



**ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΘΕΣΣΑΛΙΑΣ
ΤΜΗΜΑ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ**

**ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ
«ΕΥΕΛΙΚΤΕΣ ΜΕΘΟΔΟΙ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ»**

**ΚΕΦΑΛΑΙΑΚΗ ΔΟΜΗ ΚΑΙ ΑΠΟΦΑΣΕΙΣ ΣΕ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ ΚΑΙ
ΟΡΓΑΝΙΣΜΟΥΣ**

ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΗ ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ

ΕΛΕΝΗ ΔΑΜΑΛΗ

ΕΠΙΒΛΕΠΩΝ ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ: ΘΕΜΙΣΤΟΚΛΗΣ ΛΑΖΑΡΙΔΗΣ

ΛΑΡΙΣΑ, ΦΕΒΡΟΥΑΡΙΟΣ 2024

Υπεύθυνη Δήλωση

«Δηλώνω υπεύθυνα ότι η συγκεκριμένη μεταπτυχιακή διπλωματική εργασία για τη λήψη του μεταπτυχιακού τίτλου σπουδών του ΠΜΣ Πλήρους Φοίτησης του Πανεπιστημίου Θεσσαλίας «Ενέλικτες Μέθοδοι Διοίκησης» έχει συγγραφεί από εμένα προσωπικά και δεν έχει υποβληθεί ούτε έχει εγκριθεί στο πλαίσιο κάποιου άλλου μεταπτυχιακού ή προπτυχιακού τίτλου σπουδών, στην Ελλάδα ή στο εξωτερικό. Η εργασία αυτή έχοντας εκπονηθεί από εμένα, αντιπροσωπεύει τις προσωπικές μου απόψεις επί του θέματος και το κείμενο είναι γραμμένο με τα δικά μου λόγια και δεν αποτελεί προϊόν λογοκλοπής από τρίτες πηγές. Οι πηγές στις οποίες ανέτρεξα για την εκπόνηση της συγκεκριμένης διπλωματικής αναφέρονται στο σύνολό τους, δίνοντας πλήρεις αναφορές στους συγγραφείς, συμπεριλαμβανομένων και των πηγών που ενδεχομένως χρησιμοποιήθηκαν από το διαδίκτυο».

Ο Δηλών/ουσα

Πίνακας περιεχομένων

Περίληψη.....	4
Abstract	5
1. Εισαγωγή.....	6
2. Βιβλιογραφική Ανασκόπηση.....	7
3. Κεφαλαιακή Διάρθρωση	14
3.1 Μοντέλο της Αντιστάθμισης (Trade-off Model)	14
3.2 Θεωρία Ιεράρχησης πηγών χρηματοδότησης (Pecking Order Hypothesis)	15
3.3 Θεωρία των Modigliani και Miller	17
3.4 Η θεωρία του Market Timing	19
4. Επισκόπηση εμπειρικής βιβλιογραφίας.....	20
5. Κεφαλαιακή Διάρθρωση Ελληνικών Επιχειρήσεων	30
5.1 Κεφαλαιακή Διάρθρωση.....	30
5.2 Διανομή Κερδών Ελληνικών Επιχειρήσεων.....	35
6. Συμπεράσματα	40
Βιβλιογραφικές Αναφορές.....	43

Περίληψη

Η παρούσα εργασία εξετάζει τη βιβλιογραφία σχετικά με την κεφαλαιακή διάρθρωση, τη μερισματική πολιτική και τη διανομή κερδών των ελληνικών επιχειρήσεων. Εξετάζει διάφορες θεωρίες, συμπεριλαμβανομένου του υποδείγματος αντιστάθμισης, της ιεραρχίας των πηγών χρηματοδότησης, της θεωρίας Modigliani και Miller και του χρονισμού της αγοράς. Η θεωρία της κεφαλαιακής διάρθρωσης υποδηλώνει ότι οι επιχειρήσεις λαμβάνουν συνειδητές αποφάσεις σχετικά με το μείγμα ιδίων και ξένων κεφαλαίων για να εξισορροπήσουν τις φορολογικές εκπτώσεις από το δανεισμό και τα μειονεκτήματα της μόχλευσης. Το υπόδειγμα αντιστάθμισης υποθέτει μια ευνοϊκότερη κεφαλαιακή διάρθρωση όταν τα φορολογικά πλεονεκτήματα αντισταθμίζουν την αύξηση του κόστους χρηματοοικονομικής δυσχέρειας. Η χρηματοδότηση προέρχεται από εσωτερικό χρήμα, δάνεια και νέες μετοχές, με την εσωτερική χρηματοδότηση να είναι η πρώτη, ακολουθούμενη από το χρέος εάν εξαντληθούν τα κεφάλαια και από τα ίδια κεφάλαια εάν απαιτείται εξωτερική χρηματοδότηση. Η θεωρία των Modigliani και Miller υποδηλώνει ότι η αξία μιας επιχείρησης δεν επηρεάζεται από την κεφαλαιακή της διάρθρωση. Η θεωρία του χρονισμού της αγοράς εξηγεί τις αποφάσεις των διευθυντών σχετικά με τη χρηματοδότηση, ελαχιστοποιώντας το κόστος χρηματοδότησης.

Λέξεις κλειδιά: Κεφαλαιακή Διάρθρωση, Pecking Order Hypothesis, Trade-off Model, Market Timing Hypothesis

Abstract

This paper examines the literature on the capital structure, dividend policy and profit distribution of Greek firms. It examines various theories, including the hedging model, the hierarchy of funding sources, Modigliani and Miller theory, and market timing. Capital structure theory suggests that firms make conscious decisions about the mix of equity and debt to balance the tax deductions from borrowing and the disadvantages of leverage. The hedging model assumes a more favourable capital structure when tax advantages offset the increase in the cost of financial distress. Funding comes from internal money, loans and new equity, with internal funding being the first, followed by debt if capital is exhausted and equity if external funding is required. Modigliani and Miller's theory suggests that the value of a firm is not affected by its capital structure. The market timing theory explains managers' decisions on financing by minimizing the cost of financing.

Keywords: Capital Structure, Pecking Order Hypothesis, Trade-off Model, Market Timing Hypothesis

1. Εισαγωγή

Στην παρούσα εργασία εξετάζεται η βιβλιογραφία κεφαλαιακής διάρθρωσης των επιχειρήσεων. Συγκεκριμένα παρουσιάζεται ένα ευρύ φάσμα της βιβλιογραφίας, τόσο για την κεφαλαιακή διάρθρωση, όσο και για την μερισματική πολιτική και την διανομή κερδών των επιχειρήσεων. Για αρχή εξετάζονται οι βασικότερες θεωρίες κεφαλαιακής διάρθρωσης, το μοντέλο της αντιστάθμισης, η θεωρία της ιεράρχησης πηγών χρηματοδότησης, η θεωρία Modigliani και Miller καθώς και η θεωρία του Market Timing.

Συνοπτικά, με βάση τη θεωρία της κεφαλαιακής διάρθρωσης, τα στελέχη της επιχείρησης λαμβάνουν συνειδητή απόφαση σχετικά με το συνδυασμό ιδίων και ξένων κεφαλαίων προκειμένου να επιτύχουν μια αρμονική ισορροπία μεταξύ των πλεονεκτημάτων των φορολογικών εκπτώσεων που συνδέονται με το δανεισμό και των μειονεκτημάτων που συνδέονται με τη μόχλευση (Leverage).

Η θεωρία της αντιστάθμισης υποθέτει ότι η ευνοϊκότερη κεφαλαιακή διάρθρωση επιτυγχάνεται όταν η τρέχουσα αξία του φορολογικού πλεονεκτήματος που προκύπτει από τον περαιτέρω δανεισμό αντισταθμίζεται από την αύξηση της τρέχουσας αξίας του κόστους της χρηματοοικονομικής δυσπραγίας (Myers, 1984).

Έπειτα, η θεωρία της ιεράρχησης πηγών χρηματοδότησης, υποθέτει ότι η διοίκηση διαθέτει ανώτερη γνώση όσον αφορά τις επενδυτικές προοπτικές της επιχείρησης σε σύγκριση με τους εξωτερικούς επενδυτές, με αποτέλεσμα να υπάρχει ασυμμετρία πληροφοριών στην αγορά. Η χρηματοδότηση προέρχεται από τρεις κύριες πηγές: εσωτερικό χρήμα, δάνεια και νέα αποθέματα. Οι εταιρείες ιεραρχούν τις πηγές χρηματοδότησής τους, δίνοντας μεγαλύτερη προτεραιότητα στην εσωτερική χρηματοδότηση, ακολουθούμενη από το χρέος, και θεωρώντας την αύξηση μετοχών ως έσχατη λύση. Επομένως, η πρώτη πηγή χρηματοδότησης είναι η εσωτερική χρηματοδότηση, ακολουθούμενη από την έκδοση χρέους εάν εξαντληθούν τα εσωτερικά κεφάλαια, και τέλος καταφεύγουν στην έκδοση μετοχών όταν η περαιτέρω έκδοση χρέους δεν είναι πλέον εφικτή. Σύμφωνα με αυτή την ιδέα, οι επιχειρήσεις ακολουθούν μια ιεραρχία πηγών χρηματοδότησης. Δίνουν προτεραιότητα στη χρήση εσωτερικής χρηματοδότησης όταν αυτή είναι διαθέσιμη, και αν χρειάζονται εξωτερική χρηματοδότηση, επιλέγουν το χρέος έναντι των ιδίων κεφαλαίων. Τα ίδια κεφάλαια θα περιλάμβαναν την έκδοση μετοχών, η οποία θα εισήγαγε εξωτερική

ιδιοκτησία στον οργανισμό. Ως εκ τούτου, το είδος του χρέους που επιλέγει μια επιχείρηση θα μπορούσε να χρησιμεύσει ως ένδειξη της απαίτησής της για εξωτερική χρηματοδότηση.

Στη συνέχεια, η θεωρία που πρότειναν οι Modigliani και Miller υποστηρίζει ότι η αξία μιας επιχείρησης δεν επηρεάζεται από την κεφαλαιακή της διάρθρωση και μπορεί να προσδιοριστεί με την κεφαλαιοποίηση της αναμενόμενης απόδοσης σύμφωνα με το επίπεδο κινδύνου της.

Τέλος εξετάζεται η θεωρία του Market Timing. Οι Baker και Wurgler (2002) ανέπτυξαν τη θεωρία του χρονισμού της αγοράς για τη διάρθρωση του κεφαλαίου και εξέφρασαν τις αμφιβολίες τους για τις θεωρίες του trade-off και της pecking order ως προς την ικανότητά τους να εξηγήσουν τη διάρθρωση του κεφαλαίου. Η θεωρία αυτή εξηγεί την τάση των διοικητικών στελεχών να ακολουθούν τις αγορές και να λαμβάνουν αποφάσεις την κατάλληλη στιγμή σχετικά με τον τρόπο χρηματοδότησης των επιχειρήσεων, σύμφωνα πάντα με τις ανάγκες της επιχείρησης και με στόχο την ελαχιστοποίηση του κόστους χρηματοδότησης.

Στη συνέχεια παρατίθεται ένα κεφάλαιο όπου εξετάζει τις θεωρίες κεφαλαιακής διάρθρωσης Ελληνικών επιχειρήσεων. Στο συγκεκριμένο κεφάλαιο εξετάζονται όλες οι θεωρίες που προαναφέρθηκαν καθώς και η διανομή κερδών των επιχειρήσεων. Τέλος, παρατίθεται ένα κεφάλαιο με τα συμπεράσματα της εργασίας και συζητούνται ευρέως τα ευρήματα από την κεφαλαιακή διάρθρωση των Ελληνικών επιχειρήσεων.

2. Βιβλιογραφική Ανασκόπηση

Ασφαλώς ένα από τα πιο διάσημα άρθρα για την κεφαλαιακή διάρθρωση των επιχειρήσεων είναι αυτό των Modigliani και Miller (1958). Οι Modigliani και Miller (1958) παρουσίασαν τη διάσημη πρότασή τους, ευρέως γνωστή ως θεώρημα MM, η οποία υποδηλώνει ότι, υπό ορισμένες προϋποθέσεις, η κεφαλαιακή διάρθρωση μιας επιχείρησης είναι άσχετη με τη συνολική αγοραία αξία της. Υποστηρίζουν ότι σε μια τέλεια κεφαλαιαγορά χωρίς φόρους, κόστη συναλλαγών και ασυμμετρίες πληροφόρησης, η αξία μιας επιχείρησης καθορίζεται αποκλειστικά από την παρούσα αξία των ταμειακών ροών της, ανεξάρτητα από τον τρόπο με τον οποίο αυτές οι ταμειακές ροές κατανέμονται μεταξύ χρέους και ιδίων κεφαλαίων. Παράλληλα, αποδεικνύουν τον ισχυρισμό τους περί μη σχετικότητας χρησιμοποιώντας την προσέγγιση του καθαρού λειτουργικού εισοδήματος (NOI). Αποδεικνύουν ότι, ανεξάρτητα

από τον λόγο χρέους προς ίδια κεφάλαια, το κόστος κεφαλαίου παραμένει σταθερό, με αποτέλεσμα ένα σταθερό μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου (WACC) για την εταιρεία.

Οι παραδοσιακές θεωρίες που υποστηρίζουν ότι υπάρχει μια ιδανική κεφαλαιακή διάρθρωση επικρίνονται από τους Modigliani και Miller (1958). Υποστηρίζουν ότι οι επιχειρήσεις δεν μπορούν να προσθέσουν αξία αποκλειστικά μέσω των αποφάσεων χρηματοδότησης σε μια τέλεια αγορά κεφαλαίου, επειδή οι επενδυτές μπορούν να αναπαράγουν οποιαδήποτε κεφαλαιακή δομή μέσω προσωπικής μόχλευσης. Αν και οι φόροι και το κόστος πτώχευσης είναι παραδείγματα ελαττωμάτων της αγοράς που μπορούν να επηρεάσουν τις αποφάσεις κεφαλαιακής διάρθρωσης μιας επιχείρησης, οι συγγραφείς παραδέχονται ότι το επιχείρημά τους περί μη συνάφειας βασίζεται στην υπόθεση ότι υπάρχουν άψογες κεφαλαιαγορές. Δημιούργησαν το έδαφος για άλλους μελετητές να διερευνήσουν πώς αυτές οι ατέλειες επηρεάζουν τις επιλογές στην κεφαλαιακή διάρθρωση.

Συνολικά, ο κλάδος της εταιρικής χρηματοδότησης έχει αλλάξει σημαντικά και μόνιμα από το άρθρο των Modigliani και Miller. Η πρωτοποριακή θεωρία τους για την έλλειψη σημασίας της κεφαλαιακής διάρθρωσης προκάλεσε πολλές συζητήσεις και πρόσθετη έρευνα σχετικά με τις διάφορες αδυναμίες της αγοράς που επηρεάζουν τις χρηματοοικονομικές επιλογές στον πραγματικό κόσμο. Είναι ζωτικής σημασίας να κατανοήσουμε ότι το θεώρημα MM βασίζεται σε ορισμένες υποθέσεις που ενδέχεται να μην ισχύουν στην πραγματική χρήση. Η θεωρία τους έχει έκτοτε επεκταθεί από μελέτες που λαμβάνουν υπόψη πράγματα όπως οι φόροι, το κόστος αντιπροσώπευσης και οι ασυμμετρίες γνώσης, παρέχοντας μια πιο σύνθετη κατανόηση των επιλογών κεφαλαιακής διάρθρωσης.

Τέλος, τα ευρήματα των Modigliani και Miller από το 1958 είχαν αντίκτυπο τόσο στην ακαδημαϊκή έρευνα όσο και στη χρηματοοικονομική πρακτική, ενθαρρύνοντας την κριτική επαναξιολόγηση της σχέσης μεταξύ της κεφαλαιακής διάρθρωσης και της αξίας των επιχειρήσεων. Το θεώρημα MM εξακολουθεί να χρησιμοποιείται ως θεωρητικό κριτήριο για την αξιολόγηση του τρόπου με τον οποίο διαφορετικές πραγματικές συνθήκες επηρεάζουν τις χρηματοοικονομικές επιλογές των επιχειρήσεων.

Οι Jensen και Meckling (1976) ενίσχυσαν επίσης τη βιβλιογραφία σχετικά με τη διάρθρωση του κεφαλαίου συζητώντας τη συμπεριφορά των διευθυντών και το κόστος αντιπροσώπευσης. Οι Jensen και Meckling (1976) διατύπωσαν τη θεωρία της αντιπροσώπευσης (agency theory), η οποία υπογραμμίζει ότι οι μέτοχοι (εντολείς)

αναθέτουν την εξουσία λήψης αποφάσεων σε διευθυντές (πράκτορες), οι οποίοι ενδέχεται να μην ενεργούν πάντοτε προς το συμφέρον των μετόχων. Αυτή η σύγκρουση συμφερόντων δημιουργεί κόστος αντιπροσώπευσης που επηρεάζει τις προτιμήσεις της επιχείρησης για την κεφαλαιακή της διάρθρωση.

Οι συγγραφείς διερευνούν επίσης πώς η στάση των διευθυντών απέναντι στον κίνδυνο και η απροθυμία τους απέναντι σε συγκεκριμένες επιλογές χρηματοδότησης μπορούν να επηρεάσουν τις αποφάσεις σχετικά με την κεφαλαιακή διάρθρωση. Εισάγει την έννοια ότι οι μάνατζερ μπορεί να προτιμούν τη χρήση εσωτερικά παραγόμενων κεφαλαίων για να αποφύγουν την εξωτερική εποπτεία ή τους περιορισμούς που συνδέονται με τη χρηματοδότηση μέσω χρέους. Εμβαθύνουν στις συνέπειες της συγκέντρωσης της ιδιοκτησίας και στο ρόλο των σημαντικών μετόχων ή των θεσμικών επενδυτών στην άμβλυνση των συγκρούσεων αντιπροσώπευσης. Η συγκεντρωμένη ιδιοκτησία θεωρείται ως μια πιθανή μέθοδος ευθυγράμμισης των κινήτρων των διευθυντικών στελεχών με εκείνα των μετόχων, επηρεάζοντας έτσι τις προτιμήσεις για τη διάρθρωση του κεφαλαίου.

Οι συγγραφείς υπογραμμίζουν τη σημασία της αναγνώρισης των μετόχων ως τελικών αποδεκτών των υπολειμματικών ταμειακών ροών από την επιχείρηση, επηρεάζοντας τις επιθυμίες τους για μερίσματα και μόχλευση. Το θεμελιώδες άρθρο των Jensen και Meckling (1976) καθιερώνει μια θεμελιώδη θεωρία που εμπλουτίζει σημαντικά την κατανόηση της συμπεριφοράς των επιχειρήσεων, των αποφάσεων που σχετίζονται με τη διάρθρωση του κεφαλαίου και των επιπτώσεων της διάρθρωσης της ιδιοκτησίας. Το έγγραφο αντιμετωπίζει τη δυσχέρεια εντολέα-αντιπροσώπου εντός των επιχειρήσεων και εξετάζει πώς η σχέση αυτή επηρεάζει τη συμπεριφορά των διευθυντικών στελεχών και, κατά συνέπεια, τις αποφάσεις σχετικά με την κεφαλαιακή διάρθρωση.

Η βασική παραδοχή της έρευνάς τους, υποστηρίζει ότι ο διαχωρισμός μεταξύ ιδιοκτησίας και ελέγχου σε μια επιχείρηση οδηγεί σε κόστος αντιπροσώπευσης, όπου οι διευθυντές ενδέχεται να ενεργούν με γνώμονα το προσωπικό τους συμφέρον, αποκλίνοντας ενδεχομένως από τα συμφέροντα των μετόχων. Οι συγγραφείς υποστηρίζουν ότι αυτά τα κόστη αντιπροσώπευσης διαδραματίζουν καθοριστικό ρόλο στη διαμόρφωση των αποφάσεων μιας επιχείρησης σχετικά με τη διάρθρωση του κεφαλαίου.

Συνολικά, το έργο των Jensen και Meckling παρέχει ένα ισχυρό θεωρητικό υπόβαθρο για τους μελετητές και τους επαγγελματίες που ασχολούνται με τις αποφάσεις σχετικά με τη

διάρθρωση του κεφαλαίου και τα θέματα αντιπροσώπευσης εντός των επιχειρήσεων. Υπογραμμίζει τη σημασία του κόστους αντιπροσώπευσης και της διοικητικής συμπεριφοράς στη διαμόρφωση των προτιμήσεων για τη διάρθρωση του κεφαλαίου και προτείνει ότι διάφοροι μηχανισμοί διακυβέρνησης θα μπορούσαν δυνητικά να αμβλύνουν τις συγκρούσεις αντιπροσώπευσης.

Επιπλέον, ο Myers (1984) εμβαθύνει στο βασικό ερώτημα γιατί οι εταιρείες διατηρούν μια συγκεκριμένη ισορροπία μεταξύ χρέους και ιδίων κεφαλαίων στην κεφαλαιακή τους διάρθρωση. Διερευνά τους παράγοντες που επηρεάζουν τις αποφάσεις χρηματοδότησης των επιχειρήσεων και στοχεύει να φωτίσει το "παζλ της κεφαλαιακής διάρθρωσης" - την παρατήρηση ότι τα επίπεδα μόχλευσης των επιχειρήσεων ποικίλλουν σημαντικά παρά την ύπαρξη διαφόρων θεωριών που προσπαθούν να εξηγήσουν τη βέλτιστη κεφαλαιακή διάρθρωση.

Ξεκινά συζητώντας τις προτάσεις των Modigliani και Miller (MM), οι οποίες υποδηλώνουν ότι σε τέλειες κεφαλαιαγορές, η αξία μιας επιχείρησης είναι ανεξάρτητη από την κεφαλαιακή της διάρθρωση. Οι προτάσεις αυτές υποθέτουν ότι δεν υπάρχουν φόροι, κόστη συναλλαγών και ασυμμετρίες πληροφόρησης, καθιστώντας το μείγμα χρηματοδότησης άσχετο με τη συνολική αξία μιας επιχείρησης. Ωστόσο, ο Myers (1984) υποστηρίζει ότι ο πραγματικός κόσμος αποκλίνει από τις υποθέσεις των τέλειων κεφαλαιαγορών, οδηγώντας σε διάφορες ατέλειες της αγοράς. Αυτές οι ατέλειες, όπως οι φόροι, το κόστος πτώχευσης και οι ασυμμετρίες πληροφόρησης, επηρεάζουν το κόστος κεφαλαίου μιας επιχείρησης και παρέχουν μια λογική για τις επιχειρήσεις να καθορίσουν μια στοχευμένη κεφαλαιακή διάρθρωση.

Το άρθρο εισάγει τη θεωρία των ανταλλαγμάτων της κεφαλαιακής διάρθρωσης, υποδηλώνοντας ότι οι επιχειρήσεις εξισορροπούν τα οφέλη του χρέους (π.χ. φορολογικές ασπίδες) με τα κόστη (π.χ. χρηματοοικονομική δυσπραγία και κόστος αντιπροσώπευσης). Η βέλτιστη κεφαλαιακή διάρθρωση, επομένως, περιλαμβάνει μια αντιστάθμιση μεταξύ του φορολογικού πλεονεκτήματος του χρέους και του αυξημένου κινδύνου χρηματοοικονομικής δυσπραγίας.

Ο Myers παρουσιάζει επίσης τη θεωρία της ιεραρχίας των επιχειρήσεων, η οποία υποστηρίζει ότι οι επιχειρήσεις προτιμούν την εσωτερική χρηματοδότηση (παρακρατηθέντα κέρδη) έναντι της εξωτερικής χρηματοδότησης (έκδοση χρέους ή μετοχών). Η προτίμηση

αυτή οφείλεται στις ασυμμετρίες πληροφόρησης, όπου οι μάνατζερ πιστεύουν ότι η αγορά θεωρεί τα εσωτερικά κεφάλαια λιγότερο αρνητικά σηματοδοτικά σε σύγκριση με την εξωτερική χρηματοδότηση. Παράλληλα, εμβαθύνει στον τρόπο με τον οποίο το κόστος αντιπροσώπευσης, που προκύπτει από τις συγκρούσεις μεταξύ των διευθυντών και των μετόχων, μπορεί να επηρεάσει τις αποφάσεις για τη διάρθρωση του κεφαλαίου. Επιπλέον, η υπόθεση της σηματοδότησης υποδηλώνει ότι οι επιχειρήσεις χρησιμοποιούν τις χρηματοδοτικές τους επιλογές για να σηματοδοτήσουν πληροφορίες σχετικά με τις μελλοντικές τους προοπτικές στους εξωτερικούς επενδυτές.

Συνοψίζοντας, το άρθρο του Myers (1984) συμβάλλει σημαντικά στην κατανόηση των αποφάσεων κεφαλαιακής διάρθρωσης, αναδεικνύοντας την αλληλεπίδραση μεταξύ των υποθέσεων των τέλει κεφαλαιαγορών και των ατελειών της αγοράς στον πραγματικό κόσμο. Με την εισαγωγή και τη σύγκριση της θεωρίας της αντιστάθμισης και της θεωρίας της ιεραρχίας, το άρθρο παρέχει πολύτιμες πληροφορίες σχετικά με τους παράγοντες που καθοδηγούν τις χρηματοδοτικές επιλογές των επιχειρήσεων. Ωστόσο, όπως κάθε έρευνα, το άρθρο έχει περιορισμούς. Μεταγενέστερες μελέτες έχουν αμφισβητήσει ορισμένες υποθέσεις και έχουν διερευνήσει άλλους παράγοντες που επηρεάζουν τις αποφάσεις κεφαλαιακής διάρθρωσης, όπως η εταιρική διακυβέρνηση και ο συγχρονισμός της αγοράς. Εν κατακλείδι, το "The Capital Structure Puzzle" παραμένει ένα κρίσιμο έργο στον τομέα της εταιρικής χρηματοδότησης, θέτοντας τις βάσεις για περαιτέρω έρευνα σχετικά με την πολυπλοκότητα των αποφάσεων κεφαλαιακής διάρθρωσης και τις συνέπειές τους για τις επιχειρήσεις και τους οργανισμούς. Οι ερευνητές και οι επαγγελματίες συνεχίζουν να βασίζονται στις ιδέες του Myers, εδραιώνοντας το άρθρο αυτό ως ακρογωνιαίο λίθο στη συνεχιζόμενη διερεύνηση του παζλ της κεφαλαιακής διάρθρωσης.

Επιπλέον, οι Rajan και Zingales (1995) διεξάγουν μια ολοκληρωμένη εμπειρική ανάλυση που διερευνά τους παράγοντες που επηρεάζουν τις αποφάσεις κεφαλαιακής διάρθρωσης σε διάφορα έθνη. Η παρούσα μελέτη εξετάζει τον τρόπο με τον οποίο τα χαρακτηριστικά αυτά διαφέρουν μεταξύ των εθνικών συνόρων, προκειμένου να προσφέρει φως στους παράγοντες που επηρεάζουν τις αποφάσεις χρηματοδότησης των επιχειρήσεων.

Αναλύοντας τις αποφάσεις κεφαλαιακής διάρθρωσης σε διάφορα έθνη, οι Rajan και Zingales (1995) είναι, επίσης, σε θέση να διερευνήσουν τις επιδράσεις των θεσμικών και ρυθμιστικών παραγόντων που είναι μοναδικοί σε κάθε έθνος στις αποφάσεις χρηματοδότησης των επιχειρήσεων. Οι συγγραφείς θέλουν να βρουν παρόμοιες τάσεις και

διακυμάνσεις στη διάρθρωση κεφαλαίου σε διάφορα οικονομικά πλαίσια εξετάζοντας πολυάριθμα έθνη. Εξετάζουν επίσης τον τρόπο με τον οποίο οι αποφάσεις σχετικά με την κεφαλαιακή διάρθρωση επηρεάζονται από τις διαφοροποιήσεις στη νομική προστασία των επενδυτών και των μετόχων. Η ισχυρότερη νομική προστασία μπορεί να οδηγήσει σε χαμηλότερα έξοδα αντιπροσώπευσης, αυξάνοντας τη σημασία της εξωτερικής χρηματοδότησης, ενώ η μικρότερη νομική προστασία μπορεί να αυξήσει την εξάρτηση από τους εσωτερικούς πόρους.

Η μελέτη εξετάζει τον τρόπο με τον οποίο επηρεάζονται οι επιλογές της κεφαλαιακής διάρθρωσης από τις διαφοροποιήσεις στη νομική προστασία των μετόχων και των επενδυτών. Η ισχυρότερη νομική προστασία μπορεί να οδηγήσει σε χαμηλότερα έξοδα αντιπροσώπευσης, αυξάνοντας τη σημασία της εξωτερικής χρηματοδότησης, ενώ η λιγότερη νομική προστασία μπορεί να αυξήσει την εξάρτηση από τους εσωτερικούς πόρους. Εξετάζουν επίσης τη σχέση μεταξύ της επέκτασης της κεφαλαιαγοράς και των αποφάσεων εταιρικής κεφαλαιακής διάρθρωσης. Οι επιχειρήσεις μπορεί να έχουν ευκολότερη πρόσβαση σε περισσότερες εξωτερικές πηγές χρηματοδότησης σε πιο ανεπτυγμένες αγορές, γεγονός που θα μπορούσε να έχει αντίκτυπο στο πόση μόχλευση επιλέγουν να χρησιμοποιήσουν. Προκειμένου να προσδιορίσουν την επίδραση των ειδικών χαρακτηριστικών των επιχειρήσεων στις προτιμήσεις κεφαλαιακής διάρθρωσης, οι Rajan και Zingales (1995) εξέτασαν παράγοντες όπως το μέγεθος, η κερδοφορία, οι προοπτικές ανάπτυξης και η απτή φύση των περιουσιακών στοιχείων. Ανάλογα με το οικονομικό κλίμα, οι μεταβλητές αυτές μπορεί να επηρεάσουν τις αποφάσεις χρηματοδότησης που λαμβάνουν οι επιχειρήσεις με διάφορους τρόπους.

Συνολικά, το άρθρο των Rajan και Zingales προσφέρει διορατικές πληροφορίες σχετικά με τους παράγοντες που επηρεάζουν τις αποφάσεις κεφαλαιακής διάρθρωσης από μια παγκόσμια άποψη. Η μελέτη εμβαθύνει την κατανόηση του τρόπου με τον οποίο οι θεσμικές διαφοροποιήσεις και οι μακροοικονομικοί παράγοντες επηρεάζουν τις αποφάσεις χρηματοδότησης των επιχειρήσεων, αναλύοντας δεδομένα από διαφορετικά έθνη.

Τα συμπεράσματα της μελέτης βασίζονται σε εμπειρικές παρατηρήσεις, και παρόλο που οι συγγραφείς λαμβάνουν υπόψη έναν αριθμό μεταβλητών, η αιτιώδης συνάφεια δεν μπορεί πάντα να αποδειχθεί με βεβαιότητα. Επιπλέον, η έκθεση δεν ισχυρίζεται ότι προσφέρει μια οριστική λύση στο αίνιγμα της κεφαλαιακής διάρθρωσης, διότι το ιδανικό μείγμα χρηματοδότησης εξαρτάται πιθανώς από την κατάσταση και την έρευνα. Έχουμε πλέον

καλύτερη γνώση του τρόπου με τον οποίο οι επιχειρήσεις επιλέγουν το μείγμα χρηματοδότησής τους σε διάφορες οικονομικές συνθήκες, λόγω της εξέτασης των διακρατικών διακυμάνσεων και των επιπτώσεων των θεσμικών αλλαγών στην παρούσα μελέτη. Οι ακαδημαϊκοί της εταιρικής χρηματοδότησης συνεχίζουν να βασίζονται σε αυτές τις ανακαλύψεις για να αποκτήσουν βαθύτερη γνώση της παγκόσμιας δυναμικής που επηρεάζει τις αποφάσεις για τη διάρθρωση του κεφαλαίου.

Τέλος, οι Fama και French (2005) παρέχουν μια διεξοδική ανάλυση των κυριότερων θεωριών και εμπειρικών ευρημάτων που αφορούν τον προσδιορισμό των επιλογών κεφαλαιακής διάρθρωσης στις εταιρικές οντότητες. Το άρθρο παρέχει μια εμπεριστατωμένη ανάλυση των καθοριστικών παραγόντων που διαμορφώνουν την απόφαση μιας εταιρείας όσον αφορά την κατανομή της χρηματοδότησης με δανειακά και ίδια κεφάλαια. Προσφέρει μια ολοκληρωμένη επισκόπηση των εξέχουσων θεωριών που είναι ευρέως αναγνωρισμένες στο πεδίο της εταιρικής χρηματοδότησης.

Οι Fama και French (2005) εξετάζουν έξι πρωταρχικούς τομείς εστίασης στη συζήτησή τους. Η προσέγγιση trade-off προτείνει ότι οι οργανισμοί καθορίζουν την κεφαλαιακή τους διάρθρωση εξετάζοντας προσεκτικά τα πλεονεκτήματα του χρέους, όπως τα φορολογικά πλεονεκτήματα, σε σύγκριση με τα μειονεκτήματα, όπως το ενδεχόμενο οικονομικών δυσκολιών. Το άρθρο εξετάζει τα εμπειρικά στοιχεία που υποστηρίζουν τη θεωρία του trade-off και διερευνά τα διάφορα στοιχεία που επηρεάζουν τα βέλτιστα επίπεδα μόχλευσης για τις επιχειρήσεις.

Περαιτέρω, η υπόθεση της ιεράρχησης της ιεραρχίας υποθέτει ότι οι επιχειρήσεις δείχνουν προτίμηση στη χρησιμοποίηση εσωτερικών πηγών χρηματοδότησης, όπως τα παρακρατηθέντα κέρδη, σε αντίθεση με τις εξωτερικές πηγές, όπως το χρέος ή οι εκδόσεις μετοχών. Η προτίμηση αυτή αποδίδεται στην παρουσία ασυμμετριών γνώσης. Η τάση αυτή έχει ως αποτέλεσμα μια διαδοχική στρατηγική χρηματοδότησης, κατά την οποία οι εταιρείες στρέφονται σε εξωτερική χρηματοδότηση μόνο όταν τα εσωτερικά τους κεφάλαια είναι ανεπαρκή.

3. Κεφαλαιακή Διάρθρωση

3.1 Μοντέλο της Αντιστάθμισης (Trade-off Model)

Με βάση τη θεωρία της κεφαλαιακής διάρθρωσης, τα στελέχη της επιχείρησης λαμβάνουν συνειδητή απόφαση σχετικά με το συνδυασμό ιδίων και ξένων κεφαλαίων προκειμένου να επιτύχουν μια αρμονική ισορροπία μεταξύ των πλεονεκτημάτων των φορολογικών εκπτώσεων που συνδέονται με το δανεισμό και των μειονεκτημάτων που συνδέονται με τη μόχλευση. Η δυνατότητα φορολογικής έκπτωσης των πληρωμών τόκων για δάνεια επιτρέπει στις επιχειρήσεις να μειώσουν τις φορολογικές τους υποχρεώσεις ενώ χρησιμοποιούν δανειακά κεφάλαια. Αντίθετα, ο δανεισμός αποτελεί μειονέκτημα, καθώς αυξάνει την πιθανότητα οικονομικών προβλημάτων για τον οργανισμό. Σύμφωνα με τον Myers (1984), η θεωρία της αντιστάθμισης υποθέτει ότι η ευνοϊκότερη κεφαλαιακή διάρθρωση επιτυγχάνεται όταν η τρέχουσα αξία του φορολογικού πλεονεκτήματος που προκύπτει από τον περαιτέρω δανεισμό αντισταθμίζεται από την αύξηση της τρέχουσας αξίας του κόστους της χρηματοοικονομικής δυσπραγίας.

Τα οφέλη που συνδέονται με τη συγκεκριμένη φιλοσοφία μπορούν να περιγραφούν ως εξής, όπως αναφέρει ο Myers (1984): Πρώτον, η πρόταση δεν υποστηρίζει ριζοσπαστικές διορθωτικές κινήσεις, αλλά προτείνει μάλλον μια μετριοπαθή προσέγγιση του δανεισμού. Ταυτόχρονα, η λογική πίσω από την προτεινόμενη κεφαλαιακή διάρθρωση είναι κατανοητή, καθιστώντας την εύκολα αντιληπτή. Η επικρατούσα συναίνεση μεταξύ των μελών της διοίκησης είναι ότι ο δανεισμός συνοδεύεται από φορολογικά πλεονεκτήματα- ωστόσο, αναγνωρίζεται ότι ο υπερβολικός δανεισμός μπορεί να δημιουργήσει προκλήσεις για τη δανειζόμενη οντότητα. Επιπλέον, οι οργανισμοί με σημαντικό αριθμό άυλων περιουσιακών στοιχείων και προοπτικές ανάπτυξης έχουν αυξημένους κινδύνους που σχετίζονται με τις δαπάνες που προκύπτουν κατά τη διάρκεια οικονομικών δυσκολιών. Αντίθετα, οι καθιερωμένες και οικονομικά ασφαλείς εταιρείες που διαθέτουν κυρίως υλικά περιουσιακά στοιχεία στον ισολογισμό τους παρουσιάζουν μεγαλύτερη ικανότητα να εξασφαλίζουν υψηλότερα επίπεδα δανεισμού. Η ιδέα αυτή λαμβάνει επομένως υπόψη τα μοναδικά χαρακτηριστικά κάθε μεμονωμένης επιχείρησης. Επιπλέον, η εγκυρότητα της θεωρίας της αντιστάθμισης υποστηρίζεται από εμπειρικές έρευνες που εξετάζουν την επίδραση των ανακοινώσεων που σχετίζονται με τη διάρθρωση του κεφαλαίου στις τιμές των μετοχών. Συγκεκριμένα, τα ευρήματα δείχνουν ότι οι ανακοινώσεις που αφορούν υψηλότερη

μόχλευση και επαναγορά μετοχών συνδέονται συνήθως με ανοδική κίνηση στις τιμές των μετοχών. Αντίθετα, οι ανακοινώσεις που αφορούν νέες εκδόσεις μετοχών τείνουν να οδηγούν σε πτώση των τιμών των μετοχών (Myers, 1984).

Αντιθέτως, η υπόθεση της αντιστάθμισης έχει επίσης ορισμένα μειονεκτήματα: Σύμφωνα με τους Berens και Cuny (1995), ένα μειονέκτημα της θεωρίας αντιστάθμισης είναι η τάση της να προτείνει δείκτες χρέους σημαντικά μεγαλύτερους από αυτούς που συναντώνται πραγματικά σε πραγματικά σενάρια. Με βάση την έρευνα που διεξήγαγε ο Benito (2003), διατυπώνεται η άποψη ότι, εάν η έννοια της θεωρίας αντιστάθμισης ισχύει, οι επιχειρήσεις έχουν τη δυνατότητα να ευθυγραμμίσουν το πρόσθετο πλεονέκτημα που αποκτούν από κάθε πρόσθετη μονάδα δανεισμού με το αντίστοιχο πρόσθετο κόστος, διατηρώντας παράλληλα αμετάβλητα τα περιουσιακά τους στοιχεία και τα επενδυτικά τους σχέδια. Κατά συνέπεια, αυτό επιτρέπει στο δανεισμό και τη μόχλευση να ενισχύσουν την κερδοφορία της επιχείρησης. Παρ' όλα αυτά, είναι σημαντικό να αναγνωριστεί ότι η συγκεκριμένη θέση μπορεί δυνητικά να περιλαμβάνει ορισμένους κινδύνους, καθώς θα μπορούσε να ενθαρρύνει τις επιχειρήσεις να προχωρήσουν σε υπερβολικό δανεισμό πέραν των πραγματικών τους αναγκών.

Σύμφωνα με τον Myers (1984), ο προσδιορισμός του βέλτιστου δείκτη χρέους μιας επιχείρησης περιλαμβάνει μια προσεκτική εξέταση των πλεονεκτημάτων και μειονεκτημάτων που συνδέονται με το δανεισμό, διατηρώντας παράλληλα σταθερά τα περιουσιακά στοιχεία και τα επενδυτικά σχέδια της επιχείρησης. Η βέλτιστη στρατηγική για την επιχείρηση θα περιλάμβανε την προσαρμογή της σύνθεσης της κεφαλαιακής της διάρθρωσης, δηλαδή την αντικατάσταση των ιδίων κεφαλαίων με δανειακά ή το αντίστροφο, προκειμένου να επιτευχθεί η υψηλότερη δυνατή αξία. Ελλείψει κόστους προσαρμογής και με βάση την υπόθεση της θεωρίας αντιστάθμισης, μπορεί να υποστηριχθεί ότι ο δείκτης χρέους θα παρουσιάζει βέλτιστη τιμή. Παρ' όλα αυτά, είναι σημαντικό να αναγνωρίσουμε ότι στα σενάρια του πραγματικού κόσμου, υπάρχουν ορισμένα έξοδα που συνδέονται με την πραγματοποίηση των απαραίτητων τροποποιήσεων, τα οποία, ως εκ τούτου, εμποδίζουν τους οργανισμούς να επιτύχουν αβίαστα την επιθυμητή τιμή του δείκτη.

3.2 Θεωρία Ιεράρχησης πηγών χρηματοδότησης (Pecking Order Hypothesis)

Η θεωρία της ιεράρχησης, όπως προτάθηκε από τον Myers (1984), βασίζεται σε δύο βασικές υποθέσεις. Πρώτον, υποθέτει ότι η διοίκηση διαθέτει ανώτερη γνώση όσον αφορά τις

επενδυτικές προοπτικές της επιχείρησης σε σύγκριση με τους εξωτερικούς επενδυτές, με αποτέλεσμα να υπάρχει ασυμμετρία πληροφοριών στην αγορά. Η παρατήρηση ότι η διοίκηση λειτουργεί προς το καλύτερο δυνατό όφελος των σημερινών μετόχων. Σύμφωνα με τον Myers, σε τέτοιες καταστάσεις, μια επιχείρηση μπορεί να απέχει από την πραγματοποίηση επενδύσεων που παρέχουν θετική καθαρή παρούσα αξία, εάν αυτές οδηγούν σε αύξηση του μετοχικού της κεφαλαίου. Η προαναφερθείσα θεωρία της κεφαλαιακής διάρθρωσης έχει την ικανότητα να διευκρινίζει τρία διαφορετικά εμπειρικά γεγονότα.

Αρχικά, μπορεί να παρατηρηθεί ότι οι δείκτες κερδοφορίας και οι δείκτες χρέους έχουν αντίστροφη σχέση. Σε περιπτώσεις όπου οι επιχειρήσεις παρουσιάζουν υψηλή κερδοφορία και διαθέτουν επαρκείς χρηματοοικονομικούς πόρους για να καλύψουν τις επενδυτικές τους ανάγκες, δεν είναι υποχρεωμένες να επιδιώκουν δανεισμό μόνο για να αποκομίσουν φορολογικά πλεονεκτήματα. Επιπλέον, παρατηρείται ότι η εισαγωγή νέας έκδοσης μετοχών προκαλεί αρνητική αντίδραση από τις αγορές. Κατά συνέπεια, η διοίκηση τείνει να επιδιώκει αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου μόνο όταν δεν έχει άλλη εναλλακτική λύση ή όταν αντιλαμβάνεται ότι οι μετοχές της επιχείρησης διαπραγματεύονται σε υψηλότερη αξία από ό,τι δικαιολογείται. Τελικά, το φαινόμενο αυτό μπορεί να δώσει μια εξήγηση για τα σημαντικά μετρητά και τα χρεόγραφα που παρατηρούνται στις επιχειρήσεις.

Μια άλλη διαδεδομένη πεποίθηση, αντιπροσωπευτική ενός σημαντικού μέρους των επενδυτών, είναι η τάση τους να επιδεικνύουν έλλειψη εμπιστοσύνης στις δραστηριότητες της διοίκησης. Ως εκ τούτου, είναι ορθολογικό για τη διοίκηση να αποφεύγει να αναζητήσει χρηματοδότηση από εσωτερικές πηγές και αντ' αυτού να απευθύνεται σε εξωτερικές οντότητες. Σύμφωνα με την προαναφερθείσα πεποίθηση, η θεωρία του Myers (1984) υποστηρίζει ότι η εγχώρια χρηματοδότηση θα πρέπει να έχει προτεραιότητα ως αρχική επιλογή. Οι επενδυτές τρέφουν ανησυχίες σχετικά με τις πιθανές ανακρίβειες στην αξιολόγηση τόσο των αποτιμήσεων των ιδίων κεφαλαίων όσο και των χρεών, με μεγαλύτερο βαθμό κινδύνου να συνδέεται με τα ίδια κεφάλαια από τη δική τους οπτική γωνία. Ως εκ τούτου, σύμφωνα με τη θεωρία της ιεράρχησης των πηγών χρηματοδότησης, προτείνεται ότι σε περίπτωση που μια επιχείρηση χρειάζεται εξωτερική χρηματοδότηση, θα πρέπει να προτιμάται ο δανεισμός παρά η έκδοση πρόσθετων μετοχών. Η θεωρία της ιεραρχίας των δανείων υποστηρίζει ότι, στο πεδίο του δανεισμού, είναι σκόπιμο να δίνεται προτεραιότητα στη χρήση των πιο ασφαλών χρηματοδοτικών μέσων.

Ο Myers (1984) παρουσίασε ένα εννοιολογικό πλαίσιο που περιγράφει μια σειρά από χρηματοοικονομικές αποφάσεις που θα πρέπει να λαμβάνουν υπόψη τους οι επιχειρήσεις. Η αρχική εναλλακτική λύση περιλαμβάνει εσωτερική χρηματοδότηση, η οποία χρησιμεύει για να παρακάμψει την εξωτερική ανάμειξη. Επιπλέον, αξίζει να σημειωθεί ότι δεν υπάρχουν συναφή έξοδα εγγραφής στο χρηματιστήριο, τα οποία αφορούν τη χρησιμοποίηση των παρακρατηθέντων κερδών. Η δεύτερη εναλλακτική λύση είναι ο δανεισμός, κατά τον οποίο οι πάροχοι κεφαλαίων δεν συμμετέχουν στη διαχείριση της επιχείρησης, με αποτέλεσμα να μειώνονται οι δαπάνες για την άντληση κεφαλαίων σε σύγκριση με άλλα είδη εξωτερικής χρηματοδότησης. Επιπλέον, ενσωματώνεται η εξέταση της ασύμμετρης πληροφόρησης και της σηματοδότησης, καθώς η πράξη της λήψης ενός νέου δανείου θεωρείται ως ευνοϊκή ένδειξη για τους επενδυτές. Η επόμενη εναλλακτική λύση συνεπάγεται τη χρήση προνομιούχων μετοχών, οι οποίες διαθέτουν ορισμένα ευνοϊκά χαρακτηριστικά που μοιάζουν με το δανεισμό, παρά την ταξινόμησή τους ως μετοχές. Τα υβριδικά χρεωστικά μέσα, όπως τα μετατρέψιμα ομόλογα, χρησιμοποιούνται συνήθως στις χρηματοπιστωτικές αγορές. Η έκδοση μετοχών θεωρείται η λιγότερο ευνοϊκή μέθοδος χρηματοδότησης λόγω των δυσμενών επιπτώσεών της στο κύρος των σημερινών μετόχων και των σημαντικών δαπανών που συνδέονται με τη διαδικασία. Επιπλέον, η εναλλακτική αυτή λύση μεταφέρει ένα απαισιόδοξο μήνυμα στους δυνητικούς επενδυτές.

Επομένως, ενώ η θεωρία της αντιστάθμισης προσφέρει κάποια εξηγητική δύναμη όσον αφορά τα παρατηρούμενα επίπεδα χρέους, η υπόθεση της ιεραρχίας παρέχει ένα πιο ολοκληρωμένο πλαίσιο για την κατανόηση των διακυμάνσεων της κεφαλαιακής διάρθρωσης.

3.3 Θεωρία των Modigliani και Miller

Η θεωρία της κεφαλαιακής διάρθρωσης έχει συγκεντρώσει σημαντική προσοχή, ιδίως μεταξύ των χρηματοοικονομικών οικονομολόγων, μετά το θεμελιώδες έργο των Modigliani και Miller (1958), το οποίο εισήγαγε τη "θεωρία της μη σχετικότητας της κεφαλαιακής διάρθρωσης". Πριν από τις συνεισφορές τους, δεν υπήρχε συναίνεση όσον αφορά το θέμα, χωρίς να υπάρχει μια επικρατούσα υπόθεση που να αναγνωρίζεται ευρέως. Η θεωρία που πρότειναν οι Modigliani και Miller υποστηρίζει ότι η αξία μιας επιχείρησης δεν επηρεάζεται από την κεφαλαιακή της διάρθρωση και μπορεί να προσδιοριστεί με την κεφαλαιοποίηση της αναμενόμενης απόδοσης σύμφωνα με το επίπεδο κινδύνου της.

Το προαναφερθέν συμπέρασμα προέκυψε από τη διατύπωση ορισμένων παραδοχών που αφορούν την οικονομική σφαίρα, ακολουθούμενη από μια μαθηματική απόδειξη που τεκμηριώνει την απουσία οποιασδήποτε επίδρασης της κεφαλαιακής διάρθρωσης στην αξία μιας εταιρείας. Οι βασικές παραδοχές της ανάλυσης βασίζονται στις έννοιες των απεριόριστων συνθηκών της αγοράς και της απουσίας οποιουδήποτε σχετικού κόστους κατά τη διενέργεια συναλλαγών. Επιπλέον, υποτίθεται ότι τόσο οι δανειστές όσο και οι δανειολήπτες υπόκεινται σε πανομοιότυπα επιτόκια χωρίς κίνδυνο και ότι η παρουσία κόστους πτώχευσης είναι αμελητέα. Επιπλέον, το πλαίσιο εξετάζει αποκλειστικά δύο τρόπους χρηματοδότησης των επιχειρήσεων, δηλαδή τον δανεισμό και τα ίδια κεφάλαια, ενώ υποθέτει ότι όλες οι επιχειρήσεις εκτίθενται σε ισοδύναμα επίπεδα κινδύνου. Επιπλέον, λαμβάνονται υπόψη η απουσία φορολογικών επιπτώσεων, οι προοπτικές ανάπτυξης και η ύπαρξη κοινής πληροφόρησης. Τέλος, υποτίθεται ότι η διαδικασία λήψης διοικητικών αποφάσεων δίνει σταθερά προτεραιότητα στη μεγιστοποίηση του πλούτου των μετόχων. Με απλά λόγια, δεν είναι δυνατόν οι παρούσες αξίες να διαφέρουν μεταξύ δύο οργανισμών που προσφέρουν το ίδιο επίπεδο και μέγεθος καθαρού λειτουργικού εισοδήματος. Η πρώτη ομάδα κατέχει μια αντίθετη προοπτική από τη συμβατική χρηματοοικονομική θεωρία και ευθυγραμμίζεται στενά με την υπόθεση του καθαρού λειτουργικού εισοδήματος. Σύμφωνα με τη συμβατική θεωρία, η κεφαλαιακή διάρθρωση μιας επιχείρησης δεν είναι ανεξάρτητη τόσο από το συνολικό κόστος κεφαλαίου όσο και από την αξία της επιχείρησης. Υποστηρίζει ότι υπάρχει μια βέλτιστη κεφαλαιακή διάρθρωση που ελαχιστοποιεί το κόστος και μεγιστοποιεί την αξία της επιχείρησης.

Με πιο ακριβή τρόπο, το θεώρημα των Modigliani – Miller υποθέτει την ύπαρξη δύο διαφορετικών επιχειρήσεων: μιας μη μοχλευμένης επιχείρησης, η οποία χρηματοδοτείται μόνο μέσω ιδίων κεφαλαίων, και μιας μοχλευμένης επιχείρησης, η οποία χρηματοδοτείται μέσω ενός συνδυασμού ιδίων κεφαλαίων και χρέους. Υποστηρίζεται ότι υπάρχει μια χρονική στιγμή κατά την οποία η εταιρική αποτίμηση της μη μοχλευμένης οντότητας υπερβαίνει εκείνη της μοχλευμένης οντότητας. Το θεώρημα Modigliani - Miller αποδεικνύει ότι οι επενδυτές που κατέχουν μετοχές σε μια μη μοχλευμένη επιχείρηση έχουν τη δυνατότητα να πουλήσουν τις μετοχές τους και να χρησιμοποιήσουν τα έσοδα για να αγοράσουν τόσο χρέος όσο και μετοχές σε μια μοχλευμένη επιχείρηση. Με τον τρόπο αυτό σε συγκεκριμένη αναλογία, οι επενδυτές αυτοί μπορούν να δημιουργήσουν κέρδη αρμπιτράζ όταν εισπράττονται οι αναμενόμενες ταμειακές ροές. Επιπλέον, υποτίθεται ότι η μοχλευμένη εταιρεία διαθέτει υψηλότερη εταιρική αξία σε σύγκριση με τη μη μοχλευμένη

εταιρεία. Το θεώρημα Modigliani - Miller αποδεικνύει ότι οι επενδυτές που κατέχουν το κεφάλαιο μιας μοχλευμένης εταιρείας έχουν τη δυνατότητα να πουλήσουν τις μετοχές τους, να αποκτήσουν επιπλέον κεφάλαια μέσω δανεισμού και να χρησιμοποιήσουν το συνδυασμένο ποσό για να αγοράσουν ανάλογο αριθμό μετοχών από την μη μοχλευμένη εταιρεία. Αυτή η στρατηγική προσέγγιση τους επιτρέπει να παράγουν κέρδη αρμπιτράζ κατά την είσπραξη των ταμειακών ροών. Σε κάθε σενάριο, οι επενδυτές μπορούν να δημιουργήσουν κέρδη αρμπιτράζ πουλώντας τα περιουσιακά στοιχεία που θεωρούνται υπερτιμημένα και αγοράζοντας εκείνα που θεωρούνται υποτιμημένα.

3.4 Η θεωρία του Market Timing

Οι Baker και Wurgler (2002) ανέπτυξαν τη θεωρία του χρονισμού της αγοράς για τη διάρθρωση του κεφαλαίου και εξέφρασαν τις αμφιβολίες τους για τις θεωρίες του trade-off και της pecking order ως προς την ικανότητά τους να εξηγήσουν τη διάρθρωση του κεφαλαίου. Η θεωρία αυτή εξηγεί την τάση των διοικητικών στελεχών να ακολουθούν τις αγορές και να λαμβάνουν αποφάσεις την κατάλληλη στιγμή σχετικά με τον τρόπο χρηματοδότησης των επιχειρήσεων, σύμφωνα πάντα με τις ανάγκες της επιχείρησης και με στόχο την ελαχιστοποίηση του κόστους χρηματοδότησης. Σε αυτή την έρευνα οι Baker και Wurgler (2002), επισημαίνουν την επίδραση του συγχρονισμού της αγοράς μετοχών άμεσα στην κεφαλαιακή διάρθρωση. Χρησιμοποιούν τον δείκτη Market-to-book ratio για να μετρήσουν τις ευκαιρίες συγχρονισμού της αγοράς που εκμεταλλεύεται η διοίκηση. Εντοπίζουν επίσης ότι οι επιχειρήσεις με χαμηλά επίπεδα μόχλευσης τείνουν να είναι εκείνες που εκδίδουν χρέος όταν η τιμολόγηση ήταν υψηλή (υψηλό M/B), και αντίστοιχα οι επιχειρήσεις με υψηλά επίπεδα μόχλευσης τείνουν να είναι εκείνες που εκδίδουν χρέος όταν η τιμολόγηση ήταν χαμηλή (χαμηλό M/B).

Επιπλέον, αποδείχθηκε ότι οι διακυμάνσεις της τιμολόγησης στην αγορά ασκούν σημαντικό αντίκτυπο στη διάρθρωση του κεφαλαίου, φαινόμενο που παραμένει για τουλάχιστον δέκα έτη. Σύμφωνα με τα ευρήματα του Altı (2006), η θεωρία του χρονισμού της αγοράς καθίσταται παρωχημένη σε διάστημα δύο ετών. Η κατανόηση αυτών των ευρημάτων αποδεικνύεται πρόκληση όταν αναλύονται μέσα από το πρίσμα ορισμένων συμβατικών θεωριών κεφαλαιακής διάρθρωσης. Τελικά, οι ερευνητές απέδειξαν ότι τα συμπεράσματα που εξήγαγαν είναι πιο εύλογο να αποδίδονται στην αναποτελεσματικότητα της αγοράς παρά στην ασύμμετρη πληροφόρηση. Η λογική πίσω από αυτό το φαινόμενο μπορεί να

αποδοθεί στις αντιδράσεις των αγορών απέναντι στις επαναγορές μετοχών, δηλαδή στις αντιδράσεις της διοίκησης. Η έκταση της έκδοσης μετοχών εξαρτάται από τον βαθμό υποτίμησης ή υπερτίμησης των μετοχών σύμφωνα με τους Graham και Harvey (2001).

4. Επισκόπηση εμπειρικής βιβλιογραφίας

Οι θεμελιώδεις μελέτες που αποτέλεσαν τη βάση για την ανάπτυξη των θεωριών κεφαλαιακής διάρθρωσης περιλαμβάνουν τις εργασίες των Jensen και Meckling (1976) σχετικά με τη θεωρία του κόστους της αντιπροσώπευσης, των Myers και Majluf (1984) σχετικά με τη θεωρία της ιεραρχίας, των Bradley, Jarrell και Kim (1984) σχετικά με τη θεωρία της αντιστάθμισης και των Baker και Wurgler (2002) σχετικά με τη θεωρία της κεφαλαιακής διάρθρωσης του χρονισμού της αγοράς. Οι Jensen και Meckling (1976) συζητούν την έννοια της εξήγησης της κεφαλαιακής διάρθρωσης λαμβάνοντας υπόψη το κόστος αντιπροσώπευσης, το οποίο προκύπτει ως αποτέλεσμα των αντικρουόμενων συμφερόντων. Οι ερευνητές ξεκίνησαν την έρευνά τους αξιοποιώντας την προηγούμενη έρευνα που διεξήγαγαν οι Fama και Miller (1972).

Οι Jensen και Meckling (1976) ξεκινούν τη μελέτη τους υποστηρίζοντας ότι, στο πλαίσιο ενός οργανισμού, μια ομάδα ατόμων (που αναφέρονται ως διοίκηση) προσλαμβάνει τις υπηρεσίες ενός άλλου ανθρώπου (που αναφέρονται ως πράκτορας - agent) και τους αναθέτει την εξουσία λήψης αποφάσεων. Ένας τρόπος με τον οποίο η διοίκηση μπορεί να μετριάσει τις αποκλίσεις από το συμφέρον του πράκτορα είναι η εφαρμογή κατάλληλων κινήτρων που είναι ειδικά προσαρμοσμένα για να περιορίσουν την τάση του πράκτορα να εμπλακεί σε αποκλίνουσες συμπεριφορές. Επιπλέον, σε ορισμένες περιπτώσεις, μπορεί να είναι επωφελές για τον πράκτορα να διαθέσει πόρους (που αναφέρονται ως έξοδα δέσμευσης) προκειμένου να διασφαλίσει ότι απέχει από την υιοθέτηση απόψεων που θα μπορούσαν ενδεχομένως να βλάψουν την εταιρεία. Εναλλακτικά, ο αντιπρόσωπος μπορεί να ζητήσει αποζημίωση σε περίπτωση που εμπλακεί σε τέτοιες δραστηριότητες.

Αντίθετα, ο αντιπρόσωπος έχει τη δυνατότητα να εφαρμόσει τεχνικές παρακολούθησης, αλλά με πρόσθετα έξοδα και χωρίς καμία εγγύηση επιτυχίας. Παρ' όλα αυτά, είναι συνήθως ανέφικτο για τη διοίκηση ή τον αντιπρόσωπο να εγγυηθούν, χωρίς να επιβαρυνθούν με έξοδα, ότι ο αντιπρόσωπος θα λαμβάνει με συνέπεια τις βέλτιστες αποφάσεις σύμφωνα με τις οδηγίες της διοίκησης. Στην πλειονότητα των εταιρικών σχέσεων πρακτόρευσης, τόσο η διοίκηση όσο και ο πράκτορας θα έχουν έξοδα που σχετίζονται με την παρακολούθηση και

την εγγύηση. Επιπλέον, θα υπάρχει ένας ορισμένος βαθμός ασυμφωνίας μεταξύ των κρίσεων του πράκτορα και εκείνων που θα βελτιστοποιούσαν την ευημερία της διοίκησης.

Τα έξοδα αντιπροσώπευσης είναι μια πανταχού παρούσα πτυχή διαφόρων οντοτήτων, συμπεριλαμβανομένων οργανισμών, επιχειρήσεων, ιδρυμάτων, συνεταιρισμών και κυβερνήσεων, που καλύπτουν όλα τα επίπεδα διοίκησης της επιχείρησης. Στην επόμενη έρευνα, οι Jensen και Meckling (1976) επεκτείνουν την υπάρχουσα έρευνα για το κόστος αντιπροσώπευσης εξετάζοντας τη σχέση μεταξύ διοίκησης και αντιπροσώπων. Εστιάζουν συγκεκριμένα στο κόστος που σχετίζεται με τη χρηματοδότηση μέσω της έκδοσης μετοχών σε εξωτερικούς φορείς και στο κόστος που σχετίζεται με τη χρηματοδότηση μέσω χρέους. Το κόστος που συνδέεται με τη χρηματοδότηση μέσω της έκδοσης μετοχικού κεφαλαίου σε εξωτερικούς φορείς αφορά το σενάριο στο οποίο ο εντολέας πωλεί μετοχές της εταιρείας σε τρίτους ιδιώτες ή φορείς. Στη συνέχεια, η αλληλεπίδραση μεταξύ αυτών των δύο οντοτήτων δημιουργεί ένα νέο κόστος αντιπροσώπευσης, παράλληλα με τα έξοδα που προκύπτουν από την εποπτεία των δραστηριοτήτων των νεοεισαχθέντων μετόχων. Ταυτόχρονα, το μερίδιο του πράκτορα στη μετοχική σύνθεση της εταιρείας μειώνεται, μαζί με τη μείωση της προσπάθειας αναζήτησης νέων επενδυτικών προοπτικών. Η έννοια της δανειακής χρηματοδότησης αφορά την περίπτωση κατά την οποία ο πράκτορας αποκομίζει τα πλεονεκτήματα μιας επένδυσης σε ευνοϊκές καταστάσεις, ενώ το κόστος επωμίζεται συλλογικά σε δυσμενή σενάρια. Παρ' όλα αυτά, η χρησιμοποίηση του χρέους ως μέσο χρηματοδότησης οδηγεί σε μείωση της συνολικής αξίας της επιχείρησης, κυρίως λόγω της παρουσίας μηχανισμών παρακολούθησης που εφαρμόζονται από όλα τα εμπλεκόμενα μέρη.

Σύμφωνα με τη μελέτη που διεξήγαγαν οι Jensen και Meckling (1976), συνήθως παρατηρείται ότι το κόστος αντιπροσώπευσης τείνει να αυξάνεται σημαντικά όταν μια επιχείρηση βασίζεται σε δανειακή χρηματοδότηση ή όταν αντλεί ίδια κεφάλαια από εξωτερικούς φορείς. Ωστόσο, η αύξηση αυτή παρατηρείται μέχρι ένα ορισμένο όριο, μετά το οποίο ο ρυθμός αύξησης του κόστους αντιπροσώπευσης μειώνεται. Η επίτευξη της βέλτιστης κεφαλαιακής διάρθρωσης συμβαίνει όταν επιτυγχάνεται ένα μείγμα ιδίων και ξένων κεφαλαίων, με αποτέλεσμα την ελαχιστοποίηση του κόστους αντιπροσώπευσης.

Παρ' όλα αυτά, υπάρχουν διαφορετικές απόψεις στη βιβλιογραφία σχετικά με την αποτελεσματικότητα του χρέους στην αντιμετώπιση του ζητήματος της αντιπροσώπευσης, όπως προκύπτει από τις εργασίες των Harris και Raviv (1990) και του Stulz (1996). Οι μελέτες αυτές δίνουν αντίθετες απόψεις σχετικά με τα μειονεκτήματα που συνδέονται με το

χρέος. Η μελέτη που διεξήγαγαν οι Harris και Raniv (1990) αποκαλύπτει μια διάσταση απόψεων μεταξύ των διαχειριστών και των επενδυτών σχετικά με τις λειτουργικές διαδικασίες. Ειδικότερα, θεωρείται κοινώς ότι οι διαχειριστές διαθέτουν μια επίμονη τάση να διατηρούν τις συνεχιζόμενες λειτουργίες, ακόμη και σε περιπτώσεις όπου οι επενδυτές επιθυμούν την εκκαθάριση του οργανισμού. Σύμφωνα με τον Stulz (1996), αναμένεται ότι οι μάνατζερ διαθέτουν μια σταθερή τάση να διαθέτουν όλα τα προσβάσιμα χρήματα προς επενδύσεις, ακόμη και αν η επιλογή πληρωμών σε μετρητά θα απέφερε καλύτερα αποτελέσματα για τους επενδυτές. Ανεξάρτητα από αυτό, πιστεύεται ευρέως ότι η διαφορά δεν μπορεί να επιλυθεί αποτελεσματικά μέσω συμβατικών συμφωνιών που επικεντρώνονται γύρω από τις χρηματικές εισροές και τις επενδυτικές δαπάνες. Η συμπερίληψη του χρέους στο μοντέλο των Harris και Raniv (1990) χρησιμεύει για την ανακούφιση του ζητήματος παρέχοντας στους επενδυτές την ευκαιρία να ενισχύσουν τη ρευστοποίηση σε περίπτωση δυσμενών ταμειακών ροών. Σύμφωνα με το υπόδειγμα του Stulz, (1990) παρόμοιο με τα ευρήματα του Jensen (1986), η παρουσία δανειακών υποχρεώσεων οδηγεί σε μείωση των ταμειακών ροών. Ο καθορισμός της κεφαλαιακής διάρθρωσης περιλαμβάνει μια προσεκτική αξιολόγηση των πλεονεκτημάτων που απορρέουν από τη χρηματοδότηση μέσω χρέους σε σύγκριση με τα σχετικά μειονεκτήματα και έξοδα.

Οι Harris και Raniv (1990) διαπιστώνουν ότι η βέλτιστη κεφαλαιακή διάρθρωση συνεπάγεται ένα συμβιβασμό μεταξύ ενισχυμένων επιλογών ρευστοποίησης και αυξημένου κόστους αναζήτησης. Ένα αυξημένο επίπεδο χρέους ενισχύει τον προσδιορισμό της ρευστοποίησης αυξάνοντας την πιθανότητα αθέτησης. Σύμφωνα με το υπόδειγμα που προτείνουν οι Harris και Raniv (1990), οι επιχειρήσεις που διαθέτουν μεγαλύτερη αξία ρευστοποίησης, όπως αυτές με πάγια περιουσιακά στοιχεία, ή οι επιχειρήσεις με χαμηλότερο κόστος αναζήτησης, αναμένεται να παρουσιάζουν υψηλότερα επίπεδα χρέους και μεγαλύτερη πιθανότητα αθέτησης. Ωστόσο, οι επιχειρήσεις αυτές αναμένεται επίσης να διαθέτουν υψηλότερη αξία επιχείρησης σε σύγκριση με παρόμοιες επιχειρήσεις με χαμηλότερη αξία ρευστοποίησης και υψηλότερο κόστος επένδυσης. Το σκεπτικό πίσω από το αυξημένο επίπεδο χρέους εδράζεται στην ιδέα ότι η υψηλότερη αξία ρευστοποίησης αυξάνει την πιθανότητα η ρευστοποίηση να θεωρείται η βέλτιστη πορεία δράσης. Ως εκ τούτου, η απόκτηση πληροφοριών έχει μεγαλύτερη χρησιμότητα και η επίτευξη υψηλότερου βαθμού χρέους θεωρείται στόχος. Ομοίως, οι μειώσεις των εξόδων έρευνας αυξάνουν ταυτόχρονα την προκύπτουσα αξία των αποδόσεων, οδηγώντας έτσι σε μεγαλύτερη συσσώρευση χρέους. Η κλιμάκωση των επιπέδων χρέους συνδέεται με αντίστοιχη αύξηση

των ποσοστών αθέτησης. Τα ευρήματα των Harris και Raviv (1990) καταδεικνύουν ότι τα αποτελέσματα είναι ανεξάρτητα από το αν μια πτωχευμένη επιχείρηση επιλέγει να αναδιοργανωθεί ή να ρευστοποιηθεί. Τα ευρήματα καταδεικνύουν ότι η πιθανότητα αναδιοργάνωσης μειώνεται όσο αυξάνεται η αξία ρευστοποίησης, ενώ παραμένει ανεπηρέαστη από τα κόστη ερευνών.

Οι ερευνητές χρησιμοποίησαν την υπόθεση των σταθερών αποδόσεων στην κλίμακα για να διαπιστώσουν ότι η αναλογία του χρέους σε σχέση με το αναμενόμενο σταθερό εισόδημα, την πιθανότητα αθέτησης, το ποσοστό απόδοσης και την πιθανότητα αναδιοργάνωσης παραμένει ανεπηρέαστη από το μέγεθος της επιχείρησης. Σύμφωνα με τους Harris και Raviv (1990), ο συνδυασμός αυτών των χαρακτηριστικών υποδηλώνει ότι οι επιχειρήσεις με υψηλότερη μόχλευση είναι πιθανό να έχουν υψηλότερη αξία, μεγαλύτερη αναλογία χρέους σε σχέση με το αναμενόμενο εισόδημα και μειωμένη πιθανότητα ανασυγκρότησης μετά από εκκαθάριση.

Η μελέτη του Stulz (1996) εξετάζει την ιδανική κεφαλαιακή διάρθρωση, η οποία καθορίζεται με την εξισορρόπηση των πλεονεκτημάτων του χρέους για τον μετριασμό των επενδύσεων σε έργα με φθίνουσα αξία έναντι του σχετικού κόστους του χρέους. Επομένως, σύμφωνα με τη μελέτη του Jensen (1986), αναμένεται ότι οι επιχειρήσεις που εμπλέκονται σε σημαντικές επενδυτικές δραστηριότητες θα παρουσιάζουν χαμηλότερα επίπεδα χρέους σε σύγκριση με τους ώριμους οργανισμούς που έχουν βιώσει βραδύτερη ανάπτυξη και δραστηριοποιούνται σε κλάδους με υψηλή ρευστότητα. Επιπλέον, ο Stulz (1996) υποστηρίζει ότι οι διευθυντές είναι πιθανό να επιδεικνύουν απροθυμία στην υιοθέτηση των βέλτιστων επιπέδων χρέους. Κατά συνέπεια, μπορεί να αναμένεται ότι οι επιχειρήσεις που είναι πιο επιρρεπείς στο να στοχοποιηθούν για αναδοχή, θα διαθέτουν υψηλότερα επίπεδα χρέους, όταν όλα τα άλλα είναι ίσα. Αντίθετα, οι επιχειρήσεις που έχουν εφαρμόσει μηχανισμούς για την αντιμετώπιση της αναδοχής θα παρουσιάζουν τα χαμηλότερα επίπεδα χρέους.

Στη μελέτη τους, οι Flannery και Rangan (2005) αναλύουν τη θεωρία του trade-off της κεφαλαιακής διάρθρωσης και την αντιπαραβάλλουν με τις υποκείμενες παραδοχές των πρωταρχικών θεωριών, δηλαδή τη θεωρία της ιεραρχίας, του χρονισμού της αγοράς και της αδράνειας.

Οι θεωρίες της ιεραρχίας, του χρονισμού της αγοράς και της αδράνειας δεν αναγνωρίζουν σημαντική επίδραση της μόχλευσης στην αξία της επιχείρησης, οπότε δεν λαμβάνονται προληπτικά μέτρα για την αντιστροφή των μεταβολών της μόχλευσης. Από την άλλη πλευρά, η υπόθεση της αντιστάθμισης υποθέτει ότι η παρουσία των ατελειών της αγοράς οδηγεί σε σύνδεση μεταξύ της μόχλευσης και της αξίας της επιχείρησης. Κατά συνέπεια, οι επιχειρήσεις θα λάβουν προληπτικά μέτρα για να αντισταθμίσουν τυχόν αποκλίσεις από τον ιδανικό δείκτη χρέους. Ο ρυθμός με τον οποίο οι επιχειρήσεις διορθώνουν τις αποκλίσεις από τον επιθυμητό λόγο χρέους εξαρτάται από το κόστος μόχλευσης. Σύμφωνα με τη θεωρία της αντιστάθμισης, οι επιχειρήσεις θα πρέπει να αποφεύγουν να αποκλίνουν από τη βέλτιστη μόχλευση, καθώς κάτι τέτοιο δεν συνεπάγεται πρόσθετο κόστος. Στη μελέτη τους, οι Flannery και Rangan (2005) χρησιμοποιούν το υπόδειγμα μερικής προσαρμογής για να εξετάσουν τη σχέση μεταξύ των θεωριών της κεφαλαιακής διάρθρωσης. Το υπόδειγμά τους ενσωματώνει διάφορους ανεξάρτητους παράγοντες, δηλαδή το μέγεθος της εταιρείας, τα περιουσιακά στοιχεία, τη μοναδικότητα του προϊόντος, τις προοπτικές ανάπτυξης και τα φορολογικά κίνητρα, ενώ αντιμετωπίζει τη μόχλευση ως εξαρτημένη μεταβλητή. Τα ευρήματα των ερευνητών δείχνουν ότι οι οργανισμοί που εξετάστηκαν στη μελέτη τους ακολουθούν τη θεωρία της κεφαλαιακής διάρθρωσης που βασίζεται σε συμβιβασμούς. Οι εταιρείες αυτές καθορίζουν έναν μακροπρόθεσμο στόχο μόχλευσης και καταβάλλουν προσπάθειες για την επίτευξή του.

Σε αντίθεση με προηγούμενες μελέτες, οι επιχειρήσεις που είναι είτε υπερδανεισμένες είτε υποδανεισμένες παρουσιάζουν ετήσιο ποσοστό που υπερβαίνει το 30%, προκειμένου να διορθωθεί αυτή η ανισότητα στη μόχλευση. Τα ευρήματα των Flannery και Rangan (2005) ευθυγραμμίζονται με άλλες σύγχρονες εμπειρικές μελέτες σχετικά με τη διάρθρωση του κεφαλαίου, συμπεριλαμβανομένων των εργασιών των Jalilvand και Harris (1984) και Leary και Roberts (2002). Οι Jalilvand και Harris (1984) εντοπίζουν έναν σημαντικό παράγοντα προσαρμογής, τον οποίο ερμηνεύουν ως ενδεικτικό των επιχειρήσεων που επιδίδονται σε βελτιστοποίηση του δείκτη χρέους. Η μελέτη αποκαλύπτει έναν ετήσιο ρυθμό προσαρμογής της τάξης του 5,7%, υποδεικνύοντας ότι οι αμερικανικές επιχειρήσεις αναπροσαρμόζουν αμέσως τον στόχο του δείκτη μόχλευσης όταν αυτός αποκλίνει από το επιθυμητό επίπεδο. Επιπλέον, παρατηρήθηκε ότι εκτός από τα έξοδα και τα κέρδη-στόχο, η ταχύτητα προσαρμογής στο στόχο επηρεάζεται σημαντικά από παράγοντες όπως η επαναφορά, το μέγεθος της επιχείρησης, τα επιτόκια και το επίπεδο του χρηματιστηριακού δείκτη. Το αποτέλεσμα αυτό μπορεί να προσφέρει πληροφορίες για τους λόγους που κρύβονται πίσω

από τις διαφοροποιήσεις στις ταχύτητες προσαρμογής που παρατηρήθηκαν σε προηγούμενες έρευνες.

Ωστόσο, οι Leary και Roberts (2005) παρουσιάζουν εμπειρικά ευρήματα βασισμένα στην αμερικανική αγορά, τα οποία δείχνουν ότι το κόστος ασυμμετρίας των πληροφοριών διαδραματίζει σημαντικό ρόλο στις επιλογές χρηματοδότησης που κάνουν οι αμερικανικές επιχειρήσεις οι οποίες εφαρμόζουν μια προσέγγιση δυναμικής επανεξισορρόπησης. Οι ερευνητές παρατηρούν ότι οι αμερικανικές επιχειρήσεις έχουν μειωμένη τάση να χρησιμοποιούν εξωτερικούς χρηματοδοτικούς πόρους σε περιπτώσεις όπου τα εσωτερικά τους κεφαλαιακά επίπεδα είναι ανεπαρκή. Ωστόσο, επιδεικνύουν αυξημένη τάση να χρησιμοποιούν τέτοιους πόρους όταν αντιμετωπίζουν σημαντικές επενδυτικές απαιτήσεις. Ως αποτέλεσμα, οι ερευνητές εξάγουν το συμπέρασμα ότι οι εταιρείες μπορεί να έχουν καθορίσει τον επιθυμητό δείκτη μόχλευσης και να επιδεικνύουν προτίμηση στη χρησιμοποίηση εσωτερικών πόρων έναντι εξωτερικών πηγών. Το εύρημα αυτό έρχεται σε αντίθεση με τα ευρήματα των Flannery και Rangan (2005). Ωστόσο, έχει παρατηρηθεί ότι οι αμερικανικές επιχειρήσεις έχουν την τάση να αυξάνουν (μειώνουν) τη μόχλευση όταν αυτή είναι συγκριτικά χαμηλή (υψηλή). Σύμφωνα με τα ευρήματα των Leary και Roberts (2005), υπάρχει ετήσιος ρυθμός προσαρμογής της τάξης του 25%. Τα ευρήματα της παρούσας μελέτης υποδεικνύουν δύο βασικά σημεία. Πρώτον, η προσαρμογή της μόχλευσης μπορεί να διαφέρει ανάλογα με το αν μειώνεται ή αυξάνεται, συγκεκριμένα όταν βρίσκεται πάνω ή κάτω από το επίπεδο-στόχο. Δεύτερον, ο βαθμός προσαρμογής προς το στόχο μπορεί να εκτελεστεί με τρόπο που να ευθυγραμμίζεται με τις αρχές της θεωρίας της ιεραρχίας. Η θεωρία αυτή βοηθά στην εξήγηση των διαφορετικών επιπέδων προσαρμογής της μόχλευσης που παρατηρήθηκαν σε προηγούμενες ερευνητικές μελέτες.

Στη θεμελιώδη μελέτη τους, οι Fama και French (1999) διερευνούν τη διάρθρωση κεφαλαίου ενός ποικίλου δείγματος 3000 εταιρειών. Οι συγγραφείς αναλύουν τη σχέση μεταξύ κεφαλαιακής διάρθρωσης και μερισμάτων, χρησιμοποιώντας τις θεωρίες trade-off και pecking order. Επιπλέον, εξετάζουν την επίδραση της κερδοφορίας και των επενδυτικών δυνατοτήτων σε αυτή τη σχέση. Οι Fama και French (1999) χρησιμοποίησαν στη μελέτη τους μεθοδολογία ανάλυσης παλινδρόμησης δύο σταδίων. Στην αρχική φάση, χρησιμοποιείται ανάλυση παλινδρόμησης για να διαπιστωθεί ο ευνοϊκότερος βαθμός μόχλευσης. Η μελέτη αυτή εξετάζει τόσο τις αγοραίες όσο και τις λογιστικές αξίες ως εξαρτημένη μεταβλητή, ενώ η κερδοφορία, τα περιουσιακά στοιχεία και οι φορολογικές

ελαφρύνσεις περιλαμβάνονται ως ανεξάρτητες μεταβλητές. Στην επόμενη φάση, οι ερευνητές ορίζουν ως εξαρτημένη μεταβλητή τη μεταβολή της μόχλευσης μεταξύ δύο διαδοχικών χρονικών περιόδων. Η ανεξάρτητη μεταβλητή ορίζεται ως πίνακας Z που περιλαμβάνει ιστορικές τιμές επενδύσεων και κερδών των επιχειρήσεων. Τα ευρήματα της μελέτης των Fama και French (1999) έχουν επικυρωθεί, ευθυγραμμιζόμενα με το υπάρχον σώμα επιστημονικών ερευνών. Οι ερευνητές κατέληξαν στο ακριβές συμπέρασμα ότι υπάρχει μια αρχική αρνητική σχέση μεταξύ της μόχλευσης και της κερδοφορίας, καθώς και μια θετική συσχέτιση μεταξύ της μόχλευσης και του μεγέθους της επιχείρησης.

Σε συνδυασμό με την έρευνα που διεξήγαγαν οι Fama και French (1999), οι Frank και Goyal (2003) έδειξαν ότι οι μικρότερες και νεότερες εταιρείες αντιμετωπίζουν τις οικονομικές τους ελλείψεις μέσω της χρήσης δανεισμού. Με έναν πιο εστιασμένο τρόπο, η μελέτη που διεξήγαγαν οι Frank και Goyal (2009) αφορούσε την επιλογή ενός δείγματος επιχειρήσεων με έδρα τις Ηνωμένες Πολιτείες, το οποίο κάλυπτε το χρονικό διάστημα από το 1950 έως το 2003. Στόχος της μελέτης ήταν να προσδιοριστούν τα στοιχεία που παρουσιάζουν σταθερή συσχέτιση με τη μόχλευση της αγοράς.

Με βάση ένα εκτεταμένο σύνολο μεταβλητών που χρησιμοποιήθηκαν σε προηγούμενη έρευνα που διεξήγαγαν οι Frank και Goyal (2003), οι συγγραφείς κατέληξαν στα παρακάτω ευρήματα. Οι εταιρείες που δραστηριοποιούνται σε κλάδους που χαρακτηρίζονται από υψηλό μέσο επίπεδο μόχλευσης τείνουν να εμφανίζουν παρόμοια υψηλό επίπεδο μόχλευσης. Οι εταιρείες που παρουσιάζουν υψηλό δείκτη αγοράς προς λογιστική αξία συνήθως επιδεικνύουν τάση διατήρησης χαμηλότερων επιπέδων μόχλευσης. Επιπλέον, παρατηρείται ότι οι οργανισμοί με μεγαλύτερο ποσοστό υλικών περιουσιακών στοιχείων τείνουν να παρουσιάζουν υψηλότερα επίπεδα μόχλευσης. Υπάρχει θετική συσχέτιση μεταξύ της κερδοφορίας μιας εταιρείας και του επιπέδου μόχλευσης. Υπό το πρίσμα του αναμενόμενου πληθωρισμού, παρατηρείται ότι οι επιχειρήσεις τείνουν να παρουσιάζουν αυξημένα επίπεδα χρέους.

Παράλληλα, οι Frank και Goyal (2009) εξέτασαν 39 διαφορετικές μεταβλητές που αφορούν την κεφαλαιακή διάρθρωση των αμερικανικών εταιρειών. Στόχος τους ήταν να αξιολογήσουν την εγκυρότητα των θεωριών trade-off και pecking order, καθώς και της θεωρίας του χρονισμού της αγοράς. Οι ερευνητές χρησιμοποίησαν ως παράγοντες στην ανάλυσή τους τη μόχλευση, τη λογιστική αξία, την αγοραία αξία, το συνολικό χρέος, το μακροπρόθεσμο χρέος και τον δείκτη κάλυψης τόκων. Στην οικονομετρική τους ανάλυση

όρισαν ως ανεξάρτητες μεταβλητές, τις εξής: median industry leverage με θετικό πρόσημο, bankruptcy risk με αρνητικό πρόσημο, firm size με θετικό πρόσημο, dividend payout με αρνητικό πρόσημο, intangibles με θετικό πρόσημο, market-to-book ratio με αρνητικό πρόσημο και τέλος η μεταβλητή collateral με θετικό πρόσημο. Όλες οι μεταβλητές παρουσίαζαν στατιστική σημαντικότητα.

Τα ευρήματα της παραπάνω μελέτης υποδεικνύουν μείωση της κερδοφορίας σε σύγκριση με προηγούμενες έρευνες, γεγονός που υποδηλώνει ότι οι εταιρείες τηρούν την αρχή της αντιστάθμισης (trade-off principle). Οι Frank και Goyal (2009) παρείχαν μια ολοκληρωμένη ανάλυση που έδειξε ότι η μόχλευση των επιχειρήσεων συνδέεται θετικά με τον μέσο όρο της μόχλευσης του κλάδου, το μέγεθος της επιχείρησης, τις εξασφαλίσεις και τα επιτόκια. Αντίθετα, η μόχλευση των επιχειρήσεων συσχετίζεται αρνητικά με τον δείκτη αγοράς προς λογιστική αξία και τα φορολογικά πλεονεκτήματα. Τα ευρήματά τους δείχνουν ότι το επίπεδο πωλήσεων είναι ζωτικής σημασίας για τις μερισματικές νεοσύστατες μικρές επιχειρήσεις, ενώ τα φορολογικά ζητήματα είναι υψίστης σημασίας για τις μεγάλες επιχειρήσεις.

Η μελέτη που διεξήχθη από τους Graham και Harvey (2001) είχε ως στόχο να εξετάσει την αμερικανική οικονομία, ερευνώντας 392 γενικούς διευθυντές από συνολικά 4440 επιχειρήσεις σχετικά με την κατανόηση των θεωριών κεφαλαιακής διάρθρωσης. Η μελέτη ακολούθησε μια συνεπή μεθοδολογία καθ' όλη τη διάρκεια. Οι έρευνες αφορούσαν τις κλίσεις των γενικών διευθυντών σε σχέση με τους χρηματοοικονομικούς προσδιορισμούς που αναλαμβάνουν, τη δαπάνη του κεφαλαίου, τους κινδύνους, τα κριτήρια που εξετάζουν για την έκδοση μετοχών και τις μεθόδους αξιολόγησης των επενδυτικών στρατηγικών τους.

Οι εταιρείες παρουσιάζουν μερική προσκόλληση στην υπόθεση της αντιστάθμισης και στοχεύουν στρατηγικά σε ένα συγκεκριμένο επίπεδο χρέους. Πρόσθετα ευρήματα δείχνουν ότι οι εταιρείες ακολουθούν επίσης σε κάποιο βαθμό τη θεωρία της ιεραρχίας (pecking order theory) και καθορίζουν ότι η κεφαλαιακή διάρθρωση δεν επηρεάζεται από το κόστος συναλλαγών, τις ταμειακές ροές και τα έξοδα που σχετίζονται με την υποεπένδυση και την υπερεπένδυση. Οι πρωταρχικοί παράγοντες για τη χορήγηση δανείων είναι η χρηματοοικονομική ευελιξία και η πιστοληπτική ικανότητα, ενώ οι παράγοντες για την έκδοση μετοχών είναι η μείωση των κερδών ανά μετοχή.

Στη μελέτη τους, οι Rajan και Zingales (1995) είχαν ως στόχο να προσδιορίσουν αν υπάρχει σχέση μεταξύ των επιλογών που κάνουν οι αμερικανικές επιχειρήσεις όσον αφορά την κεφαλαιακή τους διάρθρωση και των επιλογών που κάνουν οι επιχειρήσεις σε άλλες χώρες, ιδίως στις χώρες της G-7 (Öztekin, 2015). Συγκεκριμένα, εξέτασαν τους παράγοντες που επηρεάζουν το πρωτογενές πλαίσιο στις ανεπτυγμένες χώρες. Ως εξαρτημένη μεταβλητή προσδιορίστηκε η μόχλευση και ο δείκτης κάλυψης τόκων των εταιρειών, ενώ ως ανεξάρτητες μεταβλητές προσδιορίστηκαν το ποσοστό των ενσώματων περιουσιακών στοιχείων, η κερδοφορία, το μέγεθος της εταιρείας και ο δείκτης αγοράς προς λογιστική αξία. Σε συνολικό επίπεδο, διαπιστώθηκε ότι το ύψος του χρέους είναι αρκετά σταθερό μεταξύ των εθνών που απαρτίζουν την G-7. Επιπροσθέτως, τα χαρακτηριστικά που προηγούμενες μελέτες έχουν εντοπίσει ως σημαντικά για την επιρροή της κεφαλαιακής διάρθρωσης στις Ηνωμένες Πολιτείες έχουν επίσης συνέπειες για τα επίπεδα χρέους σε άλλες χώρες.

Η Öztekin (2015) διερευνά τους καθοριστικούς παράγοντες της κεφαλαιακής διάρθρωσης αναλύοντας ένα σημαντικό σύνολο δεδομένων επιχειρήσεων από 37 διαφορετικά έθνη. Η συγγραφέας προσδιορίζει το μέγεθος της επιχείρησης, τα κέρδη, τον πληθωρισμό και τη μόχλευση του κλάδου ως αξιόπιστους δείκτες μόχλευσης. Επιπλέον, η μελέτη δείχνει ότι η ποιότητα των επιχειρήσεων μπορεί να οδηγήσει είτε σε γρήγορες προσαρμογές της μόχλευσης είτε σε υψηλά επίπεδα μόχλευσης.

Η Öztekin (2015) διεξάγει μια μελέτη σχετικά με τη διαφοροποίηση του κεφαλαίου, βασιζόμενος σε προηγούμενες έρευνες (Rajan and Zingales, 1995; Booth et al., 2001; Antoniou, Guney and Paudyal, 2008; Fan, Titman and Twite, 2011). Στόχος της μελέτης είναι να διερευνήσει τους παράγοντες που καθορίζουν τη μόχλευση, την επίδραση των θεσμικών διαφορών στις αποφάσεις των επιχειρήσεων για τη μόχλευση και τον τρόπο με τον οποίο οι επιχειρήσεις προσαρμόζονται σε αυτές τις αποφάσεις. Η Öztekin (2015) διεξήγαγε μια ερευνητική μελέτη σχετικά με τις επιλογές χρηματοδότησης σε 37 χώρες από το 1991 έως το 2006. Εντοπίζοντας τους παράγοντες που συμβάλλουν στη μόχλευση, η Öztekin διαπίστωσε ότι οι μεγάλες επιχειρήσεις και οι επιχειρήσεις που δραστηριοποιούνται στον κλάδο τείνουν να έχουν υψηλά επίπεδα μόχλευσης. Σε γενικές γραμμές, η μέση επιχείρηση σε αυτές τις κατηγορίες έχει υψηλό επίπεδο μόχλευσης. Οι επιχειρήσεις με μεγαλύτερη κερδοφορία παρουσιάζουν μειωμένη μόχλευση, ενώ οι επιχειρήσεις που λειτουργούν σε συνθήκες πληθωρισμού παρουσιάζουν μειωμένο επίπεδο μόχλευσης. Η

ανάλυση αξιολογεί επίσης τη συσχέτιση μεταξύ των θεσμικών ανισοτήτων και της απόκλισης των χρηματοοικονομικών επιλογών στις διάφορες χώρες. Συγκεκριμένα, η ταχύτητα με την οποία μια μέση επιχείρηση προσαρμόζει τη μόχλευσή της σε μια χώρα με αποτελεσματικούς θεσμούς που ανταποκρίνονται άμεσα στις αλλαγές επηρεάζεται κυρίως από τους νομικούς και χρηματοπιστωτικούς θεσμούς. Η μελέτη αποκάλυψε επίσης ότι ένα υψηλό επίπεδο μόχλευσης συνδέεται με βελτιωμένα αποτελέσματα πτώχευσης, ενισχυμένη προστασία των πιστωτών, μειωμένη προστασία των μετόχων, αποδυναμωμένα πρότυπα λογιστικής και διαφάνειας, μειωμένη ευθύνη, πρότυπα επιβολής και αυξημένη κυριαρχία των συναλλαγών εμπιστευτικών πληροφοριών. Τα ευρήματα αυτά επιβεβαιώνουν τον υπάρχοντα όγκο ερευνών σχετικά με τη σημασία των νομικών και χρηματοπιστωτικών θεσμών στη διαδικασία λήψης αποφάσεων σχετικά με την κεφαλαιακή διάρθρωση.

5. Κεφαλαιακή Διάρθρωση Ελληνικών Επιχειρήσεων

Στην βιβλιογραφία υπάρχει μεγάλη έκταση σε άρθρα που αναλύουν την κεφαλαιακή διάρθρωση ελληνικών επιχειρήσεων. Βασιζόμενοι σε παλαιότερη έρευνα όπως αυτή των Rajan και Zingales (1995) και των Modigliani και Miller (1958), η έρευνα διευρύνεται. Συγκεκριμένα οι Balios et al. (2016) παραθέτουν μια μελέτη στην οποία διερευνούν παράγοντες όπως η κερδοφορία, η σύνθεση του ενεργητικού και οι προοπτικές ανάπτυξης για να κατανοήσει τους παράγοντες που επηρεάζουν την κεφαλαιακή διάρθρωση στο ελληνικό περιβάλλον. Στην ίδια κατεύθυνση πορεύονται και οι Vergos, Psarras και Eriotis (2015). Ταυτόχρονα, οι Noulas και Genimakis (2011) αναλύουν παράγοντες όπως το μέγεθος της εταιρείας, η ρευστότητα και ο επιχειρηματικός κίνδυνος, ώστε να παράσχει εικόνα για τους συγκεκριμένους παράγοντες που επηρεάζουν την κεφαλαιακή διάρθρωση στο ελληνικό περιβάλλον.

Παράλληλα, η μελέτη των Gounopoulos, Nounis και Tsiritakis (2013) χρησιμοποιεί δεδομένα πάνελ για να εξετάσει τους δυναμικούς παράγοντες που επηρεάζουν την κεφαλαιακή διάρθρωση των ελληνικών επιχειρήσεων. Η ανάλυση εξετάζει τη διαχρονική εξέλιξη αυτών των παραγόντων και την επίδραση των διαφόρων οικονομικών συνθηκών στις αποφάσεις κεφαλαιακής διάρθρωσης των ελληνικών επιχειρήσεων.

Η ανάλυση των Balios, Delis και Staikouras (2014) δεν έρχεται σε αντίθεση με αυτή των Hondroyiannis και Papapetrou (2009), Eriotis, Vasiliou και Malliaris (2011) και τέλος των Gounopoulos, Nounis και Tsiritakis (2013). Η εμπειρική τους μελέτη εξετάζει συγκεκριμένα τις ελληνικές επιχειρήσεις και επιδιώκει να προσδιορίσει τους πρωταρχικούς παράγοντες που επηρεάζουν την κεφαλαιακή τους διάρθρωση. Ο τρόπος με τον οποίο εξετάζουν το ερευνητικό τους ερώτημα είναι διαφορετικό από την προαναφερθείσα βιβλιογραφία. Η ανάλυση τους, μπορεί να διερευνήσει στοιχεία όπως η φορολογία, οι προοπτικές ανάπτυξης και οι μη χρεολυτικές φορολογικές ασπίδες για να κατανοήσει τις αποφάσεις χρηματοδότησης που λαμβάνουν οι ελληνικές επιχειρήσεις.

5.1 Κεφαλαιακή Διάρθρωση

Η έρευνα εστιάζει κυρίως στην εξέταση της κεφαλαιακής διάρθρωσης των ελληνικών επιχειρήσεων, δηλαδή στις θεωρίες που ισχύουν στην Ελλάδα και στους παράγοντες που καθορίζουν την κεφαλαιακή διάρθρωση.

Αρχικά εξετάζουμε τις έρευνες των Archbold και Lazaridis (2010) και των Noulas και Genimakis (2011). Οι Archbold και Lazaridis (2010) παρέχουν μια συνοπτική περίληψη των ευρημάτων μιας έρευνας ερωτηματολογίου σχετικά με την κεφαλαιακή διάρθρωση των επιχειρήσεων. Η έρευνα διεξήχθη το καλοκαίρι του 2007 στο Ηνωμένο Βασίλειο και την άνοιξη του 2008 στην Ελλάδα. Η έρευνα διανεμήθηκε σε ένα υποσύνολο 219 βρετανικών επιχειρήσεων, που επιλέχθηκαν κυρίως από τον δείκτη FTSE250 και σε 300 επιχειρήσεις εγγεγραμμένες στο Χρηματιστήριο Αθηνών. Η παρούσα δημοσκόπηση παρέχει πιο ισχυρά στοιχεία για τη θεωρία της αντιστάθμισης κινδύνου στο Ηνωμένο Βασίλειο σε σύγκριση με προηγούμενες μελέτες. Υπάρχει ένα σταθερό και ισχυρό επίπεδο υποστήριξης της λόγω των φορολογικών πλεονεκτημάτων, των χαμηλότερων επιτοκίων δανεισμού και κάποιας υποστήριξης για τον μετριασμό των εξόδων των οικονομικών δυσκολιών. Η ελαχιστοποίηση του μέσου σταθμικού κόστους κεφαλαίου με τη χρήση διαφορετικών επιλογών κεφαλαιακής διάρθρωσης θεωρείται επίσης κρίσιμη. Σημαντικό μέρος των ερωτηθέντων χρησιμοποιεί μια μετρική-στόχο για τη χρηματοοικονομική μόχλευση, αν και ο στόχος αυτός είναι συνήθως προσαρμόσιμος. Αντίθετα, τα αποτελέσματα για την Ελλάδα ποικίλλουν, ειδικά με την περιορισμένη υποστήριξη των φορολογικών πλεονεκτημάτων. Ωστόσο, υπάρχει σημαντικό επίπεδο υποστήριξης για την εφαρμογή μιας ένδειξης στόχου για τη χρηματοοικονομική μόχλευση. Τα αποδεικτικά στοιχεία που υποστηρίζουν την έννοια της ιεραρχίας στο Ηνωμένο Βασίλειο είναι ιδιαίτερα πειστικά. Οι ερωτηθέντες αντιλαμβάνονται το μοντέλο αντιστάθμισης κινδύνου και την υπόθεση της ιεραρχίας ως συμπληρωματικά και όχι αντιφατικά. Κατά συνέπεια, οι επαγγελματίες χρησιμοποιούν και τα δύο μοντέλα ως εννοιολογικά πλαίσια για να καθοδηγήσουν τη διαδικασία λήψης αποφάσεων κατά την αξιολόγηση εναλλακτικών λύσεων κεφαλαιακής διάρθρωσης. Στην περίπτωση της Ελλάδας, δεν υπήρχαν επαρκή στοιχεία που να τεκμηριώνουν την ύπαρξη μιας ιεραρχίας. Οι ερωτηθέντες αντικρούουν την άποψη (η οποία ευθυγραμμίζεται με τη θεωρία αντιστάθμισης κινδύνου) ότι το χρέος χρησιμοποιείται ως μηχανισμός για την επιβολή της ευθυγράμμισης των διευθυντών με τα συμφέροντα των μετόχων τους. Επιπλέον, η ανατροφοδότηση σχετικά με τη σηματοδότηση είναι κυρίως δυσμενής, με ελάχιστο επίπεδο υποστήριξης της άποψης ότι οι αποφάσεις για τη διάρθρωση του κεφαλαίου μεταδίδουν αποτελεσματικά σημαντικές πληροφορίες στην αγορά.

Οι Noulas και Genimakis (2011) εξέτασαν τη μεθοδολογία για την εξακρίβωση της κεφαλαιακής διάρθρωσης των εταιρειών που διαπραγματεύονται δημόσια στο Χρηματιστήριο Αθηνών. Το σύνολο δεδομένων που χρησιμοποίησαν αποτελούνταν κυρίως

από στοιχεία οικονομικών καταστάσεων 259 επιχειρήσεων για μια περίοδο 9 ετών από το 1998 έως το 2006, εξαιρουμένων των επιχειρήσεων από τον τραπεζικό, χρηματοπιστωτικό και ασφαλιστικό κλάδο και τον κλάδο των ακινήτων. Στην αρχική φάση της μελέτης εξετάστηκε ο βαθμός στον οποίο η μόχλευση επηρεάζεται από ένα ευρύτερο φάσμα παραγόντων που καθορίζουν την κεφαλαιακή διάρθρωση. Τα ευρήματα δείχνουν ότι υπάρχει σημαντική διαφοροποίηση της κεφαλαιακής διάρθρωσης μεταξύ των διαφόρων οργανισμών. Τα ευρήματα επιβεβαιώνουν την ιδέα της ιεραρχίας.

Περνώντας σε έρευνες όπου εξετάζονται οι μεταβλητές που επηρεάζουν την κεφαλαιακή διάρθρωση, οι Voulgaris et al. (2002) εξέτασαν τους παράγοντες που επηρεάζουν τη χρηματοοικονομική διάρθρωση των μικρομεσαίων επιχειρήσεων (ΜΜΕ) της μεταποιητικής βιομηχανίας στην Ελλάδα. Τα αποτελέσματα δείχνουν ότι η κεφαλαιακή διάρθρωση των επιχειρήσεων επηρεάζεται σημαντικά από τη χρησιμοποίηση του ενεργητικού, την ακαθάριστη και καθαρή κερδοφορία και την αύξηση του συνολικού ενεργητικού. Οι συνθήκες αυτές έχουν σημαντικές συνέπειες για την πολιτική, δεδομένου ότι οι ελληνικές επιχειρήσεις αντιμετωπίζουν αυξημένη ανταγωνιστικότητα τόσο στις αγορές της ΕΕ όσο και στις παγκόσμιες αγορές μετά την ένταξη της χώρας στην ΕΕ. Ωστόσο, έχουν επίσης πρόσβαση σε νέες προοπτικές. Οι ελληνικές μεταποιητικές επιχειρήσεις πρέπει να ενισχύσουν την κεφαλαιακή τους διάρθρωση αυξάνοντας τη χρήση του ενεργητικού και τα περιθώρια κέρδους. Αυτό μπορεί να επιτευχθεί με την αξιοποίηση των οικονομικών κλίμακας, κυρίως μέσω της ενίσχυσης των εξαγωγών.

Οι Voulgaris et al. (2004) διεξήγαγαν μια μελέτη για να εξετάσουν τους παράγοντες που επηρεάζουν την κεφαλαιακή διάρθρωση των ελληνικών μεταποιητικών επιχειρήσεων. Η μελέτη χρησιμοποίησε δεδομένα από δύο διαφορετικά δείγματα, το ένα που περιλάμβανε συγκεκριμένα μικρές και μεσαίες επιχειρήσεις (ΜΜΕ) και το άλλο που αποτελούνταν από μεγάλους οργανισμούς. Τα αποτελέσματα έδειξαν ότι η κερδοφορία έχει καθοριστικό ρόλο στον καθορισμό της κεφαλαιακής διάρθρωσης τόσο για τις μικρές όσο και για τις μεγάλες επιχειρήσεις. Η αποτελεσματική διαχείριση των περιουσιακών στοιχείων και η αύξηση των περιουσιακών στοιχείων είναι καθοριστικής σημασίας για τη διάρθρωση του χρέους των μεγάλων οργανισμών, σε αντίθεση με τον αντίκτυπο της αποδοτικότητας του κυκλοφορούντος ενεργητικού, του μεγέθους, της αύξησης των πωλήσεων και των υψηλών πάγιων περιουσιακών στοιχείων, που αποτελούν βασικούς παράγοντες για την αξιοπιστία των μικρομεσαίων επιχειρήσεων. Τα αποτελέσματα υποδεικνύουν ότι οι ελληνικές

μικρομεσαίες επιχειρήσεις (ΜΜΕ) θα πρέπει να δώσουν προτεραιότητα σε δύο βασικές στρατηγικές: πρώτον, στη βελτίωση των ταμειακών ροών τους μέσω της αποτελεσματικής διαχείρισης των περιουσιακών τους στοιχείων και της επέκτασης των εξαγωγών τους και, δεύτερον, στη δημιουργία ισχυρών τραπεζικών συνεργασιών με παράλληλη διερεύνηση εναλλακτικών επιλογών χρηματοδότησης. Οι ελληνικές μεγάλες επιχειρήσεις πρέπει να υλοποιήσουν πρωτοβουλίες με στόχο την ενίσχυση της ανταγωνιστικότητάς τους και την απόκτηση εναλλακτικών πηγών χρηματοδότησης. Οι μικρομεσαίες επιχειρήσεις (ΜΜΕ) χρειάζονται ρυθμίσεις που προωθούν την ανταλλαγή πληροφοριών και τη συνεργασία τόσο στις εγχώριες όσο και στις διεθνείς αγορές, μαζί με την υιοθέτηση πρακτικών ηλεκτρονικού επιχειρείν. Επιπλέον, θα επωφεληθούν από την οικονομική στήριξη. Αντίθετα, είναι απαραίτητο να παρασχεθεί βοήθεια στις μεγάλες επιχειρήσεις μέσω πολιτικών που ενθαρρύνουν τις επενδύσεις σε νέες βιομηχανίες υψηλής τεχνολογίας, διευκολύνουν την εισδοχή νέων εταιρειών και ξένων επενδύσεων στη χώρα, παρέχουν φορολογικές ελαφρύνσεις και αυξάνουν τις δαπάνες για έρευνα και ανάπτυξη. Έρευνα και ανάπτυξη και εκπαίδευση.

Οι Dimitropoulou et al (2014) διεξήγαγαν μια μελέτη χρησιμοποιώντας στοιχεία από 20.000 ελληνικές επιχειρήσεις διαφόρων κλάδων, εξαιρουμένων των επιχειρήσεων του χρηματοπιστωτικού συστήματος, από το 2003 έως το 2011. Η μελέτη διαπίστωσε ότι το μέγεθος της επιχείρησης, η κερδοφορία και το χαμηλό λειτουργικό κόστος αποτελούν κρίσιμα κριτήρια για τη διατήρηση της πρόσβασης των επιχειρήσεων σε χρηματοδότηση. Πριν και καθ' όλη τη διάρκεια της χρηματοπιστωτικής κρίσης, η χρηματοδότηση των ελληνικών επιχειρήσεων επικεντρώθηκε κυρίως σε τραπεζικά δάνεια, καθώς η πλειονότητα των επιχειρήσεων ήταν μικρομεσαίοι οργανισμοί και δεν μπορούσαν να εντοπίσουν εναλλακτικές πηγές χρηματοδότησης. Για να μετριάσουν τις δυσμενείς συνθήκες, οι μικρές και μεσαίες επιχειρήσεις (ΜΜΕ) προσπάθησαν να υποκαταστήσουν την εξωτερική τους χρηματοδότηση με ίδια κεφάλαια, ενώ οι μεγάλες επιχειρήσεις στράφηκαν από τον μακροπρόθεσμο δανεισμό στον βραχυπρόθεσμο δανεισμό για να ενισχύσουν την ικανότητά τους να διαχειριστούν την κατάσταση.

Στη μελέτη τους, οι Δασκαλάκης και Ψυλλάκη (2008) εξέτασαν τους καθοριστικούς παράγοντες που επηρεάζουν τις επιλογές των μικρομεσαίων επιχειρήσεων όσον αφορά την κεφαλαιακή τους διάρθρωση. Ανέλυσαν ένα δείγμα οργανισμών από την Ελλάδα και τη Γαλλία μεταξύ των ετών 1998 και 2002. Τα ευρήματα δείχνουν ότι οι μικρομεσαίες

επιχειρήσεις και στα δύο κράτη παρουσιάζουν κοινά σημεία στις αποφάσεις τους σχετικά με την κεφαλαιακή διάρθρωση. Η σχέση μεταξύ της μόχλευσης και της διάρθρωσης του ενεργητικού και της κερδοφορίας είναι αρνητική, πράγμα που σημαίνει ότι όσο αυξάνεται η διάρθρωση του ενεργητικού και η κερδοφορία, τόσο μειώνεται η μόχλευση. Από την άλλη πλευρά, υπάρχει θετική σχέση μεταξύ του μεγέθους της επιχείρησης και του δείκτη χρέους προς το σύνολο του ενεργητικού, που σημαίνει ότι όσο αυξάνεται το μέγεθος της επιχείρησης, αυξάνεται και ο δείκτης χρέους προς το σύνολο του ενεργητικού. Στατιστικά σημαντική ανάπτυξη παρατηρείται μόνο στη Γαλλία και συσχετίζεται θετικά με το χρέος. Οι ομοιότητες αυτές αποδίδονται από τους ερευνητές στα θεσμικά χαρακτηριστικά των δύο χωρών, συμπεριλαμβανομένης της ομοιότητας των συστημάτων αστικού δικαίου τους. Ταυτόχρονα, εντοπίζουν διαφορές στο χρηματοοικονομικό πλαίσιο των εταιρειών και στα δύο έθνη και υποστηρίζουν ότι οι διαφορές αυτές προέρχονται από διακριτά στοιχεία που σχετίζονται με τα επιμέρους χαρακτηριστικά κάθε εταιρείας και όχι από χαρακτηριστικά σε εθνικό επίπεδο.

Οι Dasilas και Papasyriopoulos (2015) προσπάθησαν να διευκρινίσουν τη σχέση μεταξύ της εταιρικής διακυβέρνησης, των αξιολογήσεων πιστοληπτικής ικανότητας και της κεφαλαιακής διάρθρωσης των μικρομεσαίων επιχειρήσεων (MME) και των μεγάλων ελληνικών εισηγμένων επιχειρήσεων για την περίοδο από το 2005 έως το 2010. Τα ευρήματα δείχνουν ότι η εταιρική διακυβέρνηση και οι αξιολογήσεις πιστοληπτικής ικανότητας επηρεάζουν σημαντικά την κεφαλαιακή διάρθρωση των ελληνικών επιχειρήσεων που είναι εισηγμένες στο χρηματιστήριο, ιδίως με την έναρξη της χρηματοπιστωτικής κρίσης από το 2008 έως το 2010. Επιπλέον, παράγοντες σε επίπεδο επιχείρησης, όπως το μέγεθος, η κερδοφορία, η διάρθρωση του ενεργητικού και οι δυνατότητες ανάπτυξης, αποτελούν επίσης σημαντικούς προσδιοριστικούς παράγοντες της μόχλευσης. Τελικά, διαπιστώνεται ότι ο αντίκτυπος των παραγόντων εταιρικής διακυβέρνησης στη χρηματοοικονομική διάρθρωση των μικρομεσαίων επιχειρήσεων (MME) είναι λιγότερο εμφανής σε σύγκριση με τις μεγαλύτερες εταιρείες. Αυτό μπορεί να αποδοθεί στην ενεργό συμμετοχή των ιδιοκτητών στη διοίκηση των MME, η οποία μειώνει την ανάγκη των μετόχων να αναλαμβάνουν τα έξοδα που συνδέονται με την παρακολούθηση και τον έλεγχο της διοίκησης.

Στη μελέτη τους, οι Balios et al. (2016) εξέτασαν την επίδραση των κύριων παραγόντων που επηρεάζουν την κεφαλαιακή διάρθρωση των μικρομεσαίων επιχειρήσεων στον

προσδιορισμό της κεφαλαιακής διάρθρωσης κατά τη διάρκεια της χρηματοπιστωτικής κρίσης. Χρησιμοποίησαν στοιχεία από 8.052 επιχειρήσεις που δραστηριοποιήθηκαν στην Ελλάδα μεταξύ 2009 και 2012. Τα ευρήματα έδειξαν ότι η επίδραση των παραγόντων που καθορίζουν την κεφαλαιακή διάρθρωση στη μόχλευση παραμένει σταθερή ακόμη και σε περιόδους οικονομικής κρίσης. Οι μεγαλύτερες επιχειρήσεις του δείγματος διατήρησαν μεγαλύτερα επίπεδα χρέους και η συσχέτιση μεταξύ της κερδοφορίας και της απτότητας των περιουσιακών στοιχείων με τη μόχλευση παρέμεινε αρνητική, ενώ η ανάπτυξη συσχετίστηκε θετικά με τη μόχλευση.

5.2 Διανομή Κερδών Ελληνικών Επιχειρήσεων

Ο Patsouratis (1989) διεξήγαγε μία από τις πρώτες εμπειρικές μελέτες σχετικά με τα πρότυπα διανομής μερισμάτων στις ελληνικές επιχειρήσεις. Η μελέτη ανέλυσε ένα δείγμα 25 επιχειρήσεων, που κάλυπτε τα έτη 1974 έως 1983. Οι Tzoannos και Philippras (1997) ανέλυσαν τη μερισματική πολιτική 34 επιχειρήσεων που ήταν εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αθηνών από το 1972 έως το 1988. Τα εμπειρικά ευρήματα και των δύο μελετών υποστηρίζουν το γενικό συμπέρασμα ότι το υπόδειγμα του Lintner είναι η πιο ακριβής αναπαράσταση της μερισματικής πολιτικής των ελληνικών επιχειρήσεων. Τα κέρδη είναι ο πρωταρχικός παράγοντας που επηρεάζει τις μεταβολές των μερισμάτων, ενώ τα μερίσματα προηγούμενων περιόδων παίζουν επίσης σημαντικό ρόλο στη διαμόρφωση της μερισματικής πολιτικής των οργανισμών.

Οι Vasileiou και Eriotis (2002) ανέλυσαν τη μερισματική πολιτική των ελληνικών επιχειρήσεων. Τα εμπειρικά ευρήματα επιβεβαιώνουν την άποψη ότι οι ελληνικές επιχειρήσεις εμφανίζουν προτίμηση στη σταθερή διανομή ενός προκαθορισμένου ποσού μερίσματος ετησίως, το οποίο στη συνέχεια τροποποιούν με βάση τα ετήσια κέρδη τους.

Ο Eriotis (2011) διεξήγαγε μια μελέτη σχετικά με την εταιρική μερισματική πολιτική στην ελληνική αγορά. Η μελέτη ανέλυσε ένα σημαντικό αριθμό εταιρειών εισηγμένων στο Χρηματιστήριο Αθηνών από το 1996 έως το 2001. Τα εμπειρικά ευρήματα επιβεβαίωσαν την παραδοχή ότι οι ελληνικές επιχειρήσεις εμφανίζουν προτίμηση στη σταθερή διανομή ενός προκαθορισμένου μερίσματος σε ετήσια βάση, το οποίο τροποποιούν ανάλογα με τα διανεμόμενα κέρδη και το μέγεθός τους.

Στη μελέτη τους, οι Eriotis et al. (2007) εξέτασαν αν υπάρχουν διαφορές στη μερισματική πολιτική μεταξύ χρηματοπιστωτικών οργανισμών, συγκεκριμένα τραπεζών, και άλλων

τύπων επιχειρήσεων. Επιπλέον, εξέτασαν πώς η ασύμμετρη αναφορά θετικών και αρνητικών ειδήσεων σχετικά με τη μερισματική πολιτική των τραπεζών επηρεάζει τη σταθερότητα των κερδών. Η μελέτη χρησιμοποίησε δεδομένα που προήλθαν από το Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών και αφορούσαν τα έτη 1997 έως 2001. Τα ευρήματα δείχνουν ότι δεν υπάρχει συσχέτιση μεταξύ των μερισμάτων της τρέχουσας περιόδου και των μερισμάτων του προηγούμενου έτους στα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, ιδίως στις τράπεζες, ακόμη και μετά τη συνεκτίμηση των κερδών. Το εύρημα αυτό ευθυγραμμίζεται με την παραδοχή ότι οι διοικήσεις των τραπεζών, καθοδηγούμενες από τα σημαντικά κέρδη, δεν τηρούν μια μερισματική πολιτική που παραμένει ανεπηρέαστη από την επιτυχία της επιχείρησης.

Στη μελέτη τους, οι Papadopoulos και Charalambidis (2008) εξέτασαν την παρούσα κατάσταση και τους παράγοντες που επηρεάζουν τη μερισματική πολιτική των εταιρειών που είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αθηνών. Τα ευρήματα δείχνουν ότι: α) η πολιτική καταβολής μερίσματος υφίσταται μικρές τροποποιήσεις με την πάροδο του χρόνου, β) οι περισσότερες εταιρείες δεν εκδίδουν ειδικά μερίσματα, γ) οι διαφορές στη μερισματική πολιτική μεταξύ επιχειρήσεων λιανικής και βιομηχανίας είναι ελάχιστης σημασίας, δ) οι χρησιμοποιούμενες μεταβλητές ευθύνονται για ένα μικρό μόνο μέρος της διακύμανσης της μερισματικής πολιτικής και ε) η ταμειακή ροή είναι ο πρωταρχικός παράγοντας που επηρεάζει τη μερισματική πολιτική.

Οι Maditinos et al. (2007) πραγματοποίησαν δημοσκόπηση με την παραδοχή ότι οι ιδιώτες επενδυτές στην Ελλάδα παρουσιάζουν έντονη κλίση προς τα μερίσματα. Ο πρωταρχικός στόχος της μελέτης ήταν να εξεταστούν οι υποκείμενοι παράγοντες που επηρεάζουν τους ιδιώτες επενδυτές στην έκφραση της κλίσης τους προς τα μερίσματα είτε σε μετρητά είτε σε μετοχές. Για την εξέταση των μερισματικών προτιμήσεων των Ελλήνων μεμονωμένων επενδυτών χρησιμοποιήθηκαν διάφορες εξέχουσες θεωρίες περί μερισμάτων. Οι απαντήσεις τους προσφέρουν ισχυρή επιβεβαίωση της υπόθεσης σηματοδότησης του Bhattacharya (1979). Πιο συγκεκριμένα, τα ευρήματα της μελέτης έδειξαν ότι μια σημαντική πλειοψηφία των επενδυτών είχε έντονη κλίση προς τα μερίσματα. Ένα σημαντικό ποσοστό της συνολικής ομάδας είχε αξιοσημείωτη κλίση προς τις πληρωμές σε μετρητά. Η μελέτη υποστηρίζει σθεναρά τη θεωρία της σηματοδότησης (Bhattacharya, 1979) ως τη θεωρία των μερισμάτων που απέκτησε σημαντική υποστήριξη. Η θεωρία αυτή υποδηλώνει ότι οι

μεμονωμένοι επενδυτές στη χώρα αντιλαμβάνονται τις αλλαγές στα μερίσματα ως δείκτες των μελλοντικών προοπτικών μιας εταιρείας.

Οι Vasileiou και Eriotis (2011) εξέτασαν τη μερισματική πολιτική των εταιρειών στην ελληνική αγορά. Δεδομένης της διστακτικότητας των διευθυντών να μεταβάλλουν τα ποσά των μερισμάτων, οι ερευνητές διεξήγαγαν έναν έλεγχο υποθέσεων για να εξετάσουν τη σχέση μεταξύ των εταιρικών μερισμάτων και των προηγούμενων μερισμάτων, καθώς και της απόδοσης και της αποτελεσματικής διαχείρισης των οργανισμών. Η μελέτη χρησιμοποίησε ένα δείγμα 149 ελληνικών εταιρειών που ήταν εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αθηνών μεταξύ 1996 και 2001. Τα εμπειρικά ευρήματα επιβεβαιώνουν την αντίληψη ότι οι εταιρείες κατανέμουν τα μερίσματα με βάση τις επιδόσεις τους και τη διοικητική τους αποτελεσματικότητα και επιδεικνύουν απροθυμία να μεταβάλλουν τακτικά την πολιτική διανομής τους.

Οι Patra et al. (2012) διεξήγαγαν μια μελέτη σχετικά με τους προσδιοριστικούς παράγοντες της μερισματικής πολιτικής στην Ελλάδα, χρησιμοποιώντας εισηγμένες επιχειρήσεις ως αντιπροσωπευτικό δείγμα μιας αναπτυσσόμενης αγοράς. Η έρευνα διεξήχθη χρησιμοποιώντας ένα σύνολο δεδομένων 945 παρατηρήσεων που συλλέχθηκαν από 63 μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις. Οι επιχειρήσεις αυτές διένειμαν μερίσματα σε ετήσια βάση μεταξύ των ετών 1993 και 2007. Τα ευρήματα έδειξαν ότι οι μεταβλητές του μεγέθους, της κερδοφορίας και της ρευστότητας επηρεάζουν θετικά την πιθανότητα των επιχειρήσεων να δώσουν μέρισμα. Ωστόσο, η παρουσία εναλλακτικών επενδύσεων, η χρηματοοικονομική μόχλευση και ο επιχειρηματικός κίνδυνος μειώνουν την πιθανότητα διανομής μερισμάτων από τις επιχειρήσεις. Σε γενικές γραμμές, τα αποτελέσματα προσφέρουν στοιχεία υπέρ των εννοιών της ασυμμετρίας των πληροφοριών και της θεωρίας της αντιπροσώπευσης. Επιπλέον, φαίνεται ότι οι προσδιοριστικοί παράγοντες που επηρεάζουν τη μερισματική πολιτική στις ανεπτυγμένες χώρες είναι εφαρμόσιμοι και σε αυτή την ανερχόμενη αγορά.

Τέλος, υπάρχει μια ταξινόμηση των ερευνών που διερευνούν την αντίδραση των τιμών των μετοχών στις δηλώσεις μερισμάτων. Οι Papaioannou, Travlos και Tsangarakis (2000) εξέτασαν την απόκριση των τιμών των μετοχών στις ανακοινώσεις μερισμάτων σε μια επιλεγμένη ομάδα εταιρειών εισηγμένων στο Χρηματιστήριο Αθηνών. Το δείγμα τους περιλάμβανε μετοχές που διαπραγματεύονταν στην πρωτογενή αγορά του Χρηματιστηρίου Αθηνών από το 1981 έως το 1994. Τα ευρήματα ευθυγραμμίζονται με την υπόθεση των Modigliani και Miller περί μη σχετικότητας του μερίσματος, καθώς δεν παρατηρήθηκε

αξιοσημείωτη παρεκκλίνουσα απόδοση μετά από αλλαγή της πολιτικής διανομής μερίσματος της εταιρείας, τόσο κατά τη στιγμή της ανακοίνωσης όσο και κατά την ημερομηνία αποκοπής του μερίσματος.

Επιπλέον, οι Asimakopoulos et al. (2007) εξέτασαν την πανομοιότυπη υπόθεση στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών αναλύοντας ένα δείγμα εισηγμένων εταιρειών που διανέμουν το ελάχιστο υποχρεωτικό μέρισμα. Τα ευρήματά τους έδειξαν ότι όταν οι εταιρείες που είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών ανακοίνωναν μερίσματα που υπερέβαιναν το υποχρεωτικό ποσό, και όταν η αύξηση αυτή θεωρούνταν απρόβλεπτη από τους συμμετέχοντες στην αγορά, είχε ως αποτέλεσμα αρνητικές επιπτώσεις στις τιμές των μετοχών. Σύμφωνα με τους Asimakopoulos et al. (2007), οι αυξήσεις μερισμάτων που θεωρούνται ως μη αναμενόμενες αλλαγές στη μερισματική πολιτική μεταφέρουν δυσμενείς πληροφορίες στην αγορά. Παρ' όλα αυτά, η θεωρία της σηματοδότησης δεν εφαρμόζεται σε εταιρείες που διανέμουν αποκλειστικά τα ελάχιστα υποχρεωτικά μερίσματα. Έτσι, τα ευρήματα της μελέτης τους ευθυγραμμίζονται με την ιδέα της μη σχετικότητας της μερισματικής πολιτικής.

Επιπλέον, οι Dasilas (2009) και Dasilas, Lyrouti και Ginoglou (2008) διεξήγαγαν μελέτη σχετικά με την επίδραση των ανακοινώσεων μερισμάτων, τόσο των τελικών όσο και των ενδιάμεσων, στην ελληνική χρηματιστηριακή αγορά. Παρ' όλα αυτά, τα ευρήματά τους αποκλίνουν σημαντικά από τα αποτελέσματα των Asimakopoulos et al. (2007). Ανακάλυψαν ότι οι ευνοϊκές μεταβολές στη μερισματική πολιτική, που οδηγούν σε υψηλότερες διανομές μερισμάτων, έχουν ευεργετική επίδραση στις τιμές των μετοχών. Αντίθετα, οι μειώσεις των μερισμάτων έχουν αξιολογούμενα δυσμενή αντίκτυπο στις τιμές των μετοχών. Οι Dasilas, Lyrouti και Ginoglou (2008) εξέτασαν ειδικότερα πώς επηρεάζονται οι τιμές των μετοχών και ο όγκος συναλλαγών από τις ανακοινώσεις μερισμάτων και τις ανακοινώσεις κερδών των ελληνικών εταιρειών που είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αθηνών. Τα ευρήματα επικύρωσαν τη θεωρία της σηματοδότησης, η οποία προβλέπει ευνοϊκή αντίδραση της αγοράς στις τυπικές ανακοινώσεις μερισμάτων και κερδών. Παρ' όλα αυτά, η έκταση της αντίδρασης των τιμών στην ανακοίνωση του μερίσματος φαίνεται να είναι μεγαλύτερη από εκείνη της ανακοίνωσης του ενδιάμεσου μερίσματος.

Στη μελέτη τους, οι Vazakidis και Athianos (2010) ανέλυσαν τον τρόπο με τον οποίο το Χρηματιστήριο Αθηνών ανταποκρίθηκε στις ανακοινώσεις μερισμάτων που έγιναν από μια επιλογή επιχειρήσεων που εμφανίζονται στους δείκτες FTSE/ATHEX 20 και FTSE/ATHEX

Mid 40 μεταξύ 2004 και 2008. Τα ευρήματα αντικρούουν τη μηδενική υπόθεση, παρέχοντας έτσι υποστήριξη στη θεωρία της μη σχετικότητας των μερισμάτων που προτάθηκε από τους Miller και Modigliani (1961). Τα εμπειρικά ευρήματα αντικρούουν την υπόθεση των Miller και Modigliani (1961) περί μη σχετικότητας των μερισμάτων, καθώς καταδεικνύουν την παρουσία ανώμαλης συμπεριφοράς στη χρηματιστηριακή αγορά πριν και μετά τις ανακοινώσεις μερισμάτων. Πιο συγκεκριμένα, παρουσιάζουν ευνοϊκή αντίδραση της αγοράς κατά την περίοδο που προηγείται της ανακοίνωσης και δυσμενή αντίδραση της αγοράς κατά την περίοδο που ακολουθεί την ανακοίνωση. Ωστόσο, την ημέρα του γεγονότος, δηλαδή όταν οι εταιρείες ανακοινώνουν δημοσίως το ποσό του μερίσματος, η πλειονότητα των αποκλίνουσων αποδόσεων που καταγράφονται δεν είναι στατιστικά σημαντικές. Ως εκ τούτου, οι συμμετέχοντες στην αγορά αναμένουν ότι οι ανακοινώσεις μερισμάτων θα ασκήσουν ευνοϊκή επίδραση στις τιμές των μετοχών και προβαίνουν σε προσαρμογές των χαρτοφυλακίων τους με βάση τις προβλέψεις τους. Παρ' όλα αυτά, οι επενδυτές τείνουν να αντιλαμβάνονται τις πληροφορίες που αποστέλλονται μέσω των ανακοινώσεων μερισμάτων ως δυσοίωνες για τις προοπτικές των εταιρειών, γεγονός που τους ωθεί να αντιδράσουν δυσμενώς

Οι Dasillas και Leventis (2011) ανέλυσαν τον τρόπο με τον οποίο οι μετοχές στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών ανταποκρίθηκαν στις ανακοινώσεις μερισμάτων σε μετρητά μεταξύ 2000 και 2004. Η μελέτη αναλύει συγκεκριμένα τη σχέση μεταξύ των τιμών των μετοχών και της συναλλακτικής δραστηριότητας ως απάντηση στις ανακοινώσεις των εταιρειών για την καταβολή μερισμάτων. Οι ερευνητές επισημαίνουν τις σημαντικές διαφορές στις διανομές μερισμάτων μεταξύ της Ελλάδας και άλλων προηγμένων οικονομιών, όπως οι ΗΠΑ και το Ηνωμένο Βασίλειο. Τα μερίσματα στην Ελλάδα διανέμονται ετησίως. Επιπλέον, ο εταιρικός νόμος προβλέπει συγκεκριμένο ορισμό του ελάχιστου ποσού που πρέπει να διανεμηθεί από τα καθαρά κέρδη. Επιπλέον, αξίζει να σημειωθεί ότι η Ελλάδα δεν επιβάλλει φόρους επί των κερδών ή των κεφαλαιακών κερδών. Αν και το περιβάλλον πληροφόρησης είναι περιορισμένο, υπήρξε αξιοσημείωτη ανταπόκριση της αγοράς στις ημερομηνίες που έγινε η ανακοίνωση του μερίσματος. Οι ανακοινώσεις αλλαγής μερίσματος προκαλούν ανάλογη αντίδραση της αγοράς, τεκμηριώνοντας έτσι την ιδέα ότι τα μερίσματα μεταφέρουν πολύτιμες πληροφορίες.

Ανακαλύφθηκε μία μόνο μελέτη που εξετάζει τη σχέση μεταξύ κεφαλαιακής διάρθρωσης και μερισματικής πολιτικής στην Ελλάδα. Ο Eriotis (2008) διεξήγαγε μια μελέτη σχετικά με

την κεφαλαιακή διάρθρωση και τη μερισματική πολιτική των εταιρειών που είναι εισηγμένες στην Ελλάδα. Στόχος της μελέτης ήταν να αναλύσει τη συσχέτιση μεταξύ της μερισματικής πολιτικής και της κεφαλαιακής διάρθρωσης στην ελληνική αγορά. Αυτό έγινε με τη μελέτη ενός δείγματος μεγάλων ελληνικών εταιρειών που είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αθηνών κατά την περίοδο 1997-2001. Η μελέτη πραγματοποιήθηκε με την ανάλυση ενός υποδείγματος που δημιουργεί μια σχέση μεταξύ του εταιρικού μερίσματος ανά μετοχή και του δείκτη χρέους της επιχείρησης, της μερισματικής απόδοσης και της μεταβολής των κερδών της επιχείρησης. Τα ευρήματα έδειξαν άμεση σχέση μεταξύ της μερισματικής πολιτικής και των υπό εξέταση μεταβλητών. Ως εκ τούτου, τα εμπειρικά ευρήματα τεκμηρίωσαν την υπόθεση ότι το μέγεθος του εταιρικού χρέους και η προϋπάρχουσα μερισματική πολιτική επηρεάζουν τη μερισματική πολιτική των ελληνικών επιχειρήσεων. Οι επιχειρήσεις που εμφανίζουν αύξηση κερδών εμφανίζουν μια διαφορετική μερισματική πολιτική σε σχέση με εκείνες που δεν εμφανίζουν.

6. Συμπεράσματα

Στόχος της μελέτης είναι η ανάλυση της κεφαλαιακής διάρθρωσης και της κατανομής των κερδών των επιχειρήσεων με βάση την υπάρχουσα βιβλιογραφία. Για την εκπλήρωση του στόχου της διερεύνησης της κεφαλαιακής διάρθρωσης και της κατανομής των κερδών των ελληνικών επιχειρήσεων, πραγματοποιήθηκε μια ολοκληρωμένη ανάλυση της διεθνούς βιβλιογραφίας και αρθρογραφίας. Τα άρθρα και οι μελέτες που αξιοποιήθηκαν καλύπτουν ένα σημαντικό χρονικό διάστημα, ενσωματώνοντας θεμελιώδεις έρευνες σχετικά με την κεφαλαιακή διάρθρωση και τη μερισματική πολιτική, όπως τα έργα των Modigliani και Miller (1958; 1961) κ.α., καθώς και άλλες θεμελιώδεις μελέτες. Τα έργα αυτά χρησιμεύουν ως θεμέλιο για την ανάλυση των δύο προαναφερθέντων θεμάτων και δημοσιεύθηκαν πριν από αρκετές δεκαετίες. Επιπλέον, περιλαμβάνονται πιο πρόσφατες έρευνες για να αντικατοπτρίζουν τη σύγχρονη εφαρμογή των θεωριών της κεφαλαιακής διάρθρωσης και της μερισματικής πολιτικής.

Η θεωρία της αντιστάθμισης και η υπόθεση της ιεραρχίας είναι οι βασικές θεωρίες που αναλύουν τη διάρθρωση του κεφαλαίου. Σύμφωνα με την έννοια της αντιστάθμισης, οι κυβερνήσεις επιλέγουν τον συνδυασμό ιδίων κεφαλαίων και χρέους που επιτυγχάνει ισορροπία μεταξύ των πλεονεκτημάτων του δανεισμού για φορολογικούς σκοπούς και των μειονεκτημάτων της χρήσης μόχλευσης. Τα κύρια πλεονεκτήματα αυτής της προσέγγισης

περιλαμβάνουν την υποστήριξη του μέτριου δανεισμού, την πρόταση μιας κατανοητής κεφαλαιακής διάρθρωσης, την εξέταση των μοναδικών χαρακτηριστικών κάθε εταιρείας και υποστηρίζεται από μελέτες σχετικά με τον αντίκτυπο των ανακοινώσεων της κεφαλαιακής διάρθρωσης στις τιμές των μετοχών (Myers, 1984). Τα κύρια μειονεκτήματα αυτής της προσέγγισης είναι ότι μπορεί να οδηγήσει σε υπερβολικό δανεισμό πέραν του αναγκαίου (Benito, 2003), προτείνει δείκτες χρέους μεγαλύτερους από αυτούς που παρατηρούνται στην πράξη (Berens και Cuny, 1995) και δεν λαμβάνει υπόψη τα κόστη προσαρμογής που υπάρχουν στην πραγματικότητα (Myers, 1984).

Με βάση τη θεωρία της ιεράρχησης, οι πηγές χρηματοδότησης ιεραρχούνται με την ακόλουθη σειρά: εσωτερική χρηματοδότηση, δανεισμός (με τους πιο ασφαλείς τίτλους να έχουν μεγαλύτερη προτεραιότητα), προνομιούχες μετοχές και έκδοση κοινών μετοχών. Το επιχείρημα βασίζεται σε δύο υποθέσεις: πρώτον, ότι η διοίκηση λειτουργεί προς το συμφέρον των μετόχων, και δεύτερον, ότι η διοίκηση διαθέτει ανώτερες πληροφορίες σε σύγκριση με τους εξωτερικούς χρήστες (Myers, 1984). Το πρωταρχικό πλεονέκτημα αυτής της προσέγγισης είναι η ικανότητά της να διευκρινίζει πολυάριθμα εμπειρικά γνωστά φαινόμενα, συμπεριλαμβανομένων των διακυμάνσεων της κεφαλαιακής διάρθρωσης. Η θεωρία αυτή ευθυγραμμίζεται με τη θεωρία σηματοδότησης και τη θεωρία ασύμμετρης πληροφόρησης, ενώ διαφέρει από τη θεωρία αντιπροσώπευσης και τη θεωρία αποζημίωσης.

Σύμφωνα με την αρχική δημοσίευση των Modigliani και Miller, σε μια ιδανική αγορά χωρίς φορολογία, οι μεταβολές στην κεφαλαιακή διάρθρωση μιας επιχείρησης δεν επηρεάζουν την αξία της (Modigliani και Miller, 1958). Το δεύτερο άρθρο διατήρησε τις ίδιες υποθέσεις, με την προσθήκη της φορολογίας. Η βέλτιστη κεφαλαιακή διάρθρωση μιας επιχείρησης αναφέρεται στον συνδυασμό ιδίων και ξένων κεφαλαίων που ελαχιστοποιεί το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου και μεγιστοποιεί την αξία της, όπως προτάθηκε από τους Modigliani και Miller (1963). Στη συνέχεια παραθέτονται συμπεράσματα σχετικά με Ελληνικές επιχειρήσεις.

Έχει παρατηρηθεί η εγκυρότητα της θεωρίας της ιεραρχίας στην Ελλάδα (Archold και Lazaridis, 2010). Οι προσδιοριστικοί παράγοντες της κεφαλαιακής διάρθρωσης φαίνεται να παραμένουν αμετάβλητοι στο πλαίσιο της οικονομικής κρίσης (Balios et al., 2016). Επιπλέον, φαίνεται ότι τα χαρακτηριστικά μιας επιχείρησης είναι πιο σημαντικά από τα χαρακτηριστικά μιας χώρας όσον αφορά τον καθορισμό της κεφαλαιακής διάρθρωσης.

Συνήθως, οι ελληνικές επιχειρήσεις έχουν την τάση να εκδίδουν ένα σταθερό μέρος ετησίως, το οποίο τροποποιούν με βάση τα ετήσια κέρδη τους.

Τελικά, ανακαλύφθηκε μια μοναδική μελέτη που εξέταζε τη σχέση μεταξύ της κεφαλαιακής διάρθρωσης και της μερισματικής πολιτικής στην Ελλάδα. Ο Eriotis (2008) διεξήγαγε μια μελέτη σχετικά με την κεφαλαιακή διάρθρωση και τη μερισματική πολιτική των ελληνικών εταιρειών που είναι εισηγμένες στο χρηματιστήριο. Τα ευρήματα έδειξαν ότι η μερισματική πολιτική των ελληνικών εταιρειών επηρεάζεται τόσο από το ύψος του χρέους που έχουν όσο και από την υφιστάμενη μερισματική πολιτική τους.

Βιβλιογραφικές Αναφορές

- Alti, A. (2006). How Persistent Is the Impact of Market Timing on Capital Structure? *The Journal of Finance*, 61(4), pp.1681–1710.
- Antoniou, A., Guney, Y. and Paudyal, K. (2008). The Determinants of Capital Structure: Capital Market-Oriented versus Bank-Oriented Institutions. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 43(01), p.59.
- Archbold, S. and Lazaridis, I., (2010). Capital structure decisions and decision making: Survey evidence from the UK and Greece, *17th Annual Conference 2010 Multinational Finance Society*, Barcelona, pp. 1-26.
- Asimakopoulos, P., Lambrinoudakis, C., Tsangarakis, N. and Tsiritakis, E.D. (2007). Signaling With Mandatory Dividends: The Case of the Greek Stock Market. *SSRN Electronic Journal*.
- Baker, M. and Wurgler, J. (2002). Market Timing and Capital Structure. *The Journal of Finance*, 57(1), pp.1–32.
- Balios, D., Daskalakis, N., Eriotis, N. and Vasiliou, D. (2016). SMEs capital structure determinants during severe economic crisis: The case of Greece. *Cogent Economics & Finance*, 4(1).
- Benito A., (2003). The capital structure decisions of firms: is there a pecking order?, *Working Papers*, No 0310, Banco de España.
- Berens J. L. and Cuny C. L., (1995). The capital structure puzzle revisited, *The Review of Financial Studies*, 8 (4), pp. 1185-1208.
- Booth, L., Aivazian, V., Demircuc-Kunt, A. and Maksimovic, V. (2001). Capital Structures in Developing Countries. *The Journal of Finance*, 56(1), pp.87–130.
- Bradley, M., Jarrell, G.A. and Kim, E.H. (1984). On the Existence of an Optimal Capital Structure: Theory and Evidence. *The Journal of Finance*, 39(3), pp.857–878.
- Dasilas, A. (2009). Stock Market Reaction to Dividend Announcements: Evidence from the Greek Stock Market. *SSRN Electronic Journal*.

- Dasilas, A. and Leventis, S. (2011). Stock market reaction to dividend announcements: Evidence from the Greek stock market. *International Review of Economics & Finance*, 20(2), pp.302–311.
- Dasilas, A., Lyrouti, K. and Ginoglou, D., (2008). Joint effects of interim dividend and earnings announcements in Greece, *Studies in Economics and Finance*, 25 (4), pp. 212-232.
- Dasilas, A. and Papasyriopoulos, N. (2015). Corporate governance, credit ratings and the capital structure of Greek SME and large listed firms. *Small Business Economics*, 45(1), pp.215–244.
- Dimitropoulou, D., Koutsomanoli, A., Haralambakis, E., Aggelis, G. (2014). The financing of Greek enterprises before and during the crisis. *Bank of Greece*, 39, pp.7-23.
- Eriotis, N., (2008). The effect of corporate leverage on dividend policy: Evidence from Greek panel data, *Journal of Financial Research*, pp. 1-12.
- Eriotis, N. (2011). The Effect Of Distributed Earnings And Size Of The Firm To Its Dividend Policy: Some Greek Data. *International Business & Economics Research Journal (IBER)*, 4(1).
- Eriotis, N. and Vasiliou, D., (2007). A bird's eye view of the dividend policy of the banking industry in Greece, *International Research Journal of Finance and Economics*, 11, pp. 21-29.
- Fama, E.F. and French, K.R. (1999). Testing Tradeoff and Pecking Order Predictions About Dividends and Debt. *SSRN Electronic Journal*.
- Fama, E. F., and French, K. R. (2005). Financing decisions: who issues stock? *Journal of Financial Economics*, 76(3), 549–582.
- Fama, E.F. and Miller, M.H. (1972). *The Theory of Finance*. Holt, Rinehart and Winston, New York.
- Fan, J.P.H., Titman, S. and Twite, G. (2011). An International Comparison of Capital Structure and Debt Maturity Choices. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 47(01), pp.23–56.
- Flannery, M.J. and Rangan, K.P. (2006). Partial adjustment toward target capital structures. *Journal of Financial Economics*, 79(3), pp.469–506.
- Frank, M.Z. and Goyal, V.K. (2003). Capital Structure Decisions. *SSRN Electronic Journal*.
- Frank, M.Z. and Goyal, V.K. (2009). Capital Structure Decisions: Which Factors Are Reliably Important? *Financial Management*, 38(1), pp.1–37.

- Gounopoulos, A., Nounis, C. and Tsiritakis, P. (2013). "The Determinants of Capital Structure: Evidence from Greek Panel Data." *International Review of Financial Analysis*, 2(4).
- Graham, J.R. and Harvey, C.R. (2001). The theory and practice of corporate finance: evidence from the field. *Journal of Financial Economics*, 60(2-3), pp.187–243.
- Harris, M. and Raviv, A. (1990). *The theory of capital structure*. Chicago: Center For Research in Security Prices, Graduate School of Business, University Of Chicago.
- Jalilvand, A. and Harris, R.S. (1984). Corporate Behavior in Adjusting to Capital Structure and Dividend Targets: An Econometric Study. *The Journal of Finance*, [online] 39(1), pp.127–145.
- Jensen, M.C. (1986). Agency Cost Of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *The American Economic Review*, 76(2), pp.323–329.
- Jensen, M. C., and Meckling, W. H. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
- Leary, M.T. and Roberts, M.R. (2005). Do Firms Rebalance Their Capital Structures? *The Journal of Finance*, 60(6), pp.2575–2619.
- Maditinos, D.I., Sevic, Z., Theriou, N.G. and Tsinani, A.V. (2007). Individual investors' perceptions towards dividends: the case of Greece. *International Journal of Monetary Economics and Finance*, 1(1), p.18.
- Miller, M.H. and Modigliani, F. (1961). Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares. *The Journal of Business*, 34(4), pp.411–433.
- Modigliani, F., and Miller, M. H. (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment. *The American Economic Review*, 48(3), 261-297.
- Myers, S. C. (1984). The Capital Structure Puzzle. *The Journal of Finance*, 39(3), 575-592.
- Myers, S.C. and Majluf, N.S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13(2), pp.187–221.
- Noulas, A. and Genimakis, G. (2011). The determinants of capital structure choice: evidence from Greek listed companies. *Applied Financial Economics*, 21(6), pp.379–387.
- Öztekin, Ö. (2015). Capital Structure Decisions around the World: Which Factors Are Reliably Important? *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 50(03), pp.301–323.
- Papaioannou, G.J., Travlos, N.G. and Tsangarakis, N.V. (2000). Valuation Effects of Greek Stock Dividend Distributions. *European Financial Management*, 6(4), pp.515–531.
- Papadopoulos, D. and Charalambidis, D. (2008). Focus on Present Status and Determinants of Dividend Payout Policy: Athens Stock Exchange in Perspective. *Social Science Research Network*.

- Patsouratis, V., (1989). Corporate Taxation and Dividend Behaviour: An Empirical Analysis, *Greek Economic Review*, pp. 323 -338.
- Patra, T., Poshakwale, S. and Ow-Yong, K. (2012). Determinants of corporate dividend policy in Greece. *Applied Financial Economics*, 22(13), pp.1079–1087.
- Rajan, R. G., and Zingales, L. (1995). What Do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data. *The Journal of Finance*, 50(5), 1421-1460.
- Stulz, R.M. (1996). Does the cost of capital differ across countries? An agency perspective. *European Financial Management*, 2(1), pp.11–22.
- Tzoannos, I. and Filippas, N. (1997). Dividend policy of companies listed on the Athens Stock Exchange: An empirical analysis, *Spoudai*, 47(3), pp.249-285.
- Vasiliou, D. and Eriotis, N., (2002). The determinants of dividend policy: Some Greek data, *The European Journal of Management and Public Policy*, 1 (2), pp. 46-56.
- Vazakidis, A. and Athianos, S., (2010). Do dividend announcements affect the stock prices in the Greek Stock Market? *International Journal of Economic Sciences and Applied Research*, 3 (2), pp. 57-77.
- Voulgaris, F., Asteriou, D. and Agiomirgianakis, G., (2002). Capital structure, asset utilization, profitability and growth in the Greek manufacturing sector, *Applied Economics*, 34 (11), pp. 1379-1388.