορία.....	30
3.3.1.2. Χρηματοδότηση χρέους και μέγεθος εταιρειών	31
3.3.1.3. Φύση του περιουσιακού στοιχείου της επιχείρησης (από).....	32
3.3.1.4. Ανάπτυξη της εταιρείας	33
3.3.1.5. Επιχειρηματικός κίνδυνος.....	34
3.3.1.6. Ρυθμός εταιρικής φορολογίας	35
3.3.1.7. Ρευστότητα.....	35

3.3.1.8.	Φορολογική ασπίδα μη χρέους.....	36
3.3.1.9.	Πτώχευση.....	36
3.3.2.	Μακροοικονομικοί παράγοντες	37
3.3.2.1.	Ακαθάριστο εγχώριο προϊόν	37
3.3.2.2.	Ρυθμός πληθωρισμού	38
3.3.2.3.	Επιτόκια	39
3.3.2.4.	Διάμεσος τομέας της βιομηχανίας.....	39
3.3.2.5.	Οικονομικές συνθήκες ή συνθήκες αγοράς χρεογράφων	40
3.3.2.6.	Άλλοι παράγοντες.....	41
	ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ	42
	ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ	43

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Η κεφαλαιακή διάρθρωση αναφέρεται σε ανεξόφλητα χρέη και ίδια κεφάλαια μιας εταιρείας. Επιτρέπει σε μια επιχείρηση να καταλάβει τι είδους χρηματοδότηση χρησιμοποιεί η εταιρεία για να χρηματοδοτήσει τις συνολικές δραστηριότητές της και την ανάπτυξή της. Με άλλα λόγια, δείχνει τα ποσοστά του ανώτατου χρέους, του χρέους μειωμένης εξασφάλισης και των ιδίων κεφαλαίων (κοινά ή προτιμώμενα) στη χρηματοδότηση. Ο σκοπός της κεφαλαιακής διάρθρωσης είναι να παρέχει μια επισκόπηση του επιπέδου του κινδύνου της εταιρείας. Κατά κανόνα, όσο υψηλότερο είναι το ποσοστό χρηματοδότησης του χρέους που έχει μια εταιρεία, τόσο υψηλότερη είναι η έκθεσή της στον κίνδυνο. Η δομή του κεφαλαίου είναι κοινώς γνωστή ως η σχέση χρέους προς ίδια κεφάλαια (Huang & Ritter, 2009).

Η κεφαλαιακή διάρθρωση μιας εταιρείας επισημαίνει πώς χρηματοδοτούνται τα περιουσιακά της στοιχεία. Όταν μια επιχείρηση χρηματοδοτεί τις δραστηριότητές της με το άνοιγμα ή την αύξηση κεφαλαίου σε έναν επενδυτή (προνομιούχες μετοχές, κοινές μετοχές ή κέρδη εις νέον), αποφεύγει τον κίνδυνο χρέους, μειώνοντας έτσι τις πιθανότητες πτώχευσης. Επιπλέον, ο ιδιοκτήτης μπορεί να επιλέξει τη χρηματοδότηση χρέους και να διατηρήσει τον έλεγχο της εταιρείας, αυξάνοντας τις αποδόσεις των εργασιών.

Το χρέος λαμβάνει τη μορφή έκδοσης εταιρικού ομολόγου, μακροπρόθεσμου δανείου ή βραχυπρόθεσμου χρέους. Η τελευταία επηρεάζει άμεσα το κεφάλαιο κίνησης. Τούτου λεχθέντος, μια εταιρεία που χρηματοδοτείται από χρέος 70% και χρηματοδοτείται κατά 30% από μετοχές έχει λόγο χρέους προς ίδια κεφάλαια 70%. αυτή είναι η μόχλευση. Είναι πολύ σημαντικό για μια εταιρεία να διαχειρίζεται τη χρηματοδότηση του χρέους και της συμμετοχής της, επειδή ένας ευνοϊκός λόγος θα είναι ελκυστικός για τους δυνητικούς επενδυτές στην επιχείρηση (DeAngelo & Masulis, 1980).

Η κεφαλαιακή διάρθρωση επηρεάζει τη συνολική αξία μιας επιχείρησης μέσω της επίδρασής της στις λειτουργικές ταμειακές ροές και στο κόστος κεφαλαίου. Δεδομένου ότι η δαπάνη τόκων για το χρέος είναι εκπεστέα στις περισσότερες χώρες,

μια εταιρεία μπορεί να μειώσει το κόστος κεφαλαίου μετά από φόρους αυξάνοντας το χρέος σε σχέση με τα ίδια κεφάλαια, αυξάνοντας έτσι άμεσα την εγγενή αξία της. Ενώ τα εγχειρίδια χρηματοδότησης συχνά δείχνουν πώς τα φορολογικά οφέλη του χρέους έχουν ευρύτατο αντίκτυπο στην αξία, συχνά χρησιμοποιούν πολύ χαμηλό προεξοφλητικό επιτόκιο για αυτά τα οφέλη. Στην πράξη, ο αντίκτυπος είναι πολύ μικρότερος για τις μεγάλες εταιρείες επενδύσεων (οι οποίες έχουν μικρό σχετικό φάσμα κεφαλαιακών δομών). Συνολικά, η αξία των φορολογικών οφελών είναι πολύ μικρή σε σχέση με τα σχετικά επίπεδα κάλυψης των τόκων. Για μια εταιρεία με τυπική επένδυση, η μεταβολή της αξίας στην κάλυψη του εύρους των τόκων είναι μικρότερη από 5% (Strebulaev, 2007).

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1 – ΚΕΦΑΛΑΙΑΚΗ ΔΙΑΡΘΡΩΣΗ ΤΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ

1.1. Εισαγωγή

Για τους επενδυτές μετοχών που ευνοούν τις εταιρείες με καλά θεμελιώδη στοιχεία, ένας ισχυρός ισολογισμός αποτελεί σημαντικό στοιχείο για την επένδυση σε μετοχές μιας εταιρείας. Η ισχύς του ισολογισμού μιας επιχείρησης μπορεί να εκτιμηθεί από τρεις μεγάλες κατηγορίες μετρήσεων ποιότητας επένδυσης: την επάρκεια του κεφαλαίου κίνησης, την απόδοση του ενεργητικού και τη διάρθρωση του κεφαλαίου. Σε αυτή την ενότητα, θα εξετάσουμε τη σημασία της κεφαλαιακής διάρθρωσης (Frank & Goyal, 2003).

Η κεφαλαιοποίηση μιας εταιρείας (που δεν πρέπει να συγχέεται με την κεφαλαιοποίηση της αγοράς) περιγράφει τη σύνθεση του μόνιμου ή μακροπρόθεσμου κεφαλαίου που συνίσταται σε συνδυασμό χρέους και μετοχικού κεφαλαίου. Η λογική και αναλογική χρήση του χρέους και των ιδίων κεφαλαίων μιας επιχείρησης για τη στήριξη των στοιχείων του ενεργητικού αποτελεί βασικό δείκτη της αντοχής του ισολογισμού. Μια υγιής κεφαλαιακή διάρθρωση που αντικατοπτρίζει ένα χαμηλό επίπεδο χρέους και ένα αντίστοιχο υψηλό επίπεδο ιδίων κεφαλαίων είναι ένα πολύ θετικό σημάδι οικονομικής ικανότητας (Brealey, et al, 2008).

1.2. Ορισμοί

Σύμφωνα με τον Gerestenberg, «η κεφαλαιακή διάρθρωση μιας επιχείρησης αναφέρεται στη σύνθεση ή στην σύνθεση της κεφαλαιοποίησης και περιλαμβάνει όλους τους μακροπρόθεσμους κεφαλαιουχικούς πόρους, δηλαδή τα δάνεια, τα αποθεματικά, τις μετοχές και τα ομόλογα». Οι Keown et al. την όρισαν ως «ισορροπία της σειράς πηγών κεφαλαίων με τον κατάλληλο τρόπο, δηλαδή σε σχετικό μέγεθος ή σε αναλογίες».

Σύμφωνα με τα λεγόμενα του P. Chandra, η «κεφαλαιακή διάρθρωση αφορά ουσιαστικά τον τρόπο με τον οποίο η επιχείρηση αποφασίζει να διαιρέσει τις ταμειακές της ροές σε δύο ευρείες συνιστώσες, ένα σταθερό στοιχείο που προορίζεται για την κάλυψη των υποχρεώσεων προς το κεφάλαιο του χρέους και ένα υπόλοιπο στοιχείο που ανήκει στα ίδια κεφάλαια μέτοχοι» (Matemilola & Bany-Ariffin, 2011).

Ως εκ τούτου, η κεφαλαιακή διάρθρωση συνεπάγεται τη σύνθεση των κεφαλαίων που αντλούνται από διάφορες πηγές και χαρακτηρίζονται ευρέως ως χρέος και ίδια κεφάλαια. Μπορεί να οριστεί ως το ποσοστό του χρέους και των ιδίων κεφαλαίων στο συνολικό κεφάλαιο που θα παραμείνει επενδυμένο σε μια επιχείρηση για μεγάλο χρονικό διάστημα. Η δομή του κεφαλαίου αφορά την ποσοτική πλευρά. Μια απόφαση σχετικά με την αναλογία μεταξύ αυτών των τύπων τίτλων αναφέρεται στην απόφαση για την κεφαλαιακή διάρθρωση μιας επιχείρησης (DeAngelo & Masulis, 1980).

1.3. Αποσαφήνιση της ορολογίας της δομής κεφαλαίου

Το βασικό μέρος της σχέσης χρέους-μετοχικού κεφαλαίου είναι το πιο εύκολο να προσδιοριστεί. Στην κεφαλαιακή διάρθρωση μιας εταιρείας, τα ίδια κεφάλαια αποτελούνται από το κοινό και προνομιούχο μετοχικό κεφάλαιο συν τα κέρδη εις νέον, τα οποία συνοψίζονται στον ισολογισμό των ιδίων κεφαλαίων. Αυτό το επενδεδυμένο κεφάλαιο και το χρέος, γενικά της μακροπρόθεσμης ποικιλίας, περιλαμβάνει την κεφαλαιοποίηση μιας εταιρείας και ενεργεί ως μόνιμο είδος χρηματοδότησης για την υποστήριξη της ανάπτυξης μιας εταιρείας και των συναφών περιουσιακών στοιχείων (Huang & Ritter, 2009).

Μια συζήτηση για το χρέος είναι λιγότερο απλή. Η επενδυτική βιβλιογραφία συχνά ισοδυναμεί με το χρέος μιας εταιρείας με τις υποχρεώσεις της. Οι επενδυτές θα πρέπει να κατανοήσουν ότι υπάρχει διαφορά μεταξύ λειτουργικών και χρεωστικών υποχρεώσεων - είναι η τελευταία που αποτελεί το χρέος της κεφαλαιοποίησης μιας εταιρείας. Ωστόσο, αυτό δεν είναι το τέλος της ιστορίας του χρέους (Brealey, et al, 2008).

Μεταξύ των οικονομικών αναλυτών και των υπηρεσιών επενδυτικής έρευνας, δεν υπάρχει καθολική συμφωνία ως προς το τι συνιστά υποχρέωση οφειλής. Για πολλούς αναλυτές, η συνιστώσα του χρέους στην κεφαλαιοποίηση μιας εταιρείας είναι απλά ένα μακροπρόθεσμο χρέος του ισολογισμού. Ωστόσο, αυτός ο ορισμός είναι υπερβολικά απλοϊκός. Οι επενδυτές θα πρέπει να επιμείνουν σε μια αυστηρότερη ερμηνεία του χρέους όταν το στοιχείο του χρέους της κεφαλαιοποίησης μιας εταιρείας πρέπει να αποτελείται από τα εξής: βραχυπρόθεσμα δάνεια (τραπεζογραμμάτια πληρωτέα), το σημερινό μέρος του μακροπρόθεσμου χρέους, το μακροπρόθεσμο χρέος και τα δύο τρίτα (βασικός κανόνας) του κύριου ποσού των λειτουργικών μισθώσεων και του εξαγοράσιμου προνομιούχου μετοχικού κεφαλαίου. Η χρήση συνολικού ποσού χρέους είναι ένα συνετό αναλυτικό εργαλείο για τους επενδυτές μετοχών (Lemmon & Zender, 2010).

1.4. Κεφαλαιακοί Δείκτες

Σε γενικές γραμμές, οι αναλυτές χρησιμοποιούν τρεις διαφορετικές αναλογίες για να αξιολογήσουν την οικονομική ισχύ της δομής κεφαλαιοποίησης μιας εταιρείας. Οι δύο πρώτες, οι δείκτες χρέους και χρέους / ιδίων κεφαλαίων είναι δημοφιλείς μετρήσεις. Ωστόσο, είναι ο λόγος κεφαλαιοποίησης που παρέχει τις βασικές γνώσεις για την αξιολόγηση της κεφαλαιακής θέσης μιας εταιρείας.

Ο δείκτης χρέους συγκρίνει τις συνολικές υποχρεώσεις με το σύνολο των στοιχείων του ενεργητικού. Προφανώς, περισσότερα από τα πρώτα σημαίνει λιγότερη ισότητα και, ως εκ τούτου, δείχνει μια πιο μοχλευμένη θέση. Το πρόβλημα με αυτή τη μέτρηση είναι ότι είναι πολύ ευρύ πεδίο εφαρμογής, το οποίο ως εκ τούτου δίνει την ίδια βαρύτητα στις λειτουργικές και χρεωστικές υποχρεώσεις. Η ίδια κριτική μπορεί να εφαρμοστεί και στην αναλογία χρέους / ιδίων κεφαλαίων, η οποία συγκρίνει τις συνολικές υποχρεώσεις με το σύνολο των ιδίων κεφαλαίων. Οι τρέχουσες και μακροπρόθεσμες επιχειρησιακές υποχρεώσεις, και ιδιαίτερα αυτές που αφορούν τις τελευταίες, αντιπροσωπεύουν υποχρεώσεις που θα είναι με την εταιρεία για πάντα. Επίσης, σε αντίθεση με το χρέος, δεν υπάρχουν σταθερές πληρωμές κεφαλαίου ή τόκων που συνδέονται με επιχειρησιακές υποχρεώσεις (Fischer, et al, 1989).

Ο δείκτης κεφαλαιοποίησης (συνολικό χρέος / συνολική κεφαλαιοποίηση) συγκρίνει το στοιχείο του χρέους της κεφαλαιουχικής διάρθρωσης μιας επιχείρησης (το σύνολο των υποχρεώσεων που ταξινομούνται ως χρέος συν το σύνολο των ιδίων κεφαλαίων) στο στοιχείο του μετοχικού κεφαλαίου. Εκπεφρασμένα ως ποσοστό, ένας μικρός αριθμός είναι ενδεικτικός ενός υγιούς μετοχικού κεφαλαίου, το οποίο είναι πάντα πιο επιθυμητό από ένα υψηλό ποσοστό χρέους (Fischer, et al, 1989).

1.5. Πρόσθετες εκτιμήσεις σχετικά με το μετοχικό κεφάλαιο

Το χρηματοδοτούμενο χρέος είναι ο τεχνικός όρος που εφαρμόζεται στο τμήμα του μακροπρόθεσμου χρέους μιας εταιρείας που αποτελείται από ομόλογα και άλλους παρόμοιους μακροπρόθεσμους τύπους δανεισμού σταθερής διάρκειας. Ανεξάρτητα από το πόσο προβληματική είναι η οικονομική κατάσταση μιας επιχείρησης, οι κάτοχοι αυτών των υποχρεώσεων δεν μπορούν να απαιτήσουν άμεση και πλήρη εξόφληση, εφόσον η εταιρεία καταβάλλει τους τόκους από το χρηματοδοτούμενο χρέος της. Αντίθετα, το τραπεζικό χρέος υπόκειται συνήθως σε ρήτρες επιτάχυνσης ή / και συμφωνίες που επιτρέπουν στον δανειστή να καλέσει το δάνειό του. Από την πλευρά του επενδυτή, όσο μεγαλύτερο είναι το ποσοστό του χρηματοδοτούμενου χρέους στο συνολικό χρέος, τόσο το καλύτερο. Το χρηματοδοτούμενο χρέος δίνει σε μια επιχείρηση περισσότερη περιποίηση (Matemilola & Bany-Ariffin, 2011).

1.6. Παράγοντες που επηρεάζουν την απόφαση για τη κεφαλαιακή διάρθρωση μιας εταιρείας

Οι κύριοι παράγοντες που επηρεάζουν την απόφαση για την κεφαλαιακή διάρθρωση της εταιρείας είναι οι εξής:

1. Επιχειρηματικός κίνδυνος

Εξαιρουμένου του χρέους, ο επιχειρηματικός κίνδυνος είναι ο βασικός κίνδυνος των δραστηριοτήτων της εταιρείας. Όσο μεγαλύτερος είναι ο επιχειρηματικός κίνδυνος, τόσο χαμηλότερος είναι ο βέλτιστος δείκτης χρέους.

Για παράδειγμα, ας συγκρίνουμε μια εταιρεία κοινής ωφέλειας με μια εταιρεία λιανικής πώλησης ενδυμάτων. Μια επιχείρηση κοινής ωφελείας γενικά έχει μεγαλύτερη σταθερότητα στα κέρδη. Η εταιρεία έχει μικρότερο κίνδυνο στις δραστηριότητές της λόγω της σταθερής ροής εσόδων της. Ωστόσο, μια εταιρεία λιανικής πώλησης ειδών ένδυσης έχει τη δυνατότητα για λίγο μεγαλύτερη διαφοροποίηση των κερδών της. Δεδομένου ότι οι πωλήσεις μιας εταιρείας λιανικής πώλησης ειδών ένδυσης οφείλονται κυρίως στις τάσεις της βιομηχανίας μόδας, ο επιχειρηματικός κίνδυνος μιας εταιρείας λιανικής πώλησης ενδυμάτων είναι πολύ υψηλότερος. Έτσι, μια εταιρεία λιανικής πώλησης ειδών ένδυσης θα έχει χαμηλότερο δείκτη χρέους, ώστε οι επενδυτές να αισθάνονται άνετα με την ικανότητα της εταιρείας να ανταποκριθεί στις ευθύνες της με την κεφαλαιακή διάρθρωση τόσο σε καλές όσο και σε κακές στιγμές (Barton & Gordon, 1987).

2. Φορολογική Έκθεση Εταιρείας

Οι πληρωμές χρεών εκπίπτουν. Ως εκ τούτου, εάν ο φορολογικός συντελεστής μιας εταιρείας είναι υψηλός, η χρήση του χρέους ως μέσου χρηματοδότησης ενός έργου είναι ελκυστική επειδή η φορολογική έκπτωση των πληρωμών του χρέους προστατεύει ορισμένα έσοδα από τους φόρους (Harris & Raviv, 1991).

3. Οικονομική ευελιξία

Η χρηματοοικονομική ευελιξία είναι ουσιαστικά η ικανότητα της επιχείρησης να αντλεί κεφάλαια σε κακές στιγμές. Δεν πρέπει να αποτελεί έκπληξη το γεγονός ότι οι επιχειρήσεις δεν έχουν συνήθως πρόβλημα να συγκεντρώνουν κεφάλαια όταν οι πωλήσεις αυξάνονται και τα κέρδη είναι ισχυρά. Ωστόσο, δεδομένης της ισχυρής ταμειακής ροής μιας εταιρείας στις καλές εποχές, η άντληση κεφαλαίων δεν είναι τόσο δύσκολη. Οι εταιρείες θα πρέπει να καταβάλουν προσπάθειες να είναι συνετό

όταν συγκεντρώνουν κεφάλαια στις καλές εποχές και αποφεύγουν να επεκτείνουν τις δυνατότητές τους πολύ μακριά. Το χαμηλότερο επίπεδο χρέους μιας εταιρείας, τόσο μεγαλύτερη είναι η οικονομική ευελιξία μιας εταιρείας.

Ας πάρουμε ως παράδειγμα την αεροπορική βιομηχανία. Σε ευνοϊκούς όρους, η βιομηχανία παράγει σημαντικά ποσά πωλήσεων και συνεπώς ταμειακή ροή. Ωστόσο, σε κακές στιγμές, η κατάσταση αυτή αντιστρέφεται και ο κλάδος είναι σε θέση να δανειστεί κεφάλαια. Εάν μια αεροπορική εταιρεία καθίσταται υπερβολικά χρεωμένη, ενδέχεται να έχει μειωμένη ικανότητα να αυξάνει το κεφάλαιο δανεισμού κατά τη διάρκεια αυτών των δύσκολων περιόδων, επειδή οι επενδυτές ενδέχεται να αμφισβητήσουν την ικανότητα της αεροπορικής εταιρείας να εξυπηρετήσει το υφιστάμενο χρέος της όταν έχει νέο χρέος φορτωμένο στην κορυφή (Campello, 2003).

4. Στυλ διαχείρισης

Τα στυλ διαχείρισης κυμαίνονται από επιθετική έως συντηρητική. Όσο πιο συντηρητική είναι η προσέγγιση της διοίκησης, τόσο λιγότερο είναι η χρήση του χρέους για την αύξηση των κερδών. Μια επιθετική διαχείριση μπορεί να προσπαθήσει να αναπτύξει γρήγορα την επιχείρηση, χρησιμοποιώντας σημαντικά ποσά χρέους για να αυξήσει την αύξηση των κερδών ανά μετοχή της εταιρείας (EPS) (Myers, 2001).

5. Ρυθμός ανάπτυξης

Οι επιχειρήσεις που βρίσκονται στο αναπτυξιακό στάδιο του κύκλου τους χρηματοδοτούν συνήθως την ανάπτυξη μέσω του χρέους δανειστών χρημάτων για να αναπτυχθούν ταχύτερα. Η σύγκρουση που προκύπτει με αυτή τη μέθοδο είναι ότι τα έσοδα των επιχειρήσεων ανάπτυξης είναι συνήθως ασταθή και μη αποδεδειγμένα. Ως εκ τούτου, ένα υψηλό φορτίο χρέους συνήθως δεν είναι κατάλληλο.

Οι πιο σταθερές και ώριμες επιχειρήσεις συνήθως χρειάζονται μικρότερο χρέος για τη χρηματοδότηση της ανάπτυξης, καθώς τα έσοδά τους είναι σταθερά και αποδεδειγμένα. Οι επιχειρήσεις αυτές παράγουν επίσης ταμειακές ροές, οι οποίες

μπορούν να χρησιμοποιηθούν για τη χρηματοδότηση έργων όταν προκύψουν (Shyam-Sunder & Myers, 1999).

6. Συνθήκες αγοράς

Οι συνθήκες της αγοράς μπορούν να έχουν σημαντικό αντίκτυπο στην κατάσταση της κεφαλαιακής δομής μιας εταιρείας. Ας υποθέσουμε ότι μια επιχείρηση πρέπει να δανειστεί κεφάλαια για μια νέα μονάδα. Αν η αγορά αγωνίζεται, που σημαίνει ότι οι επενδυτές περιορίζουν την πρόσβαση των εταιρειών στο κεφάλαιο εξαιτίας των ανησυχιών της αγοράς, το επιτόκιο δανεισμού μπορεί να είναι υψηλότερο από ό, τι μια εταιρεία θα ήθελε να πληρώσει. Σε αυτή την περίπτωση, μπορεί να είναι συνετό για μια εταιρεία να περιμένει μέχρι να επανέλθουν οι συνθήκες της αγοράς σε μια πιο φυσιολογική κατάσταση πριν επιχειρήσει η εταιρεία να αποκτήσει πρόσβαση σε πόρους για το εργοστάσιο (Frank & Goyal, 2003).

1.7. Εξέταση των διαφόρων τύπων κεφαλαίου στον Ισολογισμό της Εταιρείας

Το μετοχικό κεφάλαιο αναφέρεται σε χρήματα που διατίθενται και ανήκουν στους μετόχους (ιδιοκτήτες). Χαρακτηριστικά, το μετοχικό κεφάλαιο αποτελείται από δύο είδη: 1. το εισφερόμενο κεφάλαιο, το οποίο είναι τα χρήματα που αρχικά επενδύθηκαν στην επιχείρηση με αντάλλαγμα μετοχές ή μετοχές και 2. τα αδιανέμητα κέρδη, τα οποία αντιπροσωπεύουν κέρδη από τα προηγούμενα έτη που διατηρήθηκαν την εταιρεία και χρησιμοποιήσε για να ενισχύσει τον ισολογισμό ή την ανάπτυξη ταμείων, εξαγορές ή επέκταση (Brealey, et al, 2008).

Πολλοί θεωρούν το μετοχικό κεφάλαιο ως το πιο ακριβό είδος κεφαλαίου που μπορεί να χρησιμοποιήσει μια επιχείρηση επειδή το «κόστος» της είναι η απόδοση που πρέπει να κερδίσει η επιχείρηση για να προσελκύσει επένδυση. Μια κερδοσκοπική εταιρεία εξόρυξης που ψάχνει για ασήμι σε μια απομακρυσμένη περιοχή της Αφρικής μπορεί να απαιτήσει πολύ υψηλότερη απόδοση ιδίων κεφαλαίων για να πάρει τους

επενδυτές για να αγοράσει το απόθεμα από μια εταιρεία όπως η Procter & Gamble, η οποία πωλεί τα πάντα από οδοντόκρεμα και σαμπουάν ως και απορρυπαντικό και προϊόντα ομορφιάς.

Χρεωστικό Κεφάλαιο: Το κεφάλαιο του χρέους στην κεφαλαιακή διάρθρωση μιας εταιρείας αναφέρεται σε δανεισμένα χρήματα που εργάζονται στην επιχείρηση. Ο ασφαλέστερος τύπος θεωρείται γενικά μακροπρόθεσμα ομόλογα επειδή η εταιρεία έχει χρόνια, αν όχι δεκαετίες, να καταθέσει τον κύριο υπόχρεο, καταβάλλοντας τόκο μόνο εν τω μεταξύ (Brealey, et al, 2008).

Άλλοι τύποι δανειακού κεφαλαίου μπορούν να περιλαμβάνουν βραχυπρόθεσμο εμπορικό χαρτί που χρησιμοποιείται από γίγαντες όπως οι Wal-Mart και General Electric που ανέρχονται σε δισεκατομμύρια δολάρια σε δάνεια 24 ωρών από τις κεφαλαιαγορές για την κάλυψη καθημερινών απαιτήσεων κεφαλαίου κίνησης, όπως μισθοδοσίας και λογαριασμών κοινής ωφέλειας. Το κόστος του δανειακού κεφαλαίου στην κεφαλαιακή διάρθρωση εξαρτάται από την υγεία του ισολογισμού της εταιρείας - μια τριπλή εταιρεία με πιστοληπτική αξιολόγηση AAA θα μπορέσει να δανειστεί με εξαιρετικά χαμηλά ποσοστά έναντι μιας κερδοσκοπικής εταιρείας με τόνους χρέους που ίσως χρειαστεί να πληρώσει 15 τοις εκατό ή περισσότερο σε αντάλλαγμα για το κεφάλαιο του χρέους (Brealey, et al, 200).

Εκτός από το μετοχικό και το χρεωστικό κεφάλαιο, υπάρχουν και άλλες μορφές κεφαλαίου, όπως η χρηματοδότηση από πωλητές, όπου μια επιχείρηση μπορεί να πουλήσει αγαθά προτού να πληρώσει το λογαριασμό στον πωλητή, γεγονός που μπορεί να αυξήσει δραστικά την απόδοση ιδίων κεφαλαίων αλλά δεν κοστίζει τίποτα για την εταιρεία. Αυτό ήταν ένα από τα μυστικά για την επιτυχία του Sam Walton στο Wal-Mart. Ήταν συχνά σε θέση να πουλήσει απορρυπαντικό παλίνρροιας προτού να πληρώσει το λογαριασμό στο Procter & Gamble, στην πραγματικότητα, χρησιμοποιώντας τα χρήματα της PG για να αυξήσει τον λιανοπωλητή του. Στην περίπτωση μιας ασφαλιστικής εταιρείας, ο αντισυμβαλλόμενος «float» αντιπροσωπεύει χρήματα που δεν ανήκουν στην επιχείρηση, αλλά ότι χρησιμοποιεί και κερδίζει μια επένδυση έως ότου πρέπει να πληρώσει για ατυχήματα ή ιατρικούς λογαριασμούς, στην περίπτωση ενός ασφαλιστή αυτοκινήτου. Το κόστος άλλων μορφών κεφαλαίου στην κεφαλαιακή διάρθρωση ποικίλλει σε μεγάλο βαθμό κατά

περίπτωση και συχνά μειώνεται στο ταλέντο και την πειθαρχία των διαχειριστών (Matemilola & Bany-Ariffin, 2011).

1.8. Αναζητώντας τη Βέλτιστη Δομή Κεφαλαίου

Πολλοί επενδυτές της μεσαίας τάξης πιστεύουν ότι ο στόχος στη ζωή είναι να μην είναι χρέος. Όταν φτάνει κανείς στις ανώτερες βαθμίδες χρηματοδότησης, ωστόσο, η ιδέα αυτή είναι λιγότερο απλή. Πολλές από τις πιο επιτυχημένες εταιρείες στον κόσμο βασίζουν την κεφαλαιακή τους δομή σε μια απλή αντιπαροχή - το κόστος του κεφαλαίου. Εάν μπορείτε να δανειστεί κανείς χρήματα με 7% για 30 χρόνια σε έναν κόσμο με πληθωρισμό 3% και να το επανεπενδύσει σε βασικές λειτουργίες με 15%, θα ήταν συνετό να εξετάσει τουλάχιστον 40% έως 50% του χρέους κεφαλαίου στη συνολική κεφαλαιακή διάρθρωση αν οι πωλήσεις και η διάρθρωση του κόστους είναι σχετικά σταθερές. Εάν πουλά κάποια εταιρεία ένα απαραίτητο προϊόν που οι άνθρωποι πρέπει απλώς να έχουν, το χρέος θα είναι πολύ χαμηλότερο από το εάν λειτουργεί ένα θεματικό πάρκο σε μια τουριστική πόλη στο ύψος μιας αγοράς άνησης. Και πάλι, αυτό είναι το σημείο όπου κρίνεται το διοικητικό ταλέντο, η εμπειρία και η σοφία. Τα μεγάλα στελέχη έχουν την ικανότητα να μειώνουν σταθερά το σταθμισμένο μέσο κόστος κεφαλαίου, αυξάνοντας την παραγωγικότητα, επιδιώκοντας προϊόντα υψηλότερης απόδοσης και πολλά άλλα. Αυτός είναι ο λόγος για τον οποίο συχνά βλέπει κανείς ιδιαίτερα κερδοφόρες καταρτίσεις καταναλωτικών εταιρειών να επωφεληθούν από το μακροπρόθεσμο χρέος με την έκδοση εταιρικών ομολόγων (Fischer, et al, 1989).

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2 - ΘΕΩΡΙΕΣ ΚΕΦΑΛΑΙΑΚΗΣ ΔΙΑΡΘΡΩΣΗΣ ΤΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ

2.1. Εισαγωγή

Στο παρελθόν, προέκυψαν αρκετές σημαντικές θεωρίες για την κεφαλαιακή διάρθρωση της δημοσιονομικής διαχείρισης. Αλλά πριν συζητήσουμε αυτές τις θεωρίες, πρέπει να ξέρετε τι είναι η δομή του κεφαλαίου. Η δομή του κεφαλαίου μιας επιχείρησης είναι η σχετική αναλογία του χρέους, των ιδίων κεφαλαίων και άλλων τίτλων στη συνολική χρηματοδότηση των στοιχείων ενεργητικού της.

Μια επιχείρηση πρέπει να σχεδιάσει την κεφαλαιακή διάρθρωσή της για να βελτιστοποιήσει την εφαρμογή των κεφαλαίων και επίσης να είναι σε θέση να προσαρμοστεί εύκολα στα μεταβαλλόμενα περιβάλλοντα (Barton & Gordon, 1987).

Στην οικονομική διαχείριση, η θεωρία της κεφαλαιακής διάρθρωσης αναφέρεται σε μια συστηματική προσέγγιση στη χρηματοδότηση επιχειρηματικών δραστηριοτήτων μέσω ενός συνδυασμού μετοχών και υποχρεώσεων. Οι ανταγωνιστικές θεωρίες κεφαλαιακής διάρθρωσης διερευνούν τη σχέση μεταξύ χρηματοδότησης χρέους, χρηματοδότησης ιδίων κεφαλαίων και της αγοραίας αξίας της επιχείρησης.

Σύμφωνα με την παραδοσιακή θεωρία, μια εταιρεία θα πρέπει να στοχεύει στην ελαχιστοποίηση του σταθμισμένου μέσου κόστους κεφαλαίου (WACC) και στη μεγιστοποίηση της αξίας των εμπορεύσιμων περιουσιακών της στοιχείων. Η προσέγγιση αυτή υποδηλώνει ότι η χρήση της χρηματοδότησης του χρέους έχει σαφές και αναγνωρίσιμο όριο. Οποιοδήποτε χρέος κεφαλαίου πέρα από αυτό το σημείο θα δημιουργήσει υποτίμηση της εταιρείας και περιττή μόχλευση (Huang & Ritter, 2009).

Οι διευθυντές και οι οικονομικοί αναλυτές καλούνται να κάνουν ορισμένες υποθέσεις σύμφωνα με την παραδοσιακή προσέγγιση. Για παράδειγμα, το επιτόκιο του χρέους παραμένει σταθερό κατά τη διάρκεια μιας περιόδου και αυξάνεται με πρόσθετη μόχλευση με την πάροδο του χρόνου. Το αναμενόμενο ποσοστό απόδοσης από τα ίδια κεφάλαια παραμένει σταθερό πριν αυξάνεται σταδιακά με μόχλευση. Αυτό

δημιουργεί ένα βέλτιστο σημείο στο οποίο το WACC είναι το μικρότερο πριν ξαναεμφανιστεί.

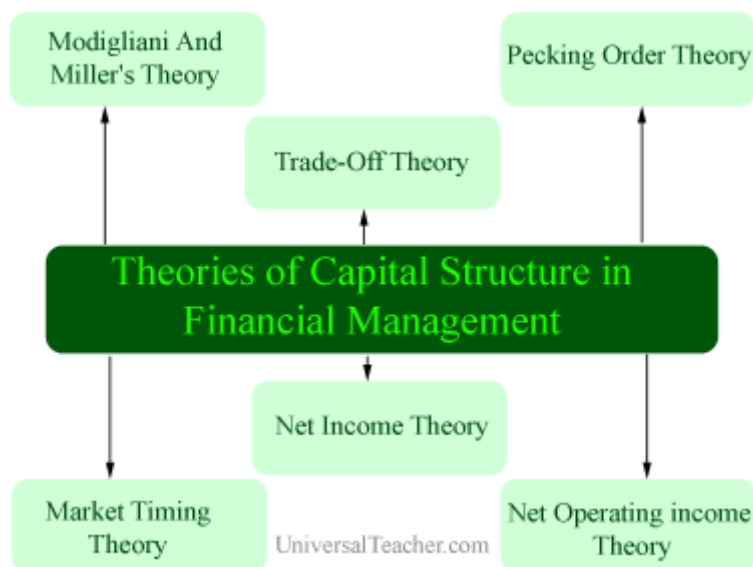
Μια δημοφιλής εναλλακτική λύση στην παραδοσιακή θεωρία δομών κεφαλαίου είναι η προσέγγιση Modigliani και Miller. Η προσέγγιση MM έχει δύο κεντρικές προτάσεις. Η πρώτη λέει ότι η κεφαλαιακή διάρθρωση και η αξία της εταιρείας δεν έχουν άμεση συσχέτιση. Αντίθετα, η αξία της επιχείρησης εξαρτάται από τα αναμενόμενα μελλοντικά κέρδη. Η δεύτερη πρόταση ισχυρίζεται στη συνέχεια ότι η χρηματοοικονομική μόχλευση αυξάνει τα αναμενόμενα μελλοντικά κέρδη αλλά όχι την αξία της επιχείρησης. Αυτό οφείλεται στο γεγονός ότι τα μελλοντικά κέρδη βάσει μόχλευσης αντισταθμίζονται από αντίστοιχες αυξήσεις του απαιτούμενου ποσοστού απόδοσης (Romano, et al, 2001).

Η θεωρία της ιεραρχίας επικεντρώνεται στο ασύμμετρο κόστος πληροφόρησης. Η προσέγγιση αυτή προϋποθέτει ότι οι επιχειρήσεις θα δώσουν προτεραιότητα στη στρατηγική χρηματοδότησής τους με βάση την ελάχιστη αντίσταση. Η εσωτερική χρηματοδότηση είναι η πρώτη προτιμώμενη μέθοδος, ακολουθούμενη από το χρέος και την εξωτερική χρηματοδότηση ιδίων κεφαλαίων ως έσχατη λύση (Fama & French, 2002).

2.2. Θεωρίες Κεφαλαιακής Δομής στη Χρηματοοικονομική Διοίκηση

Οι θεωρίες της κεφαλαιακής διάρθρωσης στην χρηματοοικονομική διοίκηση είναι οι ακόλουθες:

- Modigliani-Miller
- Αντιστάθμισης (Trade-off)
- Ιεραρχίας
- Χρονισμού αγοράς
- Καθαρών εσόδων
- Καθαρών λειτουργικών εσόδων (Fama & French, 2002).



Σχήμα 1. Οι θεωρίες κεφαλαιακής διάρθρωσης

2.2.1. Οι θεωρία των Modigliani και Miller

Οι αποφάσεις σχετικά με τη βέλτιστη κεφαλαιακή διάρθρωση έχουν κεντρίσει τους θεωρητικούς για πολλά χρόνια. Η πρώτη εργασία επί του θέματος δημιούργησε αρκετές υποθέσεις σε μια προσπάθεια απλούστευσης του προβλήματος και υπολόγισε ότι τόσο το κόστος του χρέους όσο και το κόστος των ιδίων κεφαλαίων ήταν ξεχωριστά από την κεφαλαιακή διάρθρωση και ότι το κατάλληλο ποσό για εξέταση ήταν το καθαρό εισόδημα της επιχείρησης. Χρησιμοποιώντας αυτές τις υποθέσεις, το μέσο κόστος κεφαλαίου μειώθηκε με τη χρήση μόχλευσης και την αξία της επιχείρησης (η αξία του χρέους και των ιδίων κεφαλαίων σε συνδυασμό) βελτιώθηκε ενώ η αξία των μετοχών παρέμεινε η ίδια. Οι Modigliani και Miller αποκάλυψαν ότι αυτό δεν θα μπορούσε να είναι αλήθεια. Το επιχειρήματός τους ήταν ότι 2 παρόμοιες επιχειρήσεις, οι οποίες ποικίλλουν μόνο στην κεφαλαιακή διάρθρωσή τους, πρέπει να έχουν ταυτόσημες συνολικές αξίες. Εάν δεν το έκαναν, τα άτομα θα ασκούσαν αρμπιτράζ και θα δημιουργούσαν τις δυνάμεις της αγοράς που θα καθιστούσαν τις 2 αξίες ίσες (Strebulaev, 2007).

Αυτή η θεωρία ξεκινά με την υπόθεση ότι η επιχείρηση έχει ένα συγκεκριμένο σύνολο προβλεπόμενων ταμειακών ροών. Όταν μια επιχείρηση προτιμά ένα ορισμένο

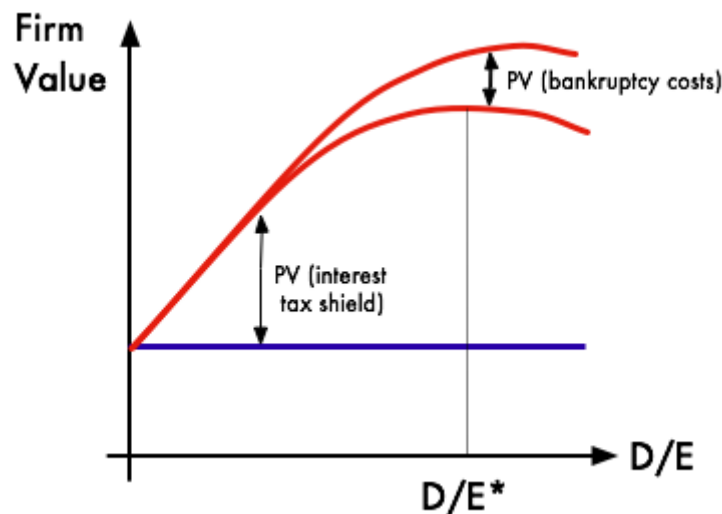
ποσοστό του χρηματοοικονομικού χρέους και του μετοχικού κεφαλαίου, απλώς διαιρεί τις ταμειακές ροές μεταξύ των επενδυτών. Οι επενδυτές και οι εταιρείες θεωρείται ότι έχουν παρόμοια πρόσβαση στις χρηματοπιστωτικές αγορές. Σύμφωνα με αυτή τη θεωρία, η αγοραία αξία μιας επιχείρησης βασίζεται στην κερδοφορία της και στον πιθανό κίνδυνο των κύριων στοιχείων του ενεργητικού της. Επιπλέον, η αξία της επιχείρησης δεν εξαρτάται από τον τρόπο με τον οποίο επιλέγει να χρηματοδοτήσει τις επενδύσεις της ή να διανείμει μερίσματα (Huang & Ritter, 2009).

2.2.2. Θεωρία Αντιστάθμισης (Trade-off)

Ο όρος «θεωρία αντιστάθμισης» χρησιμοποιείται συνήθως για να περιγράψει μια ομάδα συναφών θεωριών. Σε όλες αυτές τις θεωρίες, ο υπεύθυνος λήψης αποφάσεων εξετάζει το διαφορετικό κόστος και τα πλεονεκτήματα των εναλλακτικών σχεδίων μόχλευσης. Η θεωρία των εμπορικών συναλλαγών υποθέτει ότι μπορείτε να επωφεληθείτε από τη μόχλευση μέσα σε μια κεφαλαιακή διάρθρωση μέχρι να επιτευχθεί η βέλτιστη κεφαλαιακή διάρθρωση. Η θεωρία αναγνωρίζει το φορολογικό πλεονέκτημα από τις πληρωμές τόκων. Αυτή η θεωρία αναφέρεται κυρίως στις δύο έννοιες - το κόστος της οικονομικής δυσπραγίας και το κόστος της υπηρεσίας. Ένας κύριος στόχος της θεωρίας αντιστάθμισης είναι να εξηγηθεί το γεγονός ότι οι επιχειρήσεις γενικά χρηματοδοτούνται εν μέρει με χρέος και εν μέρει με ίδια κεφάλαια (Bradley, et al, 1984).

Η θεωρία περί αντιστάθμισης της κεφαλαιακής διάρθρωσης είναι η ιδέα ότι μια εταιρεία επιλέγει πόσα χρηματοδότηση δανείων και πόσα χρηματοδότηση μετοχών θα χρησιμοποιήσει εξισορροπώντας το κόστος και τα οφέλη. Η κλασική εκδοχή της υπόθεσης πηγαίνει πίσω στους Kraus και Litzenberger, οι οποίοι εξέτασαν την ισορροπία μεταξύ του κόστους νεκρού βάρους της πτώχευσης και των φορολογικών οφελών του χρέους. Συχνά, το κόστος της αντιπροσωπείας συμπεριλαμβάνεται στο υπόλοιπο. Αυτή η θεωρία συχνά δημιουργείται ως θεωρία του ανταγωνιστή της θεωρίας της τάξης του κεφαλαιουχικού κεφαλαίου της δομής του κεφαλαίου. Μια ανασκόπηση της βιβλιογραφίας παρέχεται από τους Frank και Goyal (2003).

Ένας σημαντικός σκοπός της θεωρίας είναι να εξηγήσει το γεγονός ότι οι επιχειρήσεις συνήθως χρηματοδοτούνται εν μέρει με χρέη και εν μέρει με ίδια κεφάλαια. Αναφέρει ότι υπάρχει πλεονέκτημα για τη χρηματοδότηση με χρέος, τα φορολογικά οφέλη του χρέους και το κόστος χρηματοδότησης με το χρέος, το κόστος οικονομικής δυσπραγίας συμπεριλαμβανομένου του κόστους πτώχευσης του χρέους και το κόστος μη πτώχευσης (π.χ. αποχώρηση προσωπικού, προμηθευτές που απαιτούν μειονεκτική θέση όροι πληρωμής, καταπολέμηση ομολογιούχων / μετόχων κ.λπ.). Το οριακό όφελος από τις περαιτέρω αυξήσεις του χρέους μειώνεται καθώς αυξάνεται το χρέος, ενώ το οριακό κόστος αυξάνεται, έτσι ώστε μια επιχείρηση που βελτιστοποιεί τη συνολική αξία της θα επικεντρωθεί σε αυτό το συμβιβασμό όταν επιλέγει πόσα χρέη και ίδια κεφάλαια θα χρησιμοποιήσουν για χρηματοδότηση (Brealey, et al, 2008).



Σχήμα 2. Καθώς ο λόγος ιδίων κεφαλαίων (δηλαδή η μόχλευση) αυξάνεται, υπάρχει αντιστάθμιση μεταξύ της ασφάλισης του φόρου επί των επιτοκίων και της πτώχευσης, προκαλώντας τη βέλτιστη κεφαλαιακή διάρθρωση D/E^* . Η καμπύλη στην κορυφή δείχνει τα κέρδη της φορολογικής ασπίδας από τη χρηματοδότηση του χρέους, ενώ η κατώτατη καμπύλη περιλαμβάνει τα προαναφερθέντα μείον το κόστος της πτώχευσης.

Η εμπειρική συνάφεια της θεωρίας αντιστάθμισης έχει συχνά αμφισβητηθεί. Για παράδειγμα, ο Miller (2003) συνέκρινε αυτήν την εξισορρόπηση με την ισορροπία μεταξύ περιεχομένου αλόγου και κουνελιών σε ένα στιφάδο ενός αλόγου και ενός κουνελιού. Οι φόροι είναι μεγάλοι και είναι βέβαιοι, ενώ η πτώχευση είναι σπάνια και, σύμφωνα με τον Miller, έχει χαμηλό κόστος νεκρού βάρους. Ως εκ τούτου, πρότεινε ότι αν η θεωρία αντιστάθμισης ήταν αληθής, οι επιχειρήσεις θα έπρεπε να

έχουν πολύ υψηλότερα επίπεδα χρέους από ό, τι παρατηρούμε στην πραγματικότητα. Ο Myers (2001) ήταν ιδιαίτερα έντονος κριτικός στην προεδρική του διεύθυνση στις συναντήσεις της αμερικανικής οικονομικής ένωσης, στην οποία πρότεινε αυτό που ονόμασε «η θεωρία της κωπηλασίας». Ο Fama και ο French (2002) επέκριναν με διαφορετικούς τρόπους τόσο τη θεωρία του αντισταθμιστικού παράγοντα όσο και τη θεωρία της σειράς των πειραμάτων. Ο Welch (2000) ισχυρίστηκε ότι οι επιχειρήσεις δεν ανατρέπουν τον αντίκτυπο των κραδασμών των τιμών των μετοχών όπως θα έπρεπε στο πλαίσιο της βασικής θεωρίας των συναλλαγών και έτσι η μηχανική μεταβολή των τιμών των περιουσιακών στοιχείων που αντιστοιχεί στην πλειονότητα των διακυμάνσεων της κεφαλαιακής διάρθρωσης.

Παρά τις επικρίσεις αυτές, η θεωρία περί αντισταθμίσεων παραμένει η κυρίαρχη θεωρία της εταιρικής κεφαλαιακής διάρθρωσης όπως διδάσκεται στα βασικά εγχειρίδια εταιρικής χρηματοδότησης. Η δυναμική έκδοση του μοντέλου γενικά φαίνεται να προσφέρει αρκετή ευελιξία στην αντιστοίχιση των δεδομένων έτσι, αντίθετα με το λεκτικό επιχείρημα του Miller, τα δυναμικά μοντέλα ανταλλαγής είναι πολύ δύσκολο να απορριφθούν εμπειρικά.

2.2.3. Θεωρία Ιεράρχησης

Σύμφωνα με τη θεωρία της ιεράρχησης (μοντέλο ιεράρχησης), οι εταιρείες εμφανίζουν ξεχωριστή προτίμηση για τη χρησιμοποίηση της εσωτερικής χρηματοδότησης (ως διακρατούμενα κέρδη ή τα πλεονάζοντα ρευστά περιουσιακά στοιχεία) έναντι της εξωτερικής χρηματοδότησης. Εάν τα εσωτερικά κεφάλαια δεν επαρκούν για τη χρηματοδότηση των επενδυτικών ευκαιριών, μια εταιρεία μπορεί να λάβει εξωτερική χρηματοδότηση, αλλά θα επιλέξει μεταξύ των διαφόρων εξωτερικών χρηματοδοτικών πηγών κατά τρόπο που να ελαχιστοποιεί το πρόσθετο κόστος. Αυτή η θεωρία αφορά τον δείκτη αγοράς-βιβλίου ως τρόπο μέτρησης των επενδυτικών ευκαιριών. Η θεωρία αυτή γίνεται δημοφιλής από τους Myers και Majluf (1984), καθώς ισχυρίζεται ότι η ισότητα είναι ένας τρόπος που είναι λιγότερο ευνοημένος για την άντληση κεφαλαίων επειδή όταν οι διαχειριστές εκδίδουν νέες μετοχές, οι επενδυτές πιστεύουν ότι οι διαχειριστές πιστεύουν ότι η εταιρεία είναι υπερτιμημένη

και οι διαχειριστές εκμεταλλεύονται αυτήν την υπερεκτίμηση. Εξαιτίας αυτού, οι επενδυτές θα μειώσουν την αξία τους στη νέα έκδοση μετοχών.

Στον τομέα των εταιρικών οικονομικών, η θεωρία της ιεράρχησης (ή το μοντέλο της σειράς κλοπής) υποθέτει ότι το κόστος της χρηματοδότησης αυξάνεται με ασύμμετρες πληροφορίες.

Η χρηματοδότηση προέρχεται από τρεις πηγές, τα εσωτερικά κεφάλαια, το χρέος και τα νέα κεφάλαια. Οι εταιρείες δίνουν προτεραιότητα στις πηγές χρηματοδότησής τους, προτιμώντας πρώτα την εσωτερική χρηματοδότηση και, στη συνέχεια, το χρέος, αυξάνοντας τελικά την ισότητα ως «τελευταία λύση». Ως εκ τούτου: αρχικά χρησιμοποιείται η εσωτερική χρηματοδότηση. όταν εξαντληθεί, τότε εκδίδεται χρέος, και όταν δεν είναι πλέον λογικό να εκδίδεται άλλο χρέος, εκδίδεται μετοχικό κεφάλαιο. Αυτή η θεωρία υποστηρίζει ότι οι επιχειρήσεις τηρούν μια ιεραρχία πηγών χρηματοδότησης και προτιμούν την εσωτερική χρηματοδότηση όταν είναι διαθέσιμες και το χρέος προτιμάται έναντι των ιδίων κεφαλαίων εάν απαιτείται εξωτερική χρηματοδότηση (η μετοχή θα σήμαινε την έκδοση μετοχών που συνεπάγονταν την «εξωτερική ιδιοκτησία» στην εταιρεία). Έτσι, η μορφή χρέους που επιλέγει μια επιχείρηση μπορεί να λειτουργήσει ως ένδειξη της ανάγκης της για εξωτερική χρηματοδότηση (Harris & Raviv, 1991).

Η θεωρία της τάξης των κερδοσκοπικών ιδεών είναι δημοφιλής από τους Myers και Majluf (1984), όπου υποστηρίζουν ότι η ισότητα είναι λιγότερο προτιμώμενο μέσο για την άντληση κεφαλαίων, διότι όταν οι διαχειριστές (οι οποίοι υποτίθεται ότι γνωρίζουν καλύτερα την πραγματική κατάσταση της επιχείρησης από τους επενδυτές) πιστεύουν ότι οι διευθυντές πιστεύουν ότι η επιχείρηση είναι υπερτιμημένη και οι διαχειριστές εκμεταλλεύονται αυτήν την υπερεκτίμηση. Ως αποτέλεσμα, οι επενδυτές θα αποδώσουν χαμηλότερη αξία στη νέα έκδοση μετοχών.

Η θεωρία της ιεράρχησης αρχίζει με ασύμμετρη πληροφόρηση, καθώς οι διαχειριστές γνωρίζουν περισσότερα για τις προοπτικές, τους κινδύνους και την αξία των εταιρειών τους σε σχέση με τους εξωτερικούς επενδυτές. Οι ασύμμετρες πληροφορίες επηρεάζουν την επιλογή μεταξύ εσωτερικής και εξωτερικής χρηματοδότησης και μεταξύ της έκδοσης χρέους ή μετοχικού κεφαλαίου. Ως εκ τούτου, υπάρχει μια παραγγελία για τη χρηματοδότηση νέων έργων.

Οι ασύμμετρες πληροφορίες ευνοούν το ζήτημα του χρέους έναντι των ιδίων κεφαλαίων καθώς το ζήτημα του χρέους σηματοδοτεί την εμπιστοσύνη των συμβουλίων ότι μια επένδυση είναι κερδοφόρα και ότι η τρέχουσα τιμή της μετοχής είναι υποτιμημένη (η υπεραξία της μετοχής υπερεκτιμήθηκε, θα προτιμούσε η έκδοση μετοχών). Το ζήτημα της ισότητας θα σήμαινε έλλειψη εμπιστοσύνης στο διοικητικό συμβούλιο και ότι αισθάνονται ότι η τιμή της μετοχής είναι υπερτιμημένη. Επομένως, ένα θέμα μετοχικού κεφαλαίου θα οδηγούσε σε μείωση της τιμής των μετοχών. Ωστόσο, αυτό δεν ισχύει για τις βιομηχανίες υψηλής τεχνολογίας όπου το θέμα των ιδίων κεφαλαίων είναι προτιμότερο λόγω του υψηλού κόστους της έκδοσης χρέους, καθώς τα περιουσιακά στοιχεία είναι άυλα (Campello, 2003).

Οι δοκιμές της θεωρίας της τάξης των ζαχαροπλαστών δεν μπόρεσαν να αποδείξουν ότι είναι πρώτη τάξεως σημασία για τον προσδιορισμό της κεφαλαιακής δομής μιας επιχείρησης. Ωστόσο, αρκετοί συγγραφείς έχουν διαπιστώσει ότι υπάρχουν περιπτώσεις όπου είναι μια καλή προσέγγιση της πραγματικότητας. Από τη μία πλευρά, οι Fama και French (2002), αλλά και οι Myers και Shyam-Sunder (1999) διαπιστώνουν ότι ορισμένα χαρακτηριστικά των δεδομένων εξηγούνται καλύτερα από την θεωρία ιεράρχησης παρά από τη θεωρία αντιστάθμισης. Ο Goyal και ο Frank (2003) δείχνουν, μεταξύ άλλων, ότι η θεωρία ιεράρχησης αποτυγχάνει εκεί που πρέπει να ισχύει, δηλαδή για τις μικρές επιχειρήσεις όπου η ασυμμετρία πληροφόρησης είναι πιθανώς ένα σημαντικό πρόβλημα.

Η θεωρία της ιεράρχησης εξηγεί την αντίστροφη σχέση μεταξύ σχέσεων κερδοφορίας και χρέους:

1. Οι επιχειρήσεις προτιμούν την εσωτερική χρηματοδότηση.
2. Προσαρμόζουν τους δείκτες απόδοσης των μερισμάτων στόχων στις επενδυτικές ευκαιρίες τους, προσπαθώντας παράλληλα να αποφύγουν τις ξαφνικές αλλαγές στα μερίσματα.
3. Οι πολιτικές μείωσης των μερισμάτων, καθώς και οι απρόβλεπτες διακυμάνσεις των κερδών και των επενδυτικών ευκαιριών, σημαίνουν ότι η εσωτερική ταμειακή ροή είναι μερικές φορές μεγαλύτερη από τις κεφαλαιουχικές δαπάνες και άλλες φορές λιγότερο. Αν είναι περισσότερο, η επιχείρηση αποπληρώνει το χρέος ή επενδύει σε εμπορεύσιμους τίτλους. Αν

είναι μικρότερη, η επιχείρηση καταρτίζει πρώτα το ταμειακό της υπόλοιπο ή πωλεί τους εμπορεύσιμους τίτλους της, αντί να μειώνει τα μερίσματα.

4. Εάν απαιτείται εξωτερική χρηματοδότηση, οι επιχειρήσεις εκδίδουν πρώτα την ασφαλέστερη ασφάλεια. Δηλαδή, ξεκινούν με το χρέος, ενδεχομένως με υβριδικούς τίτλους όπως τα μετατρέψιμα ομόλογα, και ίσως η ισότητα ως έσχατη λύση. Επιπλέον, το κόστος έκδοσης είναι το λιγότερο για τα εσωτερικά κεφάλαια, το χαμηλό για το χρέος και το υψηλότερο για τα ίδια κεφάλαια. Υπάρχει επίσης η αρνητική σηματοδότηση στο χρηματιστήριο που συνδέεται με την έκδοση μετοχών, η θετική σηματοδότηση που σχετίζεται με το χρέος.

2.2.4. Θεωρία Χρονισμού Αγοράς

Αυτή η θεωρία της κεφαλαιακής διάρθρωσης δηλώνει ότι οι εταιρείες χρονομετρήσουν τα ζητήματά τους με τρόπο που εκδίδουν νωπά αποθέματα όταν οι τιμές των μετοχών υπερεκτιμώνται και αγοράζουν μετοχές όταν υποτιμούνται. Ως αποτέλεσμα, οι διακυμάνσεις των τιμών των μετοχών επηρεάζουν τις κεφαλαιακές δομές των επιχειρήσεων. Οι εταιρείες δεν ενδιαφέρονται συνήθως αν χρηματοδοτούν με χρέος ή ίδια κεφάλαια, απλώς επιλέγουν τον τύπο χρηματοδότησης που, εκείνη τη στιγμή, φαίνεται να αποτιμάται περισσότερο από τις χρηματοπιστωτικές αγορές.

Η υπόθεση του χρονισμού της αγοράς είναι μια θεωρία του πώς οι επιχειρήσεις και οι εταιρείες στην οικονομία αποφασίζουν εάν θα χρηματοδοτήσουν την επένδυσή τους με ίδια κεφάλαια ή με χρεωστικά μέσα. Είναι μία από τις πολλές τέτοιες θεωρίες εταιρικής χρηματοδότησης και συχνά αντιπαραβάλλεται με τη θεωρία της ιεράρχησης και τη θεωρία περί αντιστάθμισης, για παράδειγμα. Η ιδέα ότι οι επιχειρήσεις δίνουν προσοχή στις συνθήκες της αγοράς σε μια προσπάθεια να χρονομετρηθεί η αγορά είναι μια πολύ παλιά υπόθεση (Huang & Ritter, 2009).

Οι Baker και Wurgler (2002), ισχυρίζονται ότι το χρονοδιάγραμμα της αγοράς είναι ο καθοριστικός παράγοντας πρώτης τάξης της κεφαλαιακής διάρθρωσης της εταιρείας για τη χρήση χρέους και μετοχικού κεφαλαίου. Με άλλα λόγια, οι επιχειρήσεις δεν

ενδιαφέρονται γενικά αν χρηματοδοτούν με χρέος ή ίδια κεφάλαια, επιλέγουν μόνο τη μορφή χρηματοδότησης η οποία, εκείνη τη στιγμή, φαίνεται να αποτιμάται περισσότερο από τις χρηματοπιστωτικές αγορές.

Ο χρονισμός της αγοράς χαρακτηρίζεται μερικές φορές ως μέρος της λογοτεχνίας συμπεριφοράς, διότι δεν εξηγεί γιατί θα υπήρχε εσφαλμένη τιμολόγηση ενεργητικού ή γιατί οι επιχειρήσεις θα ήταν καλύτερα να καταλάβουν πότε υπήρξε εσφαλμένη τιμολόγηση από τις χρηματοπιστωτικές αγορές. Αντίθετα, απλώς υποθέτει ότι υπάρχει τέτοια εσφαλμένη τιμολόγηση και περιγράφει τη συμπεριφορά των επιχειρήσεων υπό την ακόμη ισχυρότερη υπόθεση ότι οι επιχειρήσεις μπορούν να ανιχνεύσουν αυτή την κακή τιμολόγηση καλύτερα από ό, τι οι αγορές. Ωστόσο, κάθε θεωρία με χρονοβόρα διακύμανση του κόστους και των οφελών είναι πιθανό να παράγει χρονοβόρες αποφάσεις για εταιρικές εκδόσεις. Αυτό είναι αλήθεια εάν οι υπεύθυνοι λήψης αποφάσεων είναι συμπεριφορικοί ή ορθολογικοί (Campello, 2003).

Τα εμπειρικά στοιχεία για αυτήν την υπόθεση είναι στην καλύτερη περίπτωση μικτά. Ένας δείκτης χρηματοδότησης που αντικατοπτρίζει πόση χρηματοδότηση πραγματοποιήθηκε κατά τη διάρκεια των περιόδων ζεστού μετοχικού κεφαλαίου και πόσο κατά τη διάρκεια των περιόδων του καυτού χρέους είναι ένας καλός δείκτης της σταθερής μόχλευσης για μακρές περιόδους αργότερα. Ο Alti (1994) μελέτησε διάφορα στοιχεία και γεγονότα. Διαπίστωσε ότι η επίδραση του χρονισμού της αγοράς εξαφανίζεται μετά από μόλις δύο χρόνια (Romano, et al, 2001).

Πέρα από αυτές τις ακαδημαϊκές μελέτες, μια ολοκληρωμένη θεωρία χρονισμού της αγοράς θα έπρεπε να εξηγεί γιατί στην ίδια χρονική στιγμή ορισμένες επιχειρήσεις εκδίδουν χρέη ενώ άλλες επιχειρήσεις εκδίδουν μετοχές. Μέχρι στιγμής κανείς δεν έχει προσπαθήσει να εξηγήσει αυτό το βασικό πρόβλημα σε ένα μοντέλο χρονισμού της αγοράς. Η τυπική εκδοχή της υπόθεσης χρονισμού της αγοράς είναι επομένως κάπως ατελής ως ζήτημα θεωρίας.

2.2.5. Θεωρία καθαρών εσόδων

Σύμφωνα με αυτή τη θεωρία, το κόστος του χρέους αναγνωρίζεται ως φθηνότερη πηγή χρηματοδότησης από το μετοχικό κεφάλαιο. Η μεγαλύτερη χρήση του χρέους στην κεφαλαιακή διάρθρωση μειώνει το συνολικό κόστος του κεφαλαίου. Το χρέος είναι λιγότερο δαπανηρή πηγή χρηματοδότησης λόγω του γεγονότος ότι οι τόκοι του είναι εκπεστέοι από τα καθαρά κέρδη προ φόρων. Μετά την αφαίρεση τόκων, μια επιχείρηση πρέπει να καταβάλει μειωμένο φόρο και συνεπώς θα μειώσει το σταθμισμένο μέσο κόστος κεφαλαίου. Η αξία της επιχείρησης είναι υψηλότερη σε περίπτωση χαμηλότερου συνολικού κόστους κεφαλαίου λόγω της μεγαλύτερης χρήσης μόχλευσης στη δομή κεφαλαίου(Fischer, et al, 1989).

2.2.6. Θεωρία καθαρών λειτουργικών εσόδων

Σύμφωνα με αυτή τη θεωρία, η αξία μιας εταιρείας δεν επηρεάζεται από τη μεταβολή του χρέους στη δομή κεφαλαίου. Υποθέτει ότι το κέρδος που εισπράττει μια εταιρεία από την εισροή χρέους είναι ανυπόστατο από την αύξηση του απαιτούμενου ποσοστού απόδοσης από τους μετόχους(DeAngelo & Masulis, 1980).

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3 - ΠΡΟΣΔΙΟΡΙΣΤΙΚΟΙ ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ ΔΑΝΕΙΑΚΗΣ ΕΠΙΒΑΡΥΝΣΗΣ

3.1. Εισαγωγή

Η χρηματοδότηση του χρέους είναι το κύριο στοιχείο της εξωτερικής χρηματοδότησης για τις επιχειρήσεις που συγκεντρώνουν επιπλέον κεφάλαια μετά τη δημιουργία τους (Baltaci και Ayaydin, 2014). Έχει σημειωθεί σημαντική αύξηση της εξωτερικής χρηματοδότησης κατά τη διάρκεια των ετών, ιδιαίτερα εμφανής κατά τις περιόδους οικονομικής επέκτασης των εταιρειών (Mizruchi and Stearns, 1994). Η πλειοψηφία των εταιρειών που αναζητούν επιλογές εξωτερικής χρηματοδότησης χρησιμοποιούν χρηματοδοτήσεις χρέους και όχι χρηματοδότηση με ίδια κεφάλαια (Goswami and Shrikhande, 2001). Υποστηρίζουν ότι αυτό ισχύει για τις περισσότερες εταιρείες διαφορετικών βιομηχανικών οικονομιών του κόσμου, δεδομένου ότι η επέκταση των παραγωγικών δραστηριοτήτων τόσο σε τοπικές όσο και σε ξένες χώρες παρέχει στις πολυεθνικές εταιρείες τη δυνατότητα χρηματοδότησης με χρέος στις τοπικές και διεθνείς κεφαλαιαγορές. Σύμφωνα με τον O'Brien και τον David (2010), ο Mayer (1988), στη μελέτη του για νέα θέματα στον τομέα της εταιρικής χρηματοδότησης, εκτιμά ότι η χρηματοδότηση του χρέους ανέρχεται στο 90% του συνόλου της νέας εξωτερικής χρηματοδότησης.

Η χρηματοδότηση του χρέους έχει πλεονέκτημα και μειονέκτημα τόσο για την ανάπτυξη των εταιρειών όσο και για τις στρατηγικές επενδύσεις (O'Brien and David, 2010). Σύμφωνα με τον Fama και το γαλλικό (2002), τα οφέλη από τη χρηματοδότηση του χρέους περιλαμβάνουν τη φορολογική έκπτωση των τόκων και τη μείωση των ελεύθερων ταμειακών ροών, ενώ το κόστος της χρηματοδότησης του χρέους περιλαμβάνει το δυνητικό κόστος πτώχευσης και τις συγκρούσεις πρακτόρων μεταξύ μετόχων και κατόχων χρεών. Επομένως, κατά τη λήψη αποφάσεων χρηματοδότησης χρέους, οι διαχειριστές προσπαθούν να δημιουργήσουν μια ισορροπία μεταξύ των φορολογικών πλεονεκτημάτων της χρηματοδότησης του χρέους και του κόστους οικονομικής δυσπραγίας που προκύπτει από τους κινδύνους της πτώχευσης (Kraus and Litzenger, 1973) και το κόστος των πρακτορειών (Jensen and Meckling, 1976). Διεξήχθη εκτεταμένη έρευνα, προσπαθώντας να

εξηγήσει πώς να δημιουργηθεί το καλύτερο επίπεδο χρηματοδότησης του χρέους που λαμβάνει υπόψη τα πλεονεκτήματα και τους κινδύνους, αλλά κανένας δεν έχει καταλήξει σε μια πεισματική θεωρία μέχρι σήμερα (Baltaci and Ayaydin, 2014, Myers, 1984). Ωστόσο, η βιβλιογραφία χρηματοοικονομικής διαχείρισης έχει αποδεχθεί ορισμένες υπό όρους θεωρίες χρηματοδότησης του χρέους.

Από την άλλη πλευρά, υπήρξε ένα αυξανόμενο ενδιαφέρον για τον εντοπισμό των παραγόντων που επηρεάζουν τη χρηματοδότηση του χρέους στις επιχειρήσεις. Από το αρχικό έργο των Modigliani και Miller (1958) στις πρόσφατες μελέτες όπως οι Jøveer (2013), Jiraporn, Kim και Kitsabunnarat (2012), Kayo και Kimura (2011) και Fan, Titman και Twite (2012) εξακολουθούν να αποτελούν θέμα ενδιαφέροντος για την οικονομική οικονομία και έχουν παράγει τεράστιο όγκο έρευνας. Οι Frank και Goyal (2009) ισχυρίστηκαν ότι οι παράγοντες που επηρεάζουν τις αποφάσεις χρηματοδότησης του χρέους παραμένουν αόριστοι ακόμα κι αν υπάρχει μεγάλη θεωρητική βιβλιογραφία και δεκαετίες εμπειρικών δοκιμών. Για να υποστηρίξουν το επιχείρημα των Frank και Goyal, οι Stearns και Mizruchi (1993) αναγνώρισαν ότι, ενώ η χρηματοδότηση του χρέους υποτίθεται ότι είναι μια δραστηριότητα που είναι γενικά αποδεκτή από τις εταιρείες, λίγα είναι γνωστά για τους κύριους καθοριστικούς παράγοντες.

3.2. Θεωρίες χρηματοδότησης χρέους

Το επιχείρημα για την ύπαρξη βέλτιστων επιπέδων χρηματοδότησης χρέους έχει κρατήσει τους ερευνητές μακριά στον τομέα εδώ και δεκαετίες. Οι μελέτες έχουν αναλύσει τη χρηματοδότηση του χρέους για να προσδιορίσουν εάν υπάρχουν τα βέλτιστα επίπεδα χρηματοδότησης χρέους Ένα βέλτιστο επίπεδο χρηματοδότησης χρέους θα είναι αυτό που θα ελαχιστοποιήσει το κόστος κεφαλαίου μιας εταιρείας μεγιστοποιώντας την αξία της εταιρείας. Σύμφωνα με τον Miller (2012), η εξισορρόπηση του κόστους πτώχευσης με τα φορολογικά κέρδη από τη χρηματοδότηση του χρέους δημιουργεί μια βέλτιστη κεφαλαιακή διάρθρωση. Ως εκ τούτου, οι αποφάσεις σχετικά με το επίπεδο χρηματοδότησης χρέους έχουν αντίκτυπο

στην επιτυχία της εταιρείας. Ακριβώς πώς οι εταιρείες αποφασίζουν το ύψος του χρέους στις κεφαλαιακές τους δομές παραμένει ένα παζλ (Rao, Al-Yahyaee και Syed, 2007).

Ο Myers (2001) ισχυρίστηκε ότι δεν υπάρχει καθολικά αποδεκτή θεωρία επιλογής χρηματοδότησης χρέους και δεν υπάρχει κανένας λόγος να αναμένουμε μία. Ωστόσο, συναινεί στο γεγονός ότι υπάρχουν αρκετές θεωρίες υπό όρους που έχουν γίνει δεκτές. Οι περισσότερες εταιρικές οικονομικές βιβλιογραφικές παραδοχές υποδεικνύουν την «θεωρία αντιστάθμισης», στην οποία λαμβάνονται υπόψη τα φορολογικά και τα νεκρά βάρη της πτώχευσης (Frank and Goyal, 2009). Σύμφωνα με αυτή τη θεωρία, οι εταιρίες επιδιώκουν επίπεδα δανεισμού που εξισορροπούν τα φορολογικά πλεονεκτήματα του πρόσθετου χρέους έναντι του ενδεχόμενου κόστους πτώχευσης (Myers, 2001). Ο Myers (1984) πρότεινε την «θεωρία της θωρακικής τάξης» στην οποία προτιμάται η διατήρηση των κερδών, του χρέους και, στη συνέχεια, της καθαρής θέσης. Ο Frank και ο Goyal (2009) υποστήριξαν ότι η ιδέα ότι οι επιχειρήσεις συμμετέχουν σε «χρονοδιάγραμμα αγοράς» έχει επίσης γίνει δημοφιλής. Τέλος, η «θεωρία των πρακτορειών» παραμονεύει στο πλαίσιο μιας μεγάλης θεωρητικής συζήτησης. Οι ανησυχίες του Οργανισμού περιλαμβάνονται κανονικά στο πλαίσιο του συμβιβασμού όταν συνάγονται ευρέως. Κάθε θεωρία προσπάθησε να εξηγήσει τους λόγους πίσω από την επιλογή μεταξύ χρηματοδότησης χρέους και άλλων μορφών χρηματοδότησης.

Υπάρχουν και άλλες πρόσφατες θεωρίες που έχουν προταθεί. Ο Jensen (1986) ανέπτυξε τη θεωρία των ελεύθερων ταμειακών ροών στην οποία υποστηρίζει ότι οι ελεύθερες ταμειακές ροές επέτρεψαν στους διαχειριστές των επιχειρήσεων να χρηματοδοτούν έργα που αποφέρουν χαμηλές αποδόσεις, τα οποία ενδέχεται να μην χρηματοδοτούνται από αγορές μετοχών ή ομολόγων, μειώνοντας έτσι τη χρηματοδότηση του χρέους. Οι Myers και Majluf (1984) συνέβαλαν στην υπόθεση ασύμμετρης πληροφόρησης για τη χρηματοδότηση του χρέους. Ισχυρίστηκαν ότι ασύμμετρικά προβλήματα πληροφόρησης οδηγούν στην κεφαλαιακή διάρθρωση των επιχειρήσεων, δεδομένου ότι οι διαχειριστές γνωρίζουν περισσότερο από την υπόλοιπη αγορά την αξία της επιχείρησής τους (ασυμμετρία πληροφόρησης) και η αγορά επιβάλλει κυρώσεις για την έκδοση τίτλων, συμπεριλαμβανομένων των χρεών, των οποίων τα οφέλη σχετίζονται με την εκτίμηση τέτοιων πληροφοριών. Η θεωρία υποστηρίζει ότι οι διαχειριστές θα εκδίδουν τίτλους όσον αφορά την ευαισθησία τους

προς την πληροφόρηση, θα εκδίδουν περισσότερους τίτλους που δεν είναι ευαίσθητοι στις πληροφορίες και λιγότερους τίτλους ευαίσθητους στην πληροφόρηση.

Οι Berger, Ofek και Yermack (2012) υπογράμμισαν ότι υπάρχουν θεωρητικά επιχειρήματα και κάποια εμπειρικά στοιχεία που δείχνουν ότι οι διαχειριστές μπορούν να γίνουν εδραιωμένοι και ότι μπορεί να παρεκκλίνουν από την επιλογή της βέλτιστης χρηματοδότησης του χρέους ως αποτέλεσμα. Το επιχείρημα αναφέρεται ως θεωρία στεφανιαίας διακυβέρνησης, γεγονός που υποδηλώνει ότι τα κίνητρα κατοχύρωσης μπορούν να αναγκάσουν τους διαχειριστές να αυξήσουν το επίπεδο χρηματοδότησης του χρέους πέρα από το βέλτιστο σημείο, προκειμένου να αυξήσουν την ισχύ των μετοχών τους και να μειώσουν τις πιθανότητες απόπειρας εξαγοράς (Harris and Raviv, 1988). Η έρευνα για τις θεωρίες χρηματοδότησης του χρέους δεν έχει ακόμη ολοκληρωθεί (Myers, 2001).

3.3. Παράγοντες που επηρεάζουν τη χρηματοδότηση του χρέους

Οι παράγοντες που επηρεάζουν την επιλογή της χρηματοδότησης του χρέους παραμένουν αόριστοι παρά τη θεωρητική βιβλιογραφία και τις δεκαετίες εμπειρικών δοκιμών (Frank and Goyal, 2009). Ορισμένες μελέτες, όπως οι Jöeveer (2013), De Jong et al. (2008), Kayo και Kimura (2011) και Frank and Goyal (2009), κατηγοριοποιούν τους παράγοντες που επηρεάζουν τη χρηματοδότηση του χρέους σε χαρακτηριστικά ή συγκεκριμένους παράγοντες μιας εταιρείας, μακροοικονομικούς παράγοντες ή παράγοντες που επηρεάζουν τη χώρα. Αυτοί οι παράγοντες επηρεάζουν εμπειρικά τις αποφάσεις χρηματοδότησης χρέους των εταιρειών, είτε θετικά είτε αρνητικά.

3.3.1. Ειδικοί παράγοντες της εταιρείας

Οι παράγοντες που σχετίζονται με τη συγκεκριμένη επιχείρηση παρέμειναν το κύριο μέλημα των μελετών χρηματοδότησης του χρέους (Kayo και Kimura, 2011) από τη δεύτερη πρόταση των Modigliani και Miller (1963) στις τρέχουσες μελέτες, όπως οι

Jōveer (2013), Majumdar (2012), Frank and Goyal 2009), Antoniou et al. (2008) και Deesomsak, Paudyal και Pescetto (2004). Οι συγκεκριμένοι παράγοντες που επηρεάζουν τη χρηματοδότηση του χρέους από τις παραπάνω μελέτες περιλαμβάνουν την κερδοφορία των εταιρειών, το μέγεθος και την ανάπτυξη των εταιρειών, τη φύση των περιουσιακών στοιχείων, τις ασφάλειες φόρου μη χρέους, τη ρευστότητα και την πιθανότητα πτώχευσης. Άλλοι παράγοντες όπως ο συντελεστής φόρου εταιρειών, ο επιχειρηματικός κίνδυνος, η πρόσβαση στις κεφαλαιαγορές, το φύλο του διευθυντή οικονομικών και η σύνθεση του διοικητικού συμβουλίου θεωρούνται επίσης ότι επηρεάζουν τη χρηματοδότηση του χρέους (Jōveer, 2013, Antoniou et al., 2008).

3.3.1.1. Κερδοφορία

Οι κερδοφόρες εταιρείες πιστεύεται ότι αντιμετωπίζουν μειωμένο αναμενόμενο κόστος οικονομικής δυσπραγίας και βρίσκουν πιο σημαντικά τα οφέλη από τα φορολογικά επιτόκια (Frank and Goyal, 2009). Ως εκ τούτου, το φορολογικό όφελος και η άποψη του κόστους πτώχευσης προβλέπουν ότι οι κερδοφόρες εταιρείες θα πρέπει να χρησιμοποιήσουν μεγαλύτερο χρέος. Επιπλέον, η αντίληψη του κόστους αντιπροσωπείας αναμένεται ότι ο περιορισμός που παρέχεται από τη χρηματοδότηση του χρέους είναι πιο πολύτιμος για τις κερδοφόρες επιχειρήσεις, δεδομένου ότι οι εταιρείες αυτές είναι επιρρεπείς σε σοβαρά προβλήματα ταμειακών ροών (Jensen, 1986). Από την άλλη πλευρά, οι Deesomsak, Paudyal και Pescetto (2004) ισχυρίστηκαν ότι αναμένουν μια αντίστροφη σχέση μεταξύ επιπέδων χρηματοδότησης κερδοφορίας και δανεισμού δεδομένου ότι η θεωρία της παραγγελίας υποδηλώνει ότι οι διαχειριστές προτιμούν να χρηματοδοτούν εσωτερικές επενδύσεις λόγω της πληροφοριακής ασυμμετρίας μεταξύ διαχειριστών και εξωτερικών επενδυτών. Έτσι, οι κερδοφόρες εταιρείες προτιμούν να μην αυξήσουν την εξωτερική χρηματοδότηση προκειμένου να αποφευχθεί ενδεχόμενη μείωση της ιδιοκτησίας και πρόσθετη εξωτερική παρακολούθηση. Η θεωρία της χρηματοδότησης του χρέους και της κερδοφορίας, επομένως, προβλέπει μια θετική σχέση, η οποία υποστηρίζει τη θεωρία αντισταθμιστικών συναλλαγών και μια αρνητική σχέση που υποστηρίζει τη θεωρία της τάξης του θηράματος (Kayo and Kimura, 2011).

3.3.1.2. Χρηματοδότηση χρέους και μέγεθος εταιρειών

Το μέγεθος της εταιρείας είναι επίσης ένας πολύ σημαντικός παράγοντας που επηρεάζει την απόφαση χρηματοδότησης του χρέους της εταιρείας (Kayo and Kimura, 2011). Η θεωρία του αντισταθμίσιματος υποδηλώνει μια θετική σχέση μεταξύ του μεγέθους των επιχειρήσεων και του επιπέδου χρηματοδότησης του χρέους, καθώς οι μεγαλύτερες εταιρείες αποκάλυψαν ότι έχουν χαμηλότερο κίνδυνο πτώχευσης και σχετικά χαμηλότερο κόστος πτώχευσης (Deesomsak et al., 2004) και μπορεί να είναι πιο διαφοροποιημένες (Titman and Wessels, 2012). Επιπλέον, οι Deesomsak, Paudyal και Pescetto ισχυρίστηκαν ότι οι μεγάλες εταιρείες έχουν χαμηλότερο κόστος γραφείου για το χρέος, σχετικά μικρό κόστος παρακολούθησης, λιγότερο ευμετάβλητες ταμειακές ροές, ευκολότερη πρόσβαση στην πιστωτική αγορά και απαιτούν μεγαλύτερο χρέος για να επωφεληθούν πλήρως από τη φορολογική ασπίδα. Ως εκ τούτου, σύμφωνα με αυτή την υπόθεση, το μέγεθος της εταιρείας αναμένεται να έχει θετικό αντίκτυπο στο επίπεδο χρηματοδότησης του χρέους. Επιπλέον, οι μεγαλύτερες εταιρείες πιστεύεται ότι είναι πιο διαφανείς και τείνουν να έχουν μεγαλύτερα επίπεδα χρέους, δεδομένου ότι μπορούν να εκδίδουν μεγαλύτερα ποσά χρέους, επιτρέποντάς τους έτσι να κατανείμουν το κόστος έκδοσης (Byoun, 2008).

Ωστόσο, οι Rajan και Zingales (1995) υποστήριξαν ότι αυτή η σχέση μπορεί να είναι θετική ή αρνητική. Το επιχειρήματά τους σχετικά με τη θετική σχέση υποστηρίζει την παραπάνω πρόταση για συμβιβασμούς, ενώ για την αρνητική σχέση τα ασυμμετρικά προβλήματα πληροφόρησης είναι πιθανό να είναι μικρότερα στις μεγαλύτερες εταιρείες. Έτσι, θα ήταν δυνατό οι μεγαλύτερες εταιρείες να εκδίδουν νέες μετοχές αντί για χρηματοδότηση με χρέη χωρίς μείωση των αγοραίων τους τιμών. Και πάλι, εξετάζοντας τη σχέση μεταξύ μεγέθους επιχείρησης και χρηματοδότησης χρέους, υπάρχουν δύο πιθανά αποτελέσματα που υποστηρίζονται από διαφορετικές θεωρητικές αντιλήψεις. Μια θετική σχέση δείχνει τη σημασία της διαφοροποίησης και των αρνητικών συνηγορών για το ρόλο της ασυμμετρίας των πληροφοριών.

3.3.1.3. Φύση του περιουσιακού στοιχείου της επιχείρησης (απτό)

Πιστεύεται ότι οι εταιρείες που λειτουργούν με πιο ενσώματα περιουσιακά στοιχεία έχουν υψηλότερη ικανότητα δανεισμού (Byoun, 2008). Οι Kayo και Kimura (2011) υποδεικνύουν ότι η εμπιστοσύνη των περιουσιακών στοιχείων διαδραματίζει σημαντικό ρόλο στις αποφάσεις χρηματοδότησης του χρέους, δεδομένου ότι η εγγύηση των ενσώματων περιουσιακών στοιχείων τείνει να αυξήσει τα επίπεδα χρηματοδότησης του χρέους. Επιπλέον, η θεωρία των πρακτορείων προτείνει ότι οι εταιρείες με υψηλά επίπεδα χρηματοδότησης τείνουν να επενδύουν ή να επενδύουν κάτω από τα βέλτιστα επίπεδα επενδύσεων, μεταφέροντας έτσι τον πλούτο μακριά από τους κατόχους χρεών στους μετόχους (Deesomsak et al., 2004). Υποστηρίζουν ότι αυτές οι αναμενόμενες συμπεριφορές κατώτερης επένδυσης αναγκάζουν τους κατόχους χρεών να απαιτούν εξασφαλίσεις επειδή η χρήση εξασφαλισμένων χρεών μπορεί να βοηθήσει στην άμβλυνση αυτού του προβλήματος. Ισχυρίζονται επίσης ότι η αξία εκκαθάρισης της επιχείρησης αυξάνεται με την απτή ικανότητα των περιουσιακών στοιχείων και μειώνει την πιθανότητα εσφαλμένης τιμολόγησης σε περίπτωση πτώχευσης. Ως εκ τούτου, η ύπαρξη ενσώματων ακινητοποιήσεων μέσα στα περιουσιακά στοιχεία μιας εταιρείας εξυπηρετεί δύο κρίσιμους σκοπούς: επιτρέπει στην εταιρεία να δεσμεύει τα περιουσιακά στοιχεία ως ασφάλεια, μειώνοντας έτσι το κόστος πρακτόρευσης του χρέους, όπως η μετατόπιση του κινδύνου. και, ταυτόχρονα, προστατεύει τον κάτοχο του χρέους σε περίπτωση εκκαθάρισης (Rajan and Zingales, 1995). Αυτό σημαίνει ότι οι επιχειρήσεις που αντιμετωπίζουν δυσκολίες στην παροχή εξασφαλίσεων είναι επιρρεπείς σε υψηλότερο επιτόκιο ή μπορεί να αναγκαστούν να εκδίδουν μετοχικούς τίτλους αντί για χρηματοδότηση με χρέη, πράγμα που συνεπάγεται μια θετική σχέση μεταξύ απτών στοιχείων ενεργητικού και χρηματοδότησης του χρέους.

Asset tangibility can also discourage debt financing since a larger proportion of tangible assets in the asset portfolio of a corporation is expected to reduce supply side constraints (Majumdar, 2012). According to Frank and Goyal (2009), the pecking order theory makes opposite predictions since low information asymmetry associated with tangible assets makes equity issuances less costly. Thus, debt financing levels should be lower for firms with higher tangibility.

3.3.1.4. Ανάπτυξη της εταιρείας

Γενικά, οι θεωρητικές μελέτες δείχνουν ότι οι ευκαιρίες ανάπτυξης των εταιρειών σχετίζονται αρνητικά με τα επίπεδα χρηματοδότησης του χρέους (Huang and Song, 2006). Η αύξηση αυξάνει το κόστος της οικονομικής δυσπραγίας, μειώνει τα ελεύθερα προβλήματα ταμειακών ροών, τα οποία οι διαχειριστές των εταιρειών τείνουν να προστατεύουν, με αποτέλεσμα να χειροτερεύουν τα προβλήματα που σχετίζονται με τη χρηματοδότηση του χρέους (Frank and Goyal, 2009). Σύμφωνα με αυτούς τους συγγραφείς, οι αναπτυσσόμενες εταιρείες δίνουν μεγάλη έμφαση στις επενδύσεις που ωφελούν τους μετόχους. Ως εκ τούτου, η θεωρία αντιστάθμισης προβλέπει ότι η ανάπτυξη μειώνει τα επίπεδα χρηματοδότησης του χρέους. Ο Titman και ο Wessels (2012) συμφώνησαν με αυτό το επιχειρήμα και υποδεικνύουν ότι το κόστος που συνδέεται με τη σχέση αντιπροσωπείας αναμένεται να είναι υψηλότερο για τις εταιρείες στις αναπτυσσόμενες βιομηχανίες, οι οποίες έχουν μεγαλύτερη ευελιξία στην επιλογή μελλοντικών επενδύσεων. Ως εκ τούτου, προτείνουν ότι η αναμενόμενη μελλοντική ανάπτυξη πρέπει να συνδέεται αρνητικά με τα επίπεδα χρηματοδότησης του χρέους. Deesomsak et al. (2004) ανέφεραν ότι οι ευκαιρίες υψηλότερης ανάπτυξης παρέχουν περισσότερα οφέλη για επενδύσεις υπο-άριστα ή να δέχονται επικίνδυνα έργα που λαμβάνουν πλούτο από τους κατόχους χρεών. Αυτές οι ευκαιρίες αυξάνουν το κόστος δανεισμού. Κατά συνέπεια, οι αναπτυσσόμενες εταιρείες τείνουν να χρησιμοποιούν εσωτερικούς πόρους ή ίδια κεφάλαια και όχι χρέη. Επιπλέον, δήλωσαν ότι οι εταιρείες με υψηλή ανάπτυξη και των οποίων η αξία προέρχεται από άυλες ευκαιρίες ανάπτυξης ενδέχεται να μην επιθυμούν να δεσμευθούν για εξυπηρέτηση του χρέους, καθώς τα έσοδά τους ενδέχεται να μην είναι διαθέσιμα όταν χρειάζεται.

Παρόλα αυτά, οι ευκαιρίες ανάπτυξης μπορούν επίσης να συγκριθούν θετικά με τη μόχλευση, σύμφωνα με το τεκμήριο της τάξης των κλοπών (Kayo and Kimura, 2011). Σύμφωνα με τον Frank και Goyal (2009), η θεωρία της διαταγής κοπώσεως υποδηλώνει ότι οι εταιρείες με περισσότερες επενδύσεις, διατηρώντας σταθερή την αποδοτικότητα, θα πρέπει να συσσωρεύουν μεγαλύτερο χρέος με την πάροδο του χρόνου. Έτσι, οι ευκαιρίες ανάπτυξης και η χρηματοδότηση του χρέους σχετίζονται θετικά με τη θεωρία της τάξης των θηρευτών. Επιπρόσθετα, η σειρά των αποφάσεων χρηματοδότησης του χρέους απορρέει από τις ασύμμετρες πληροφορίες μεταξύ

διαχειριστών και επενδυτών (Kayo and Kimura, 2011). Οι ασύμμετρες προτάσεις πληροφόρησης που αντιμετωπίζουν οι Myers και Majluf (1984) υποστήριζαν ότι οι διαχειριστές τείνουν να εκδίδουν νέες μετοχές όταν οι τιμές είναι υπερτιμημένες, ωφελώντας έτσι τους παλιούς μετόχους. Το σενάριο αυτό μπορεί να αναγκάσει νέους μετόχους να απαιτήσουν έκπτωση στις νέες τιμές των μετοχών. Κατά συνέπεια, τα διευθυντικά στελέχη αποφεύγουν να εκδίδουν νέες μετοχές, παρόλο που η απόφαση αυτή μπορεί να οδηγήσει σε απώλεια επενδύσεων από τις επιχειρήσεις. Η συμπεριφορά αυτή, επομένως, μπορεί να αυξήσει το ζήτημα του χρέους αντί για τα ίδια κεφάλαια, αυξάνοντας έτσι τα επίπεδα χρηματοδότησης του χρέους.

3.3.1.5. Επιχειρηματικός κίνδυνος

Ο κίνδυνος ή η μεταβλητότητα της επιχείρησης είναι ένα μέτρο για την πιθανότητα οικονομικής δυσπραγίας και γενικά αναμένεται να αντιστραφεί με το επίπεδο χρηματοδότησης του χρέους (Huang and Song, 2006). Σύμφωνα με τον Frank και Goyal (2009), οι εταιρείες με πιο ασταθείς ταμειακές ροές αντιμετωπίζουν υψηλότερο αναμενόμενο κόστος οικονομικής δυσπραγίας και θα πρέπει να χρησιμοποιούν λιγότερα χρέη. Υποστήριζαν ότι οι πιο ασταθείς ταμειακές ροές είναι ικανές να μειώσουν την πιθανότητα χρησιμοποίησης των φορολογικών οφελών. Ως εκ τούτου, ο υψηλότερος κίνδυνος μπορεί να οδηγήσει σε λιγότερη χρηματοδότηση του χρέους στο πλαίσιο της θεωρίας αντιστάθμισης. Deesomsak et al. (2004), εξετάζοντας τον κίνδυνο των εταιρειών από τη σκοπιά των κερδών των εταιρειών, υποστήριξε ότι η μεγαλύτερη μεταβλητότητα των κερδών αυξάνει την πιθανότητα οικονομικής δυσπραγίας, καθώς οι εταιρείες ενδέχεται να μην είναι σε θέση να εκπληρώσουν τις επαφές εξυπηρέτησης του χρέους τους. Αυτό σημαίνει ότι το επίπεδο χρηματοδότησης των χρεών των εταιρειών μειώνεται με την αύξηση της μεταβλητότητας των κερδών, με αποτέλεσμα την αναμενόμενη αντίστροφη σχέση.

Στην περαιτέρω ανάλυση του κινδύνου των εταιρειών, οι Frank και Goyal (2009) πρότειναν να αναμένεται ότι εταιρείες με πτητικές μετοχές είναι εκείνες που είναι πολύ επικίνδυνες και οι εταιρείες αυτές ενδέχεται να υποφέρουν περισσότερο από δυσμενείς επιλογές στα χρηματιστήρια. Ως εκ τούτου, σύμφωνα με τη θεωρία της τάξης των κλοπών, οι επιχειρήσεις αυτές, που είναι πιο ριψοκίνδυνες λόγω των

πτητικών αποθεμάτων τους, θα προέβλεπαν υψηλότερο επίπεδο χρηματοδότησης του χρέους. Επιπλέον, οι Frank και Goyal (2009) ισχυρίστηκαν ότι ακόμη και οι εταιρείες με ασταθείς ταμειακές ροές ενδέχεται να χρειαστούν περιοδική πρόσβαση στις εξωτερικές κεφαλαιαγορές, αυξάνοντας έτσι τα επίπεδα χρηματοδότησης του χρέους.

3.3.1.6. Ρυθμός εταιρικής φορολογίας

Οι φορολογικοί συντελεστές των εταιρειών θα πρέπει να επηρεάσουν τη χρηματοδότηση του χρέους, δεδομένου ότι οι πληρωμές τόκων χρέους συνήθως εκπίπτουν, ενώ οι πληρωμές μερισμάτων δεν είναι (Antonczyk και Salzmann, 2014). Επομένως, είναι λογικό οι υψηλότεροι φορολογικοί συντελεστές να συνεπάγονται μεγαλύτερα οφέλη από την ασφάλιση του φόρου επί των επιτοκίων και συνεπώς να προκαλούν περισσότερη χρηματοδότηση του χρέους και όχι χρηματοδότηση με ίδια κεφάλαια (Jöeveer, 2013). Αυτός ο συλλογισμός είναι το κύριο θέμα της πρωτοποριακής μελέτης των Modigliani και Miller (1963) και σχεδόν όλοι οι ερευνητές πιστεύουν τώρα ότι οι φόροι εταιρειών πρέπει να είναι σημαντικοί για τις αποφάσεις χρηματοδότησης των χρεών των εταιρειών (Huang and Song, 2006).

3.3.1.7. Ρευστότητα

Θεωρητικά, οι εταιρείες με πιο ρευστοποιήσιμα κεφάλαια μπορούν να τα χρησιμοποιήσουν ως μια άλλη εσωτερική πηγή κεφαλαίων αντί για χρέος, οδηγώντας σε χαμηλότερα επίπεδα χρηματοδότησης του χρέους σύμφωνα με τη θεωρία της τάξης των θηρευτών (Öztekin and Flannery, 2012). Επιπλέον, οι διαχειριστές μπορούν να χειραγωγούν ρευστά περιουσιακά στοιχεία υπέρ των μετόχων έναντι των συμφερόντων των κατόχων χρεών. Οι χειρισμοί αυτοί αυξάνουν το κόστος της χρηματοδότησης του χρέους και μειώνουν τα επίπεδα χρηματοδότησης του χρέους (Deesomsak et al., 2004).

3.3.1.8. Φορολογική ασπίδα μη χρέους

Τα λοιπά στοιχεία, εκτός από τα έξοδα τόκων, που συμβάλλουν στη μείωση των φόρων, π.χ. η φορολογική έκπτωση για τις αποσβέσεις και η πρόβλεψη για επισφαλείς απαιτήσεις, χαρακτηρίζονται ως ασπίδες φορολόγησης (Bauer, 2004). Σύμφωνα με τους DeAngelo και Masulis (1980), οι εταιρείες που διαθέτουν ασφάλειες φόρου μη οφειλών είναι πιθανό να μην χρησιμοποιήσουν πλήρως την ασπίδα φορολογίας χρέους που προέρχεται από τα χρέη. Με άλλα λόγια, οι εταιρείες με επαρκείς φορολογικές πιστώσεις από επενδύσεις ή κρατήσεις απόσβεσης είναι πιθανό να χρησιμοποιήσουν λιγότερη χρηματοδότηση μέσω χρέωσης (Kouki και Said, 2012). Το επιχείρημα είναι ότι οι ασφάλειες φόρου εκτός του χρέους είναι υποκατάστατα μιας ασπίδας φορολογικής ασφάλισης. Ως εκ τούτου, η σχέση μεταξύ ασφάλισης φόρου μη χρέους και χρηματοδότησης χρέους θα πρέπει να είναι αρνητική (Lim, 2012).

3.3.1.9. Πτώχευση

Η υψηλότερη πιθανότητα πτώχευσης συνεπάγεται υψηλό κόστος πτώχευσης. Ως εκ τούτου, η υπόθεση αντιστάθμισης προβλέπει μια αρνητική σχέση μεταξύ της πιθανότητας πτώχευσης και της χρηματοδότησης του χρέους (Kayo and Kimura, 2011). Ωστόσο, οι μεγαλύτερες εταιρείες συχνά είναι πιο διαφοροποιημένες και έχουν πιο σταθερή ταμειακή ροή. Επομένως, η πιθανότητα πτώχευσης για τις μεγάλες επιχειρήσεις είναι μικρότερη σε σύγκριση με τις μικρότερες (Titman and Wessels, 2012). Επομένως, σύμφωνα με την υπόθεση της τάξης της κλοπής, οι μεγαλύτερες κερδοφόρες επιχειρήσεις θα πρέπει να χρησιμοποιούν περισσότερα από τα εσωτερικά δημιουργούμενα κεφάλαια τους, μειώνοντας έτσι τα επίπεδα χρηματοδότησης του χρέους. Το επιχείρημα της παραγγελίας συνεπάγεται ότι οι μεγάλες εταιρείες με λιγότερες πιθανότητες πτώχευσης μπορούν να έχουν χαμηλότερα επίπεδα χρηματοδότησης χρέους.

3.3.2. Μακροοικονομικοί παράγοντες

Οι μακροοικονομικοί παράγοντες είναι περιφερειακοί ή εθνικοί οικονομικοί παράγοντες που επηρεάζουν εξωτερικά τις χρηματοοικονομικές στρατηγικές των εταιρειών, συμπεριλαμβανομένων των αποφάσεων χρηματοδότησης του χρέους. Η βιβλιογραφία για τη χρηματοοικονομική διαχείριση αναγνωρίζει το σημαντικό ρόλο που διαδραματίζουν οι μακροοικονομικοί παράγοντες για τον προσδιορισμό των αποφάσεων των εταιρειών κεφαλαίου (Lemma and Negash, 2013). Η πρόσφατη και η προηγούμενη βιβλιογραφία προσδιορίζει το ακαθάριστο εγχώριο προϊόν (ΑΕΠ), τον πληθωρισμό, το επιτόκιο, τις δραστηριότητες των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων και το διάγραμμα της βιομηχανίας ως τους κοινούς μακροοικονομικούς παράγοντες που επηρεάζουν τις αποφάσεις χρηματοδότησης των χρεών των επιχειρήσεων (Mokhona και Zinecker, 2014, Baltaci και Ayaydin, 2014, Lemma and Negash, 2013, Jðeveer, 2013 · Kayo και Kimura, 2011 · Frank και Goyal, 2009 · Deesomsak et al, 2004). Οι ακόλουθοι μακροοικονομικοί παράγοντες επηρεάζουν τις αποφάσεις χρηματοδότησης του χρέους των εταιρειών.

3.3.2.1. Ακαθάριστο εγχώριο προϊόν

Πιστεύεται ότι τα επίπεδα οικονομικής ανάπτυξης των χωρών αντικατοπτρίζουν την πλούσια διαφορά μεταξύ των περιουσιακών στοιχείων και, ως εκ τούτου, την πρόσβαση στη χρηματοδότηση, συμπεριλαμβανομένης της χρηματοδότησης του χρέους (Lemma και Negash, 2013). Κατά τη διάρκεια των επεκτάσεων, οι τιμές των μετοχών αυξάνονται, τα αναμενόμενα έξοδα πτώχευσης μειώνονται, το φορολογητέο εισόδημα ανεβαίνει και οι αυξήσεις των ταμειακών ροών οδηγούν σε μεγαλύτερη χρηματοδότηση του χρέους εντός των εταιρειών (Frank και Goyal, 2009). Οι Frank και Goyal (2009) υποστήριξαν περαιτέρω ότι, κατά τη διάρκεια της επέκτασης, τα περιουσιακά στοιχεία των εταιρειών θα αυξηθούν. Εάν οι επιχειρήσεις δανεισθούν έναντι εξασφάλισης, τότε τα επίπεδα χρηματοδότησης του χρέους πρέπει να αυξηθούν. Ως εκ τούτου, σύμφωνα με τον Jðeveer (2013), το ποσοστό του ακαθάριστου εγχώριου προϊόντος, το οποίο χρησιμοποιείται ως υποκατάστατο για τις ευκαιρίες ανάπτυξης, θα πρέπει να έχει θετική σχέση με τις εταιρείες χρηματοδότησης του χρέους. Ωστόσο, οι Mokhona και Zinecker (2014) ισχυρίστηκαν

ότι η ώθηση στην οικονομία και, κατά συνέπεια, η αύξηση του ακαθάριστου εγχώριου προϊόντος θα οδηγήσει σε αύξηση των κερδών των εταιρειών. Σύμφωνα με τη θεωρία της παραγγελίας, οι εταιρείες προτιμούν εσωτερικές πηγές χρηματοδότησης, με αποτέλεσμα να μειωθούν τα επίπεδα χρηματοδότησης του χρέους. Ο Frank και ο Goyal (2009) σημείωσαν επίσης ότι, εάν η θεωρία της παραγγελίας κυριαρχεί, η χρηματοδότηση του χρέους θα πρέπει να μειωθεί κατά τη διάρκεια των επεκτάσεων, καθώς τα εσωτερικά κεφάλαια αυξάνονται κατά τη διάρκεια των επεκτάσεων και τα προβλήματα γραφειοκρατίας μεταξύ μετόχων και διαχειριστών είναι λιγότερο αυστηρά. Κατά συνέπεια, οι εταιρείες θα πρέπει να εκδίδουν λιγότερα χρέη.

3.3.2.2. Ρυθμός πληθωρισμού

Ο πληθωρισμός θεωρείται ένας από τους βασικούς δείκτες της σταθερότητας μιας χώρας. Η αύξηση του πληθωρισμού προκαλεί αβεβαιότητα στις οικονομικές συνθήκες (Baltaci και Ayaydin, 2014). Υποστήριξαν ότι αυτή η αβεβαιότητα προκαλεί την αδυναμία των εταιρειών να εξοφλήσουν τα χρέη τους. Οι Gungoraydinoglu και Öztekin (2011) ισχυρίστηκαν επίσης ότι ο υψηλότερος πληθωρισμός μειώνει τα οφέλη της χρηματοδότησης του χρέους λόγω του υψηλότερου κόστους πτώχευσης του χρέους που επιβάλλεται στις επιχειρήσεις. Επιπλέον, οι Drobetz, Gounopoulos, Merikas και Schröder (2013) υποστήριξαν ότι, σε περιόδους με υψηλότερους ρυθμούς πληθωρισμού, οι εταιρείες χρησιμοποιούν επί του παρόντος αδύναμα νομίσματα για να αποπληρώσουν το χρέος και, με τη σειρά τους, να μειώσουν τα επίπεδα δανεισμού τους. Ως εκ τούτου, αναμένεται ότι τα ποσοστά πληθωρισμού θα πρέπει να συνδέονται αρνητικά με τα επίπεδα χρηματοδότησης των χρεών των επιχειρήσεων. Από την άλλη πλευρά, ο Jöeveer (2013) υποστήριξε ότι ο αναμενόμενος πληθωρισμός προβλέπεται να είναι θετικά συνδεδεμένος με τη χρηματοδότηση του χρέους λόγω της υψηλότερης πραγματικής αξίας των φορολογικών εκπτώσεων στο χρέος. Προς στήριξη της θετικής σχέσης, οι Frank και Goyal (2009) υποστήριξαν ότι ο χρονοδιάγραμμα των αγορών στις αγορές χρεογράφων οδηγεί επίσης σε θετική σχέση μεταξύ του αναμενόμενου πληθωρισμού και της χρηματοδότησης του χρέους αν οι διαχειριστές εκδίδουν χρέη όταν ο αναμενόμενος πληθωρισμός είναι υψηλός σε σχέση με τα τρέχοντα επιτόκια.

3.3.2.3. Επιτόκια

Με την παρουσία άλλων μεταβλητών, όπως το κόστος φορολογίας και πτώχευσης, οι μεταβολές των επιτοκίων μπορούν να επηρεάσουν τα επίπεδα χρηματοδότησης του χρέους εντός μιας εταιρείας, καθώς οι εταιρείες είναι πιο πιθανό να χρησιμοποιήσουν το χρέος όταν το κόστος δανεισμού είναι χαμηλό (Deesomsak et al., 2004). Ισχυρίστηκαν ότι σύμφωνα με αυτή την υπόθεση, το επίπεδο των επιτοκίων αναμένεται να είναι αρνητικά συνδεδεμένο με τα επίπεδα χρηματοδότησης του χρέους. Deesomsak et al. (2004) σημείωσε περαιτέρω ότι τα επιτόκια περιλαμβάνουν επίσης τις προσδοκίες για τον πληθωρισμό. Ως εκ τούτου, οι εταιρείες θα μπορούσαν να αναμένεται να αλλάξουν από τη χρηματοδότηση ιδίων κεφαλαίων σε χρέους όταν αυξάνονται τα επιτόκια. Στην περίπτωση αυτή, το επίπεδο των επιτοκίων αναμένεται να είναι θετικά συνδεδεμένο με τη μόχλευση.

3.3.2.4. Διάμεσος τομέας της βιομηχανίας

Θα ήταν λογικό να αναμένουμε ότι τα ειδικά χαρακτηριστικά μιας δεδομένης βιομηχανίας θα μπορούσαν επίσης να επηρεάσουν τις αποφάσεις χρηματοδότησης των χρεών των εταιρειών (Baltacı και Ayaydin, 2014). Οι Frank και Goyal (2009) υποστήριξαν ότι οι εταιρείες σε μια βιομηχανία αντιμετωπίζουν κοινούς παράγοντες που επηρεάζουν τις αποφάσεις χρηματοδότησής τους και αυτοί θα μπορούσαν να αντανακλούν τις αλληλεπιδράσεις της αγοράς προϊόντων ή τη φύση του ανταγωνισμού. Θα μπορούσε επίσης να αντικατοπτρίζει την ετερογένεια του κλάδου στους τύπους περιουσιακών στοιχείων, τον επιχειρηματικό κίνδυνο, την τεχνολογία ή τη ρύθμιση. Ως εκ τούτου, σύμφωνα με αυτά, εξετάζοντας τη μεσαία ανάπτυξη της βιομηχανίας, η θεωρία των αντισταθμιστικών προβλέψεων προβλέπει ότι η υψηλότερη διάμεσος ανάπτυξη της βιομηχανίας θα έχει ως αποτέλεσμα τη μείωση της χρηματοδότησης του χρέους των εταιρειών. Ωστόσο, όσον αφορά τα επίπεδα χρηματοδότησης του χρέους της βιομηχανίας, τα υψηλότερα μεσαία επίπεδα χρέους της βιομηχανίας θα πρέπει να οδηγήσουν σε μεγαλύτερη χρηματοδότηση του χρέους των εταιρειών. Ο Frank και ο Goyal (2009) εξέτασαν περαιτέρω τις εταιρείες από την άποψη των κανονισμών της βιομηχανίας. Ισχυρίστηκαν ότι οι ρυθμιζόμενες εταιρείες έχουν σταθερές ταμειακές ροές και χαμηλότερο αναμενόμενο κόστος οικονομικής

δυσπραγίας. Ως εκ τούτου, θα πρέπει να έχουν περισσότερο χρέος. Ωστόσο, τα διευθυντικά στελέχη έχουν λιγότερη διακριτικότητα στις ρυθμιζόμενες εταιρείες, γεγονός που μειώνει τη σοβαρότητα των συγκρούσεων μετόχων-διαχειριστών και καθιστά τη χρηματοδότηση του χρέους λιγότερο επιθυμητή από την άποψη του ελέγχου. Κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι η θεωρία αντιστάθμισης κάνει μια διφορούμενη πρόβλεψη για την επίδραση της ρύθμισης στη μόχλευση. Δεύτερον, σύμφωνα με μια καθαρή αντίληψη για την τάξη, η βιομηχανία θα πρέπει να έχει σημασία μόνο στο μέτρο που χρησιμεύει ως υποκατάστατο για το έλλειμμα χρηματοδότησης της επιχείρησης, καθιστώντας την έμμεση σύνδεση. Τρίτον, σύμφωνα με τη θεωρία χρονισμού της αγοράς, η βιομηχανία θα πρέπει να έχει σημασία μόνο εάν οι αποτιμήσεις συσχετίζονται μεταξύ των επιχειρήσεων μιας βιομηχανίας.

3.3.2.5. Οικονομικές συνθήκες ή συνθήκες αγοράς χρεογράφων

Η βιβλιογραφία θεωρεί επίσης το επίπεδο των συνθηκών των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων ως έναν άλλο σημαντικό παράγοντα που επηρεάζει τις αποφάσεις χρηματοδότησης χρέους των επιχειρήσεων (Lemma and Negash, 2013). De Jong et al. (2008) υποστήριξε ότι όταν η αγορά ομολόγων σε μια δεδομένη χώρα είναι ιδιαίτερα ανεπτυγμένη τότε η έκδοση και διαπραγμάτευση αυτών των ομολόγων είναι ευκολότερη και θα οδηγήσει σε υψηλότερα επίπεδα χρηματοδότησης εταιρικού χρέους. Αντίθετα, αναγνώρισαν επίσης ότι, όταν αναπτύσσεται η χρηματιστηριακή αγορά, το επίπεδο χρηματοδότησης των χρεών των εταιρειών τείνει να είναι χαμηλότερο, επειδή η ευρύτερη προσφορά κεφαλαίων μειώνει το κόστος των ιδίων κεφαλαίων. Deesomsak et al. (2004) σημείωσε επίσης ότι η ανάπτυξη της χρηματοπιστωτικής αγοράς διαδραματίζει σημαντικό ρόλο στην επιλογή χρηματοδότησης χρεών των εταιρειών. Ισχυρίστηκαν ότι καθώς η δραστηριότητα της χρηματιστηριακής αγοράς αυξάνεται, η προτίμηση των εταιρειών για ίδια κεφάλαια έναντι χρέους αυξάνεται επίσης. Ως εκ τούτου, η δραστηριότητα των χρηματιστηρίων αναμένεται να αντιστραφεί αντιστρόφως με τη χρηματοδότηση του χρέους.

3.3.2.6. Άλλοι παράγοντες

Θα πρέπει να συμπεριληφθούν και άλλοι θεσμικοί παράγοντες ως εναλλακτικά μέτρα για τη σοβαρότητα των ασύμμετρων πληροφοριών (Jðeveer, 2013). Ο Jðeveer (2013) συμπεριέλαβε στη μελέτη του δείκτη διαφθοράς μιας εταιρείας. Υποστήριξε ότι αναμένεται ότι όσο υψηλότερος είναι ο δείκτης αντίληψης της διαφθοράς (σημαίνει χαμηλότερη διαφθορά), τόσο λιγότερο σοβαρό είναι το ασύμμετρο πρόβλημα πληροφόρησης. Ως εκ τούτου, αναμένεται η θετική σχέση μεταξύ του δείκτη διαφθοράς και του επιπέδου χρηματοδότησης του χρέους. Jðeveer (2013) και Bassegy et al. (2014) μελέτησε επίσης την επίδραση της χρηματοδότησης των εταιρειών λόγω ηλικίας και χρέους και διαπίστωσε ότι συσχετίζονται αρνητικά. Η μελέτη αυτή διερεύνησε τους προαναφερθέντες μακροοικονομικούς παράγοντες και τους συγκεκριμένους παράγοντες της εταιρείας..

ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Η βέλτιστη κεφαλαιακή διάρθρωση δείχνει την καλύτερη ισορροπία του χρέους προς μετοχικό κεφάλαιο που μπορεί να έχει μια επιχείρηση προκειμένου να ελαχιστοποιήσει το κόστος κεφαλαίου της - ή το ποσοστό που πληρώνει για τη χρήση χρημάτων - και μεγιστοποιεί την αγοραία αξία της.

Στην ουσία, μια βέλτιστη κεφαλαιακή διάρθρωση επιχειρεί να βελτιστοποιήσει το κόστος κεφαλαίου μιας επιχείρησης και την αγοραία αξία των τίτλων της. Πρέπει να υπάρξει ένας σωστός συνδυασμός βραχυπρόθεσμου και μακροπρόθεσμου χρέους που θα συμβάλει στη δημιουργία χαμηλότερου συνολικού κόστους κεφαλαίου.

Το κόστος του χρέους είναι χαμηλότερο από το κόστος των ιδίων κεφαλαίων, επειδή οι τόκοι από το χρέος εκπίπτουν. Το κόστος ιδίων κεφαλαίων αποτελείται από τα μερίσματα που μια εταιρεία πληρώνει στους μετόχους.

Οι απαιτήσεις των κατόχων χρεών προς τα κεφάλαια έχουν προτεραιότητα έναντι των μετόχων. Το χρέος μπορεί να είναι φθηνότερο, αλλά φέρει επίσης τον κίνδυνο να μην είναι σε θέση να πραγματοποιήσει πληρωμές εγκαίρως, γεγονός που μπορεί να οδηγήσει σε πτώχευση. Η εταιρεία πρέπει να βρει μια βέλτιστη κεφαλαιακή διάρθρωση που ελαχιστοποιεί το κόστος χρηματοδότησης και ελαχιστοποιεί τον κίνδυνο πτώχευσης.

Αν μια επιχείρηση χρηματοδοτεί το 40% των προσπαθειών της με χρέος 5% και το άλλο 60% προέρχεται από μετοχικό κεφάλαιο με 10%, το μέσο σταθμισμένο κόστος κεφαλαίου θα είναι 8%.

Παρόλο που αυτό υποδηλώνει ότι μια επιχείρηση θα επιβαρυνόταν με κεφάλαιο ύψους 5% εάν χρησιμοποιούσε το χρέος για όλη τη χρηματοδότησή της, αυτό δεν θα ήταν η βέλτιστη κεφαλαιακή διάρθρωσή της λόγω του υψηλού κινδύνου πτώχευσης που θα φέρει. Αυτός ο κίνδυνος αυξάνεται καθώς αυξάνεται το χρέος μιας εταιρείας.

BIBΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

- Antoniou, A., Guney, Y. & Paudyal, K. (2008). The determinants of capital structure: capital market-oriented versus bank-oriented institutions, *Journal of financial and quantitative analysis*, 43 (1), pp. 59-92.
- Antonczyk, R.C. & Salzman, A.J. (2014). Overconfidence and optimism: The effect of national culture on capital structure, *Research in International Business and Finance*, 31, pp. 132-151.
- Baltacı, N. & Ayaydın, H. (2014). Firm, Country and Macroeconomic Determinants of Capital Structure: Evidence from Turkish Banking Sector, *EMAJ: Emerging Markets Journal*, 3 (3), pp. 47-58.
- Barton, S. L., & Gordon, P. I. (1987). Corporate strategy: useful perspective for the study of capital structure?. *Academy of Management Review*, 12(1), 67-75.
- Bassey, N.E., Arene, C.J. & Okpukpara, B.C. (2014). Determinants of Capital Structure of Listed Agro Firms in Nigeria. *Economic Affairs: A Quarterly Journal of Economics*, 59 (1), pp. 35-47.
- Bradley, M., Jarrell, G. A., & Kim, E. (1984). On the existence of an optimal capital structure: Theory and evidence. *The journal of Finance*, 39(3), 857-878.
- Berger, P.G., Ofek, E. & Yermack, D.L. (2012). Managerial entrenchment and capital structure decisions, *The Journal of Finance*, 52 (4), pp. 1411-1438.
- Brealey, R. A., Myers, S. C., & Allen, F. (2008). Brealey, Myers, and Allen on real options. *Journal of Applied Corporate Finance*, 20(4), 58-71.
- Byoun, S. (2008). How and when do firms adjust their capital structures toward targets? *The Journal of Finance*, 63 (6), pp. 3069-3096.
- Campello, M. (2003). Capital structure and product markets interactions: evidence from business cycles. *Journal of Financial Economics*, 68(3), 353-378.
- DeAngelo, H., & Masulis, R. W. (1980). Optimal capital structure under corporate and personal taxation. *Journal of financial economics*, 8(1), 3-29.

- Deesomsak, R., Paudyal, K. & Pescetto, G. (2004). The determinants of capital structure: evidence from the Asia Pacific region, *Journal of Multinational Financial Management*, 14 (4–5), pp. 387-405.
- De Jong, A., Kabir, R. & Nguyen, T.T. (2008). Capital structure around the world: The roles of firm-and country-specific determinants, *Journal of Banking & Finance*, 32 (9), pp. 1954-1969.
- Fama, E. F., & French, K. R. (2002). Testing trade-off and pecking order predictions about dividends and debt. *The review of financial studies*, 15(1), 1-33.
- Fan, J.P.H., Titman, S. & Twite, G. (2012). An International Comparison of Capital Structure and Debt Maturity Choices, *Journal of Financial & Quantitative Analysis*, 47 (1), pp. 23-56.
- Fischer, E. O., Heinkel, R., & Zechner, J. (1989). Dynamic capital structure choice: Theory and tests. *The Journal of Finance*, 44(1), 19-40.
- Frank, M. Z., & Goyal, V. K. (2003). Testing the pecking order theory of capital structure. *Journal of financial economics*, 67(2), 217-248.
- Frank, M.Z. & Goyal, V.K. (2009). Capital structure decisions: which factors are reliably important? *Financial Management*, 38 (1), pp. 1-37.
- Goswami, G. & Shrikhande, M.M. (2001). Economic exposure and debt financing choice, *Journal of Multinational Financial Management*, 11 (1), pp. 39-58.
- Gungoraydinoglu, A. & Öztekin, Ö. (2011). Firm- and country-level determinants of corporate leverage: Some new international evidence, *Journal of Corporate Finance*, 17 (5), pp. 1457-1474.
- Harris, M., & Raviv, A. (1991). The theory of capital structure. *the Journal of Finance*, 46(1), 297-355.
- Huang, R., & Ritter, J. R. (2009). Testing theories of capital structure and estimating the speed of adjustment. *Journal of Financial and Quantitative analysis*, 44(2), 237-271.

Huang, G. & Song, F.M. (2006). The determinants of capital structure: evidence from China, *China Economic Review*, 17 (1), pp. 14-36.

Jensen, M.C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers, *The American economic review*, pp. 323-329.

Jensen, M.C. & Meckling, W.H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure, *Journal of financial economics*, 3 (4), pp. 305-360.

Jõeveer, K. (2013). Firm, country and macroeconomic determinants of capital structure: Evidence from transition economies, *Journal of Comparative Economics*, 41, pp. 294-308

Kayo, E.K. & Kimura, H. (2011). Hierarchical determinants of capital structure, *Journal of Banking & Finance*, 35 (2), pp. 358-371.

Kouki, M. & Said, H.B. (2012). Capital Structure Determinants: New Evidence from French Panel Data, *International Journal of Business & Management*, 7 (1).

Kraus, A. & Litzberger, R.H. (1973). A State-preference model of optimal financial leverage, *The Journal of Finance*, 28 (4), pp. 911-922.

Lemma, T.T. & Negash, M. (2013). Institutional, macroeconomic and firm-specific determinants of capital structure: The African evidence, *Management Research Review*, 36 (11), p. 3.

Lemmon, M. L., & Zender, J. F. (2010). Debt capacity and tests of capital structure theories. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 45(5), 1161-1187.

Lim, T.C. (2012). Determinants of Capital Structure Empirical Evidence from Financial Services Listed Firms in China, *International Journal of Economics & Finance*, 4 (3).

Majumdar, R. (2012). The Determinants of Indebtedness in Unlisted Manufacturing Firms in India: A Panel Data Analysis, MPRA Paper No. 43427, pp. 1-32.

- Matemilola, B. T., & Bany-Ariffin, A. N. (2011). Pecking order theory of capital structure: Empirical evidence from dynamic panel data. *GSTF Business Review (GBR)*, 1(1), 185.
- Mayer, C. (1988). New issues in corporate finance, *European Economic Review*, 32 (5), pp. 1167-1183.
- Miller, M.H. (2012). Debt and Taxes, *the Journal of Finance*, 32 (2), pp. 261-275.
- Mokhova, N. & Zinecker, M. (2014). Macroeconomic Factors and Corporate Capital Structure, *Procedia – Social and Behavioral Sciences*, 110, pp. 530-540.
- Modigliani, F. & Miller, M.H. (1963). Corporate income taxes and the cost of capital: a correction, *The American Economic Review*, 53 (3), pp. 433-443.
- Myers, S. C. (2001). Capital structure. *The journal of economic perspectives*, 15(2), 81-102.
- Myers, S.C. (1984). The capital structure puzzle, *The journal of finance*, 39 (3), pp. 574-592
- Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of financial economics*, 13(2), 187-221.
- O'Brien, J. & David, P. (2010). Firm growth and type of debt: the paradox of discretion, *Industrial & Corporate Change*, 19 (1), pp. 51-80.
- Öztekin, Ö. & Flannery, M.J. (2012). Institutional determinants of capital structure adjustment speeds, *Journal of Financial Economics*, 103 (1), pp. 88-112.
- Rajan, R. G., & Zingales, L. (1995). What do we know about capital structure? Some evidence from international data. *The journal of Finance*, 50(5), 1421-1460.
- Rao, N.V., Al-Yahyaee, K.H.M. & Syed, L.A. (2007). Capital structure and financial performance: evidence from Oman, *Indian Journal of Economics and Business*, 6 (1).
- Romano, C. A., Tanewski, G. A., & Smyrniotis, K. X. (2001). Capital structure decision making: A model for family business. *Journal of business venturing*, 16(3), 285-310.

Shyam-Sunder, L., & Myers, S. C. (1999). Testing static tradeoff against pecking order models of capital structure. *Journal of financial economics*, 51(2), 219-244.

Stearns, L.B. & Mizruchi, M.S. (1993). Board composition and corporate financing: the impact of financial institution representation on borrowing, *Academy of management Journal*, 36 (3), pp. 603-618.

Strebulaev, I. A. (2007). Do tests of capital structure theory mean what they say?. *The Journal of Finance*, 62(4), 1747-1787.

Titman, S. & Wessels, R. (2012). The determinants of capital structure choice, *The Journal of Finance*, 43 (1), pp. 1-19.