

**ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ
ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ
ΑΘΗΝΩΝ**



ATHENS UNIVERSITY
OF ECONOMICS
AND BUSINESS

**ΣΧΟΛΗ
ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ
ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ**
SCHOOL OF
BUSINESS

ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΟ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗΣ &
ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ
MSc IN ACCOUNTING & FINANCE

ΔΙΕΘΝΗ ΛΟΓΙΣΤΙΚΑ ΠΡΟΤΥΠΑ ΚΑΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΡΙΣΗ

της

Μερόπης Μπόλη

Εργασία υποβληθείσα στο

Τμήμα Λογιστικής & Χρηματοοικονομικής

του Οικονομικού Πανεπιστημίου Αθηνών

ως μέρος των απαιτήσεων για την απόκτηση

Μεταπτυχιακού Διπλώματος Ειδίκευσης

Αθήνα

Οκτώβριος, 2016

Εγκρίνουμε την εργασία του

[ΟΝΟΜΑΤΕΠΩΝΥΜΟ]

.....

[ΟΝΟΜΑ ΕΠΙΒΛΕΠΟΝΤΟΣ ΚΑΘΗΓΗΤΗ]

[ΥΠΟΓΡΑΦΗ]

.....

.....

[ΟΝΟΜΑ ΣΥΝΕΞΕΤΑΣΤΗ ΚΑΘΗΓΗΤΗ]

[ΥΠΟΓΡΑΦΗ]

.....

.....

[ΟΝΟΜΑ ΣΥΝΕΞΕΤΑΣΤΗ ΚΑΘΗΓΗΤΗ]

[ΥΠΟΓΡΑΦΗ]

.....

.....

[ΗΜΕΡΟΜΗΝΙΑ]

ΒΕΒΑΙΩΣΗ ΕΚΠΟΝΗΣΗΣ ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗΣ ΕΡΓΑΣΙΑΣ

«Δηλώνω υπεύθυνα ότι η συγκεκριμένη πτυχιακή εργασία για τη λήψη του Μεταπτυχιακού Διπλώματος Ειδίκευσης στη Λογιστική και Χρηματοοικονομική 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. 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».

[ΟΝΟΜΑΤΕΠΩΝΥΜΟ ΦΟΙΤΗΤΗ/ΤΡΙΑΣ]

[ΥΠΟΓΡΑΦΗ]

.....

.....

ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Σκοπός: Σκοπός της μελέτης είναι να διαπιστωθούν οι παράγοντες που προσδιορίζουν το βραχυπρόθεσμο και μακροπρόθεσμο δανεισμό των ελληνικών εισηγμένων επιχειρήσεων.

Μεθοδολογία/προσέγγιση: Σε δείγμα 84 εισηγμένων επιχειρήσεων στην Ελλάδα την περίοδο 2008-2014, διεξήχθησαν μία σειρά παλινδρομήσεων με απώτερο σκοπό να διαπιστωθούν οι παράγοντες που επιδρούν σε στατιστικά σημαντικό βαθμό στο μακροπρόθεσμο και βραχυπρόθεσμο δανεισμό των επιχειρήσεων. Αρχικά, οι παλινδρομήσεις έγιναν με το μακροπρόθεσμο και βραχυπρόθεσμο δανεισμό ως εξαρτημένες μεταβλητές ξεχωριστά, ενώ σε μεταγενέστερο στάδιο οι δύο αυτές παλινδρομήσεις ενώθηκαν σε μία για να φανούν απευθείας οι διαφορές (differences-in-differences design).

Ευρήματα: Τα αποτελέσματα της έρευνας έδειξαν αρχικά πως τα επίπεδα του μακροπρόθεσμου και βραχυπρόθεσμου δανεισμού διαφοροποιούνται σε στατιστικά σημαντικό βαθμό μεταξύ των περιόδων πριν και κατά την κρίση, τόσο σε όρους ισότητας μέσων, όσο και σε όρους ισότητας διαμέσων. Ο μακροπρόθεσμος δανεισμός μειώθηκε κατά την περίοδο της κρίσης, ενώ αυξήθηκε ο βραχυπρόθεσμος δανεισμός. Οι παράγοντες που επιδρούν στο δανεισμό διαφοροποιούνται με βάση το αν είναι μακροπρόθεσμος ή βραχυπρόθεσμος. Οι μεγαλύτερες επιχειρήσεις τείνουν να έχουν υψηλότερα επίπεδα μακροπρόθεσμου δανεισμού, ενώ οι μικρότερες υψηλότερα επίπεδα βραχυπρόθεσμου. Μέσω του μακροπρόθεσμου δανεισμού καλύπτονται όλες οι υποχρεώσεις των επιχειρήσεων, ενώ μέσω του βραχυπρόθεσμου δανεισμού κυρίως οι άμεσες.

Πρωτοτυπία/αξία: Δεν έχει διεξαχθεί παρόμοια έρευνα για τις ελληνικές εισηγμένες επιχειρήσεις που να περιλαμβάνει και το διάστημα της κρίσης. Επομένως η έρευνα αυτή μπορεί να αποτελέσει τη βάση για μελλοντικές έρευνες επί του θέματος.

Λέξεις-κλειδιά: Μακροπρόθεσμος δανεισμός, βραχυπρόθεσμος δανεισμός, Ελλάδα, κρίση.

ABSTRACT

Purpose: The purpose of the study is to identify the factors that determine the short and long term borrowing of Greek listed companies.

Methodology / approach: In a sample of 84 Greek listed companies over the period 2008-2014, a series of regressions were conducted in order to identify the factors that affect significantly the long-term and short-term borrowing. Initially, the regressions had long-term and short-term borrowing as dependent variables separately and at a later stage these two regressions were stacked so as to look directly for differences (differences-in-differences design).

Findings: The results initially showed that the long-term and short-term borrowings levels differ significantly between the periods before and during the crisis, both in terms of equality of means, and in terms of equality of medians. Long-term borrowing was reduced during the crisis, while short term borrowing increased. Factors that affect borrowing vary based on whether it is long or short term. Larger companies tend to have higher levels of long-term borrowing, while smaller have higher short term borrowing levels. Through long-term borrowing firms cover total liabilities of the business, while through short-term borrowing mainly current liabilities.

Originality / value: It has not yet been conducted any similar research on Greek listed companies that include the period of crisis. Therefore this research could form the basis for future studies on the subject.

Keywords: Long-term borrowing, short term borrowing, Greece, crisis.

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

ΠΕΡΙΛΗΨΗ.....	3
ABSTRACT.....	4
1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ	7
1.1 Γενικά.....	8
1.2 Ερευνητικός σκοπός και στόχοι.....	8
1.3 Σημαντικότητα έρευνας.....	9
1.4 Δομή έρευνας.....	9
2 ΑΝΑΣΚΟΠΗΣΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑΣ.....	11
2.1 Τα ΔΠΧΠ	11
2.1.1 Τα πρότυπα.....	15
2.1.2 Το πρότυπο ΔΛΠ 23	18
2.2 Παράγοντες που επηρεάζουν το δανεισμό των επιχειρήσεων.....	23
2.3 Επιπτώσεις της κρίσης στις επιχειρήσεις	31
3 ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ.....	35
3.1 Δείγμα.....	35
3.2 Μεταβλητές.....	35
3.3 Μοντέλα	36
4 ΕΥΡΗΜΑΤΑ.....	39
4.1 Περιγραφικά στατιστικά.....	39
4.2 Η επίδραση της κρίσης στο δανεισμό των επιχειρήσεων.....	40

4.3	Παράγοντες που επιδρούν στο δανεισμό των ελληνικών εισηγμένων επιχειρήσεων	42
5	ΚΡΙΤΙΚΟΣ ΣΧΟΛΙΑΣΜΟΣ ΚΙ ΕΡΜΗΝΕΙΑ ΕΥΡΗΜΑΤΩΝ	51
6	ΕΠΙΛΟΓΟΣ.....	55
	ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ	57

Λίστα πινάκων

Πίνακας 1:	Περιγραφή μεταβλητών μοντέλων.....	35
Πίνακας 2:	Περιγραφικά στατιστικά μεταβλητών (2007-2015).....	39
Πίνακας 3:	Παλινδρομήσεις με εξαρτημένες μεταβλητές το μακροπρόθεσμο και βραχυπρόθεσμο δανεισμό.....	42
Πίνακας 4:	Παλινδρόμηση differences-in-differences.....	48

1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ

1.1 Γενικά

Η παρούσα εργασία ασχολείται με τους παράγοντες που επιδρούν στο δανεισμό των επιχειρήσεων. Ειδικότερα, μελετάται δείγμα ελληνικών εισηγμένων επιχειρήσεων στην Ελλάδα. Υπάρχει ένα σημαντικό κενό στη σύγχρονη θεωρία χρηματοδότησης για το θέμα της πολιτικής αναφορικά με το εταιρικό χρέος. Η θεωρία θα πρέπει να είναι σε θέση να εξηγήσει γιατί εξοικονόμηση των φόρων που προκύπτει από το χρέος δεν οδηγεί τις επιχειρήσεις στο να δανείζονται όσο το δυνατόν περισσότερο, αλλά και να εξηγήσει τη φράση «όσο το δυνατόν περισσότερο». Θα πρέπει επίσης να εξηγήσει γιατί ορισμένες επιχειρήσεις δανείζονται περισσότερο από άλλες, γιατί κάποιες έχουν κυρίως βραχυπρόθεσμα δάνεια, ενώ άλλες κυρίως μακροπρόθεσμα. Μία πληθώρα από ιδέες έχουν αναπτυχθεί ώστε να καλύψουν αυτό το κενό.

Οι Modigliani και Miller (MM) ανέφεραν (1963) ότι οι επιχειρήσεις έχουν διαφορετική «ικανότητα δανεισμού». Αν και αυτή η ικανότητα δεν είναι σαφής στις κεφαλαιαγορές που παρουσιάζουν τριβές, οι MM στηρίζονται στην ιδέα ότι το οριακό φορολογικό πλεονέκτημα του δανεισμού μειώνεται όσο περισσότερο χρέος εκδίδεται και όσο η αποπληρωμή των τόκων γίνεται λιγότερο βέβαια. Έχει επίσης σημειωθεί ότι οι φόροι, κι ειδικά η διαφορά μεταξύ των φορολογικών συντελεστών επί των κερδών του κεφαλαίου και τα επιτόκια των τακτικών εσόδων, μειώνουν το θεωρητικό φορολογικό πλεονέκτημα του εταιρικού δανεισμού. Για το λόγο αυτό ο Miller (1977) παρουσίασε ένα μοντέλο στο οποίο το πλεονέκτημα εξαφανίζεται εξ ολοκλήρου.

Αυτά τα επιχειρήματα εξορθολογισμού δημιουργούν απροθυμία στις επιχειρήσεις να δανειστούν «όσο το δυνατόν περισσότερο», αλλά δίνουν και συγκεκριμένες οδηγίες πέρα από αυτό. Υπάρχουν και άλλες γραμμές αναφορικά με τα επιχειρήματα αυτά. Οι πολιτικές χρέους που ακολουθούν οι επιχειρήσεις μπορεί να αντανακλούν ατελείς ή ελλιπείς κεφαλαιαγορές. Ίσως τα στελέχη να αποφεύγουν τα υψηλά ποσοστά χρέους σε μια προσπάθεια να προστατεύσουν τις θέσεις εργασίας τους και να σταθεροποιήσουν τον προσωπικό τους πλούτο. Ίσως οι αποφάσεις χρηματοδότησης των επιχειρήσεων να συνιστούν μία «σηματοδότηση», μεταφέροντας πληροφορίες

στους επενδυτές σχετικά με την επιχείρηση, τον κίνδυνο και την κερδοφορία. Το κόστος πτώχευσης (το κόστος συναλλαγής, εκκαθάρισης ή αναδιοργάνωσης) μάλλον αποθαρρύνει το δανεισμό, αν και μια έρευνα από τον Warner (1977) θέτει ερωτήματα σχετικά με το κατά πόσον αυτά τα έξοδα είναι αρκετά μεγάλα για να είναι σημαντικά. Ίσως, όπως Robichek και Myers (1966) υποστήριξαν, το κόστος της οικονομικής δυσχέρειας δημιουργείται όταν η εταιρεία βρίσκεται κάτω από την απειλή της πτώχευσης, ακόμη και αν η πτώχευση τελικά αποφευχθεί.

Η μελέτη αυτή επικεντρώνεται κυρίως στις ελληνικές εισηγμένες επιχειρήσεις, οι οποίες κι έχουν υιοθετήσει τα ΔΠΧΠ από το 2005. Αποσκοπεί στο να εντοπίσει τους παράγοντες που επιδρούν στο μακροπρόθεσμο και βραχυπρόθεσμο δανεισμό τους, αλλά και το ρόλο που έχει διαδραματίσει η πρόσφατη κρίση.

1.2 Ερευνητικός σκοπός και στόχοι

Ο ερευνητικός σκοπός της παρούσας μελέτης είναι να προσδιορίσει τους παράγοντες που επιδρούν στο δανεισμό των ελληνικών εισηγμένων επιχειρήσεων, αλλά και να εξετάσει επιπλέον το ρόλο της κρίσης τόσο στο μακροπρόθεσμο όσο και στο βραχυπρόθεσμο δανεισμό των επιχειρήσεων. Οι επιμέρους ερευνητικοί στόχοι που έχουν τεθεί είναι οι κάτωθι:

1. Διερεύνηση του αν η κρίση επέδρασε σε στατιστικά σημαντικό βαθμό στο επίπεδο του μακροπρόθεσμου δανεισμού
2. Διερεύνηση του αν η κρίση επέδρασε σε στατιστικά σημαντικό βαθμό στο επίπεδο του βραχυπρόθεσμου δανεισμού
3. Εξέταση των παραγόντων που προσδιορίζουν το μακροπρόθεσμο δανεισμό για τις ελληνικές εισηγμένες επιχειρήσεις
4. Εξέταση των παραγόντων που προσδιορίζουν το βραχυπρόθεσμο δανεισμό για τις ελληνικές εισηγμένες επιχειρήσεις

Για την εκπλήρωση του ερευνητικού σκοπού και στόχων διεξήχθη εμπειρική έρευνα σε δείγμα ελληνικών εισηγμένων επιχειρήσεων.

1.3 Σημαντικότητα έρευνας

Η έρευνα αφενός ασχολείται με τους παράγοντες που επιδρούν στο μακροπρόθεσμο και βραχυπρόθεσμο δανεισμό των επιχειρήσεων, αλλά και στο ρόλο της κρίσης στα επίπεδα δανεισμού. Για τις ελληνικές εισηγμένες επιχειρήσεις δεν έχει πραγματοποιηθεί κάποια παρόμοια έρευνα που να περιλαμβάνει και την περίοδο της κρίσης. Επομένως, τα αποτελέσματα δείχνουν μία εικόνα σχετικά με το πώς λαμβάνονται οι αποφάσεις διάρθρωσης του δανεισμού από τις ελληνικές εισηγμένες επιχειρήσεις στην περίοδο της κρίσης. Αυτό είναι σημαντικό εξαιτίας της αβεβαιότητας που συνεπάγεται η κρίση για το δανεισμό τόσο από την πλευρά των δανειοδοτών όσο και των δανειοληπτών.

1.4 Δομή έρευνας

Το πρώτο κεφάλαιο της έρευνας είναι το παρόν εισαγωγικό. Το δεύτερο κεφάλαιο περιλαμβάνει την ανασκόπηση της βιβλιογραφίας. Στο κεφάλαιο αυτό παρουσιάζονται κάποια γενικά στοιχεία αναφορικά με τα ΔΠΧΠ, αλλά και το πώς χειρίζονται τα κόστη δανεισμού. Ο λόγος για τον οποίο γίνεται αυτή η αναφορά είναι ότι οι επιχειρήσεις του δείγματος έχουν υιοθετήσει υποχρεωτικά τα ΔΠΧΠ από το 2005. Έπειτα, παρουσιάζεται η σχετική βιβλιογραφία που εξετάζει τους παράγοντες που επιδρούν στο δανεισμό των επιχειρήσεων. Το τρίτο κεφάλαιο αποτελεί τη μεθοδολογία της έρευνας. Στο κεφάλαιο περιλαμβάνονται στοιχεία αναφορικά με το δείγμα και τις μεταβλητές, καθώς και το μοντέλο της έρευνας. Το τέταρτο κεφάλαιο παρουσιάζει τα ευρήματα της εμπειρικής έρευνας. Το πέμπτο κεφάλαιο σχολιάζει κριτικά τα ευρήματα και τα συνδέει με τη θεωρία που έχει παρουσιαστεί. Το έκτο και τελευταίο κεφάλαιο αποτελεί τον επίλογο της μελέτης.

2 ΑΝΑΣΚΟΠΗΣΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑΣ

2.1 Τα ΔΠΧΠ

Τα Διεθνή Πρότυπα Χρηματοοικονομικής Πληροφόρησης (ΔΠΧΠ) είναι ένα παγκοσμίως αναγνωρισμένο σύνολο προτύπων για την κατάρτιση των οικονομικών καταστάσεων από επιχειρηματικές οντότητες. Τα πρότυπα αυτά ορίζουν: 1. τα στοιχεία που θα πρέπει να αναγνωρίζονται ως περιουσιακά στοιχεία, παθητικό, έσοδα και έξοδα, 2. τον τρόπο μέτρησης των στοιχείων αυτών, 3. τον τρόπο παρουσίασης των στοιχείων αυτών σε μια σειρά οικονομικών καταστάσεων και 4. σχετικές δημοσιοποιήσεις για τα στοιχεία αυτά (Kim και Shi, 2012).

Η διαδικασία κατάρτισης διεθνών προτύπων άρχισε πριν από αρκετές δεκαετίες, ως μια προσπάθεια δημιουργίας από τις βιομηχανικές χώρες προτύπων που θα μπορούσαν να χρησιμοποιηθούν από αναπτυσσόμενες και μικρότερες χώρες που δεν μπορούν να δημιουργήσουν δικά τους λογιστικά πρότυπα. Ωστόσο, εν όψει της παγκοσμιοποίησης του επιχειρηματικού κόσμου, οι ρυθμιστικές αρχές, οι επενδυτές, οι μεγάλες επιχειρήσεις και οι ελεγκτικές εταιρείες άρχισαν να συνειδητοποιούν τη σημασία της ύπαρξης κοινών προτύπων σε όλους τους τομείς της κατάρτισης οικονομικών εκθέσεων (Florou και Pope, 2012). Σε μια έρευνα που πραγματοποιήθηκε στα τέλη του 2007 από τη Διεθνή Ομοσπονδία Λογιστών (International Federation of Accountants - IFAC), η μεγάλη πλειονότητα των κυριότερων λογιστικών δυνάμεων από όλο τον κόσμο συμφώνησαν ότι ένα ενιαίο σύνολο διεθνών προτύπων είναι σημαντικό για την οικονομική ανάπτυξη. Από τους 143 ηγέτες από 91 χώρες, οι οποίοι ανταποκρίθηκαν, το 90% ανέφερε ότι ένα ενιαίο σύνολο διεθνών προτύπων χρηματοοικονομικής πληροφόρησης είναι πολύ σημαντικό ή σημαντικό για την οικονομική ανάπτυξη στις χώρες τους (Florou και Pope, 2012).

Προς το παρόν, περισσότερες από 120 χώρες και δικαιοδοσίες επιτρέπουν ή απαιτούν τη χρήση προτύπων ΔΠΧΠ για τις εγχώριες εισηγμένες εταιρείες. Η Ευρωπαϊκή Ένωση (ΕΕ) απαιτεί από εταιρείες που έχουν συσταθεί σε κράτη μέλη της, των οποίων οι μετοχές είναι εισηγμένες σε χρηματιστήριο που ρυθμίζεται από την ΕΕ να καταρτίζουν τις ενοποιημένες οικονομικές τους καταστάσεις σύμφωνα τα πρότυπα ΔΠΧΠ (Daske et al., 2012). Η Αυστραλία, η Νέα Ζηλανδία και το Ισραήλ έχουν

ουσιαστικά υιοθετήσει τα ΔΠΧΠ ως τα εθνικά τους πρότυπα και η Βραζιλία άρχισε να χρησιμοποιεί τα ΔΠΧΠ το 2010. Ο Καναδάς υιοθέτησε πλήρως τα ΔΠΧΠ από την 1η Ιανουαρίου 2011. Το Μεξικό απαιτεί την υιοθέτηση των ΔΠΧΑ για όλες τις εισηγμένες οντότητες από το 2012. Η Ιαπωνία εργάζεται για την επίτευξη της σύγκλισης των ΔΠΧΠ και πλέον επιτρέπει σε ορισμένες εισηγμένες εγχώριες εταιρείες να εφαρμόζουν τα ΔΠΧΠ για τις χρήσεις που αρχίζουν την 1η Απριλίου 2010. Το Χονγκ Κονγκ έχει υιοθετήσει εθνικά πρότυπα τα οποία είναι ισοδύναμα με τα ΔΠΧΠ και η Κίνα έχει προβεί σε σύγκλιση των λογιστικών της προτύπων με τα ΔΠΧΠ. Άλλες χώρες έχουν σχέδια να υιοθετήσουν τα ΔΠΧΠ ή να συγκλίνουν τα εθνικά τους πρότυπα με τα ΔΠΧΠ. Εκτός από την υποστήριξη από ορισμένους φορείς των ΗΠΑ, οι χρηματοπιστωτικοί και οικονομικοί ηγέτες από διάφορους οργανισμούς έχουν ανακοινώσει την υποστήριξή τους προς τα παγκόσμια λογιστικά πρότυπα (Brochet et al., 2013). Οι ηγέτες των G20 υποστήριξαν τα παγκόσμια λογιστικά πρότυπα και προέτρεψε το αμερικανικό Συμβούλιο Λογιστικών Προτύπων (Financial Accounting Standards Board - FASB) και το Συμβούλιο Διεθνών Λογιστικών Προτύπων (International Accounting Standards Board - IASB) να ολοκληρώσουν τα προγράμματα σύγκλισής τους το 2011.

Στη συνέχεια περιγράφεται μια σύνοψη των προσπαθειών του IASB και FASB του όσον αφορά τη σύγκλιση των λογιστικών προτύπων. Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς ήταν ισχυρός φορέας για πολλά χρόνια στις διεθνείς προσπάθειες για την ανάπτυξη ενός βασικού συνόλου λογιστικών προτύπων που θα μπορούσε να χρησιμεύσει ως πλαίσιο για την χρηματοοικονομική πληροφόρηση σε διασυνοριακές προσφορές, καθώς έχει επανειλημμένα διατυπώσει το επιχείρημα ότι οι εκδότες που επιθυμούν να συγκεντρώσουν κεφάλαια σε περισσότερες από μία χώρες, αντιμετωπίζουν το αυξημένο κόστος συμμόρφωσης και την αναποτελεσματικότητα στην κατάρτιση πολλαπλών οικονομικών καταστάσεων ώστε να συμμορφώνονται με τις διαφορετικές λογιστικές απαιτήσεις των χωρών.

Το 2000, ο Διεθνής Οργανισμός Αρχών Κεφαλαιαγοράς (International Organization of Securities Commissions - IOSCO), όπου η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς διαδραματίζει πρωταγωνιστικό ρόλο, συνέστησε στα μέλη του να επιτρέπουν σε πολυθνικές εκδοτικές αρχές να χρησιμοποιούν 30 βασικά πρότυπα του ΣΔΛΠ στις

διασυνοριακές προσφορές και τους καταλόγους (Christensen et al., 2013). Λίγα χρόνια αργότερα, η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς ανακοίνωσε την υποστήριξή του Μνημονίου Συνεννόησης - της συμφωνίας Norwalk - μεταξύ του FASB και του IASB. Η συμφωνία, η οποία συνήφθη στο Norwalk, CT, εδραίωσε μια κοινή δέσμευση για την ανάπτυξη συμβατών λογιστικών προτύπων που θα μπορούσαν να χρησιμοποιηθούν τόσο στις εγχώριες όσο και στις διασυνοριακές οικονομικές εκθέσεις. Σε επόμενο Μνημόνιο Συνεννόησης το Σεπτέμβριο του 2008, το FASB και το IASB συμφώνησαν ότι ένα κοινό σύνολο παγκόσμιων προτύπων υψηλής ποιότητας παρέμεινε μακροπρόθεσμη στρατηγική προτεραιότητά τους και καθιέρωσαν ένα σχέδιο για να συγκλίνουν τη χρηματοοικονομική πληροφόρηση των εκδοτών των ΗΠΑ υπό τις αμερικανικές γενικά αποδεκτές λογιστικές αρχές (Generally Accepted Accounting Principles - GAAP) με εκείνη των εταιριών που χρησιμοποιούν τα ΔΠΧΠ (Brugemann et al., 2013).

Το 2007, η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς ψήφισε ομόφωνα να επιτρέψει στους ξένους ιδιώτες εκδότες να υποβάλλουν οικονομικές καταστάσεις που έχουν συνταχθεί σύμφωνα με τα ΔΠΧΠ όπως αυτά έχουν εκδοθεί από το ΣΔΛΠ χωρίς σύγκλιση με τα GAAP των ΗΠΑ. Ακόμη μεγαλύτερης σημασίας ήταν η Concept Release της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, με την οποία αναζητώνται εισροές ώστε να επιτραπεί στις δημόσιες επιχειρήσεις των ΗΠΑ να χρησιμοποιούν τα ΔΠΧΠ κατά την κατάρτιση των οικονομικών καταστάσεων (Barth και Israeli, 2013). Τον Νοέμβριο του 2008, η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς εξέδωσε προτεινόμενο χάρτη που περιλάμβανε επτά ορόσημα για τη συνέχιση της προόδου των ΗΠΑ προς την αποδοχή των ΔΠΧΠ. Ο χάρτης δημιούργησε σημαντικό ενδιαφέρον και σχόλια από τους επενδυτές, τους εκδότες, τα λογιστικά γραφεία, τις ρυθμιστικές αρχές και άλλους σχετικούς παράγοντες που η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς θα πρέπει να εξετάσει. Την 24^η Φεβρουαρίου 2010, η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς εξέδωσε τα Concept Release με δήλωση της Επιτροπής για την ενίσχυση της σύγκλισης των παγκόσμιων λογιστικών προτύπων, όπου η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς ανέφερε τη συνεχιζόμενη πεποίθησή της ότι ένα ενιαίο σύνολο παγκοσμίως αποδεκτών λογιστικών προτύπων υψηλής ποιότητας θα ωφελήσει τους επενδυτές των ΗΠΑ και εξέφρασε την υποστήριξή της για τη συνεχιζόμενη σύγκλιση των αμερικανικών GAAP και ΔΠΧΠ (Barth και Israeli, 2013). Τα Concept Release ανέφεραν επίσης την ανάπτυξη και την εκτέλεση

του σχεδίου εργασίας για να ενισχύσουν την κατανόηση τόσο του σκοπού της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς όσο και της δημόσιας διαφάνειας σε σχέση με τα ΔΠΧΠ. Το σχέδιο εργασίας αναφέρεται σε πολλά ζητήματα που επισημαίνονται στα σχόλια για το χάρτη του 2008.

Το FASB και το IASB συνεργάζονται για τη σύγκλιση των λογιστικών προτύπων από το 2002. Τα διοικητικά συμβούλια των παραπάνω οργανισμών έχουν περιγράψει τη σημασία της σύγκλισης και την τακτική τους για την επίτευξη του στόχου αυτού σε δύο έγγραφα - τη συμφωνία Norwalk του 2002 και το Μνημόνιο Συνεννόησης (ΜΣ), που εκδόθηκε αρχικά στην 2006 και επικαιροποιήθηκε το 2008. Το ΜΣ αρχικά υπογράμμισε πολλά σημαντικά προγράμματα σύγκλισης μεταξύ του IASB και του FASB, η ολοκλήρωση των οποίων έγινε το 2011 (Baghai et al., 2014).

Σε απάντηση των αιτημάτων από τους ηγέτες της G20, το IASB και το FASB δημοσίευσαν μια έκθεση προόδου, που περιγράφει την εντατικοποίηση του προγράμματος εργασίας, συμπεριλαμβανομένων των μηνιαίων κοινών συναντήσεων του συμβουλίου και των τριμηνιαίων ενημερώσεων προόδου σχετικά με αυτά τα προγράμματα σύγκλισης. Στις 29 Νοεμβρίου 2010, το FASB και το IASB εξέδωσαν μια έκθεση προόδου προς τη σύγκλιση. Στην έκθεση, οι φορείς καθορισμού προτύπων επιβεβαίωσαν τα προγράμματα προτεραιότητας τους για ολοκλήρωση μέχρι τις 30 Ιουνίου 2011, ή και νωρίτερα. Τα κοινά προγράμματα προτεραιότητας περιλαμβάνουν χρηματοπιστωτικά μέσα, αναγνώριση εσόδων, μισθώσεις, παρουσίαση των λοιπών συνολικών εσόδων και μέτρηση της εύλογης αξίας (Baghai et al., 2014). Για το Συμβούλιο Διεθνών Λογιστικών Προτύπων, τα προγράμματα που ολοκληρώθηκαν μέχρι το τέλος του Ιουνίου του 2011 περιλαμβάνουν βελτιωμένες δημοσιοποιήσεις σχετικά περιουσιακά στοιχεία που έχουν παύσει να αναγνωρίζονται και άλλους κινδύνους εκτός ισολογισμού, ενοποιήσεις και το πρόγραμμα για τα ασφαλιστήρια συμβόλαια. Τα ΔΣ αποφάσισαν να αναβάλει μέχρι μετά Ιουν 2011 ουσιαστικές συζητήσεις σε τέσσερα προγράμματα, περιλαμβάνοντας το ευρύτερο σχέδιο παρουσίασης των οικονομικών καταστάσεων, τα χρηματοδοτικά μέσα με χαρακτηριστικά ιδίων κεφαλαίων, τα συστήματα εμπορίας εκπομπών και τη φάση της οικονομικής οντότητας του εννοιολογικού πλαισίου (Baghai et al., 2014).

Τα διοικητικά συμβούλια συμφώνησαν επίσης ότι η ενοποίηση των επενδυτικών εταιρειών δεν αποτελεί προτεραιότητα για τον Ιούνιο του 2011. Το FASB και το IASB ανέβαλαν επίσης συζητήσεις σε διάφορα ανεξάρτητα προγράμματα προτύπων (όπως δημοσιοποιήσεις έκτακτης ανάγκης για τους FASB και IASB, Προβλέψεις, Ενδεχόμενες Υποχρεώσεις και Ενδεχόμενα Περιουσιακά Στοιχεία και ετήσιες βελτιώσεις του IASB). Από τα υπόλοιπα αρχικά προγράμματα στο ΜΣ του 2006, έχουμε ολοκληρωθεί τα Business Combinations. Τα άυλα περιουσιακά στοιχεία έχουν απομακρυνθεί από τις ενεργές ατζέντες των δύο συμβουλίων και οι παροχές μετά την έξοδο από την υπηρεσία αφαιρέθηκαν από τον κατάλογο των προγραμμάτων προτεραιότητας ΜΣ τον Οκτώβριο του 2009 (Baghai et al., 2014).

Το σύνολο προτύπων του IASB για την χρηματοοικονομική πληροφόρηση εφαρμόζεται σε περισσότερες από 100 χώρες. Σε ορισμένες χώρες, οι εγχώριες GAAP έχουν αντικατασταθεί από τα ΔΠΧΠ, ενώ σε άλλες χώρες υπήρξε σημαντικός βαθμός σύγκλισης προς τα ΔΠΧΠ. Τα πρότυπα του IASB εφαρμόζονται κατά κύριο λόγο για τις εκθέσεις των δημόσιων επιχειρήσεων, αλλά σε ορισμένες χώρες τα πρότυπα εφαρμόζονται από όλους τους φορείς για τη σχετική δημοσιοποίηση. Η χρήση των προτύπων πέρα από την υποβολή εκθέσεων από τις εισηγμένες οντότητες επεκτείνεται με την έκδοση των Διεθνών Προτύπων Χρηματοοικονομικής Πληροφόρησης για Μικρές και Μεσαίες Επιχειρήσεις το 2009 (Custodio et al., 2013). Εταιρείες που υιοθετούν τα πρότυπα ΔΛΠ πρέπει να εφαρμόσουν το ΔΠΧΠ 1 - Πρώτη Εφαρμογή των Διεθνών Προτύπων Χρηματοοικονομικής Πληροφόρησης για να υποβάλλουν εκ νέου το άνοιγμα του ισολογισμού κατά την έναρξη της συγκριτικής περιόδου τους, να προσδιορίσουν τις νέες λογιστικές πολιτικές τους και να δημοσιεύουν σχετικά με το οικονομικό αποτέλεσμα της μετάβασης στα ΔΠΧΠ (Custodio et al., 2013).

2.1.1 Τα πρότυπα

Τα πρότυπα που έχουν ήδη εκδοθεί είναι τα εξής (Hail et al., 2010): ΔΠΧΑ 1 Πρώτη Εφαρμογή των Διεθνών Προτύπων Χρηματοοικονομικής Πληροφόρησης, ΔΠΧΑ 2 πληρωμή με βάση την αξία των μετοχών, ΔΠΧΑ 3 Συνενώσεις Επιχειρήσεων (Business Combinations), ΔΠΧΑ 4 Ασφαλιστήρια Συμβόλαια, ΔΠΧΑ 5 Μη κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία που κατέχονται προς πώληση και διακοπείσες

δραστηριότητες, ΔΠΧΑ 6 Έρευνα και Αξιολόγηση Ορυκτών Πόρων, ΔΠΧΑ 7 Χρηματοοικονομικά Μέσα: Γνωστοποιήσεις, ΔΠΧΑ 8 Λειτουργικοί Τομείς, ΔΠΧΑ 9 Χρηματοοικονομικά Μέσα, ΔΠΧΑ 10 Ενοποιημένες Οικονομικές Καταστάσεις, ΔΠΧΑ 11 Κοινοί Διακανονισμοί, ΔΠΧΑ 12 Γνωστοποίηση συμμετοχής σε άλλες οικονομικές οντότητες, ΔΠΧΑ 13 Επιμέτρηση Εύλογης Αξίας, ΔΠΧΑ 14 Ρυθμιζόμενοι Αναβαλλόμενοι Λογαριασμοί, ΔΠΧΑ 15 Έσοδα από συμβάσεις με πελάτες, ΔΛΠ 1 Παρουσίαση των Οικονομικών Καταστάσεων ΔΛΠ 2 Αποθέματα ΔΛΠ 7 Κατάσταση Ταμειακών ροών (Hail et al., 2010).

Η παύση αναγνώρισης των στοιχείων του ενεργητικού και του παθητικού που δεν επιτρέπονται σύμφωνα με τα ΔΠΧΠ και η αναταξινόμηση των περιουσιακών στοιχείων, υποχρεώσεων ή συμμετοχικών τίτλων που τυγχάνουν διαφορετικής μεταχείρισης διεξάγονται σύμφωνα με τα ΔΠΧΠ σε σύγκριση με τις υπάρχουσες GAAP. Η μέτρηση των στοιχείων του ενεργητικού και του παθητικού σύμφωνα με τα ΔΠΧΠ ενδεχομένως να απαιτεί μια επαναδιατύπωση των λογιστικών αξιών. Η επαναξιολόγηση των εκτιμήσεων που εφαρμόστηκαν στο παρελθόν στο πλαίσιο των υφιστάμενων GAAP θα πρέπει να γίνει με βάση τις διαθέσιμες πληροφορίες, όταν είχαν γίνει οι αρχικές εκτιμήσεις ή όταν οι νέες εκτιμήσεις απαιτούνται από την ημερομηνία της μετάβασης. Ορισμένες εξαιρέσεις από τις απαιτήσεις των άλλων προτύπων που επιτρέπονται από το ΔΠΧΠ 1 αφορούν (Leuz, 2010):

- Συνενώσεις επιχειρήσεων
- Πληρωμές με βάση την αξία των μετοχών
- Ασφαλιστήρια συμβόλαια
- Τεκμαρτό κόστος
- Μισθώσεις
- Αθροιστική συναλλαγματικές διαφορές
- Επενδύσεις σε θυγατρικές, κοινοπραξίες και συγγενείς επιχειρήσεις
- Περιουσιακά στοιχεία και υποχρεώσεις θυγατρικών, συγγενών επιχειρήσεων και κοινοπραξιών

- Σύνθετα χρηματοοικονομικά μέσα
- Προσδιορισμός των ήδη αναγνωρισμένων χρηματοοικονομικών μέσων
- Επιμέτρηση της εύλογης αξίας των χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων ή χρηματοοικονομικών υποχρεώσεων κατά την αρχική αναγνώριση
- Υποχρεώσεις διαδικασίας παροπλισμού που περιλαμβάνονται στο κόστος των ακινήτων, εγκαταστάσεων και εξοπλισμού
- Χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία ή άυλα περιουσιακά στοιχεία που αντιμετωπίζονται λογιστικά σύμφωνα με το ΕΔΔΠΧΑ 12
- Συμβάσεις Παραχώρησης, κόστος δανεισμού
- Μεταβιβάσεις περιουσιακών στοιχείων από πελάτες
- Εξόφληση χρηματοοικονομικών υποχρεώσεων με συμμετοχικούς τίτλους
- Σοβαρός υπερπληθωρισμός
- Κοινές συμφωνίες και
- Κόστος αποκάλυψης στη φάση της παραγωγής ορυχείου επιφανείας.

Το ΔΠΧΑ 1 απαγορεύει την αναδρομική εφαρμογή κάποιων όρων των άλλων ΔΠΧΠ. Οι απαγορεύσεις αυτές αφορούν (Barth et al., 2012):

- Εκτιμήσεις
- Παύση αναγνώρισης χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων και χρηματοοικονομικών υποχρεώσεων
- Λογιστική αντιστάθμισης (κινδύνων), και
- Μη ελέγχουσες συμμετοχές

Για να διασφαλιστεί η σαφής κατανόηση των διαφορών μεταξύ του τρόπου αναφοράς οικονομικής απόδοσης, της θέσης και των ταμειακών ροών σύμφωνα με τα παλιά GAAP και του τρόπου παρουσίασης σύμφωνα με τα ΔΠΧΠ, αποτελεί κρίσιμη

απαίτηση των ΔΠΧΠ οι συγκρίσεις να καταρτίζονται με αναφορές βάσει προηγούμενων GAAP και σύμφωνα με τα ΔΠΧΠ για τα εξής στοιχεία: Ίδια Κεφάλαια / κατάσταση οικονομικής θέσης για το άνοιγμα και το κλείσιμο της συγκριτικής περιόδου, κέρδος ή ζημία για την συγκριτική περίοδο, κύριες προσαρμογές των ταμειακών ροών για την προσαρμογή της συγκριτικής περιόδου και οποιεσδήποτε προσαρμογές σε σχέση με ζημίες απομείωσης ή αναστροφές από την αρχική υιοθέτηση των ΔΠΧΠ (Aharony et al., 2010).

2.1.2 Το πρότυπο ΔΛΠ 23

Το ΔΛΠ 23 απαιτεί την κεφαλαιοποίηση του κόστους δανεισμού που μπορεί να κατανεμηθεί άμεσα στην απόκτηση, κατασκευή ή παραγωγή ενός περιουσιακού στοιχείου που πληροί τις προϋποθέσεις (Brackney και Witmer, 2005).

Το IASB τροποποίησε το ΔΛΠ 23 «Κόστος Δανεισμού» το Μάρτιο του 2007 ώστε να συγκλίνει με τις GAAP των ΗΠΑ. Οι γενικές αρχές του αναθεωρημένου ΔΛΠ 23 είναι οι ίδιες με εκείνες στο πρότυπο SFAS 34 «Κεφαλαιοποίηση του κόστους των τόκων», αν και οι λεπτομέρειες διαφέρουν. Το αναθεωρημένο πρότυπο απαιτεί την κεφαλαιοποίηση του κόστους δανεισμού που πραγματοποιήθηκε για τη χρηματοδότηση κατασκευής των περιουσιακών στοιχείων που πληρούν τις προϋποθέσεις (Gebhardt και Novotny- Farkas, 2011). Η σύγκλιση σε αυτό το υψηλό επίπεδο ήταν σχετικά απλή στην επίτευξη, με την κατάργηση της υφιστάμενης δυνατότητας δαπάνης του συνόλου των τόκων. Σύντομα προέκυψαν ερωτήματα σχετικά με την πρακτική εφαρμογή των νέων απαιτήσεων μετά την κυκλοφορία του προτύπου, παρά την προσδοκία ότι η μετάβαση θα ήταν απλή. Σχετικά λίγοι λογιστές που καταρτίζουν εκθέσεις σύμφωνα με τα ΔΠΧΠ είχαν προβεί σε κεφαλαιοποίηση των τόκων, για αυτό και το πρότυπο δεν αποτέλεσε αντικείμενο πολλών συζητήσεων. Μερικά από τα ερωτήματα φαίνεται σχετίζονται με τη ρυθμιστική φύση των ΔΛΠ 23R που απαιτεί κεφαλαιοποίηση του κόστους δανεισμού, αλλά απαγορεύει την εξέταση του κόστους του μετοχικού κεφαλαίου. Το κόστος του μετοχικού κεφαλαίου δεν θεωρείται όταν βρίσκεται σε επίπεδο καθαρού κέρδους ή ζημίας, με αποτέλεσμα να υπάρχει διάκριση από το κόστος δανεισμού (Demerjian, 2011).

Το πρότυπο μπορεί να δίνει μια πιο ολοκληρωμένη εικόνα των δαπανών που προκύπτουν για περιουσιακά στοιχεία που πληρούν τις προϋποθέσεις, αλλά πολλοί θα

παρατηρήσουν ότι αυτή είναι πιο ακριβής, αλλά λιγότερο σημαντικός, αριθμός που βασίζεται σε κανόνες. Η σύγκλιση μέσω εξάλειψης της δυνατότητας χρέωσης του κόστους δανεισμού σήμαινε ότι το IASB δεν επανεξέτασε, σε οποιοδήποτε βάθος, τις απαιτήσεις του ΔΛΠ 23. Οι προκλήσεις παραμένουν σχετικά με τον τρόπο αντιμετώπισης των ειδικών και των γενικών δανείων, το χρόνο έναρξης της κεφαλαιοποίηση σε ορισμένες περιπτώσεις, και αν το πεδίο εφαρμογής εξαιρέσεων είναι υποχρεωτικό ή προαιρετικό. Πρόθεση, ωστόσο, δεν είναι η δημιουργία ενός υποσυνόλου πρόσθετων κανόνων και οι εταιρείες θα πρέπει να εξετάσουν το πλήρες κείμενο των προτύπων, να συμβουλευτούν τους ελεγκτές τους και να ζητήσουν επαγγελματική κρίση σε συγκεκριμένα λογιστικά ερωτήματα (Demerjian, 2011).

Το πρότυπο αυτό καθορίζει το λογιστικό χειρισμό του κόστους δανεισμού, την περίπτωση στην οποία θα πρέπει να κεφαλαιοποιηθεί το κόστος δανεισμού και πότε θα πρέπει να αναγνωρίζεται ως έξοδο (Ahmed al., 2013). Οι απαιτήσεις αυτού του προτύπου εφαρμόζονται για τη λογιστική αντιμετώπιση του κόστους δανεισμού. Ωστόσο, αυτό το πρότυπο δεν εφαρμόζεται στην πραγματικό ή το τεκμαρτό κόστος που σχετίζεται με συμμετοχικούς τίτλους (Ahmed al., 2013).

1. Κόστος δανεισμού:

Το κόστος δανεισμού αποτελείται από το κόστος των τόκων και άλλων στοιχείων που προκύπτουν, προκειμένου να είναι δυνατός ο δανεισμός κεφαλαίων. Περιλαμβάνει (Brown, 2011):

- Τόκους
- Έκπτωση κατά την έκδοση δανείου ή ομολογιακού δανείου
- Ασφάλιστρα κατά την εξόφληση του ομολογιακού δανείου
- Κάθε κόστος τόκων που περιλαμβάνεται σε χρηματοδοτικές μισθώσεις
- Τόκους υπερανάληψης
- Κάθε δαπάνη έκδοσης για δανειοδοτικά μέσα

2. Περιουσιακά στοιχεία μακράς περιόδου κατασκευής ή παραγωγής (qualifying assets):

Ένα περιουσιακό στοιχείο, που χρειάζεται ουσιαστικά ένα μεγάλο ή σημαντικό χρονικό διάστημα προετοιμασίας για την πώληση ή την προβλεπόμενη χρήση από την οντότητα (Brown, 2011).

Για παράδειγμα το απόθεμα, οι επενδύσεις σε ακίνητα, ή οποιαδήποτε ιδιοπαραγόμενα περιουσιακά στοιχεία, τα οποία χρειάζονται μεγάλο χρονικό διάστημα για την ολοκλήρωσή τους (Brown, 2011).

- Τα περιουσιακά στοιχεία μακράς περιόδου κατασκευής ή παραγωγής δεν περιλαμβάνουν περιουσιακά στοιχεία τα οποία είναι έτοιμα για πώληση ή χρήση, κατά τη στιγμή που αυτά αποκτώνται και τα περιουσιακά στοιχεία τα οποία ολοκληρώνονται σε σύντομο χρονικό διάστημα (Brown, 2011).

Το κόστος δανεισμού που πραγματοποιείται για την κατασκευή ή την απόκτηση ενός περιουσιακού στοιχείου μακράς περιόδου κατασκευής ή παραγωγής θα κεφαλαιοποιηθεί ως μέρος του κόστους των εν λόγω περιουσιακών στοιχείων. Κάθε άλλο κόστος δανεισμού θα πρέπει να αντιμετωπίζεται ως δαπάνη και θα χρεώνεται στην κατάσταση αποτελεσμάτων χρήσης (Chalmers, 2012).

- Το κόστος δανεισμού που αφορά περιουσιακά στοιχεία μακράς περιόδου κατασκευής ή παραγωγής αποκαλείται «Επιλέξιμο Κόστος Δανεισμού», δεδομένου ότι αποκτάται το δικαίωμα κεφαλαιοποίησης στο κόστος του περιουσιακού στοιχείου (Chalmers, 2012).

- Το κόστος δανεισμού που σχετίζεται με περιουσιακά στοιχεία μακράς περιόδου κατασκευής ή παραγωγής, για τα οποία αποκτάται το δικαίωμα να κεφαλαιοποιηθούν είναι το κόστος δανεισμού που μπορεί να αποφευχθεί εάν το στοιχείο αυτό δεν παράγεται ή κατασκευάζεται (Chalmers, 2012).

- Το κόστος του περιουσιακού στοιχείου μακράς περιόδου κατασκευής ή παραγωγής, συμπεριλαμβανομένου του κεφαλαιοποιημένου κόστους δανεισμού δεν πρέπει να υπερβαίνει την ανακτήσιμη αξία του περιουσιακού στοιχείου, και αν γίνει αυτό, τότε το περιουσιακό στοιχείο θα πρέπει να υποτιμάται στην ανακτήσιμη αξία του, σύμφωνα με τις απαιτήσεις του ΔΛΠ 36 (Chalmers, 2012).

Η μέτρηση του κόστους δανεισμού που σχετίζεται με περιουσιακά στοιχεία μακράς περιόδου κατασκευής ή παραγωγής που κεφαλαιοποιούνται ως μέρος του κόστους του στοιχείου αυτού, εξαρτάται από (Clacher et al., 2013):

1. Ειδικό δάνειο / κεφάλαιο:

Το δάνειο το οποίο χορηγείται ειδικά για την κατασκευή ή την απόκτηση μόνο ενός περιουσιακού στοιχείου μακράς περιόδου κατασκευής ή παραγωγής καλείται ειδικό δάνειο. Σε μια τέτοια περίπτωση το επιλέξιμο κόστος δανεισμού προς κεφαλαιοποίηση θα υπολογίζεται ως το πραγματικό κόστος δανεισμού για το στοιχείο μείον τυχόν έσοδα από την προσωρινή επένδυση των κεφαλαίων κατά τη διάρκεια της κατασκευής (Clacher et al., 2013).

2. Γενικό δάνειο / κεφάλαιο:

Το δάνειο το οποίο χορηγήθηκε για περιουσιακά στοιχεία μακράς περιόδου κατασκευής ή παραγωγής και γενική επιχειρηματική χρήση ονομάζεται γενικό δάνειο. Σε μια τέτοια περίπτωση, το επιλέξιμο κόστος δανεισμού προς κεφαλαιοποίηση θα υπολογίζεται ως η δαπάνη για το περιουσιακό στοιχείο μακράς περιόδου κατασκευής ή παραγωγής κατά τη διάρκεια της λογιστικής περιόδου πολλαπλασιαζόμενη με το μέσο σταθμισμένο ποσοστό κόστους δανεισμού της οικονομικής οντότητας σε σχέση με τα δάνεια που εκδόθηκαν κατά τη διάρκεια της λογιστικής περιόδου (Clacher et al., 2013).

Έναρξη κεφαλαιοποίησης:

Η κεφαλαιοποίηση του κόστους δανεισμού θα πρέπει να ξεκινήσει κατευθείαν από την ημερομηνία κατά την οποία η οντότητα θα πληροί όλες τις ακόλουθες προϋποθέσεις (Gordon et al., 2012):

- Έναρξη δαπάνης για το περιουσιακό στοιχείο
- Πραγματοποίηση του κόστους δανεισμού
- Τα μέτρα που απαιτούνται για την ολοκλήρωση του περιουσιακού στοιχείου δραστηριότητες να βρίσκονται σε εξέλιξη.

- Οι δαπάνες για περιουσιακά στοιχεία μακράς περιόδου κατασκευής ή παραγωγής να περιλαμβάνουν τις δαπάνες με τη μορφή πληρωμών για τα υλικά, το σχετικό εργατικό κόστος και την αναλογία των γενικών εξόδων.
- Οι δραστηριότητες που απαιτούνται για την ολοκλήρωση του περιουσιακού στοιχείου περιλαμβάνουν όχι μόνο τη φυσική κατασκευή του περιουσιακού στοιχείου, αλλά και οποιαδήποτε τεχνική εργασία, διοικητική εργασία και λήψη πολεοδομικής άδειας από τις σχετικές αρχές πριν από την έναρξη της φυσικής κατασκευής έργου.
- Το κόστος δανεισμού μπορεί να κεφαλαιοποιούνται μόνο κατά τη διάρκεια της περιόδου όταν όλες οι απαραίτητες δραστηριότητες για την ολοκλήρωση του περιουσιακού στοιχείου είναι σε εξέλιξη. Επίσης, το κόστος δανεισμού κατά τη διάρκεια της περιόδου όταν όλες οι απαραίτητες δραστηριότητες για την ολοκλήρωση του περιουσιακού στοιχείου διακόπτονται δεν θα κεφαλαιοποιείται και αυτό το κόστος δανεισμού θα χρεώνεται στην κατάσταση λογαριασμού κερδών και ζημιών ως έξοδο.

Αναστολή κεφαλαιοποίησης του κόστους δανεισμού:

Εάν κατά τη διάρκεια της κατασκευής, οι αναγκαίες για την ολοκλήρωση του περιουσιακού στοιχείου δραστηριότητες διακόπτονται ή αναστέλλονται για ειδικούς λόγους, το κόστος δανεισμού της εν λόγω περιόδου θα υπολογίζεται ως εξής (Gordon et al., 2012):

- Εάν η περίοδος διακοπής είναι υλική, το κόστος δανεισμού της εν λόγω προθεσμίας, δεν θα κεφαλαιοποιείται και θα χρεώνεται στην κατάσταση των αποτελεσμάτων χρήσεως ως δαπάνη.
- Εάν η περίοδος διακοπής είναι άυλη ή προσωρινή (έλλειψη υλικών ή απεργίες), τότε η οντότητα μπορεί να συνεχίσει να κεφαλαιοποιεί το κόστος δανεισμού κατά τη διάρκεια αυτής της περιόδου.

Παύση κεφαλαιοποίησης:

- Η κεφαλαιοποίηση του κόστους δανεισμού παύει, όταν οι δραστηριότητες που είναι απαραίτητες για να ολοκληρωθεί το περιουσιακό στοιχείο έχουν ολοκληρωθεί, δηλαδή στην ολοκλήρωση της φυσικής δομής του περιουσιακού στοιχείου, αν και ορισμένες διοικητικές ή επιπλέον εργασίες μπορούν να συνεχίζονται (Kim και Shi, 2012).
- Αν ένα ειδικό περιουσιακό στοιχείο περιλαμβάνει διάφορα εξαρτήματα (βιομηχανική εγκατάσταση με πολλές διαδικασίες) και η οντότητα πρόκειται να ολοκληρώσει την κατασκευή των εν λόγω περιουσιακού στοιχείου κατασκευάζοντας κάθε τμήμα ή εξάρτημα σε ατομική βάση σε μια ακολουθία, όπου κάθε μέρος ή εξάρτημα μπορεί να είναι χρησιμοποιηθεί ξεχωριστά, ενώ οι κατασκευαστικές εργασίες είναι σε εξέλιξη σε άλλα μέρη ή εξαρτήματα, η κεφαλαιοποίηση του κόστους δανεισμού θα σταματήσει όταν οι δραστηριότητες που είναι απαραίτητες για να ολοκληρωθεί το τμήμα αυτό για την προοριζόμενη χρήση ή πώλησή του έχουν ολοκληρωθεί (Kim και Shi, 2012).

Δημοσιοποίηση

Το πρότυπο απαιτεί από την οικονομική οντότητα να δημοσιοποιεί τα ακόλουθα (Glaum et al., 2013):

- Ανακεφαλαιοποιημένο κόστος δανεισμού κατά τη διάρκεια της λογιστικής περιόδου
- Μέσο σταθμικό επιτόκιο κόστους δανεισμού ή ποσοστό που χρησιμοποιείται για τον προσδιορισμό του επιλέξιμου κόστους δανεισμού προς κεφαλαιοποίηση.

2.2 Παράγοντες που επηρεάζουν το δανεισμό των επιχειρήσεων

Στις μελέτες σχετικά με τη διάρθρωση του κεφαλαίου, μπορεί να υποστηριχθεί ότι ο κύριος λόγος της ανεπαρκούς εξέτασης της δομής των επιτοκίων χρέους είναι ασάφεια της επίδρασης των προτιμήσεων σχετικά με τους όρους δανεισμού για τη σταθερή αξία. Σύμφωνα με τις μελέτες που περιλαμβάνονται στη σύγχρονη βιβλιογραφία οικονομικών για το θέμα αυτό αναφέρεται κυρίως το φαινόμενο της ασύμμετρης πληροφόρησης (Kim et al., 2011). Εκεί όπου το φαινόμενο της ασύμμετρης πληροφόρησης είναι σχετικό μεταξύ των συμμετεχόντων στην αγορά, οι προτιμήσεις σε όρους δανεισμού επηρεάζει την αγοραία αξία της επιχείρησης. Το

σημείο που διαχωρίζει τις μελέτες που έγιναν για το θέμα σχετίζεται με το ερώτημα αν το εν λόγω φαινόμενο προκαλείται από τις προτιμήσεις που απορρέουν από τις ειδικές συνθήκες της επιχείρησης ή από το γεγονός ότι η διοίκηση της εταιρείας χρησιμοποιεί την προτίμηση όρων δανεισμού ως μέσο μεταφοράς πληροφοριών που κατέχονται από την εταιρεία σχετικά με το μέλλον της στην αγορά (Bharath et al., 2011).

Στη βιβλιογραφία των χρηματοοικονομικών, οι προσεγγίσεις οι οποίες συνδέουν την προτίμηση όρων χρέους με τις ειδικές συνθήκες της επιχείρησης καλούνται μοντέλα κόστους συμβολαίων. Ωστόσο, οι προσεγγίσεις με βάση το γεγονός ότι η διοίκηση χρησιμοποιεί την προτίμηση ως το μέσο για τη μεταφορά πληροφοριών που κατέχονται από την εταιρεία σχετικά με το μέλλον της στην αγορά ονομάζονται μοντέλα σήματος (signal models) (Ball et al., 2008). Σύμφωνα με την προσέγγιση των μοντέλων κόστους συμβολαίων, υποστηρίζεται ότι τα περιουσιακά στοιχεία, το πεδίο δραστηριότητας και οι δομές ιδιοκτησίας μιας εταιρείας είναι αποτελεσματικά στοιχεία για την προτίμησή της επιχείρησης να δανειστεί χρήματα για το χρόνο αποπληρωμής χρεών. Στη μελέτη του Beatty (2008) για το θέμα αυτό, υποστηρίζεται ότι οι προτιμήσεις για χρονική διάρθρωση του χρέους μπορεί να λύσει το πρόβλημα της υποκεφαλαιοποίησης (undercapitalization).

Το πρόβλημα της υποκεφαλαιοποίησης γίνεται αντιληπτό ως οι απρόθυμες ενέργειες των μετόχων στην υλοποίηση ορισμένων κερδοφόρων έργων, όταν τα εν λόγω έργα δεν υπόσχονται επαρκή κέρδη για τους μετόχους. Ο Beatty (2008) δείχνει ότι μακροπρόθεσμες δομές του ενεργητικού και του παθητικού θα πρέπει να συνδυάζονται, προκειμένου να λυθεί το πρόβλημα της υποκεφαλαιοποίησης (Biddle και Hilary, 2006). Στη μελέτη των Easley και O'Hara (2004), υποστηρίζεται ότι οι εταιρείες έχουν την τάση να συνδυάζουν με χρονική δομή της αποπληρωμής του χρέους και τη διάρκεια των περιουσιακών τους στοιχείων και οι μικρές επιχειρήσεις αναλαμβάνουν χρέος για σχετικά μικρότερα χρονικά διαστήματα. Είναι επίσης πιθανόν οι επιχειρήσεις να αναλαμβάνουν χρέος με υψηλές διαβεβαιώσεις για επίλυση του προβλήματος της υποκεφαλαιοποίησης. Όπως αναφέρεται στη μελέτη των Fan et al. (2012), τα χρέη με υψηλή βεβαιότητα συνδέονται με καλές ευκαιρίες ανάπτυξης των επιχειρήσεων, υψηλή εμπορευσιμότητα των περιουσιακών στοιχείων

και των χαρακτηριστικών, όπως ο επιχειρηματικός κίνδυνος και η χρηματοδότηση νέων επενδυτικών σχεδίων με υψηλές διαβεβαιώσεις, γεγονός που περιορίζει τις μεταβιβάσεις περιουσιακών στοιχείων από τους μετόχους στους σημερινούς κατόχους του χρέους και μειώνει την τάση των μετόχων για απόσυρση από τα σχέδια αυτά. Από την άλλη πλευρά, στις περιπτώσεις προτίμησης χρόνου δανεισμού που ως επί το πλείστον αφορούν βραχυπρόθεσμες πηγές, οι πιστωτές και η αγορά στο σύνολό της παρακολουθούν την εταιρεία προσεκτικά. Πολλά διευθυντικά στελέχη των εταιριών δεν επιθυμούν μια τέτοια στενή παρακολούθηση.

Στη μελέτη των Jiraporn και Kitsabunnarat (2007), συνάγεται το συμπέρασμα ότι τα στελέχη που αποφεύγουν να αποτελούν το σημείο εστίασης της αγοράς τείνουν προς μακροπρόθεσμο δανεισμό με χαμηλή απόδοση των μετόχων. Η ύπαρξη ασύμμετρης πληροφόρησης είναι ένα αποδεκτό φαινόμενο στις χρηματοπιστωτικές αγορές. Ωστόσο, οι λόγοι για τους οποίους οι πιο ακριβείς πληροφορίες για την κατάσταση μιας επιχείρησης που αναζητά δανεισμό κεφαλαίου στις χρηματοπιστωτικές αγορές είναι γνωστοί στους διαχειριστές της επιχείρησης που λαμβάνει το κεφάλαιο, και όχι στους πιστωτές (Jiraporn και Kitsabunnarat, 2007). Η δυνατότητα οποιαδήποτε εφαρμογή μιας μεθόδου μεταφοράς πληροφοριών που δεν συνάδει με την πραγματική κατάσταση της επιχείρησης δημιουργεί κάποια προβλήματα, όπως το πρόβλημα δυσμενούς επιλογής και το πρόβλημα του ηθικού κινδύνου. Το πρόβλημα της δυσμενούς επιλογής σχετίζεται με τον κίνδυνο που αναλαμβάνουν οι πιστωτές με τη χορήγηση χρηματοδότησης χρέους στην επιχείρηση το οποίο δεν θα είχε χορηγηθεί σε περίπτωση γνώσης της πραγματικής κατάστασης, από τις χρηματοπιστωτικές αγορές (Jiraporn και Kitsabunnarat, 2007).

Το πρόβλημα του ηθικού κινδύνου, ωστόσο, σημαίνει ότι τη χρήση των παρεχόμενων πόρων από την επιχείρηση του οφειλέτη σε υπερβολικές επικίνδυνους τομείς ή με έναν τρόπο που αυξάνει το συνολικό κίνδυνο. Αν και είναι δυνατή η ανάπτυξη ρυθμιστικών και περιοριστικών μέτρων, τόσο για το σύνολο των χρηματοπιστωτικών αγορών όσο και για τις συμβάσεις δανεισμού αντίστοιχα, προκειμένου να προστατεύονται από τους κινδύνους που αναφέρονται παραπάνω, είναι απαραίτητο να προσδιοριστεί εάν διοικήσεις των εταιριών τείνουν να χρησιμοποιούν την ασύμμετρη πληροφόρηση μέσω των χρηματοοικονομικών τους αποφάσεων (Muller

et al., 2011). Υπάρχουν διάφορα ευρήματα σχετικά με τη σημασία του βαθμού της ασύμμετρης πληροφόρησης για το μέγεθος της επιχείρησης.

Οι Muller et al. (2011) υποστηρίζουν ότι, δεδομένου ότι οι μεγάλες επιχειρήσεις έχουν μια πιο σύνθετη δομή, ο βαθμός της ασύμμετρης πληροφόρησης είναι αντίστοιχα υψηλότερος για τις επιχειρήσεις αυτές. Στη μελέτη των Ramanna και Sletten (2009), όμως, αναφέρθηκε ότι οι εν λόγω εταιρείες με υψηλά επίπεδα ασύμμετρης πληροφόρησης τείνουν προς βραχυπρόθεσμο δανεισμό, προκειμένου να ελαχιστοποιηθούν οι δαπάνες δυσμενούς επιλογής. Ωστόσο, οι Dennis και Sharpe (2005) υποστηρίζουν ότι η ασύμμετρη πληροφόρηση είναι πιο σημαντική για τις μικρές επιχειρήσεις. Σύμφωνα με τα μοντέλα σήματος, οι διαχειριστές οι οποίοι έχουν περισσότερες πληροφορίες σχετικά με το μέλλον της επιχείρησης μπορούν να χρησιμοποιήσουν τη χρονική δομή του δανείου ως το μέσο για να μεταφέρουν τις πληροφορίες στους εξωτερικούς επενδυτές.

Στη μελέτη των Bharath et al. (2011) στο θέμα αυτό, υποστηρίζεται ότι οι διαχειριστές των μεγάλων επιχειρήσεων προτιμούν το βραχυπρόθεσμο δανεισμό σε αντίθεση με τους διαχειριστές των μικρότερων επιχειρήσεων. Οι διευθυντές των μεγάλων επιχειρήσεων επιλέγουν το βραχυπρόθεσμο δανεισμό αντιμετωπίζοντας τον κίνδυνο της αποτυχίας στη χρηματοδότηση των χρεών μετά την παράδοση περισσότερων πληροφοριών σχετικά με την κατάσταση της εταιρείας στην αγορά. Τα διευθυντικά στελέχη εταιριών με χαμηλότερο επίπεδο προσδοκιών για το μέλλον, ωστόσο, δεν θα θέλουν να αναλάβουν τον κίνδυνο αυτό και προτιμούν το μακροπρόθεσμο δανεισμό. Οι Bharath et al. (2011) υποστηρίζουν ότι οι μικρές επιχειρήσεις προτιμούν το μακροπρόθεσμο δανεισμό όταν τα ασφάλιστρα είναι δαπανηρά και οι μεγάλες επιχειρήσεις προτιμούν το βραχυπρόθεσμο δανεισμό. Επίσης, οι πρωταρχικοί παράγοντες που επηρεάζουν τη λήψη αποφάσεων σχετικά με την κεφαλαιακή διάρθρωση της εταιρείας είναι:

1. Επιχειρηματικός κίνδυνος

Εξαιρουμένων των χρεών, ο επιχειρηματικός κίνδυνος είναι ο βασικός κίνδυνος των δραστηριοτήτων της εταιρείας. Ο μεγαλύτερος είναι ο επιχειρηματικός κίνδυνος των

επιχειρήσεων, τόσο χαμηλότερος είναι και ο βέλτιστος δείκτης οφειλών (Costello και Wittenberg-Moerman, 2011).

Ως παράδειγμα, γίνεται σύγκριση μεταξύ μιας εταιρείας κοινής ωφελείας και μιας εταιρείας λιανικής πώλησης ενδυμάτων. Μια εταιρεία κοινής ωφελείας έχει γενικά μεγαλύτερη σταθερότητα στα έσοδα. Η εταιρεία έχει μικρότερους κινδύνους στην επιχειρηματική της δραστηριότητα, δεδομένης της σταθερής ροής εσόδων της. Ωστόσο, μια εταιρεία λιανικής πώλησης ενδυμάτων έχει τη δυνατότητα σχετικής μεταβλητότητας των εσόδων της. Δεδομένου ότι οι πωλήσεις της εταιρείας λιανικής πώλησης ενδυμάτων καθοδηγείται κυρίως από τις τάσεις της βιομηχανίας της μόδας, ο επιχειρηματικός κίνδυνος μιας τέτοιου τύπου εταιρείας λιανικής είναι πολύ υψηλότερος. Έτσι, μια εταιρεία λιανικής πώλησης ενδυμάτων θα έχει χαμηλότερο βέλτιστο δείκτη οφειλών, έτσι ώστε οι επενδυτές να αποδέχονται την ικανότητα της εταιρείας στην εκπλήρωση των υποχρεώσεών της με την κεφαλαιακή της διάρθρωση ανά πάσα στιγμή (Costello και Wittenberg-Moerman, 2011).

2. Φορολόγηση εταιρείας

Οι πληρωμές χρέους εκπίπτουν από το φόρο. Ως εκ τούτου, αν ο φορολογικός συντελεστής μιας επιχείρησης είναι υψηλός, η χρήση των χρεών ως μέσο χρηματοδότησης ενός έργου είναι ελκυστική, επειδή η φορολογική έκπτωση των πληρωμών του χρέους προστατεύει κάποια έσοδα από φόρους (Nikolaev και Van Lent, 2005).

3. Οικονομική ευελιξία

Οικονομική ευελιξία είναι ουσιαστικά η ικανότητα της επιχείρησης να αντλήσει κεφάλαια σε δύσκολες περιόδους. Θα πρέπει να αποτελέσει έκπληξη το γεγονός ότι οι εταιρείες συνήθως δεν έχουν κανένα πρόβλημα άντλησης κεφαλαίων, όταν οι πωλήσεις αυξάνονται και τα έσοδα κινούνται σε υψηλά επίπεδα. Μάλιστα, δεδομένης της ισχυρής ταμειακής ροής της εταιρείας στις καλές περιόδους, η αύξηση του κεφαλαίου δεν είναι δύσκολη. Οι εταιρείες θα πρέπει επίσης να προσπαθούν να είναι συνετές κατά την άντληση κεφαλαίων σε καλές περιόδους, χωρίς να πραγματοποιούν μεγάλα ανοίγματα. Όσο χαμηλότερο είναι το επίπεδο του χρέους της εταιρείας, τόσο

μεγαλύτερη θα είναι και η οικονομική ευελιξία της εταιρείας (Nikolaev και Van Lent, 2005).

Ένα καλό παράδειγμα αποτελεί η βιομηχανία αερομεταφορών. Σε καλές περιόδους, η βιομηχανία καταγράφει σημαντικά ποσά σε πωλήσεις, και κατά συνέπεια, σε ταμειακές ροές. Ωστόσο, σε δύσκολες περιόδους, η κατάσταση αντιστρέφεται και η βιομηχανία βρίσκεται σε μια θέση όπου χρειάζεται να δανειστεί κεφάλαια. Εάν μια αεροπορική εταιρεία συσσωρεύει πάρα πολύ υψηλό επίπεδο χρέους, ενδεχομένως να έχει μειωμένη ικανότητα άντλησης κεφαλαίων για αποπληρωμή των χρεών κατά τη διάρκεια αυτών των δύσκολων περιόδων λόγω της αμφισβήτησης που δείχνουν οι επενδυτές στην ικανότητα της εταιρείας να αποπληρώσει το υπάρχον χρέος της, τη στιγμή που προκύπτει και άλλο ένα νέο χρέος (Nikolaev και Van Lent, 2005).

4. Τρόπος Διοίκησης

Οι τρόποι διοίκησης κυμαίνονται από τον επιθετική έως τον συντηρητικό τρόπο διοίκησης. Όσο πιο συντηρητική είναι η προσέγγιση της διοίκησης, τόσο λιγότερο διατίθεται να χρησιμοποιήσει το χρέος με σκοπό την αύξηση των κερδών. Μια επιθετική διοίκηση, ωστόσο, ενδεχομένως να προσπαθήσει να προβεί σε γρήγορη ανάπτυξη της επιχείρησης, χρησιμοποιώντας σημαντικά ποσοστά χρέους για να επισπεύσει την αύξηση των κερδών της εταιρείας ανά μετοχή (earnings per share - EPS) (Nikolaev και Van Lent, 2005).

5. Ρυθμός Ανάπτυξης

Οι επιχειρήσεις που βρίσκονται στο στάδιο της ανάπτυξης του κύκλου τους, συνήθως χρηματοδοτούν αυτήν την ανάπτυξη μέσω του χρέους και δανείζονται χρήματα για να επισπεύσουν την ανάπτυξή τους. Το ζήτημα που προκύπτει με αυτή τη μέθοδο είναι ότι τα έσοδα των αναπτυσσόμενων επιχειρήσεων είναι συνήθως ασταθή και επισφαλής. Ως εκ τούτου, η συσσώρευση μεγάλου χρέους δεν συνιστάται συνήθως (Li, 2010).

Οι πιο σταθερές και ώριμες επιχειρήσεις συνήθως χρειάζονται χαμηλότερο χρέος για τη χρηματοδότηση της ανάπτυξης καθώς τα έσοδά τους είναι σταθερά και ασφαλή.

Οι επιχειρήσεις αυτές παράγουν επίσης ταμειακές ροές, οι οποίες μπορούν να χρησιμοποιηθούν για τη χρηματοδότηση έργων, όταν αυτά προκύψουν (Li, 2010).

6. Συνθήκες της αγοράς

Οι συνθήκες της αγοράς μπορεί να έχουν σημαντικές επιπτώσεις στην κατάσταση-κεφαλαιακή διάρθρωση της εταιρείας. Εάν, για παράδειγμα, μια επιχείρηση χρειάζεται να δανειστεί κεφάλαια για ένα νέο εργοστάσιο σε δύσκολη περίοδο για την αγορά, όπου οι επενδυτές που περιορίζουν την πρόσβαση των επιχειρήσεων σε κεφάλαια, λόγω των προβλημάτων της αγοράς, το επιτόκιο δανεισμού μπορεί να είναι υψηλότερο από αυτό που θα επιθυμούσε να πληρώσει μια εταιρεία. Σε αυτήν την περίπτωση, η εταιρεία θα πρέπει να περιμένει έως ότου οι συνθήκες της αγοράς να επιστρέψει σε μια πιο φυσιολογική κατάσταση, προτού η εταιρεία προσπαθεί να αποκτήσει πρόσβαση σε κεφάλαια απαραίτητα για το εργοστάσιο (Li, 2010).

Σύμφωνα με την απλούστερη εκδοχή της αρχής συσχετισμού της χρηματοδότησης, τα βραχυπρόθεσμα περιουσιακά στοιχεία θα πρέπει να χρηματοδοτηθούν με βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις και τα μακροπρόθεσμα περιουσιακά στοιχεία θα πρέπει να χρηματοδοτηθούν με μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις (Petersen, 2009). Τα βραχυπρόθεσμα περιουσιακά στοιχεία και υποχρεώσεις ορίζονται γενικά ως εκείνα τα στοιχεία που προορίζονται για χρήση, εκκαθάριση, ωρίμανση ή εξόφληση εντός ενός έτους. Τα κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία μιας επιχείρησης (συμπεριλαμβανομένων των μετρητών, των αποθεμάτων, των εισπρακτέων λογαριασμών, κλπ) θεωρούνται γενικά βραχυπρόθεσμα περιουσιακά στοιχεία, ενώ οι εγκαταστάσεις και ο εξοπλισμός θεωρούνται γενικά μακροπρόθεσμα περιουσιακά στοιχεία (Petersen, 2009). Από την άλλη πλευρά του ισολογισμού, οι βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις (πληρωτέοι λογαριασμοί, τα βραχυπρόθεσμα χρέη, κλπ) θεωρούνται συνήθως βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις, ενώ το μακροπρόθεσμο χρέος (χρέος με διάρκεια άνω του ενός έτους) και τα ίδια κεφάλαια είναι θεωρούνται μακροπρόθεσμες πηγές χρηματοδότησης. Ο καθορισμός των λοιπών βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων (other current liabilities - OCL) ως όλες οι τρέχουσες υποχρεώσεις (current liabilities - CL), εκτός από το βραχυπρόθεσμο χρέος (short-term debt - STD), τότε σύμφωνα με την αρχή του συσχετισμού, η τιμή της βραχυπρόθεσμης χρηματοδότησης του χρέους μιας επιχείρησης θα πρέπει να είναι

ίση με την τιμή των κυκλοφορούντων περιουσιακών στοιχείων (current assets - CA) μείον τις λοιπές βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις (STD = CA - OCL). Αυτό σημαίνει ότι υπάρχουν τουλάχιστον δύο τρόποι με τους οποίους μπορεί να αλλάξει η βραχυπρόθεσμη χρηματοδότηση του χρέους μιας επιχείρησης (Petersen, 2009). Ο ένας ισχύει σε περίπτωση αλλαγών στο μέγεθος της επιχείρησης. Για παράδειγμα, αν μια επιχείρηση επεκτείνεται, τότε κατά πάσα πιθανότητα τα κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία θα αυξηθούν επίσης.

Για τη διατήρηση της ισότητας $CA = CL$, αν το κυκλοφορούν ενεργητικό αυξηθεί, τότε πρέπει να αυξηθεί και το βραχυπρόθεσμο χρέος ή / και οι λοιπές βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις. Μια δεύτερη πηγή αλλαγής της βραχυπρόθεσμης χρηματοδότησης του χρέους μιας επιχείρησης μπορεί να υφίσταται αν το βραχυπρόθεσμο χρέος και οι λοιπές βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις λειτουργούν ως υποκατάστατη μορφή βραχυπρόθεσμης χρηματοδότησης (Tan et al., 2011).

Με τη διατήρηση της σταθερότητας των κυκλοφορούντων περιουσιακών στοιχείων, αν το σύνολο των λοιπών βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων της επιχείρησης αυξάνεται, η εταιρεία θα έχει μικρότερη ανάγκη για βραχυπρόθεσμη χρηματοδότηση του χρέους με σκοπό τη χρηματοδότηση των βραχυπρόθεσμων στοιχείων του ενεργητικού της. Αντίθετα, εάν οι άλλες τρέχουσες υποχρεώσεις μειωθούν, η εταιρεία θα πρέπει να αυξήσει το ποσό της βραχυπρόθεσμης χρηματοδότησης του χρέους της. Ως αποτέλεσμα, η οικονομική κρίση θα μπορούσε να επηρεάσει το σύνολο της βραχυπρόθεσμης χρηματοδότησης του χρέους μιας επιχείρησης, είτε αλλάζοντας το σύνολο του κυκλοφορούντος ενεργητικού ή / και το σύνολο των λοιπών βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων της (Tan et al., 2011).

Είναι επίσης πιθανό η βραχυπρόθεσμη χρηματοδότηση του χρέους μιας επιχείρησης να επηρεάζεται από τους ίδιους παράγοντες που έχει αποδειχθεί ότι επηρεάζουν το σύνολο της μακροπρόθεσμης χρηματοδότησης του χρέους που μιας επιχείρησης. Αυτοί οι παράγοντες περιλαμβάνουν τη σταθερή κερδοφορία, τις ευκαιρίες ανάπτυξης και φορολογικές ελαφρύνσεις που προέρχονται από παράγοντες εκτός δανεισμού, όπως και δαπάνες αποσβέσεων. Οι Bushman και Williams (2012) παρέχουν πληροφορίες σχετικά με τους παράγοντες που επηρεάζουν τη μακροπρόθεσμη χρηματοδότηση του χρέους. Αν αυτοί οι παράγοντες επηρεάζουν

επίσης το σύνολο της βραχυπρόθεσμης χρηματοδότησης του χρέους μιας επιχείρησης, η οικονομική κρίση θα μπορούσε να επηρεάσει τη βραχυπρόθεσμη χρηματοδότηση του χρέους μιας επιχείρησης μέσω της επίδρασής της στη χρηματοδότηση του χρέους καθοριστικών παραγόντων, όπως η σταθερή κερδοφορία (Bushman και Williams, 2012).

2.3 Επιπτώσεις της κρίσης στις επιχειρήσεις

Μια σειρά πρόσφατων μελετών διερευνούν την απόδοση των επιχειρήσεων κατά τη διάρκεια της κρίσης του 2008-2009 και τους τρόπους με τους οποίους οι διάφοροι παράγοντες πολλαπλασιάζουν τα σοκ. Οι Claessens et al. (2010) εξετάζουν τις επιδόσεις των μεταποιητικών επιχειρήσεων σε 42 χώρες και καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι η κρίση είχε μεγαλύτερο αρνητικό αντίκτυπο στις επιχειρήσεις με μεγαλύτερη ευαισθησία στην συνολική ζήτηση και το διεθνές εμπόριο. Επίσης, χρησιμοποιώντας διασυνοριακά δεδομένα, οι Devalle et al. (2010) υποστηρίζουν ότι η ανάπτυξη των επιχειρήσεων που εξαρτώνται περισσότερο από την εξωτερική χρηματοδότηση επηρεάστηκε πιο θετικά από την ανακεφαλαιοποίηση των τραπεζών και τις δημοσιονομικές πολιτικές κινητοποίησης. Οι Griffin et al. (2009), χρησιμοποιώντας ένα δείγμα γαλλικών επιχειρήσεων αναφέρουν ότι η επίδραση της κρίσης στις μεγάλες επιχειρήσεις ήταν κυρίως στο εντατικό περιθώριο επηρεάζοντας λιγότερο τα προϊόντα που προσφέρονται για σκοπούς εξαγωγών. Η υπάρχουσα βιβλιογραφία συνιστά την προσοχή σε χαρακτηριστικά εταιρικής διακυβέρνησης και στην επιρροή τους στην απόδοση των επιχειρήσεων κατά τη διάρκεια της κρίσης. Άλλοι ερευνητές έχουν εξετάσει το βαθμό της επίδρασης της εταιρικής διακυβέρνησης στην απόδοση των οικογενειακών και των μη οικογενειακών επιχειρήσεων κατά τη διάρκεια της κρίσης (Aldamen et al. 2011; Chaston, 2012). Τα αποτελέσματά τους αποδεικνύουν ότι η καλύτερη διακυβέρνηση, ανεξάρτητα από το αν πρόκειται για οικογενειακή ή μη οικογενειακή επιχείρηση, συνδέεται με καλύτερη λογιστική και καλύτερη απόδοση στην αγορά κατά τη διάρκεια της κρίσης, ενώ ο Chaston (2012) αποδεικνύει ότι τα οικογενειακά ξενοδοχεία είχαν καλύτερη απόδοση από τις μη οικογενειακές επιχειρήσεις. Τα οικογενειακά ξενοδοχεία που αύξησαν τις πωλήσεις τους κατά τη διάρκεια της ύφεσης ήταν εκείνα που παρουσίασαν επιχειρηματικό προσανατολισμό και στρατηγική ευελιξία.

Σε άλλη μελέτη, οι Sufian και Habibullah (2010) διερεύνησαν τις επιπτώσεις της οικονομικής κρίσης στην κερδοφορία των τραπεζών της Ινδονησίας και βρήκαν ότι η διαφοροποίηση του εισοδήματος και της κεφαλαιοποίησης ήταν θετικές προς την κερδοφορία των τραπεζών. Οι Erkens et al. (2012) απέδειξαν ότι η εταιρική διακυβέρνηση είχε σημαντικό αντίκτυπο στη συνολική απόδοση των επιχειρήσεων κατά τη διάρκεια της κρίσης μέσω της επιρροής των πολιτικών χρηματοδότησης των επιχειρήσεων. Επίσης, τα ευρήματά τους δείχνουν ότι οι επιχειρήσεις με πιο ανεξάρτητη διοίκηση και μεγαλύτερη θεσμική ιδιοκτησία σημείωσαν χαμηλότερες αποδόσεις μετοχών κατά την περίοδο της κρίσης. Άλλοι ερευνητές, όπως οι Lucky και Minai (2012) και Little et al. (2011) μελέτησαν την επίδραση των μεμονωμένων καθοριστικών εξωτερικών παραγόντων και των σταθερών χαρακτηριστικών στην απόδοση των μικρών επιχειρήσεων κατά τη διάρκεια της κρίσης. Προηγούμενες μελέτες υποστήριζαν επίσης τη σχέση μεταξύ της χρηματοοικονομικής μόχλευσης και της σταθερής απόδοσης.

Οι Fan et al. (2012) υποστηρίζουν ότι η σχέση μεταξύ της απόδοσης μιας επιχείρησης και της οικονομικής δυσχέρειας είναι αρνητική και σημαντική, ενώ ο Asgharian (2003) εξετάζει τη σχέση απόδοσης-δυσχέρειας χρησιμοποιώντας επιχειρήσεις της Σουηδίας και διαπιστώνει ότι οι επιχειρήσεις υψηλής μόχλευσης σε προβληματικές βιομηχανίες έχουν σχετικά χαμηλότερες αποδόσεις των μετοχών. Οι Jandik και Makhija (2005) εξέτασαν τις επιδράσεις του χρέους και της δομής του χρέους στην εταιρική απόδοση και διαπίστωσαν ότι η σχέση μεταξύ των εταιρικών επιδόσεων και της μόχλευσης είναι αρνητική. Αντιθέτως, οι Bergstrom και Sundgren (2002), χρησιμοποιώντας επιχειρήσεις σε οικονομική δυσχέρεια στη Σουηδία, διαπίστωσαν ότι η σχέση αυτή είναι αδιάφορη. Χρησιμοποιείται μια προσέγγιση διαφοράς στη διαφορά (differences-in-differences approach) με την οποία συγκρίνεται η εμπορική πίστωση που παρέχεται από επιχειρήσεις πριν και μετά την έναρξη της κρίσης σε συνάρτηση με τις θέσεις ρευστότητάς τους. Τα αποτελέσματά τους αποδεικνύουν ότι οι επιχειρήσεις με υψηλά επίπεδα ρευστότητας προ της κρίσης παρουσίασαν υψηλότερες επιδόσεις σε σύγκριση με τις ex-ante επιχειρήσεις με μικρότερες ταμειακές ροές. Η έρευνα του Nilsen (2002) έδειξε ότι κατά τη διάρκεια της ύφεσης, η ρευστότητα με τη μορφή της εμπορικής πίστωσης διαρρέει από τις επιχειρήσεις που

έχουν πρόσβαση στις αγορές για εμπορικά γραμμάτια ή μακροπρόθεσμο χρέος προς τις επιχειρήσεις που δεν έχουν πρόσβαση σε αυτά τα χρηματοπιστωτικά μέσα.

3 ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ

3.1 Δείγμα

Το δείγμα της έρευνας αποτελείται από ελληνικές εισηγμένες επιχειρήσεις. Για να μπορέσουμε να καταλήξουμε στο τελικό δείγμα της έρευνας, έγινε πρώτα έλεγχος για ακραίες τιμές, αλλά και για τον αριθμό των παρατηρήσεων που έχει διαθέσιμες κάθε μία εταιρεία. Αρχικά, το δείγμα περιελάμβανε 257 επιχειρήσεις, για τα έτη 2004-2015. Έγινε έλεγχος ακραίων τιμών στη μεταβλητή του μακροπρόθεσμου δανεισμού. Όπως προέκυψε, υπήρχαν παρατηρήσεις οι οποίες ήταν αρνητικές, μηδέν και άνω της μονάδας. Οι παρατηρήσεις αυτές διαγράφηκαν. Ο ίδιος έλεγχος έγινε και στη μεταβλητή του βραχυπρόθεσμου δανεισμού. Υπήρξαν ακραίες τιμές άνω της μονάδας, καθώς και μηδενικές τιμές. Αυτές οι παρατηρήσεις επίσης διαγράφηκαν. Από τις εναπομείνουσες παρατηρήσεις, έγινε έλεγχος για τα δεδομένα που έχει διαθέσιμα η κάθε επιχείρηση. Ο στόχος ήταν να μπορέσουν να διαγραφούν οι επιχειρήσεις που δεν έχουν επαρκή δεδομένα. Οι περισσότερες από τις επιχειρήσεις έπειτα από τη διαγραφή των ακραίων παρατηρήσεων είχαν λιγότερες από επτά παρατηρήσεις. Έτσι, το τελικό χρονικό διάστημα εξέτασης είναι τα έτη 2008-2014. Το τελικό δείγμα περιλαμβάνει 84 επιχειρήσεις.

3.2 Μεταβλητές

Οι μεταβλητές που χρησιμοποιήθηκαν για την κατασκευή του μοντέλου για τις ελληνικές εισηγμένες επιχειρήσεις παρουσιάζονται στον ακόλουθο πίνακα:

Πίνακας 1: Περιγραφή μεταβλητών μοντέλων

Μεταβλητές			
Ονομασία	Περιγραφή	Τύπος	Μέτρηση
LR_BORROWING	Μακροπρόθεσμος δανεισμός	Συνεχής	Μακροπρόθεσμος Δανεισμός/Σύνολο Ενεργητικού
SR_BORROWING	Βραχυπρόθεσμος Δανεισμός	Συνεχής	Βραχυπρόθεσμος Δανεισμός/Σύνολο Ενεργητικού
INTERESTEXPENSE	Έξοδα τόκων	Συνεχής	Έξοδα τόκων/Σύνολο ενεργητικού

SIZE	Μέγεθος επιχείρησης	Συνεχής	Λογάριθμος αγοραίας αξίας επιχείρησης
GROWTHSALES	Μεταβολή στις πωλήσεις	Συνεχής	Ποσοστιαία μεταβολή των εσόδων μεταξύ δύο ετών
TOTAL LIABILITIES	Σύνολο υποχρεώσεων	Συνεχής	Σύνολο υποχρεώσεων/Σύνολο ενεργητικού
INVESTMENT	Επενδύσεις	Συνεχής	Επενδύσεις/Σύνολο ενεργητικού
TOTAL DEBT	Συνολικό χρέος	Συνεχής	Συνολικό χρέος/Σύνολο ενεργητικού
QUICKRATIO	Δείκτης άμεσης ρευστότητας	Συνεχής	Κυκλοφορούν ενεργητικό-Αποθέματα/Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις
AUDITOR	Ψευδομεταβλητή που αφορά την ελεγκτική εταιρεία	Ψευδομεταβλητή ή	1=Ελέγχεται από τις Big4, 0=Δεν ελέγχεται από τις Big4
CRISIS	Ψευδομεταβλητή που αφορά τις περιόδους πριν και κατά την κρίση	Ψευδομεταβλητή ή	1=Έτη 2010-2014, 0=Έτη 2008-2009

Έχοντας περιγράψει τις μεταβλητές αλλά και το δείγμα επί του οποίου διεξήχθη η έρευνα, στην επόμενη ενότητα παρουσιάζονται στοιχεία που αφορούν τα μοντέλα της έρευνας.

3.3 Μοντέλα

Τα τελικά μοντέλα της έρευνας σχετικά με τους παράγοντες που επιδρούν στο μακροπρόθεσμο και βραχυπρόθεσμο δανεισμό των επιχειρήσεων εντοπίστηκαν μέσω της πραγματοποίησης μιας σειράς παλινδρομήσεων, στις οποίες προστίθενταν κάθε φορά επιπλέον μεταβλητές. Για να καταλήξουμε στο τελικό μοντέλο λαμβάνουμε υπόψη το συντελεστή προσδιορισμού R², το τετραγωνικό σφάλμα RMSE, καθώς και το Bayesian Information Criterion (BIC). Μεγαλύτερες τιμές του R² δείχνουν πως το μοντέλο έχει καλύτερη προσαρμογή στα δεδομένα. Αντίθετα, χαμηλότερες τιμές του RMSE και BIC δείχνουν καλύτερη προσαρμογή στα δεδομένα. Το αρχικό μοντέλο ήταν το κάτωθι:

$$BORROWING_TYPE_{it} = a + b_1 * INTERESTEXPENSE_{it} + b_2 * QUICKRATIO_{it} + b_3 * SIZE_{it} + b_4 * GROWTHSALES_{it} + e_{it}$$

Εξίσωση 1

Όπου $BORROWING_TYPE_{it}$ ο μακροπρόθεσμος ή ο βραχυπρόθεσμος δανεισμός που χρησιμοποιήθηκαν ως εξαρτημένες μεταβλητές αντίστοιχα. Εξάγοντας τα απαιτούμενα κριτήρια προσθέτοντας επιπλέον μεταβλητές, προέκυψε πως για το μακροπρόθεσμο δανεισμό το μοντέλο που προσαρμόζεται καλύτερα στα δεδομένα είναι το ακόλουθο:

$$LR_BORROWING_{it} = a + b_1 * INTERESTEXPENSE_{it} + b_2 * QUICKRATIO_{it} + b_3 * SIZE_{it} + b_4 * GROWTHSALES_{it} + b_5 * CRISIS + b_6 * TOTALLIABILITIES + e_{it}$$

Εξίσωση 2

Για το βραχυπρόθεσμο δανεισμό, το μοντέλο που προσαρμόζεται καλύτερα στα δεδομένα είναι το ακόλουθο:

$$SR_BORROWING_{it} = a + b_1 * INTERESTEXPENSE_{it} + b_2 * QUICKRATIO_{it} + b_3 * SIZE_{it} + b_4 * GROWTHSALES_{it} + b_5 * TOTALDEBT_{it} + b_6 * TOTALLIABILITIES + e_{it}$$

Εξίσωση 3

Τέλος, κρίθηκε σημαντικό να χρησιμοποιηθούν όλες οι μεταβλητές σε ένα μοντέλο με το σχεδιασμό differences-in-differences. Για το σχεδιασμό αυτόν, ως εξαρτημένη μεταβλητή χρησιμοποιήθηκε ο δανεισμός. Για να μπορέσουμε να ξεχωρίσουμε αν ο δανεισμός αναφέρεται σε μακροπρόθεσμο ή βραχυπρόθεσμο, δημιουργήθηκαν δύο επιπλέον ψευδομεταβλητές. Η ψευδομεταβλητή LONG παίρνει τιμή 1 αν ο δανεισμός είναι μακροπρόθεσμος και 0 διαφορετικά, ενώ η ψευδομεταβλητή SHORT παίρνει την τιμή 1 αν ο δανεισμός είναι βραχυπρόθεσμος και 0 διαφορετικά. Η παλινδρόμηση είναι η ακόλουθη:

$$\begin{aligned}
BORROWING_{it} = & a + LONG * (b_1 * INTERESTEXPENSE_{it} + b_2 * QUICKRATIO_{it} + \\
& + b_3 * SIZE_{it} + b_4 * GROWTHSALES_{it} + b_5 * AUDITOR + b_6 * TOTALLIABILITIES + \\
& + b_7 * TOTALDEBT + b_8 * INVESTMENT + b_9 * CRISIS) + SHORT * (b_1 * INTERESTEXPENSE_{it} + b_2 * QUICKRATIO_{it} + \\
& + b_3 * SIZE_{it} + b_4 * GROWTHSALES_{it} + b_5 * AUDITOR + b_6 * TOTALLIABILITIES + \\
& + b_7 * TOTALDEBT + b_8 * INVESTMENT + b_9 * CRISIS) + e_{it}
\end{aligned}$$

Εξίσωση 4

Έτσι, μπόρεσαν να συγκριθούν ταυτόχρονα οι παράγοντες που επιδρούν στο δανεισμό των επιχειρήσεων, ανάλογα με το αν αυτός είναι μακροπρόθεσμος ή βραχυπρόθεσμος. Στο επόμενο κεφάλαιο παρουσιάζονται τα αποτελέσματα αυτών των παλινδρομήσεων.

4 ΕΥΡΗΜΑΤΑ

Στο κεφάλαιο αυτό ο στόχος είναι να παρουσιαστούν τα αποτελέσματα που προέκυψαν από την εμπειρική εξέταση των παραγόντων που επιδρούν στο δανεισμό των ελληνικών εισηγμένων επιχειρήσεων. Αρχικά, παρουσιάζονται τα περιγραφικά στατιστικά των μεταβλητών που χρησιμοποιήθηκαν για την κατασκευή του μοντέλου. Έπειτα, διεξάγεται έλεγχος ισότητας μέσων και διαμέσων στο μακροπρόθεσμο και βραχυπρόθεσμο δανεισμό των επιχειρήσεων με βάση το αν βρισκόμαστε σε περίοδο κρίσης ή όχι. Έτσι, θα μπορεί να φανεί αν η κρίση οδήγησε σε στατιστικά σημαντικές διαφορές στο δανεισμό των επιχειρήσεων. Τέλος, παρουσιάζονται τα αποτελέσματα του μοντέλου, αναφορικά με τους παράγοντες που επιδρούν στο δανεισμό των ελληνικών εισηγμένων επιχειρήσεων. Αρχικά οι παλινδρομήσεις έχουν εξαρτημένες μεταβλητές το μακροπρόθεσμο και το βραχυπρόθεσμο δανεισμό ξεχωριστά, ενώ σε επόμενο στάδιο οι παλινδρομήσεις αυτές γίνονται μία, με το σχεδιασμό differences-in-differences.

4.1 Περιγραφικά στατιστικά

Στο σημείο αυτό παρουσιάζονται τα περιγραφικά στατιστικά των μεταβλητών που χρησιμοποιούνται στην κατασκευή του τελικού μοντέλου για τον προσδιορισμό των παραγόντων που επιδρούν στο δανεισμό των ελληνικών εισηγμένων επιχειρήσεων.

Πίνακας 2: Περιγραφικά στατιστικά μεταβλητών (2007-2015)

	Περιγραφικά στατιστικά		
	Μέση τιμή	Διάμεση τιμή	Τυπική απόκλιση
LR_BORROWING	0.11	0.07	0.13
SR_BORROWING	0.18	0.15	0.15
INTERESTEXPENSE	0.02	0.02	0.01
SIZE	5.02	5.02	0.64
GROWTHSALES	-0,35	-0,61	8.68
TOTALLIABILITIES	0.60	0.61	0.20

INVESTMENT	0.07	0.05	0.07
TOTALDEBT	0.37	0.36	0.18
QUIKRATIO	0.93	0.85	0.53

Οι μεταβλητές αποτελούν λόγους, ως προς το σύνολο του ενεργητικού των επιχειρήσεων. Όπως φαίνεται στον παραπάνω πίνακα, ο μακροπρόθεσμος δανεισμός για τις επιχειρήσεις του δείγματος ανέρχεται κατά μέσο όρο σε 11% του συνόλου του ενεργητικού, ενώ η διάμεση τιμή είναι 7%. Ο βραχυπρόθεσμος δανεισμός είναι κατά μέσο όρο 18%, ενώ η διάμεση τιμή ανέρχεται σε 15%. Άρα, για το διάστημα εξέτασης ο βραχυπρόθεσμος δανεισμός μοιάζει να είναι υψηλότερος σε σχέση με τον μακροπρόθεσμο. Το έξοδο που αφορά τους τόκους έχει μέση και διάμεση τιμή 2% ως προς το σύνολο του ενεργητικού. Κατά μέσο όρο, οι επιχειρήσεις εμφανίζουν ετήσια μείωση των πωλήσεων (-0.35). Το ίδιο δείχνει και η διάμεση τιμή (-0.61). Το σύνολο των υποχρεώσεων για τις επιχειρήσεις του δείγματος αποτελεί το 60% του ενεργητικού κατά μέσο όρο. Η διάμεση τιμή ανέρχεται σε 61%. Η επένδυση φαίνεται πως αποτελεί κατά μέσο όρο το 7% του συνόλου του ενεργητικού. Η διάμεση τιμή ανέρχεται σε 5%. Το συνολικό χρέος των επιχειρήσεων αποτελεί το 37% του ενεργητικού κατά μέσο όρο, ενώ η διάμεση τιμή είναι 36%. Τέλος, ο δείκτης άμεσης ρευστότητας ανέρχεται κατά μέσο όρο σε 0.93, ενώ η διάμεση τιμή σε 0.85. Αυτό πρακτικά σημαίνει ότι σχεδόν όλες οι βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις των επιχειρήσεων θα μπορούσαν να αποπληρωθούν από το κυκλοφορούν ενεργητικό των επιχειρήσεων.

4.2 Η επίδραση της κρίσης στο δανεισμό των επιχειρήσεων

Στο σημείο αυτό παρουσιάζονται τα αποτελέσματα ισότητας των μέσων και διαμέσων για τις μεταβλητές του μακροπρόθεσμου και βραχυπρόθεσμου δανεισμού πριν και κατά την κρίση. Σύμφωνα με τον έλεγχο t για την ισότητα των μέσων, φαίνεται πως υπάρχει στατιστικά σημαντική διαφορά μεταξύ των περιόδων πριν και κατά την κρίση για τον μακροπρόθεσμο δανεισμό ($p=0.000$). Μάλιστα, ο

μακροπρόθεσμος δανεισμός φαίνεται να είναι υψηλότερος πριν την κρίση κατά μέσο όρο (0.14, 0.09 αντίστοιχα).

Και η διαφορά στο βραχυπρόθεσμο δανεισμό είναι στατιστικά σημαντική μεταξύ των περιόδων πριν και κατά την κρίση ($p=0.000$). Όμως, εδώ ισχύει το αντίθετο, πριν την κρίση ο βραχυπρόθεσμος δανεισμός ήταν χαμηλότερος σε σχέση με την περίοδο της κρίσης (0.15, 0.20 αντίστοιχα). Το αποτέλεσμα αυτό υποδηλώνει ότι οι επιχειρήσεις κατά την περίοδο της κρίσης στράφηκαν προς το βραχυπρόθεσμο δανεισμό σε σχέση με το μακροπρόθεσμο δανεισμό κατά μέσο όρο. Και οι έλεγχοι ισότητας διαμέσων κατέληξαν σε παρόμοια συμπεράσματα. Τόσο για το μακροπρόθεσμο όσο και για το βραχυπρόθεσμο δανεισμό, η διαφορά στις διαμέσους πριν και κατά την κρίση μοιάζει να είναι στατιστικά σημαντική ($p=0.000$). Επομένως, η κρίση φαίνεται να επέδρασε στο δανεισμό των ελληνικών εισηγμένων επιχειρήσεων, αλλάζοντας κυρίως τη σύνθεσή του. Λόγω των δυσχερειών στην τραπεζική αγορά, ο δανεισμός είναι μικρός και μικρότερης χρονικής διάρκειας, εξαιτίας της αβεβαιότητας που επικρατεί σε περιόδους κρίσεων. Επομένως, τα μακροπρόθεσμα δάνεια μειώθηκαν και αυξήθηκαν τα βραχυπρόθεσμα.

4.3 Παράγοντες που επιδρούν στο δανεισμό των ελληνικών εισηγμένων επιχειρήσεων

Στην ενότητα αυτή παρουσιάζονται τα αποτελέσματα σχετικά με τους παράγοντες που επιδρούν στο δανεισμό των ελληνικών εισηγμένων επιχειρήσεων. Στον παρακάτω πίνακα παρουσιάζονται τα αποτελέσματα των παλινδρομήσεων σε στάδια, επιλέγοντας από μια σειρά μεταβλητών που χρησιμοποιήθηκαν για τον καθορισμό του τελικού μοντέλου για τις ελληνικές εισηγμένες επιχειρήσεις.

Πίνακας 3: Παλινδρομήσεις με εξαρτημένες μεταβλητές το μακροπρόθεσμο και βραχυπρόθεσμο δανεισμό

Παλινδρομήσεις											
Εξαρτημένη μεταβλητή: Μακροπρόθεσμος δανεισμός											
	B	t-stat	Prob> t		B	t-stat	Prob> t		B	t-stat	Prob> t
SIZE	0.02	2.35	0.02**	SIZE	0.02	1.62	0.11	SIZE	0.02	2.68	0.008***
GROWTHSALES	-0,0003	-0,59	0.56	GROWTHSALES	-0,0003	-0,59	0.56	GROWTHSALES	-0,004	-0,79	0.43
QUICKRATIO	0.01	-1,16	0.25	QUICKRATIO	-0,01	-1,21	0.23	QUICKRATIO	-0,007	-0,6	0.55
INTEREST EXPENSE	1.14	2.42	0.02**	INTEREST EXPENSE	1.09	2.27	0.02**	INTEREST EXPENSE	0.06	0.10	0.92
AUDITOR	-	-	-	AUDITOR	0.01	0.96	0.34	AUDITOR	-	-	-

TOTAL LIABILITIES CRISIS	-	-	-	TOTAL LIABILITIES CRISIS	-	-	-	TOTAL LIABILITIES CRISIS	0.14	2.90	0.004***
TOTALDEBT	-	-	-	TOTALDEBT	-	-	-	TOTALDEBT	-	-	-
INVESTMENT	-	-	-	INVESTMENT	-	-	-	INVESTMENT	-	-	-
Constant	0.006	0.13	0.90	Constant	0.02	0.42	0.67	Constant	-0,07	-1,38	0.17
Prob>F	0.0168**			Prob>F	0.0095***			Prob>F	0.0003***		
R2	0.0192			R2	0.0207			R2	0.0333		
RMSE	0.1327			RMSE	0.1327			RMSE	0.13185		
BIC	-730,8637			BIC	-725,4154			BIC	-733,5379		

Εξαρτημένη μεταβλητή: Μακροπρόθεσμος δανεισμός

	B	t-stat	Prob> t		B	t-stat	Prob> t		B	t-stat	Prob> t
SIZE	0.02	2.96	0.003***	SIZE	0.03	2.93	0.003***	SIZE	0.03	2.99	0.003***
GROWTHSALES	-0,0005	-0,9	0.37	GROWTHSALES	-0,0004	-0,9	0.37	GROWTHSALES	-0,0005	-0,89	0.37
QUICKRATIO	-0,01	-0,89	0.37	QUICKRATIO	-0,01	-0,88	0.38	QUICKRATIO	-0,008	-0,59	0.55
INTEREST EXPENSE	0.34	0.56	0.56	INTEREST EXPENSE	0.39	0.56	0.56	INTEREST EXPENSE	0.33	0.54	0.59

AUDITOR	-	-	-	AUDITOR	-	-	-	AUDITOR	-	-	-
TOTAL LIABILITIES	0.14	3	0.003***	TOTAL LIABILITIES	0.14	2.56	0.011**	TOTAL LIABILITIES	0.14	3.00	0.003***
CRISIS	-0,05	-4,61	0.000***	CRISIS	-0,05	-4,61	0.000***	CRISIS	-0,05	-4,43	0.000***
TOTALDEBT	-	-	-	TOTALDEBT	-0,008	-0,14	0.89	TOTALDEBT	-	-	-
INVESTMENT	-	-	-	INVESTMENT	-	-	-	INVESTMENT	-0,03	-0,4	0.69
Constant	-0,07	-1,24	0.22	Constant	-0,07	-1,23	0.22	Constant	-0,07	-1,27	0.20
Prob>F	0.000***			Prob>F	0.000***			Prob>F	0.000***		
R2	0.0623			R2	0.0623			R2	0.0624		
RMSE	0.12996			RMSE	0.13007			RMSE	0.13006		
BIC	-746,3238			BIC	-739,8955			BIC	-739,994		

Εξαρτημένη μεταβλητή: Βραχυπρόθεσμος δανεισμός

	B	t-stat	Prob> t		B	t-stat	Prob> t		B	t-stat	Prob> t
SIZE	-0,04	-5,85	0.000***	SIZE	-0,04	-6,03	0.000***	SIZE	-0,04	-5,55	0.000***
GROWTHSALES	0.0003	0.77	0.44	GROWTHSALES	0.0003	1.17	0.24	GROWTHSALES	0.0003	0.94	0.35
QUICKRATIO	-0,09	-11,2	0.000***	QUICKRATIO	-0,09	-9,49	0.000***	QUICKRATIO	-0,08	-9,29	0.000***
INTEREST EXPENSE	3.28	9.59	0.000***	INTEREST EXPENSE	3.21	7.93	0.000***	INTEREST EXPENSE	2.55	4.87	0.000***

AUDITOR	-	-	-	AUDITOR	0.02	1.91	0.06*	AUDITOR			
TOTAL LIABILITIES	-	-	-	TOTAL LIABILITIES	-	-	-	TOTAL LIABILITIES	0.09	2.81	0.005***
CRISIS	-	-	-	CRISIS	-	-	-	CRISIS	-	-	-
TOTALDEBT	-	-	-	TOTALDEBT	-	-	-	TOTALDEBT	-	-	-
INVESTMENT	-	-	-	INVESTMENT	-	-	-	INVESTMENT	-	-	-
Constant	0.38	10.31	0.000***	Constant	0.40	10.45	0.000***	Constant	0.32	8.56	0.000***
Prob>F	0.000***			Prob>F	0.000***			Prob>F	0.000***		
R2	0.4092			R2	0.4126			R2	0.4165		
RMSE	0.09674			RMSE	0.09653			RMSE	0.09621		
	-				-				-		
BIC	1129,8100			BIC	1127,0900			BIC	1131,2900		

Εξαρτημένη μεταβλητή: Βραχυπρόθεσμος δανεισμός

	B	t-stat	Prob> t		B	t-stat	Prob> t		B	t-stat	Prob> t
SIZE	-0,04	-5,57	0.000***	SIZE	-0,04	-6,01	0.000***	SIZE	-0,04	-6,17	0.000***
GROWTHSALES	0.0003	0.96	0.34	GROWTHSALES	0.0002	0.73	0.47	GROWTHSALES	0.0002	0.82	0.41
QUICKRATIO	-0,08	-9,22	0.000***	QUICKRATIO	-0,09	-8,91	0.000***	QUICKRATIO	-0,08	10,18	0.000***

INTEREST EXPENSE	2.51	4.74	0.000***	INTEREST EXPENSE	2.58	4.95	0.000***	INTEREST EXPENSE	1.21	1.93	0.054*
AUDITOR				AUDITOR				AUDITOR			
TOTAL LIABILITIES CRISIS	0.007	0.88	0.38	TOTAL LIABILITIES CRISIS	0.08	2.49	0.013**	TOTAL LIABILITIES CRISIS	-0,01	-0,36	0.72
TOTALDEBT				TOTALDEBT				TOTALDEBT	0.22	4.50	0.000***
INVESTMENT				INVESTMENT	0.16	2.40	0.016**	INVESTMENT			
Constant	0.32	8.82	0.000***	Constant	0.34	9.01	0.000***	Constant	0.36	9.97	0.000***
Prob>F	0.000***			Prob>F	0.000***			Prob>F	0.000***		
R2	0.4172			R2	0.4219			R2	0.4393		
RMSE	0.09623			RMSE	0.09584			RMSE	0.09439		
BIC	-1125,602			BIC	-1130,65			BIC	-1149,97		

*Σημαντικό σε επίπεδο σημαντικότητας 10%

**Σημαντικό σε επίπεδο σημαντικότητας 5%

***Σημαντικό σε επίπεδο σημαντικότητας 1%

Ξεκινώντας από τα μοντέλα για το μακροπρόθεσμο δανεισμό, παρατηρείται ότι εκείνο με το χαμηλότερο κριτήριο BIC και RMSE είναι εκείνο που περιλαμβάνει ως ανεξάρτητες μεταβλητές το μέγεθος, τη μεταβολή των πωλήσεων, το δείκτη άμεσης ρευστότητας, τα έξοδα τόκων, το

σύνολο των υποχρεώσεων και την ψευδομεταβλητή της κρίσης. Το μέγεθος των επιχειρήσεων έχει θετική και στατιστικά σημαντική επίδραση στο μακροπρόθεσμο δανεισμό ($B=0.02$, $p=0.003$), όπως επίσης και το σύνολο των υποχρεώσεων ($B=0.14$, $p=0.003$). Η κρίση ωστόσο μοιάζει να έχει αρνητική και στατιστικά σημαντική επίδραση ($B=-0.05$, $p=0.000$). Το μοντέλο είναι συνολικά στατιστικά σημαντικό ($\text{Prob}>F=0.000$), αλλά εξηγείται πολύ μικρό ποσοστό της μεταβλητότητας της εξαρτημένης μεταβλητής από τις ανεξάρτητες ($R^2=0.06$).

Αναφορικά με τις παλινδρομήσεις που αφορούν το βραχυπρόθεσμο δανεισμό, μικρότερο BIC και RMSE φαίνεται να έχει εκείνο με ανεξάρτητες μεταβλητές μέγεθος, τη μεταβολή των πωλήσεων, το δείκτη άμεσης ρευστότητας, τα έξοδα τόκων, το σύνολο των υποχρεώσεων και το σύνολο του χρέους. Παρατηρείται επίσης πως τα μοντέλα βραχυπρόθεσμου δανεισμού έχουν μικρότερο BIC και RMSE σε σχέση με τα μοντέλα μακροπρόθεσμου δανεισμού. Επίσης, στο μοντέλο αυτό εξηγείται μεγαλύτερο μέρος της μεταβλητότητας της εξαρτημένης μεταβλητής ($R^2=0.44$). Ο βραχυπρόθεσμος δανεισμός φαίνεται πως προσδιορίζεται σε στατιστικά σημαντικό βαθμό από το μέγεθος ($B=-0.04$, $p=0.000$), το δείκτη άμεσης ρευστότητας ($B=-0.08$, $p=0.000$), τα έξοδα τόκων ($B=1.21$, $p=0.054$), και το σύνολο του χρέους ($B=0.22$, $p=0.000$). Επομένως, μεγαλύτερες σε μέγεθος επιχειρήσεις με υψηλότερο δείκτη άμεσης ρευστότητας είναι πιο πιθανό να έχουν χαμηλότερα επίπεδα βραχυπρόθεσμου δανεισμού κατά μέσο όρο, ενώ επιχειρήσεις με υψηλότερα έξοδα τόκων και επιπέδων χρέους υψηλότερα επίπεδα δανεισμού κατά μέσο όρο. Όπως φαίνεται λοιπόν από τα μοντέλα, οι μεγαλύτερες σε μέγεθος επιχειρήσεις τείνουν να έχουν υψηλότερο μακροπρόθεσμο δανεισμό και χαμηλότερο βραχυπρόθεσμο, ενώ επιχειρήσεις με υψηλότερα επίπεδα συνολικών υποχρεώσεων τείνουν να έχουν υψηλότερα επίπεδα μακροπρόθεσμου δανεισμού. Παρακάτω παρουσιάζεται μία συγκεντρωτική παλινδρόμηση, που περιλαμβάνει όλες τις μεταβλητές και αφορά το σύνολο του δανεισμού.

Πίνακας 4: Παλινδρόμηση differences-in-differences

	Παλινδρόμηση		
	B	t-stat	P> t
LONG			
SIZE	-0,01	-1,49	0.14
INTERESTEXPENSE	-0,03	-0,04	0.97
GROWTHSALES	-0,0004	-0,79	0.43
QUICKRATIO	-0,03	-1,8	0,071*
CRISIS	-0,05	-4,82	0.000***
TOTALLIABILITIES	0.05	0.96	0.047**
AUDITOR	0.02	2.08	0.038**
INVESTMENT	0.03	0.45	0.66
TOTALDEBT	0.02	0.31	0.75
SHORT			
SIZE	-0,01	-2,19	0.029**

INTERESTEXPENSE	1.59	2.55	0.011**
GROWTHSALES	0.0001	0.46	0.65
QUICKRATIO	-0,08	-8,8	0.000***
CRISIS	0.005	0.67	0.50
TOTALLIABILITIES	0.05	0.96	0.34
AUDITOR	0.001	0.16	0.88
INVESTMENT	0.09	1.44	0.15
TOTALDEBT	0.18	3.77	0.000***
Constant	0.17	4.57	0.000***
Prob>F	0.000***		
R2	0.26		

*Σημαντικό σε επίπεδο σημαντικότητας 10%

**Σημαντικό σε επίπεδο σημαντικότητας 5%

***Σημαντικό σε επίπεδο σημαντικότητας 1%

Όπως φαίνεται στον παραπάνω πίνακα, η παλινδρόμηση είναι συνολικά στατιστικά σημαντική ($\text{Prob}>F=0.000$) και εξηγείται το 26% της μεταβλητότητας της εξαρτημένης μεταβλητής. Στατιστικά σημαντική επίδραση προκύπτει από την ψευδομεταβλητή της κρίσης, όταν όμως αφορά το μακροπρόθεσμο δανεισμό ($B=-0.05$, $p=0.000$). Το σύνολο των υποχρεώσεων έχει θετική και στατιστικά σημαντική επίδραση επίσης όταν αφορά το μακροπρόθεσμο δανεισμό ($B=0.05$, $p=0.047$). Επίσης, θετική επίδραση στο δανεισμό προκύπτει και με βάση το αν η επιχείρηση ελέγχεται από τις Big4 ελεγκτικές εταιρείες, όταν όμως αφορά το μακροπρόθεσμο δανεισμό ($B=0.02$, $p=0.038$). Το μέγεθος επιδρά στατιστικά σημαντικά και αρνητικά στο δανεισμό, όταν αυτός είναι βραχυπρόθεσμος ($B=-0.01$, $p=0.029$). Τα έξοδα τόκων επιδρούν στατιστικά σημαντικά και θετικά στο δανεισμό, όταν αυτός είναι βραχυπρόθεσμος ($B=1.59$, $p=0.011$). Ο δείκτης άμεσης ρευστότητας επιδρά στατιστικά σημαντικά κι αρνητικά το δανεισμό, τόσο μακροπρόθεσμο όσο και τον βραχυπρόθεσμο ($B=-0.03$, $p=0.07$, $B=-0.08$, $p=0.000$). Περισσότερο σημαντική επίδραση ωστόσο εμφανίζει στο βραχυπρόθεσμο δανεισμό. Το σύνολο του χρέους έχει θετική και στατιστικά σημαντική επίδραση ($B=0.18$, $p=0.000$) όταν ο δανεισμός είναι βραχυπρόθεσμος.

5 ΚΡΙΤΙΚΟΣ ΣΧΟΛΙΑΣΜΟΣ ΚΙ ΕΡΜΗΝΕΙΑ ΕΥΡΗΜΑΤΩΝ

Τα ευρήματα της μελέτης έδειξαν πως ο μακροπρόθεσμος και βραχυπρόθεσμος δανεισμός των επιχειρήσεων μεταβλήθηκε σε στατιστικά σημαντικό βαθμό το διάστημα της κρίσης. Ειδικότερα, φαίνεται πως το μερίδιο του μακροπρόθεσμου δανεισμού ως προς το σύνολο του ενεργητικού μειώθηκε, ενώ το μερίδιο του βραχυπρόθεσμου δανεισμού αυξήθηκε. Το εύρημα αυτό είναι λογικό επακόλουθο της κρίσης, ειδικότερα αν ληφθεί υπόψη κι η υπάρχουσα βιβλιογραφία που θεωρεί την ασύμμετρη πληροφόρηση κι ιδιαίτερα τον ηθικό κίνδυνο σημαντικό στοιχείο για την επιλογή της διάρθρωσης των δανειακών κεφαλαίων.

Κατά την περίοδο της κρίσης, οι ελληνικές επιχειρήσεις αντιμετώπισαν προβλήματα υποκεφαλαιοποίησης. Η υπάρχουσα βιβλιογραφία τονίζει πως τα προβλήματα αυτά λύνονται συνήθως μέσω του μακροπρόθεσμου δανεισμού. Παρόλα αυτά, η κρίση στην ελληνική αγορά δημιούργησε επιπλέον προβλήματα που σχετίζονται με την αβεβαιότητα. Η τραπεζική αγορά έχει πληγεί σε μεγάλο βαθμό εξαιτίας των δανείων σε καθυστέρηση και μη εξυπηρετούμενων δανείων, κάνοντας δυσχερέστερη την παροχή δανείων. Ο ηθικός κίνδυνος λοιπόν μοιάζει να είναι παρών, δεδομένου ότι οι τράπεζες αποφεύγουν πλέον την εκτεταμένη παροχή δανείων, ακόμα και σε επενδύσεις οι οποίες ενδεχομένως να είναι κερδοφόρες. Το ότι υπάρχει αύξηση στα βραχυπρόθεσμα δανειακά κεφάλαια μπορεί να εξηγηθεί ως ένα αποτέλεσμα αυτής της αβεβαιότητας. Οι πάροχοι δανειακών κεφαλαίων, αλλά ενδεχομένως και οι λήπτες, φαίνεται να προτιμούν βραχυπρόθεσμα δάνεια, λόγω της αβεβαιότητας.

Οι πάροχοι δανείων στην προσπάθειά τους να επιτύχουν έναν υψηλότερο κύκλο εργασιών και κερδοφορία προτιμούν να δίνουν βραχυπρόθεσμες δανειοδοτήσεις για να αποφύγουν την αβεβαιότητα που συνεπάγεται η αποπληρωμή σε ένα μεγάλο χρονικό διάστημα. Ακόμη κι αν τα τελευταία χρόνια η εικόνα του δανειολήπτη είναι υγιής, δεν είναι βέβαιο ότι θα παραμείνει έτσι και για τα επόμενα 10-20 χρόνια. Από την άλλη κι οι επιχειρήσεις ενδεχομένως να προτιμούν μία βραχυπρόθεσμη δανειοδότηση έναντι μιας μακροπρόθεσμης, διότι δεν είναι βέβαιες για το αν θα μπορούν να ανταπεξέρχονται στην αποπληρωμή του για πολλά χρόνια.

Ως προς τους παράγοντες που επιδρούν στο δανεισμό, αυτοί διαφοροποιούνται με βάση το αν αυτός είναι μακροπρόθεσμος ή βραχυπρόθεσμος. Επιπλέον, εκτός από τις μεταβλητές, διαφοροποιείται ακόμη κι η επίδραση των ίδιων μεταβλητών ανάλογα με το είδος του δανεισμού. Ξεκινώντας από τα αποτελέσματα για το μακροπρόθεσμο δανεισμό, φαίνεται πως δεν υπάρχει καλή προσαρμογή στα δεδομένα. Άρα, για το μακροπρόθεσμο δανεισμό άλλοι παράγοντες μοιάζουν να διαδραματίζουν σημαντικό ρόλο, οι οποίοι και δεν συμπεριλαμβάνονται στο μοντέλο. Ωστόσο, αξίζει να σημειωθεί πως όσο πιο μεγάλη είναι επιχείρηση σε όρους αγοραίας αξίας τόσο πιο πιθανό είναι να έχει υψηλότερο μακροπρόθεσμο δανεισμό κατά μέσο όρο. Επιπλέον, όσο πιο πολλές υποχρεώσεις έχει, τόσο πιο πιθανό είναι να έχει υψηλότερα μακροπρόθεσμα δάνεια. Κατά την κρίση φαίνεται πως ο μακροπρόθεσμος δανεισμός μειώθηκε κατά μέσο όρο για τις επιχειρήσεις του δείγματος.

Το μοντέλο για το βραχυπρόθεσμο δανεισμό έχει καλύτερη προσαρμογή στα δεδομένα. Μεγαλύτερες σε μέγεθος επιχειρήσεις με υψηλότερο δείκτη άμεσης ρευστότητας είναι πιο πιθανό να έχουν χαμηλότερα επίπεδα βραχυπρόθεσμου δανεισμού κατά μέσο όρο, ενώ επιχειρήσεις με υψηλότερα έξοδα τόκων και επιπέδων χρέους τείνουν να έχουν υψηλότερα επίπεδα βραχυπρόθεσμου δανεισμού κατά μέσο όρο. Έτσι, φαίνεται πως οι επιχειρήσεις που έχουν πρόβλημα με την άμεση ρευστότητά τους προβαίνουν πιο συχνά σε βραχυπρόθεσμο δανεισμό.

Στο συνολικό μοντέλο που περιλαμβάνονται όλες οι μεταβλητές, υπάρχει διαφοροποίηση στην επίδραση ανάλογα με το είδος του δανεισμού. Το σύνολο των υποχρεώσεων έχει θετική και στατιστικά σημαντική επίδραση επίσης όταν αφορά το μακροπρόθεσμο δανεισμό. Δεν φαίνεται να υπάρχει σημαντική επίδραση όταν ο δανεισμός είναι βραχυπρόθεσμος. Επίσης, θετική επίδραση στο δανεισμό προκύπτει και με βάση το αν η επιχείρηση ελέγχεται από τις Big4 ελεγκτικές εταιρείες, όταν όμως αφορά το μακροπρόθεσμο δανεισμό. Το αποτέλεσμα αυτό δείχνει ότι όταν ο δανεισμός είναι μακροπρόθεσμος ένα από τα σημαντικά κριτήρια είναι το αν η επιχείρηση ελέγχεται από τις μεγάλες ελεγκτικές εταιρείες. Το μέγεθος επιδρά στατιστικά σημαντικά και αρνητικά στο δανεισμό, όταν αυτός είναι βραχυπρόθεσμος. Δεν υπάρχει κάποια σημαντική επίδραση όταν ο δανεισμός είναι μακροπρόθεσμος. Τα έξοδα τόκων επιδρούν στατιστικά σημαντικά και θετικά στο δανεισμό, όταν αυτός

είναι βραχυπρόθεσμος. Ο δείκτης άμεσης ρευστότητας επιδρά στατιστικά σημαντικά κι αρνητικά το δανεισμό, τόσο μακροπρόθεσμο όσο και τον βραχυπρόθεσμο. Περισσότερο σημαντική επίδραση ωστόσο εμφανίζει στο βραχυπρόθεσμο δανεισμό. Έτσι, οι επιχειρήσεις του δείγματος προβαίνουν σε βραχυπρόθεσμο δανεισμό κυρίως για να καλύψουν άμεσες υποχρεώσεις. Το σύνολο του χρέους έχει θετική και στατιστικά σημαντική επίδραση όταν ο δανεισμός είναι βραχυπρόθεσμος. Συνολικά, λοιπόν, οι παράγοντες που επιδρούν στο δανεισμό διαφοροποιούνται με βάση το αν αυτός είναι μακροπρόθεσμος ή βραχυπρόθεσμος.

6 ΕΠΙΛΟΓΟΣ

Στην παρούσα μελέτη ο στόχος ήταν να εξεταστούν οι παράγοντες που επιδρούν στο δανεισμό των ελληνικών εισηγμένων επιχειρήσεων. Το τελικό δείγμα της έρευνας αναφέρεται στην περίοδο 2008-2014 και αφορά 84 εισηγμένες επιχειρήσεις στην Ελλάδα.

Τα αποτελέσματα της έρευνας έδειξαν αρχικά πως ο μακροπρόθεσμος δανεισμός των επιχειρήσεων του δείγματος κατά την περίοδο της κρίσης μειώθηκε, ενώ αυξήθηκε ο βραχυπρόθεσμος δανεισμός. Επιπλέον, τα αποτελέσματα έδειξαν πως ανάλογα με το είδος του δανεισμού, υπάρχει και διαφορετική επίδραση των ανεξάρτητων μεταβλητών. Ο βραχυπρόθεσμος δανεισμός μοιάζει να χρησιμοποιείται κυρίως από πιο μικρές επιχειρήσεις με βάση την αγοραία αξία τους, οι οποίες αντιμετωπίζουν θέματα με την άμεση ρευστότητά τους, δηλαδή δυσκολεύονται να καλύψουν τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις τους. Ο μακροπρόθεσμος δανεισμός παρατηρείται κυρίως σε μεγαλύτερες επιχειρήσεις, αλλά έχει μειωθεί σε σημαντικό βαθμό με την πρόσφατη κρίση στην Ελλάδα. Μάλιστα, αφορά επιχειρήσεις που έχουν υψηλότερα επίπεδα συνολικών υποχρεώσεων.

Σημαντικός παράγοντας που ευνοεί τον μακροπρόθεσμο δανεισμό φαίνεται να είναι το αν η επιχείρηση ελέγχεται από τις Big4 ελεγκτικές εταιρείες. Αν ελέγχεται από τις εν λόγω εταιρείες, φαίνεται πως υπάρχει υψηλότερη εμπιστοσύνη αναφορικά με την πιστότητα των οικονομικών καταστάσεων κι άρα με τη συνολική εικόνα της επιχείρησης σε οικονομικούς όρους. Αυτό είναι σημαντικό δεδομένης της δυσχέρειας των παρόχων δανειακών κεφαλαίων.

Αν και τα αποτελέσματα είναι σημαντικά, δεδομένου ότι για τις ελληνικές εισηγμένες επιχειρήσεις την περίοδο αυτή δεν έχει διεξαχθεί παρόμοια έρευνα, υπάρχουν και περιορισμοί που αξίζει να σημειωθούν. Αρχικά, το μοντέλο για το μακροπρόθεσμο δανεισμό δεν μοιάζει να προσαρμόζεται στα δεδομένα ικανοποιητικά. Ο λόγος μπορεί να οφείλεται στο γεγονός ότι μεγάλο μέρος των παρατηρήσεων αφορούν την περίοδο της κρίσης, κατά την οποία η αβεβαιότητα διαδραματίζει σημαντικό ρόλο. Ενδεχομένως αν υπήρχαν διαθέσιμα δεδομένα για περισσότερα έτη πριν την κρίση τα αποτελέσματα να διαφοροποιούνταν. Έπειτα, το δείγμα της έρευνας δεν είναι τυχαίο,

δεδομένου ότι το τελικό δείγμα των επιχειρήσεων προέκυψε με βάση συγκεκριμένα κριτήρια. Άρα, τα αποτελέσματα δεν είναι αντιπροσωπευτικά των ελληνικών εισηγμένων επιχειρήσεων.

Μελλοντικά, θα ήταν ενδιαφέρον να εξεταστούν και να συγκριθούν οι παράγοντες που επιδρούν στο μακροπρόθεσμο και βραχυπρόθεσμο δανεισμό μεταξύ χωρών που χρησιμοποιούν διαφορετικά λογιστικά πρότυπα, όπως μεταξύ Ευρωζώνης και Η.Π.Α. Επιπλέον, θα ήταν ενδιαφέρον να εξεταστούν οι παράγοντες που επιδρούν στο δανεισμό μεταξύ διαφορετικών χωρών της Ευρωζώνης, όπως των χωρών της Κεντρικής Ευρώπης (Γερμανία, Ολλανδία κλπ.), και των χωρών της Νότιας Ευρώπης.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

- Aharony J., Barniv R., Falk, H. (2010) The Impact of Mandatory IFRS Adoption on Equity Valuation of Accounting Numbers for Security Investors in the EU. *European Accounting Review* 19: 535-578.
- Ahmed, A., Neel, M., & Wang, D. (2013). Does mandatory adoption of IFRS improve accounting quality? Preliminary evidence. *Contemporary Accounting Research*, 30(4), 1344-1372.
- Aldamen, H., Duncan, K., Kelly, S. and McNamara, R. (2011). Performance of Family Firms During the Global Financial Crisis: Does Governance Matter? Ανάκτηση από: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1976789## (ημ/νία ανάκτησης: 23/10/2016).
- Asgharian, H. (2003). Are Highly Leveraged Firms More Sensitive to an Economic Downturn? *The European Journal of Finance* 9, p. 219-241.
- Baghai, R., Servaes, H., & Tamayo, A. (2014). Have rating agencies become more conservative? Implications for capital structure and debt pricing. *Journal of Finance*, 69(5), 1961–2005.
- Ball, R., Bushman, R. M., & Vasvari, F. P. (2008). The debt-contracting value of accounting information and loan syndicate structure. *Journal of Accounting Research*, 46(2), 247–287.
- Barth, M. E., & Israeli, D. (2013). Disentangling mandatory IFRS reporting and changes in enforcement. *Journal of Accounting and Economics*, 56(2–3), 178–188.
- Barth, M. E., Landsman, W. R., Lang, M. H., & Williams, C. (2012). Are international accounting standards-based and US GAAP-based accounting amounts comparable? *Journal of Accounting and Economics*, 54(1), 68–93.
- Beatty, A. (2008). Discussion of the debt-contracting value of accounting information and loan syndicate structure. *Journal of Accounting Research*, 46(2), 289-296.

- Bergstrom, C. and Sundgren, S. (2002). "Restructuring Activities and Changes in Performance Following Financial Distress," *SNS Occasional Paper* No. 88.
- Bharath, S. T., Dahiya, S., Saunders, A., & Srinivasan, A. (2011). Lending relationships and loan contract terms. *Review of Financial Studies*, 24(4), 1141–1203.
- Biddle, G., & Hilary, G. (2006). Accounting quality and firm-level capital investment. *Accounting Review*, 81(5), 963–982.
- Brackney, K. and P. Witmer. (2005). The European Union's Role in International Standards Setting. *The CPA Journal* (November): 18-27.
- Brochet, F., Jagolinzer, A., Riedl, E. (2013). Mandatory IFRS adoption and financial statement comparability. *Contemporary accounting research*.
- Brown. P. (2011). International Financial Reporting Standards: what are the benefits? *Accounting and Business Research*, 41(3), 269-285.
- Brugemann, U., Hitz, J. M., & Sellhorn, T. (2013). Intended and unintended consequences of mandatory IFRS adoption: A review of extant evidence and suggestions for future research. *European Accounting Review*, 21(1), 1–37.
- Bushman, R., and Williams, C. (2012). Accounting discretion, loan loss provisioning, and discipline of banks □ risk-taking. *Journal of Accounting and Economics* 54 (1): pp.1-18.
- Chalmers, K., Clinch, G., Godfrey, J. M., & Wei, Z. (2012). Intangible assets, IFRS and analysts' earnings forecasts. *Accounting and Finance*, 52, 691-721.
- Chaston, I. (2012). Recession and Family Firm Performance: An Assessment of Small U.K. Family-Owned Hotels. *Journal of CENTRUM Cathedra* 5, p. 60-69.
- Christensen, H. B., Hail, L., & Leuz, C. (2013). Mandatory IFRS reporting and changes in enforcement. *Journal of Accounting and Economics*, 56(2–3), 147–177.
- Clacher, I., Ricquebourg, A. D., & Hodgson, A. (2013). The value relevance of direct cash flows under International Financial Reporting Standards. *Abacus*, 49(3), 367-395.

Claessens, S., Dell’Ariccia, G., Igan, D. and Laeven, L. (2010), “Cross-Country Experience and Policy Implications from the Global Financial Crisis,” *Economic Policy*. A European Forum, April 2010, Vol. 62. PP. 269-93.

Costello, A. and Wittenberg-Moerman. (2011) “ The Impact of Financial Reporting Quality on debt Contracting : Evidence from Internal Control weakness Reports” *Journal of Accounting Research* 49: 97-136.

Custodio, C., Ferreira, M., Laureano, L. (2013). Why are US firms using more short-term debt? *Journal of financial economics* 108, pp.182–212.

Daske, H., Hail, L., Leuz, C., & Verdi, R. (2012). Adopting a label: Heterogeneity in the economic consequences around voluntary IAS/IFRS adoptions. *Journal of Accounting Research*, 51(3), 495–547.

Demerjian, P. R (2011)” Accounting Standards and Debt covenants: Has The Balance-sheet Approach Led To a Decline in The Use of Balance Sheet Covenants?” *Journal of Accounting and Economics* 52 178-202.

Dennis, S., Sharpe, I. (2005). Firm size dependence in the determinants of Bank term loan maturity. *Journal of business finance & accounting* 32, pp.31–64.

Devalle, A., Onali, E., & Magarini, R. (2010). Assessing the value relevance of accounting data after the introduction of IFRS in Europe. *Journal of International Financial Management and Accounting*, 21, 85-119.

Easley, D., & O’Hara, M. (2004). Information and the cost of capital. *Journal of Finance*, 59(4), 1553–1583.

Erkens, D. H., Hung, M. and Matos, P. (2012). Corporate Governance in the 2007–2008 Financial Crisis: Evidence from Financial Institutions Worldwide. *Journal of Corporate Finance* 18, p. 389-411.

Fan, J. P. H., Titman, S., & Twite, G. (2012). An international comparison of capital structure and debt maturity choices. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 47(1), 23–56.

Florou, A., & Pope, P. (2012). Mandatory IFRS adoption and institutional investment decisions. *Accounting Review*, 87(6), 1993–2025.

Gebhardt, G. and Novotny- Farkas, Z. (2011).” Mandatory IFRS Adoption and Accounting quality of European Banks,” *Journal of Business Finance and Accounting* 38(3) and (4): 289-333.

Glaum, M., Baetge, J., Grothe, A., & Oberdörster, T. (2013). Introduction of International Accounting Standards, disclosure quality and accuracy of analysts’ earnings forecasts. *European Accounting Review*, 22(1), 79-116.

Gordon, L. A., Loeb, M. P., & Zhu, W. (2012). The impact of IFRS adoption on foreign direct investment. *Journal of Accounting and Public Policy*, 31(4), 374-398.

Griffin, P. A., Lont, D. H., & Sun, Y. (2009). Governance regulatory changes, International Financial Reporting Standards adoption, and New Zealand audit and non-audit fees: empirical evidence. *Accounting and Finance*, 49, 697-724.

Hail, L., Leuz, C. and Wysocki, P. (2010), “Global Accounting Convergences and the Potential Adoption of IFRS by the U.S. (Part I): Conceptual Underpinnings and Economic Analysis,” *Accounting Horizons* 24(3): 355-394.

Jandik, T. and Makhija, A.K. (2005). Debt, Debt Structure and Corporate Performance after Unsuccessful Takeovers: Evidence from Targets that Remain Independent. *Journal of Corporate Finance* 11, p. 882-914.

Jiraporn, P. and Kitsabunnarat, P. (2007), —Debt Maturity Structure, Shareholder Rights, and Corporate Governance□ (July 7, 2007), Ανάκτηση από: <http://ssrn.com/abstract=999265>. (ημ/νία ανάκτησης: 23/10/2016).

Kim, J. B., & Shi, H. (2012). IFRS reporting, firm-specific information flows, and institutional environments: International evidence. *Review of Accounting Studies*, 17(3), 474–517.

Kim, J.-B., Tsui, J. S. L., & Yi, C. H. (2011). The voluntary adoption of International Accounting Standards and loan contracting around the world. *Review of Accounting Studies*, 16(4), 779-811.

- Leuz, C. (2010). "Different approaches to corporate reporting regulation: how jurisdictions differ and why," *Accounting and Business Research*, 40 (3) *International Accounting Policy Forum*: 229-256.
- Li, N. (2010). Negotiated measurement rules in debt contracts. *Journal of Accounting Research*, 48(5), 1103-44.
- Little, P. L., Mortimer, J. W., Keene, M. A. and Henderson, L. R. (2011). Evaluating the Effect of Recession on Retail Firms' Strategy using DuPont Method: 2006-2009. *Journal of Finance and Accountancy* 7, p. 1-7.
- Lucky, E. O. I. and Minai, M. S. (2012). Re-Investigating the Effect of Individual Determinant, External Factor and Firm Characteristics on Small Firm Performance during Economic Downturn. *African Journal of Business Management* 6, p. 229-237.
- Muller, K. A., Riedl, E. J., & Sellhorn, T. (2011). Mandatory fair value accounting and information asymmetry: Evidence from the European real estate industry. *Management Science*, 57(6), 1138–1153.
- Nikolaev, V., & Van Lent, L. (2005). The endogeneity bias in the relation between cost-of-debt capital and corporate disclosure policy. *European Accounting Review*, 14, 677-724.
- Nilsen, J. H. (2002). Trade Credit and the Bank Lending Channel. *Journal of Money, Credit, and Banking* 34, p. 226–253.
- Petersen, M. A. (2009). Estimating standard errors in finance panel data sets: comparing approaches. *Review of Financial Studies*, 22(1), 435-480.
- Ramanna, K. and Sletten, E. (2009). "Why do Countries adopt International Financial Reporting Standards?" *Harvard Business School Accounting and Management Unit Working Paper No. 09-102*, revised June 14, 2009.
- Sufian, F. and Habibullah, M. S. (2010). Assessing the Impact of Financial Crisis on Bank Performance. Empirical Evidence from Indonesia. *ASEAN Economic Bulletin* 27, p. 245-262.

Tan, H., Wang, S., & Welker, M. (2011). Analyst following and forecast accuracy after mandated IFRS adoptions. *Journal of Accounting Research*, 49(5), 1307-57.