

ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑ ΚΑΙ ΜΟΧΛΕΥΣΗ

ΚΑΡΑΓΙΑΝΝΗΣ ΔΗΜΗΤΡΙΟΣ

**Εργασία Υποβληθείσα στο
Τμήμα Λογιστικής και Χρηματοοικονομικής
του Οικονομικού Πανεπιστημίου Αθηνών
ως μέρος των απαιτήσεων για την απόκτηση
Μεταπτυχιακού Διπλώματος Ειδίκευσης**

Αθήνα
Οκτώβριος, 2017

Εγκρίνουμε την εργασία του
ΚΑΡΑΓΙΑΝΝΗ ΔΗΜΗΤΡΙΟΥ

Κος ΔΕΜΟΙΡΑΚΟΣ ΕΥΘΥΜΙΟΣ
Υπογραφή

Κα ΣΙΟΥΓΛΕ ΓΕΩΡΓΙΑ
Υπογραφή

Κος ΓΚΙΚΑΣ ΔΗΜΗΤΡΙΟΣ
Υπογραφή

15 ΟΚΤΩΒΡΙΟΥ 2017

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».

ΚΑΡΑΓΙΑΝΝΗΣ ΔΗΜΗΤΡΙΟΣ

Περίληψη

Οι επιχειρήσεις για τη χρηματοδότηση προσφεύγουν στις χρηματοπιστωτικές αγορές και στις κεφαλαιαγορές, δημιουργώντας έτσι *χρηματοοικονομική μόχλευση*. Ωστόσο, και στο πλαίσιο ανάληψη των λειτουργικών τους δραστηριοτήτων, οι επιχειρήσεις «δανειζόμενες», αλλά από τους πελάτες, εργαζομένους και προμηθευτές, δημιουργούν την λεγόμενη *λειτουργική μόχλευση*. Επειδή λοιπόν αυτού του είδους οι μοχλεύσεις «εμπορεύονται» σε αγορές διαφορετικού τύπου, είναι πιθανόν να έχουν και διαφορετικές επιδράσεις επί της εταιρικής αποδοτικότητας. Αυτή η μελέτη διερευνά τις επιδράσεις αυτών των δύο τύπων μόχλευσης για την εταιρική κερδοφορία. Το δείγμα της εργασίας αποτελείται από 276 επιχειρήσεις, για τις οποίες υπήρχαν διαθέσιμες πληροφορίες κατά την περίοδο 2005-2015.

Λίστα Πινάκων

Πίνακας 5-1: Αποτελέσματα Ανάλυσης Συσχέτισης για τις Μεταβλητές FLEV, OLEV, ROE, και RNOA...	23
Πίνακας 5-2: Αποτελέσματα.....	25
Πίνακας 5-3: Αποτελέσματα.....	25
Πίνακας 5-4: Αποτελέσματα.....	26

Λίστα Σχημάτων

Σχήμα 5-1: Περιγραφικά Στοιχεία Αναφορικά με το ROE και RNOA.....	19
Σχήμα 5-2: Περιγραφικά Στοιχεία Αναφορικά με το FLEV και NBR.....	21

Πίνακας Περιεχομένων

ΠΕΡΙΛΗΨΗ.....	ΠΙ
1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ	1
2 ΘΕΩΡΗΤΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ	3
2.1 ΒΑΣΙΚΑ ΛΟΓΙΣΤΙΚΑ ΜΕΓΕΘΗ.....	3
2.2 ΔΕΙΚΤΕΣ ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑΣ	4
2.3 ΔΕΙΚΤΕΣ ΚΕΦΑΛΑΙΑΚΗΣ ΔΙΑΡΘΡΩΣΗΣ	6
3 ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΚΗ ΑΝΑΣΚΟΠΗΣΗ	9
3.1 Η ΧΡΗΣΗ ΔΑΝΕΙΑΚΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΣΤΟ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΙΚΟ ΣΧΗΜΑ.....	10
3.1.1 Τα Πλεονεκτήματα του Χρέους.....	10
3.1.2 Τα Μειονεκτήματα της Χρήσης Χρέους.....	11
3.2 ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ ΠΟΥ ΕΠΗΡΕΑΖΟΥΝ ΤΙΣ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΙΚΕΣ ΕΠΙΛΟΓΕΣ ΤΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ (ΘΕΩΡΙΕΣ ΚΕΦΑΛΑΙΑΚΗΣ ΔΙΑΡΘΡΩΣΗΣ)	13
3.2.1 Η Θεωρία της Ταξινόμησης (Pecking Order).....	13
3.2.2 Η Θεωρία του Χρονισμού της Αγοράς	14
3.2.3 Η Θεωρία του Κόστους Αντιπροσώπευσης	15
3.2.4 Η Θεωρία των Ενδιαφερομένων Μερών.....	16
4 ΜΕΘΟΛΟΓΙΑ	17
4.1 ΜΕΘΟΔΟΙ ΑΝΑΛΥΣΗΣ.....	17
4.1.1 Μόχλευση και Εταιρική Κερδοφορία.....	17
4.2 ΔΕΔΟΜΕΝΑ.....	18
5 ΕΜΠΕΙΡΙΚΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ	19
5.1 ΕΚΤΙΜΗΣΗ ΟΙΚΟΝΟΜΕΤΡΙΚΩΝ ΥΠΟΔΕΙΓΜΑΤΩΝ	19
5.1.1 Η Επίδραση της Τρέχουσας Κερδοφορίας	19
5.1.2 Η Μελλοντική Κερδοφορία.....	24
6 ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ	28
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΚΕΣ ΑΝΑΦΟΡΕΣ	30
ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ.....	33

1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Αντικειμενικός στόχος της κάθε εταιρείας είναι να δημιουργήσει αξία για τους μετόχους της από την κεφαλαιακή διάρθρωση της, την ανάληψη επενδυτικών σχεδίων, και την ρευστότητα της. Η **αξία** δημιουργείται κάθε φορά που οι **ταμειακές εισροές** που προκύπτουν από τα περιουσιακά στοιχεία που κατέχει η εταιρεία (δηλαδή από τις επενδυτικές δραστηριότητες) είναι μεγαλύτερες από τις **ταμειακές εκροές** προς τους προμηθευτές κεφαλαίων (δηλαδή από τις αποφάσεις αναφορικά με την κεφαλαιακή διάρθρωση). Έτσι, προστιθέμενη αξία μπορεί να επιτευχθεί εάν (α) η επιχείρηση αγοράζει περιουσιακά στοιχεία που δημιουργούν περισσότερα ρευστά διαθέσιμα σε σχέση με το κόστους αυτών (δηλ. λαμβάνουν σωστές αποφάσεις για ανάληψη επενδυτικών σχεδίων), ή / και (β) «πωλούν» το σωστό μίγμα ομολόγων και μετοχών και άλλων χρηματοπιστωτικών μέσων παράγοντας περισσότερα μετρητά από όσο αυτά κοστίζουν (δηλ. λαμβάνουν σωστές αποφάσεις για τη διάρθρωση του κεφαλαίου) (Brealey and Myers, 2000).

Η **χρηματοοικονομική πολιτική** μιας επιχείρησης σχετίζεται με τις εξής δύο βασικές επιλογές που κάθε εταιρεία πρέπει να κάνει: (1) τι ποσοστό από την κεφαλαιακή της διάρθρωσή θα αντιπροσωπεύουν τα δανειακά και τι ποσοστό τα ίδια, και (2) τι ποσοστό από τα κέρδη της τρέχουσας χρήσης θα διατεθεί ως εσωτερική χρηματοδότηση ιδίων κεφαλαίων και τι ποσοστό θα διανεμηθεί ως μερίσματα.

Επομένως, οι διάφορες αποφάσεις αναφορικά με την κεφαλαιακή διάρθρωση της επιχείρησης είναι ζωτικής σημασίας για την οικονομική ευημερία της, καθώς λανθασμένες αποφάσεις σχετικά με την κεφαλαιακή διάρθρωση μπορεί να οδηγήσουν την επιχείρηση σε οικονομική δυσπραγία και τελικά σε πτώχευση. Επομένως, η διοίκηση μιας επιχείρησης θα πρέπει να καθορίζει την κεφαλαιακή διάρθρωσή της με τρόπο ώστε να μεγιστοποιείται η αξία της επιχείρησης. Αν και η θεωρητική και εμπειρική έρευνα έχει καταδείξει την ύπαρξη ενός βέλτιστου επιπέδου κεφαλαιακής διάρθρωσης, εντούτοις υπάρχει καμία διευκρίνιση, για πως οι διευθύνοντες σύμβουλοι της επιχείρησης μπορούν να επιτύχουν το βέλτιστο επίπεδο χρέους στην κεφαλαιακή δομή της επιχείρησης.

Στόχος της παρούσας εργασίας είναι αφ' ενός μεν να διερευνηθούν, βάσει της μελέτης των Voulgaris et al. (2003), οι προσδιοριστικοί παράγοντες αναφορικά με τις επιλογές κεφαλαιακής διάρθρωσης ενός δείγματος εισηγμένων Γαλλικών επιχειρήσεων, αφ' ετέρου δε προσδιοριστεί η σχέση μεταξύ μόχλευσης και εταιρικής αποδοτικότητας, με βάση την προτεινόμενη οικονομετρική προσέγγιση της μελέτης των Nissim, and Penman (2003).

Ως εκ τούτου, το αποτέλεσμα της έρευνάς μας θα βελτιώσει την κατανόησή μας για το ζήτημα της κεφαλαιακής διάρθρωσης στην περίπτωση των Γαλλικών εισηγμένων εταιρειών.

2 ΘΕΩΡΗΤΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ

2.1 ΒΑΣΙΚΑ ΛΟΓΙΣΤΙΚΑ ΜΕΓΕΘΗ

Προκειμένου να εκτιμήσουμε ορισμένους αριθμοδείκτες, θα πρέπει να επεξηγηθούν πρώτα κάποια λογιστικά μεγέθη της επιχείρησης.

Αρχικά, το ενεργητικό της επιχείρησης, το οποίο αποτελείται από περιουσιακά στοιχεία δύναται να ταξινομηθεί σε δυο βασικές κατηγορίες, στα *λειτουργικά περιουσιακά στοιχεία* και στα *χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία*.

Τα **λειτουργικά περιουσιακά στοιχεία** (operating assets, OA) περιλαμβάνουν περιουσιακά στοιχεία όπως οι απαιτήσεις κατά πελατών, τα αποθέματα και τα πάγια περιουσιακά στοιχεία, (δηλαδή ακίνητα, εγκαταστάσεις και εξοπλισμός), ενώ τα **χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία** (financial assets, FA) περιλαμβάνουν περιουσιακά στοιχεία όπως οι καταθέσεις και εμπορεύσιμους τίτλους που απορροφούν τα πλεονάζοντα ρευστά διαθέσιμα της επιχείρησης. Η διαφορά μεταξύ των λειτουργικών και χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων είναι γνωστή **καθαρά λειτουργικά περιουσιακά στοιχεία** (NOA, net operating assets), δηλαδή

$$\text{NOA} = \text{OA} - \text{OL} \quad 2.1$$

Όπου OA και OL είναι τα λειτουργικά περιουσιακά στοιχεία και οι λειτουργικές υποχρεώσεις, αντίστοιχα.

Κατά τον ίδιο τρόπο, οι υποχρεώσεις της επιχείρησης ανήκουν σε δυο βασικές κατηγορίες, δηλαδή στις *χρηματοοικονομικές υποχρεώσεις* και στις *λειτουργικές υποχρεώσεις*.

Οι μεν **χρηματοοικονομικές υποχρεώσεις** (FL, financial liabilities,) περιλαμβάνουν υποχρεώσεις που δημιουργούνται από τις χρηματοδοτικές δραστηριότητες της επιχείρησης, δηλαδή υποχρεώσεις όπως τα τραπεζικά δάνεια, τα βραχυπρόθεσμα και τα μακροπρόθεσμα εταιρικά ομόλογα. Οι δε **λειτουργικές υποχρεώσεις** (operating liabilities, OL) περιλαμβάνουν υποχρεώσεις, όπως πληρωτέοι λογαριασμοί, δεδουλευμένα έξοδα, αναβαλλόμενα έσοδα, υποχρεώσεις αναδιάρθρωσης και συνταξιοδοτικές υποχρεώσεις, οι οποίες προκύπτουν από την λειτουργική δραστηριότητα της επιχείρησης.

2.2 ΔΕΙΚΤΕΣ ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑΣ

Ο βασικότερος δείκτης εταιρικής αποδοτικότητας είναι αυτός που καταγράφει την **αποδοτικότητα των ιδίων κεφαλαίων (ROE)**, η οποία εκτιμάται ως ο λόγος των κερδών μετά από φόρους προς το μέσο ύψος των ιδίων κεφαλαίων που απασχολήθηκαν κατά την διάρκεια της χρήσης (Ross et al., 1999:35)

$$ROE = \frac{\text{Κερδη Μετα απο Φορους}}{\text{Μ.Ο. Ιδιων Κεφαλαιων}} \quad 2.2$$

Ο παραπάνω δείκτης μετρά την απόδοση των κεφαλαίων της επιχείρησης, τα οποία είτε έχουν δοθεί άμεσα στην επιχείρηση από τους μετόχους της είτε παρέμειναν στην επιχείρηση με τη μορφή αποθεματικών ή κερδών εις νέον. Εάν αυτός ο λόγος είναι υψηλός, αυτό αποτελεί ένδειξη εταιρικής ευημερίας που μπορεί να αποδοθεί είτε στην επιτυχή διαχείριση της Διοίκησης είτε στις οικονομικές συνθήκες. Αντίθετα, εάν αυτός ο λόγος είναι χαμηλός, αυτό σημαίνει ότι η επιχείρηση μπορεί να αντιμετωπίζει προβλήματα, όπως αναποτελεσματική διαχείριση, μειωμένες πωλήσεις, χαμηλή παραγωγικότητα, αυξημένες δαπάνες κ.λπ. Οι μέτοχοι θα πρέπει να αναμένουν ότι η αποδοτικότητα των ιδίων κεφαλαίων να είναι υψηλότερη από την απόδοση ενός περιουσιακού στοιχείου μηδενικού κινδύνου, όπως είναι για παράδειγμα το ομόλογο του Γερμανικού δημοσίου.

Ένας άλλος δείκτης αποδοτικότητας είναι ο αριθμοδείκτης **αποδοτικότητας επί των καθαρών λειτουργικών περιουσιακών στοιχείων (RNOA)**, ο οποίος υπολογίζεται από τον λόγο των λειτουργικών κερδών (ΟΙ, operating income) προς το ύψος των καθαρών λειτουργικών περιουσιακών στοιχείων (NOA), δηλαδή

$$RNOA = \frac{OI}{NOA} \quad 2.3$$

Ο δείκτης RNOA αναγνωρίζει ότι η κερδοφορία πρέπει να βασίζεται στο καθαρό ενεργητικό (NOA) που επενδύεται σε λειτουργικές δραστηριότητες. Έτσι, οι επιχειρήσεις μπορούν να αυξήσουν την λειτουργική τους κερδοφορία πείθοντας τους προμηθευτές της επιχείρησης να επεκτείνουν τους όρους πίστωσης, οπότε μειώνεται και η ανάγκη κεφαλαίων

που χρειάζεται να προέλθει από τους μετόχους. Θα πρέπει να σημειωθεί ότι ο δείκτης RNOA διαφέρει από τον δείκτη απόδοσης του ενεργητικού (ROA, return on assets), καθότι ο τελευταίος δεν κάνει διάκριση μεταξύ λειτουργικών και χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων της επιχείρησης

Κατόπιν θα πρέπει να επισημάνουμε, ότι η αποδοτικότητα των ιδίων κεφαλαίων σε μεγάλο βαθμό εξαρτάται από την κεφαλαιακή διάρθρωση της επιχείρησης. Πράγματι, η αποδοτικότητα ιδίων κεφαλαίων ROE σχετίζεται με την χρηματική μόχλευση και την αποτελεσματικότητα μέσω της ακόλουθης σχέσης:

$$\begin{aligned} \text{ROE} &= \frac{\text{Κερδη Μετα απο Φορους}}{\text{Πωλησεις}} \frac{\text{Πωλησεις}}{\text{M.O. Ενεργητικου}} \frac{\text{M.O. Ενεργητικου}}{\text{M.O. Ιδιων Κεφαλαιων}} = & 2.4 \\ &= \text{PM} \times \text{AU} \times \text{EM} \end{aligned}$$

Όπου

PM: Το καθαρό περιθώριο κέρδους (ένα μέτρο εταιρικής κερδοφορίας)

AU: Ο βαθμός χρησιμοποίησης του ενεργητικού

EM: Ο πολλαπλασιαστής ιδίων κεφαλαίων

Από την μια, ο **πολλαπλασιαστής ιδίων κεφαλαίων** μας δείχνει την σχέση ιδίων κεφαλαίων με το σύνολο του ενεργητικού. Υψηλές τιμές του πολλαπλασιαστή των ιδίων κεφαλαίων δείχνουν υψηλές υποχρεώσεις της εταιρείας σε σχέση με τα ίδια κεφάλαια, και ως εκ τούτου ο εν λόγω δείκτης μπορεί να χρησιμοποιηθεί και τόσο ως μέτρο χρηματοοικονομικής μόχλευσης, όσο και ως μέτρο κινδύνου. Από την άλλη, ο **βαθμός χρησιμοποίησης του ενεργητικού (AU)** αντικατοπτρίζει την δυνατότητα των στοιχείων ενεργητικού να δημιουργούν πωλήσεις, δηλαδή μας δείχνει την αποτελεσματικότητα της εταιρείας.

2.3 ΔΕΙΚΤΕΣ ΚΕΦΑΛΑΙΑΚΗΣ ΔΙΑΡΘΡΩΣΗΣ

Ο αριθμοδείκτης **συνολικών υποχρεώσεων προς ίδια κεφάλαια** (TLEV, total leverage) υποδηλώνει το σχετικό ποσοστό των υποχρεώσεων (χρηματοοικονομικών και λειτουργικών) και των ιδίων κεφαλαίων στην κεφαλαιακή διάρθρωση της επιχείρησης. Θεωρητικά, για ένα δεδομένο επίπεδο λειτουργικής κερδοφορίας, μια εταιρεία με υψηλότερο λόγο υποχρεώσεων προς ίδια κεφάλαια θα πρέπει να θεωρείται μια πιο επικίνδυνη επένδυση, ειδικά όταν τα επιτόκια αυξηθούν.

Ο εν λόγω αριθμοδείκτης ενδιαφέρει, κατά μείζονα λόγο, τους πιστωτές μιας εταιρίας, αφού μέσω αυτού διαπιστώνεται η ασφάλεια ή όχι η οποία παρέχεται στους δανειστές της επιχείρησης (Γεωργόπουλος, 2005:248). Συγκεκριμένα, όταν μία εταιρία δανείζεται αναλαμβάνει την υποχρέωση σημαντικής σταθερής εκροής μετρητών για κάποιο χρονικό διάστημα στο μέλλον., ενώ από την άλλη δεν είναι βέβαιη για τις εισροές που θα πραγματοποιήσει κατά το αντίστοιχο χρονικό διάστημα. Μια υψηλή τιμή του εν λόγω δείκτη, ήτοι *υψηλή αναλογία ξένων προς ίδια κεφάλαια* στη συνολική δομή των κεφαλαίων της επιχείρησης μπορεί να σημαίνει τα ακόλουθα πράγματα (Αθανασόπουλος *et al.*, 2007:147):

- χαμηλή έως ανύπαρκτη πιστοληπτική ή δανειοληπτική ικανότητα
- υψηλές σταθερές υποχρεώσεις από δόσεις και τόκους των δανείων της.
- περιορισμό, σε μεγάλο βαθμό, της βούλησης και της ανεξαρτησίας της διοίκησης στη λήψη αποφάσεων
- σοβαρό περιορισμό στη χρηματοοικονομική ευελιξία της επιχείρησης, δηλαδή της ικανότητάς της με κατάλληλες ενέργειες να αντιμετωπίζει και να προσαρμόζει τη μελλοντική ταμειακή ροή, ώστε να ανταποκρίνεται επιτυχώς σε περιπτώσεις απρόβλεπτων αναγκών και ευκαιριών..

Αυτό που ωστόσο θα εξετάσει η παρούσα εργασία είναι η επίδραση των δυο επί μέρους συνιστωσών της συνολικής μόχλευσης, δηλαδή του μέρους που συνιστά την χρηματοοικονομική μόχλευση και αυτού που συνιστά την λειτουργική μόχλευση.

Το ύψος της **χρηματοοικονομικής μόχλευσης** (FLEV, financial leverage) προσδιορίζεται από τον λόγο του καθαρού χρέους (NFD) προς το ύψος των ιδίων κεφαλαίων

$$\text{FLEV} = \frac{\text{NFD}}{\text{Ίδια Κεφάλαια}} \quad 2.5$$

Το **καθαρό χρέος** προκύπτει από την διαφορά ανάμεσα τις χρηματοοικονομικές υποχρεώσεις και τα χρηματοοικονομικά περιουσιακά

$$\text{NFD} = \text{FL} - \text{FA} \quad 2.6$$

Όπου FL και FA είναι τα οι χρηματοοικονομικές υποχρεώσεις και τα χρηματοοικονομικά περιουσιακά , αντίστοιχα. Οπότε εάν τα χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία είναι μεγαλύτερα από τις χρηματοοικονομικές υποχρεώσεις, τότε ο δείκτης FLEV θα πρέπει να είναι αρνητικός.

Η **λειτουργική μόχλευση** (OLEV, operating leverage) εκτιμάται από τον λόγο των *λειτουργικών υποχρεώσεων* προς το ύψος των *καθαρών λειτουργικών περιουσιακών στοιχείων* (NOA, net operating assets)

$$\text{OLLEV} = \frac{\text{OL}}{\text{NOA}} \quad 2.7$$

Όπου OL είναι τα λειτουργικά περιουσιακά στοιχεία και οι λειτουργικές υποχρεώσεις, αντίστοιχα.

Σε αυτό το σημείο θα πρέπει να επισημανθεί ότι η χρήση των λειτουργικών υποχρεώσεων (και κατ' επέκταση της λειτουργικής μόχλευσης) για να ενισχυθεί η αποδοτικότητα της επιχείρησης ενέχει κάποιο κόστος. Δηλαδή, μπορεί μεν οι προμηθευτές της επιχείρησης, όταν δεν εξοφλούνται άμεσα, ουσιαστικά παρέχουν στην επιχείρηση ένα φαινομενικά άτοκα δάνειο, αλλά πιθανώς να χρεώνουν για την παροχή της εν λόγω πίστωσης υψηλότερες τιμές για τα αγαθά και τις παρεχόμενες υπηρεσίες. Αυτός είναι ο κατ' εξοχήν λόγος για τον οποίο οι *λειτουργικές υποχρεώσεις* αποτελούν αναπόσπαστο μέρος των λειτουργικών δραστηριοτήτων και όχι των χρηματοδοτικών δραστηριοτήτων της επιχείρησης. Βεβαίως, το ποσό που πραγματικά χρεώνουν οι προμηθευτές για αυτή την πίστωση δεν είναι άμεσα παρατηρήσιμο, κάτι ωστόσο που δεν ισχύει με το επιτόκιο δανεισμού που αντιμετωπίζει η επιχείρηση στις αγορές.

Τέλος, η σχέση που συνδέει την χρηματοοικονομική μόχλευση με την εταιρική αποδοτικότητα είναι η ακόλουθη:

$$ROCE = RNOA + [FLEV(RNOA - NBR)] \quad 2.8$$

Από την παραπάνω σχέση παρατηρούμε ότι οι δύο συνιστώσες του αποτελέσματος της χρηματοοικονομικής μόχλευσης αποτυπώνονται στους δείκτες FLEV και FSPREAD, δηλαδή την διαφορά μεταξύ του RNOA και του NBR. Το καθαρό χρεωστικό επιτόκιο (NBR), εξαιρώντας τις μη-τοκοφόρες υποχρεώσεις από τον παρονομαστή, αποτελεί το κατάλληλο μέτρο για την μέτρηση του κόστους των χρηματοδοτικών δραστηριοτήτων.

3 ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΚΗ ΑΝΑΣΚΟΠΗΣΗ

Οι Modigliani και Miller (1958) υπήρξαν οι πρωτοπόροι στην θεωρητική εξέταση της επίδρασης που μπορεί να έχει η κεφαλαιακή διάρθρωση μιας επιχείρησης στην αξία της. Κάνοντας την υπόθεση για την ύπαρξη τέλειων κεφαλαιαγορών, οι εν λόγω ερευνητές κατέληξαν στην ευρέως γνωστή θεώρηση, ότι δηλαδή η κεφαλαιακή διάρθρωση που επιλέγει μια επιχείρηση δεν επηρεάζει την αξία της. Στη συνέχεια, πολλοί ερευνητές, συμπεριλαμβανομένων των Modigliani και Miller (1963), εξέτασαν τα αποτελέσματα λιγότερο περιοριστικών υποθέσεων στη σχέση μεταξύ κεφαλαιακής διάρθρωσης και αξίας της επιχείρησης. Για παράδειγμα, οι Modigliani και Miller (1963) υποθέτοντας την ύπαρξη εταιρικής φορολογίας κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι οι επιχειρήσεις θα πρέπει να χρησιμοποιούν όσο το δυνατόν περισσότερα ξένα κεφάλαια προκειμένου να επιτευχθεί η βέλτιστη κεφαλαιακή διάρθρωση.

Εκτός όμως από την επίδραση της εταιρικής φορολογίας, οι ερευνητές ενδιαφέρθηκαν επίσης να αναλύσουν την επίδραση της φορολογίας φυσικών προσώπων. Για παράδειγμα, ο Miller (1977) διέκρινε τρεις φορολογικούς συντελεστές στη φορολογική νομοθεσία των ΗΠΑ, οι οποίοι καθορίζουν τη συνολική αξία της επιχείρησης. Αυτοί είναι ο συντελεστής φορολογίας εταιρικών κερδών, ο φορολογικός συντελεστής που επιβάλλεται στα εισοδήματα προερχόμενα από μερίσματα, και ο φορολογικός συντελεστής που επιβάλλεται στο εισόδημα από τόκους. Σύμφωνα λοιπόν με τον Miller (1977), η αξία της επιχείρησης εξαρτάται από το σχετικό ύψους κάθε φορολογικού συντελεστή, σε σύγκριση με τα άλλα δύο.

Καθώς λοιπόν οι ερευνητές προχώρησαν σε μια βαθύτερη εξέταση της έννοιας της κεφαλαιακής διάρθρωσης, προέκυψαν αρκετές θεωρίες κεφαλαιακής διάρθρωσης, οι οποίες καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι υπάρχει ένα βέλτιστο επίπεδο κεφαλαιακής που βασίζεται στην εξισορρόπηση των οφελών και του κόστους της χρηματοδότησης με χρέος.

Σύμφωνα με τους Kester και Robbins (2011), οι σύγχρονες θεωρίες της κεφαλαιακής διάρθρωσης μπορούν να ταξινομηθούν σε τουλάχιστον δύο βασικές κατηγορίες. Η πρώτη (η παραδοσιακή προσέγγιση) περιλαμβάνει τις θεωρίες που προκρίνουν ένα είδος ανταλλακτικής

σχέσης (trade-off) για την ερμηνεία των επιλογών κεφαλαιακής διάρθρωσης και η δεύτερη κατηγορία τις θεωρίες που στηρίζονται στην ταξινόμηση των επιλογών

Σύμφωνα με την παραδοσιακή θεωρία κεφαλαιακής διάρθρωσης, υπάρχει κάποια συγκεκριμένη τιμή δανειακής επιβάρυνσης, για την οποία ελαχιστοποιείται το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου (r_{WACC}) της εταιρίας, δηλαδή μεγιστοποιείται η αξία της εταιρίας. Με άλλα λόγια, το κόστος χρηματοδότησης μίας επιχείρησης μειώνεται με τη χρήση δανειακών κεφαλαίων, αλλά στη συνέχεια η υπερβολική δανειοδότηση ανεβάζει το δυσανάλογο το κόστος κεφαλαίου καθώς επέρχεται συσσώρευση μεγάλων χρεών. Ο λόγος για αυτή την συμπεριφορά του κόστους δανεισμού της εταιρίας είναι ο εξής. Όταν η δανειακή εξάρτηση (**μόχλευση**) είναι χαμηλή, τότε η άντληση κεφαλαίων έχει χαμηλότερο κόστος γιατί ο *επιχειρηματικός κίνδυνος* είναι μικρός και η εταιρία πληρώνει λιγότερους φόρους. Έτσι το κόστος κεφαλαίου μειώνεται αφού η εξυπηρέτηση του χρέους είναι φθηνότερη για την εταιρία. Ωστόσο, με την αύξηση της μόχλευσης οι τόκοι αυξάνονται και «αξιώνουν» πλέον μεγαλύτερο κομμάτι των προσδοκώμενων κερδών της εταιρίας, με αποτέλεσμα ο *επενδυτικός κίνδυνος* αυξάνεται¹. Έτσι τόσο οι μέτοχοι όσο και οι ομολογιούχοι απαιτούν υψηλότερες αποδόσεις για τα κεφάλαια τους (ήτοι $r_s \uparrow$ και $r_b \uparrow$), ως αντιστάθμισμα του πρόσθετου κινδύνου που αναλαμβάνουν.

3.1 Η ΧΡΗΣΗ ΔΑΝΕΙΑΚΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΣΤΟ ΧΡΗΜΑΤΟΛΟΓΙΚΟ ΣΧΗΜΑ

3.1.1 Τα Πλεονεκτήματα του Χρέους

Σύμφωνα με τους Modigliani και Miller (1958), εν απουσία φορολόγησης των εταιρικών κερδών, η κεφαλαιακή διάρθρωση μιας επιχείρησης δεν δύναται να επηρεάσει την συνολική της αξία, καθώς ο παράγων που συμβάλει καθοριστικά στην διαμόρφωση της αξίας είναι η προσδοκώμενη κερδοφορία της από τα επενδυτικά έργα που έχει αναλάβει. Το παραπάνω

¹ Αφού οι τόκοι τώρα καταλαμβάνουν μεγάλο μέρος των προσδοκώμενων εσόδων, υπάρχει μεγαλύτερη πιθανότητα μη εξυπηρέτησης των μετόχων και των ομολογιούχων σε περίπτωση που κάτι πάει στραβά με την επένδυση. Άρα η πιθανότητα οι μέτοχοι να μη λάβουν μερίσματα και οι ομολογιούχοι να πληρωθούν τους τόκους και το κεφάλαιο των αυξάνεται, συνεπώς μεγαλώνει και ο *επενδυτικός κίνδυνος* που ανέλαβαν τοποθετώντας τα ρευστά διαθέσιμα τους στην εν λόγω εταιρία

συμπέρασμα ισχύει στην περίπτωση κατά την οποία (α) οι εταιρίες και οι επενδυτές δύνανται να δανείζονται και να δανείζουν με το ίδιο κόστος, (β) υπάρχουν ομογενείς προσδοκίες στο επενδυτικό κοινό, και (γ) οι εταιρίες έχουν παρόμοιο βαθμό επιχειρηματικού κινδύνου.

Ωστόσο, η εισαγωγή ενός φόρου επιχείρησης είναι ευνοϊκή για την επιχείρηση που χρηματοδοτείται με δανεισμό σε σχέση με μια επιχείρηση που χρηματοδοτείται εξ' ολοκλήρου από ίδια κεφάλαια, διότι οι συνολικές ταμειακές ροές προς μετόχους και πιστωτές της μοχλευμένης εταιρίας είναι μεγαλύτερες από τις αντίστοιχες ροές προς τους μετόχους και πιστωτές της μη-μοχλευμένης εταιρίας.

Γενικότερα, η χρήση των δανειακών κεφαλαίων στο χρηματοδοτικό σχήμα μιας εταιρίας ενέχει πλεονεκτήματα για τους ιδιοκτήτες της εταιρίας σε τρεις τουλάχιστον περιπτώσεις (Αθανασόπουλος *et al.*, 2007:148-149).

Πρώτον, τα ξένα κεφάλαια οδηγούν σε *αύξηση της αποδοτικότητας των ιδίων κεφαλαίων*, καθώς ότι από τα επενδύσιμα ξένα κεφάλαια επιτυγχάνουν απόδοση μεγαλύτερη από το κόστος (επιτόκιο) δανεισμού, τότε τα καθαρά κέρδη που αναλογούν στους μετόχους και γενικότερα, στους ιδιοκτήτες της επιχείρησης, και συνακόλουθα η αποδοτικότητα των ιδίων κεφαλαίων, θα αυξηθούν. Δεύτερον, η χρησιμοποίηση ξένων κεφαλαίων επιτρέπει στους ιδιοκτήτες-μετόχους της εταιρίας να διατηρούν τον έλεγχο της, αφού δεν μεταβάλλεται η αναλογία των μετοχών που κατέχουν στον συνολικό αριθμό των μετοχών της εταιρείας. Τρίτον, μια εταιρία προκειμένου να εξασφαλιστεί έναντι του πληθωρισμού έχει την δυνατότητα να χρησιμοποιήσει δανειακά κεφάλαια στο χρηματοδοτικό της σχήμα, επειδή, αφ' ενός μεν, η αγοραστική δύναμη του Ευρώ, σε ένα πληθωριστικό περιβάλλον, συνεχώς μειώνεται και τα λογιστικά κέρδη των επιχειρήσεων εμφανίζονται συνήθως διογκωμένα, αφ' ετέρου δε οι υποχρεώσεις για την εξυπηρέτηση των δανείων παραμένουν σταθερές

3.1.2 Τα Μειονεκτήματα της Χρήσης Χρέους

Το προηγούμενο πόρισμα αναφορικά με την άριστη κεφαλαιακή διάρθρωση είναι αντίθετο προς τη πραγματικότητα, όπου οι εταιρίες παρουσιάζονται ποιο φειδωλές με την χρήση του χρέους στην κεφαλαιακή τους δομή, λόγω του ότι τα αυξημένα επίπεδα χρηματοοικονομικής μόχλευσης είναι δυνατόν να οδηγήσουν την εταιρία κατάσταση **οικονομικής δυσχέρειας**

(financial distress) (Ross *et al*: 396-402), δηλαδή σε μία κατάσταση κατά την οποία η επιχείρηση δεν μπορεί να αντεπεξέλθει στις υποχρεώσεις προς τρίτους. Η οικονομική δυσχέρεια είναι δυνατόν να απομειώσει τη αξία της εταιρίας διότι αυξάνεται το κόστος χρηματοδότησης της.

Το κόστος που επιφέρει η οικονομική δυσχέρεια για την λειτουργία της επιχείρησης συνίσταται σε τρία επι μέρους κόστη: (1) το άμεσο κόστος της οικονομικής δυσχέρειας, ήτοι χρήματα που πρέπει να καταβάλλει η εταιρία στους δικηγόρους καθ' όλη τη διάρκεια της πτωχευτικής διαδικασίας, (2) το έμμεσο κόστος της οικονομικής δυσχέρειας που αφορά στη επίδραση που ενδεχομένως η τελευταία να έχει στις πωλήσεις της εταιρίας και στις σχέσεις τις με τους προμηθευτές της, και (3) στο **κόστος αντιπροσώπησης** (agency cost), δηλαδή τη σύγκρουση συμφερόντων μεταξύ μετόχων και ομολογιούχων.

Τα κόστη που δημιουργεί η οικονομική δυσχέρεια είναι γνωστά και ως **κόστη πτώχευσης** (bankruptcy costs, BC). Χρησιμοποιώντας μαθηματικούς συμβολισμούς μπορούμε να γράψουμε ότι η αξία μιας μοχλευμένης εταιρίας, V_L , προκύπτει από την ακόλουθη σχέση:

$$V_L = V_U + D \times t_c - E[PV(BC \times p)] \quad 1.$$

Όπου

V_U : η αξία μιας μη-μοχλευμένης εταιρίας

t_c : ο φορολογικός συντελεστής για τα εταιρικά κέρδη

D : το ύψος του χρέους

BC : το κόστος πτώχευσης

p : η πιθανότητα εμφάνισης πτώχευσης

PV : ο συντελεστής παρούσας αξίας

Από την παραπάνω σχέση βλέπουμε ότι τα κόστη πτώχευσης (BC) μπορούν να εξηγήσουν τις διαφορές στην κεφαλαιακή δομή, οι οποίες απαντούν από κλάδο σε κλάδο. Επίσης, η πτώχευση είναι πιθανότερο να εμφανιστεί (δηλαδή υψηλό p) σε κλάδους όπου οι αξίες των εταιριών είναι ευμετάβλητες.

3.2 ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ ΠΟΥ ΕΠΗΡΕΑΖΟΥΝ ΤΙΣ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΙΚΕΣ ΕΠΙΛΟΓΕΣ ΤΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ (ΘΕΩΡΙΕΣ ΚΕΦΑΛΑΙΑΚΗΣ ΔΙΑΡΘΡΩΣΗΣ)

Υπάρχουν αρκετές θεωρίες για τους προσδιοριστικούς παράγοντες της κεφαλαιακής διάρθρωσης, ωστόσο παρά τις δεκαετίες εντατικής έρευνας, δεν υπάρχει κάποια συναίνεση αναφορικά με τους προσδιοριστικούς παράγοντες της κεφαλαιακής διάρθρωσης. Οι κλασικές έρευνες των Harris και Raviv (1991) και των Titman και Wessels (1988) αποτυπώνουν ενεργώς το πρόβλημα των διαφωνιών πάνω σε βασικά θέματα της κεφαλαιακής διάρθρωσης.

Συγκεκριμένα, κατά τους, Harris and Raviv (1991: 334), οι διαθέσιμες μελέτες συμφωνούν ότι η χρηματοοικονομική μόχλευση παρουσιάζει μια θετική σχέση με το ύψος των παγίων περιουσιακών στοιχείων, με τις μη-φορολογικές «ασπίδες», και τις ευκαιρίες ανάπτυξης, ενώ συσχετίζεται αρνητικά με την μεταβλητότητα, τις δαπάνες διαφήμισης, τις δαπάνες έρευνας και ανάπτυξης, την πιθανότητα πτώχευσης, την αποδοτικότητα και τη μοναδικότητα του προϊόντος. Ωστόσο, οι Titman και ο Wessels (1988: 17) διαπίστωσαν ότι τα αποτελέσματά τους δεν συμφωνούν με μια θετική σχέση μεταξύ του ύψους τους χρέους, των μη-φορολογικών ασπίδων, της αξίας των παγίων και των ευκαιριών για μελλοντική ανάπτυξη.

3.2.1 Η Θεωρία της Ταξινόμησης (Pecking Order)

Σύμφωνα με την **θεωρία της ταξινόμησης**, λόγω της ύπαρξης του προβλήματος της **δυσμενούς επιλογής**, οι επιχειρήσεις προτιμούν να χρηματοδοτούν τις δραστηριότητές τους χρησιμοποιώντας όσο είναι δυνατόν τα κέρδη εις νέον, και εάν τα κέρδη εις νέον είναι ανεπαρκή, τότε στρέφονται προς τη χρήση του χρέους. Με άλλα λόγια η χρηματοδότηση με ίδια κεφάλαια χρησιμοποιείται μόνο ως έσχατη λύση.

Η θεωρία της ταξινόμησης προβλέπει ότι οι πιο κερδοφόρες επιχειρήσεις θα έχουν λιγότερο επίπεδο μόχλευσης (Frank και Goyal, 2003). Ωστόσο, η επίδραση του μεγέθους επιχείρησης, σύμφωνα με την εν λόγω θεωρία, είναι διφορούμενες. Από την μια, οι μεγαλύτερες επιχειρήσεις να διαθέτουν περισσότερα περιουσιακά στοιχεία και έτσι είναι μεγαλύτερη η προκαλούμενη ζημιά από το πρόβλημα της δυσμενούς επιλογής (Myers and Majluf, 1984). Από την άλλη όμως, οι μεγαλύτερες επιχειρήσεις ενδέχεται να έχουν λιγότερη ασύμμετρη πληροφόρησης και

έτσι θα υποστούν λιγότερες ζημιές από το πρόβλημα της δυσμενούς επιλογής (Fama και French, 2002).

Οι Kester και Robbins (2011) στην έρευνά τους, στην οποία συμμετείχαν Ιρλανδοί Οικονομικοί Διευθυντές, διαπίστωσαν ότι, αφ' ενός μεν, η συντριπτική πλειονότητα τους προτίμησε τη μακροπρόθεσμη χρηματοδότηση, αφ' ετέρου δε, εκ των ερωτηθέντων που εξέφρασαν την προτίμησή τους να ακολουθήσουν μια χρηματοοικονομική ιεραρχία, το 66,7% φανέρωσε την προτίμηση του προς τα εσωτερικά κεφάλαια (αδιανέμητα κέρδη).

Τα εμπειρικά ευρήματα της έρευνας Kester και Robbins (2011) καταδεικνύουν την σαφή προτίμηση των Οικονομικών Διευθυντών όταν πρόκειται για μια συγκεκριμένη πολιτική για την κεφαλαιακή διάρθρωση. Συγκεκριμένα, το 77,8% εξέφρασε την προτίμησή του για την ιεραρχία της χρηματοδότησης, σε σύγκριση με το 22,2%, το οποίο εξέφρασε την προτίμησή του για την διατήρηση ενός στόχου αναφορικά με την κεφαλαιακή διάρθρωση της επιχείρησης. Αυτό δείχνει ότι οι οικονομικοί διευθυντές έχουν μια γενική ιδέα για το είδος της χρηματοδότησης που θεωρούν ότι είναι επωφελής για την επιχείρησή τους. Ωστόσο, το όφελος που προσφέρει αυτή η συγκεκριμένη κεφαλαιακή διάρθρωση στην επιχείρηση δεν έχει καμία σχέση με το στόχο της μεγιστοποίησης της αξίας, παρά με την επίτευξη άλλων στόχων, όπως είναι η μακροπρόθεσμη επιβίωση.

Θα πρέπει να τονίσουμε ότι τα στοιχεία της μελέτης δεν έρχονται σε αντίθεση με την θεωρία των Modigliani και του Miller, ότι δηλαδή οι αποφάσεις για την κεφαλαιακή διάρθρωση της επιχείρησης δεν επηρεάζουν την δημιουργία αξίας, αλλά, βάσει των εμπειρικών στοιχείων από την ιρλανδική χρηματιστηριακή αγορά, φαίνεται ότι έχουν σημασία για την επίτευξη άλλων στόχων, εκτός του στόχους της μεγιστοποίησης του πλούτου των μετόχων. Μπορούμε να πούμε ότι η επιλογή μιας συγκεκριμένης κεφαλαιακής διάρθρωσης είναι περισσότερο ένα πρόβλημα μάρκετινγκ παρά ένα πρόβλημα που σχετίζεται με τη δημιουργία εταιρικής αξίας

3.2.2 Η Θεωρία του Χρονισμού της Αγοράς

Η Θεωρία του Χρονισμού της αγοράς, όπως και οι επόμενες, ανήκουν σε μια κατηγορία προσέγγισης του θέματος της κεφαλαιακής διάρθρωσης, Σύμφωνα με την εν λόγω προσέγγιση, οι επιχειρήσεις αντιμετωπίζουν μια ανταλλακτική σχέση μεταξύ των οφελών της φορολογικής αποταμίευσης του χρέους και του αναμενόμενου κόστους του πτώχευσης. Αυτή η ιδέα έχει

παρουσιαστεί σε πολλές μελέτες, μεταξύ των οποίων αυτών DeAngelo και Masulis (1980), Bradley *et al.* (1984), Barclay and Smith (1999) και Myers (2002). Ωστόσο, έχει αμφισβητηθεί σε εμπειρικό πλαίσιο

Οι επιχειρήσεις προσπαθούν να συγχρονιστούν με τις επικρατούσες συνθήκες στην αγορά χρησιμοποιώντας χρέος όταν είναι φθηνό και ίδια κεφάλαια όταν αυτά είναι φθηνά (Hovakimian, *et al.* 2001). Κατά του συγκεκριμένου συγγραφέως, εφ' όσον οι επιχειρήσεις αλλάζουν με την πάροδο του χρόνου, είναι λογικό και οι 'στόχοι' αναφορικά με την κεφαλαιακή τους διάρθρωση να μεταβάλλονται και να προσαρμόζονται στις εκάστοτε επικρατούσες συνθήκες της αγοράς. Για παράδειγμα, τιμές των μετοχών παίζουν σημαντικό ρόλο ιδιαίτερα στην έκδοση νέων μετοχών, λόγω της σημασίας που δίδεται σε λογιστικά μεγέθη π.χ. κέρδη/μετοχή (EPS). Τέλος συμπεραίνουν ότι η τάση των επιχειρήσεων να λαμβάνουν χρηματοοικονομικές αποφάσεις που τις οδηγούν στο επίπεδο δανεισμού 'στόχο', έχει μεγαλύτερη σημασία στην επαναγορά μετοχών και αποπληρωμή χρέους, παρά στην έκδοση νέου χρέους ή νέων μετοχών.

3.2.3 Η Θεωρία του Κόστους Αντιπροσώπευσης

Τα διευθυντικά στελέχη επιχειρήσεων ενδέχεται να μπουν στον πειρασμό να σπαταλούν τις ελεύθερες ταμειακές ροές της επιχείρησης, και ως εκ τούτου ένα υψηλό ποσοστό χρέος στην κεφαλαιακή διάρθρωση της επιχείρησης θα είναι χρήσιμο για τον έλεγχο αυτής της υπερβολικής συμπεριφοράς. Βέβαια, αυτή η αύξηση της μόχλευσης αυξάνει και την πιθανότητα της επέλευσης της πτώχευσης. Επίσης ενδεχομένως να υπάρχουν συγκρούσεις συμφερόντων μεταξύ ομολογιούχων και μετόχων.

Η ιδέα ότι η χρήση του χρέους μετριάζει τις συγκρούσεις συμφερόντων μεταξύ των μετόχων και των εκτελεστικών στελεχών της επιχείρησης παρουσιάστηκε σε κάποιες αρκετά σημαντικές μελέτες όπως αυτές των Jensen και Meckling (1976), Jensen (1986) και Hart and Moore (1994). Επίσης, η ιδέα για την ύπαρξη συγκρούσεων συμφερόντων μεταξύ των μετόχων και ομολογιούχων παρουσιάστηκε στην μελέτη του Myers (1977)

3.2.4 Η Θεωρία των Ενδιαφερομένων Μερών

Προκειμένου να διασφαλιστεί η προθυμία των **ενδιαφερομένων μερών (stakeholders)** της επιχείρησης, όπως είναι οι εργαζόμενοι και οι επιχειρηματικοί εταίροι της επιχείρησης, για την ανάληψη των επενδυτικών προγραμμάτων της, ορισμένες επιχειρήσεις προτιμούν να χρησιμοποιούν μικρό χρέος σε σύγκριση με άλλες επιχειρήσεις

4 ΜΕΘΟΛΟΓΙΑ

4.1 ΜΕΘΟΔΟΙ ΑΝΑΛΥΣΗΣ

4.1.1 Μόχλευση και Εταιρική Κερδοφορία

Με βάση την μελέτη των Nissim, and Penman (2003), εξετάζουμε την επίδραση της μόχλευσης επί της εταιρικής αποδοτικότητα (δηλαδή των αποδοτικότητα των ιδίων κεφαλαίων της επιχείρησης). Σε αυτό το πλαίσιο γίνεται διάκριση μεταξύ της χρηματοοικονομικής μόχλευσης, δηλαδή της μόχλευσης που προκύπτει από τις χρηματοπιστωτικές δραστηριότητες της επιχείρησης, και της λειτουργικής μόχλευσης, δηλαδή αυτής που προκύπτει από τις λειτουργικές της δραστηριότητες της επιχείρησης.

Συγκεκριμένα, διερευνάμε κατά πόσον το μέγεθος της λειτουργικής και τη χρηματοδοτικής μόχλευσης είναι σημαντική στην ερμηνεία της μελλοντικής κερδοφορίας (FROCE). Το πρώτο υπόδειγμα που εκτιμάται είναι, είναι το βασικό υπόδειγμα, και έχει ως εξής

$$FROCE_i = \beta_0 + \beta_1 ROCE_i + \varepsilon_i \quad 4.1$$

Όπου

$ROCE_i$: Το τρέχον επίπεδο της της αποδοτικότητας των ιδίων κεφαλαίων της επιχείρησης i

$FROCE_i$: Το μελλοντικό επίπεδο της αποδοτικότητας των ιδίων κεφαλαίων επιχείρησης i

ε_i : Ο διαταρακτικός όρος του οικονομετρικού υποδείγματος για την επιχείρηση i

Η εκτίμηση του παραπάνω υποδείγματος, η οποία γίνεται σε διαστρωματικό επίπεδο, προεκτείνεται διαχρονικά, δηλαδή κατά την περίοδο 2005-2004. Κατόπιν, ελέγχοντας για την επίδραση της τρέχουσας κερδοφορίας (ROCE), εκτιμούμε διαστρωματικές παλινδρομήσεις με ενδογενή μεταβλητή την FROCE και ερμηνευτικές μεταβλητές τις ROCE, FLEV και OLEV.

$$FROCE_i = \beta_0 + \beta_1 ROCE_i + \beta_2 FLEV_i + \varepsilon_i \quad 4.2$$

$$FROCE_i = \beta_0 + \beta_1 ROCE_i + \beta_2 OLEV_i + \varepsilon_i \quad 4.3$$

Όπου

FLEV_{*i*}: Το τρέχον επίπεδο της χρηματοοικονομικής μόχλευσης της επιχείρησης *i*

OLEV_{*i*}: Το τρέχον επίπεδο της λειτουργικής μόχλευσης της επιχείρησης *i*

Και η εκτίμηση του παραπάνω υποδείγματος, η οποία γίνεται σε διαστρωματικό επίπεδο, προεκτείνεται διαχρονικά, δηλαδή κατά την περίοδο 2005-2004.

4.2 ΔΕΔΟΜΕΝΑ

Τα δεδομένα της εργασίας αφορά σε 276 επιχειρήσεις, για τις οποίες υπήρχαν διαθέσιμες πληροφορίες κατά την περίοδο 2005-2015.

5 ΕΜΠΕΙΡΙΚΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ

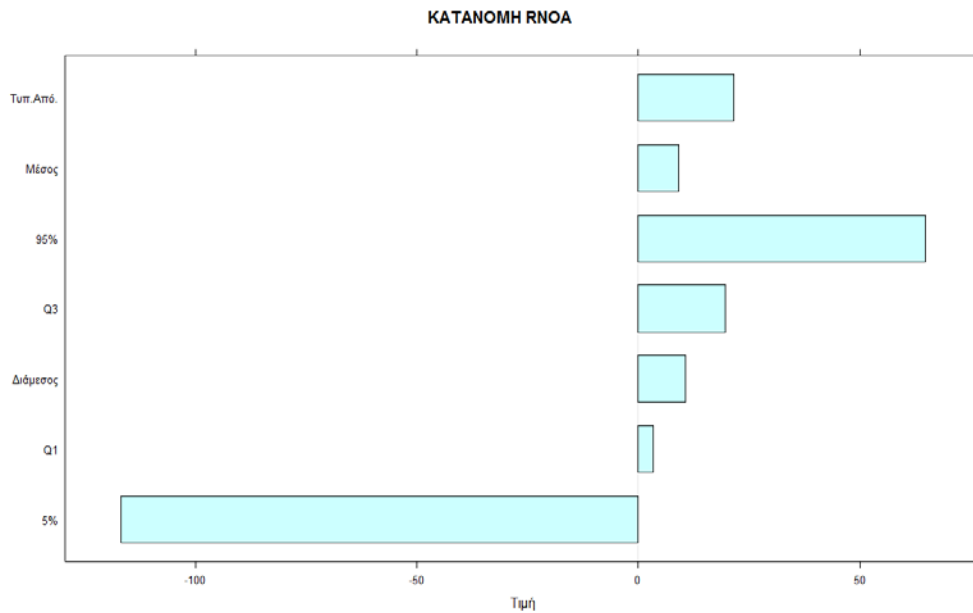
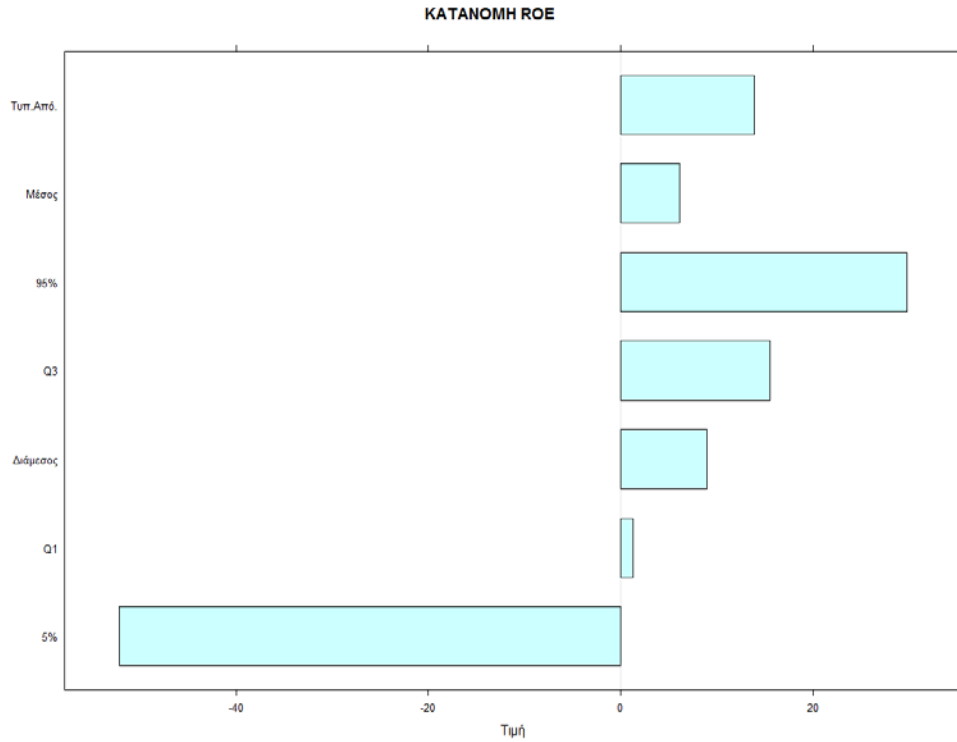
5.1 ΕΚΤΙΜΗΣΗ ΟΙΚΟΝΟΜΕΤΡΙΚΩΝ ΥΠΟΔΕΙΓΜΑΤΩΝ

5.1.1 Η Επίδραση της Τρέχουσας Κερδοφορίας

Σε αυτή την ενότητα, εξετάζουμε τον τρόπο με τον οποίο η χρηματοοικονομική και η λειτουργική μόχλευση σχετίζονται με την εταιρική αποδοτικότητα σε διαστρωματικό επίπεδο.

Το αποτέλεσμα της χρηματοοικονομικής μόχλευσης αποτυπώνεται από το γινόμενο του ύψους της χρηματοοικονομικής μόχλευσης (FLEV) και της διαφοράς μεταξύ της αποδοτικότητας στα καθαρά λειτουργικά περιουσιακά στοιχεία (RNOA) και του καθαρού κόστους δανεισμού (NBR), όπως φαίνεται από την εξίσωση (3)

Σχήμα 5-1: Περιγραφικά Στοιχεία Αναφορικά με το ROE και RNOA



Σημείωση: Οι υπολογισμοί αφορούν σε συγκεντρωτικά στοιχεία για όλες τις επιχειρήσεις και τα έτη 2005-2015. Ο αριθμός των παρατηρήσεων από αυτό τον συνδυασμό διαστρωματικών και διαχρονικών στοιχείων είναι 2.369. Το ROCE αφορά στην αποδοτικότητα των ιδίων κεφαλαίων και ορίζεται βάσει της εξίσωσης (1). Το RNOA είναι η αποδοτικότητα στα καθαρά λειτουργικά περιουσιακά,

Στο **Σχήμα 5-1** (Τμήμα Α) βλέπουμε ότι το μέσο ύψος της μοχλευμένης αποδοτικότητας, δηλαδή της αποδοτικότητας των ιδίων κεφαλαίων (ROCE) **6,13%** και διάμεση τιμή 8,99%. Σε αυτό το σημείο θα πρέπει να επισημάνουμε ότι προκειμένου να αφαιρέσουμε την επίδραση των ακραίων τιμών στην εκτίμηση των μέσων όρων βασιζόμαστε σε τιμές μεταξύ του χαμηλότερου και υψηλότερου 5% της κατανομής των τιμών. Για παράδειγμα, στην περίπτωση της αποδοτικότητας των ιδίων κεφαλαίων (ROCE) το χαμηλότερο 5% της κατανομής είναι -52% και το υψηλότερο 29%. Λαμβάνοντας λοιπόν υπ' όψιν τιμές του ROCE μεταξύ των δυο προαναφερθέντων τιμών βρίσκουμε προκύπτει ότι η μέση τιμή του ROCE είναι 6,13%.

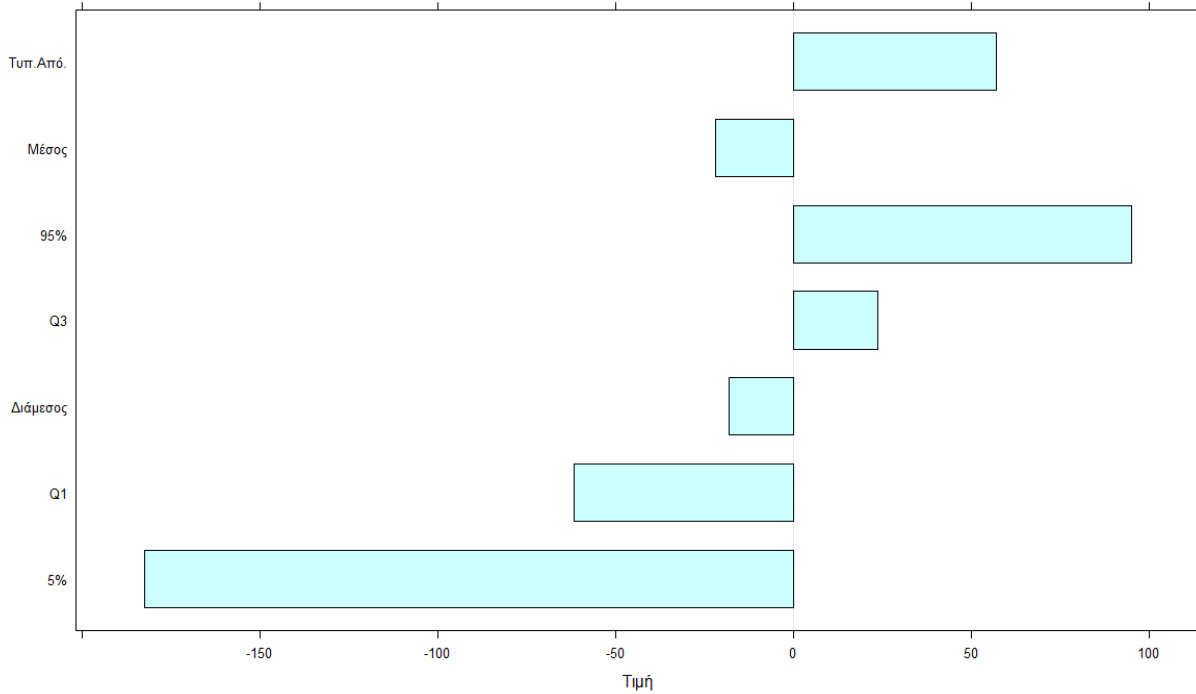
Κατόπιν στο Τμήμα Β του Σχήματος 5-1 βλέπουμε ότι το μέσο ύψος της μη-μοχλευμένης αποδοτικότητας, δηλαδή της αποδοτικότητας επί των καθαρών λειτουργικών περιουσιακών στοιχείων (RNOA) είναι **9,11%** με διάμεση τιμή **10,66%**. Και πάλι θα πρέπει να τονίσουμε ότι προκειμένου να αφαιρέσουμε την επίδραση των ακραίων τιμών έχουμε υπολογίσει την μέση τιμή (και την τυπική απόκλιση) του δείκτη RNOA για τιμές του μεταξύ του χαμηλότερου 5% της κατανομής (-116%) και του υψηλότερου 5% (65%).

Εφ' όσον λοιπόν, κατά μέσο όρο, το ROCE βρέθηκε να είναι μικρότερο του RNOA, τότε βάσει της εξίσωσης (3), η μέση χρηματοοικονομική μόχλευση, όπως αυτή αποτυπώνεται από την μεταβλητή ROCE-RNOA, θα πρέπει να είναι αρνητική.

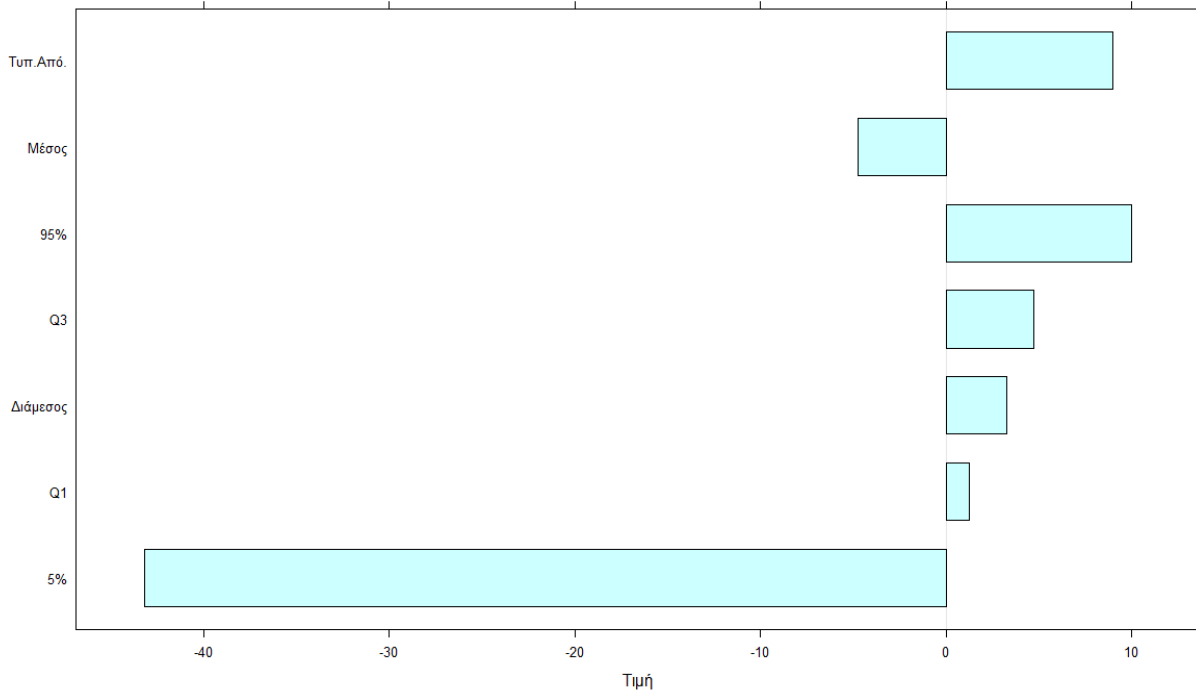
Όπως έχουμε τονίσει οι δύο συνιστώσες του αποτελέσματος της χρηματοοικονομικής μόχλευσης χρηματοδότησης αποτυπώνονται στους δείκτες FLEV και FSPREAD, οπότε προκειμένου το αποτέλεσμα της χρηματοοικονομικής μόχλευσης να είναι αρνητικό θα πρέπει είτε ο δείκτης FLEV να είναι αρνητικός και ο δείκτης FSPREAD=RNOA-NBR θετικός είτε το αντίστροφο.

Σχήμα 5-2: Περιγραφικά Στοιχεία Αναφορικά με το FLEV και NBR

ΚΑΤΑΝΟΜΗ FLEV



ΚΑΤΑΝΟΜΗ NBR



Σημείωση: Οι υπολογισμοί αφορούν σε συγκεντρωτικά στοιχεία για όλες τις επιχειρήσεις και τα έτη 2005-2015. Ο αριθμός των παρατηρήσεων από αυτό τον συνδυασμό διαστρωματικών και διαχρονικών στοιχείων είναι 2.369. Το FLEV είναι το μέτρο της χρηματοοικονομικής μόχλευσης, όπως ορίζεται από την σχέση (2). FSPREAD είναι διαφορά μεταξύ του RNOA στο καθαρό

επιτόκιο δανεισμού (NBR). NBR είναι το καθαρό επιτόκιο δανεισμού όπως ορίζεται στην εξίσωση (6).

Στο Σχήμα 5-2 (Τμήμα Α) βλέπουμε ότι το μέσο ύψος της χρηματοοικονομικής μόχλευσης ήταν (FLEV) **-21 %** και διάμεση τιμή **-18,32%**. Όπως έχουμε τονίσει ο δείκτης FLEV είναι αρνητικός όταν τα χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία ξεπερνούν τις χρηματοοικονομικές υποχρεώσεις.

Προκειμένου λοιπόν αποτέλεσμα της χρηματοοικονομικής μόχλευσης να είναι αρνητικό, και δοθέντος ότι ο δείκτης FLEV βρέθηκε να είναι αρνητικός, θα πρέπει ο δείκτης $FSPREAD = RNOA - NBR$ να είναι θετικός. Επειδή όμως όπως είδαμε στο σχήμα 5-1, ο δείκτης RNOA είναι θετικός (9,11%), θα πρέπει ο δείκτης $FSPREAD = RNOA - NBR$ να είναι θετικός, οπότε ο δείκτης NBR θα πρέπει να είναι αρνητικός. Πράγματι, στο **Σχήμα 5-2** (Τμήμα Β) βλέπουμε ότι το μέσο ύψος του κόστους χρηματοδότησης (NBR) ήταν **-4,76%** με διάμεση τιμή **3,25%**. Όπως έχουμε τονίσει ο δείκτης NBR είναι αρνητικός όταν τα χρηματοοικονομικά έσοδα ξεπερνούν τα χρηματοοικονομικά έξοδα.

Κατόπιν, στον **Πίνακα 5-1** παρουσιάζουμε τα αποτελέσματα της ανάλυσης συσχέτισης μεταξύ των μεταβλητών FLEV, OLEV, ROE, και RNOA. Η συσχέτιση μεταξύ του FLEV και της λειτουργικής κερδοφορίας (RNOA) ήταν σχεδόν μηδενική (0,005), ενώ η συσχέτιση του FLEV και της μοχλευμένης κερδοφορίας (ROE) ήταν αρνητική (-0,6787), δηλαδή οι κερδοφόρες επιχειρήσεις τείνουν να έχουν χαμηλό επίπεδο χρηματοοικονομικής μόχλευσης.

Πίνακας 5-1: Αποτελέσματα Ανάλυσης Συσχέτισης για τις Μεταβλητές FLEV, OLEV, ROE, και RNOA

ΜΕΤΑΒΛΗΤΗ	FLEV	OLEV	ROE	RNOA
FLEV	1,0000	-0,0059	-0,6787	0,0056
OLEV	-0,0059	1,0000	-0,0051	-0,3036
ROE	-0,6787	-0,0051	1,0000	0,0225
RNOA	0,0056	-0,3036	0,0225	1,0000

Σημείωση: Οι υπολογισμοί αφορούν σε συγκεντρωτικά στοιχεία για όλες τις επιχειρήσεις και τα έτη 2005-2015. Ο αριθμός των παρατηρήσεων από αυτό τον συνδυασμό διαστρωματικών και διαχρονικών στοιχείων είναι 2.326.

5.1.2 Η Μελλοντική Κερδοφορία

Σε αυτή την ενότητα θα εξετάζουμε τις επιδράσεις της χρηματοδοτικής και λειτουργικής μόχλευσης επί της μελλοντικής κερδοφορίας. Συγκεκριμένα, διερευνάμε κατά πόσον η διάκριση μεταξύ της λειτουργικής και χρηματοδοτική μόχλευσης είναι σημαντική στην ερμηνεία της μελλοντικής κερδοφορίας (FROCE), ελέγχοντας για την επίδραση της τρέχουσας κερδοφορίας (ROCE). Για το σκοπό αυτό, εκτιμούμε διαστρωματικές παλινδρομήσεις με ενδογενή μεταβλητή την FROCE και ερμηνευτικές μεταβλητές τις ROCE, TLEV και OLLEV. Καθώς η TLEV καθορίζεται από τις FLEV και OLLEV, ο συντελεστής της μεταβλητής OLLEV αντικατοπτρίζει τις διαφορικές επιπτώσεις των λειτουργικών υποχρεώσεων έναντι των υποχρεώσεων από τις χρηματοδοτικές δραστηριότητες.

Ο Πίνακας 5-2 παρουσιάζει συνοπτικά στατιστικά στοιχεία από 10 διαστρωματικές παλινδρομήσεις από το 2005 έως το 2014, αναφορικά με την εκτίμηση του οικονομετρικού υποδείγματος (3.1), δηλαδή αποτελεί το βασικό υπόδειγμα, στο οποίο υποθέτουμε ότι η ενδογενής μεταβλητή FROCE ερμηνεύεται από την εξωγενή μεταβλητή ROCE.

Στον εν λόγω πίνακα βλέπουμε για παράδειγμα ότι η εκτίμηση για τον συντελεστή της μεταβλητής ROCE ήταν 0,4492 το 2005 και 1,36 το 2015, με μέση τιμή της τάξεως του 1,41. Ωστόσο προκειμένου να αφαιρέσουμε την επίδραση των ακραίων τιμών υπολογίζουμε το χαμηλότερο και το υψηλότερο 5% της κατανομής των εκτιμημένων συντελεστών, το οποίο είναι 0,0498 και 4,09 αντίστοιχα. Λαμβάνοντας λοιπόν υπ' όψιν τιμές του συντελεστή ROCE μεταξύ των δυο προαναφερθέντων τιμών βρίσκουμε ότι η μέση τιμή της εκτίμησης για τον συντελεστή παλινδρόμησης της μεταβλητής ROCE είναι **1,017**.

Όπως αναμενόταν, λοιπόν ο μέσος συντελεστής της μεταβλητής ROCE είναι θετικός, και περίπου ίσος με από την μονάδα, και βεβαίως στα όλα τα έτη (εξαιρουμένου του 2008) στατιστικά σημαντικός.

Πίνακας 5-2: Αποτελέσματα

Έτος	Σταθερός Όρος	ROE
2005	7,86*	0,4492*
2006	-1,11	0,8370*
2007	-98,72*	6,2301*
2008	8,52	-0,2769
2009	1,72	0,9531*
2010	-6,43*	1,4773*
2011	-1,03	0,7326*
2012	-5,44*	1,3537*
2013	-5,14	0,9788*
2014	-5,97*	1,3603*
	-10,57	1,4095

Σημείωση: στατιστικά σημαντική εκτίμηση σε επίπεδο σημαντικότητας 5%

Στο δεύτερο υπόδειγμα συμπεριλαμβάνεται το μέτρο της χρηματοοικονομικής μόχλευσης FLEV, το οποίο σχετίζεται αρνητικά με την μελλοντική αποδοτικότητα (FROCE) μετά από έλεγχο για την επίδραση της τρέχουσας αποδοτικότητας ROCE, αλλά ωστόσο δεν είναι στατιστικά σημαντικό.

Πίνακας 5-3: Αποτελέσματα

Έτος	Σταθερός Όρος	ROE	FLEV
2005	3,31	1,0769*	-0,0643
2006	6,64	0,1203*	-0,0225
2007	-31,37	0,0594	0,1453
2008	2,23	-0,0012	-0,0016
2009	-3,56	-0,4907*	-0,0861*
2010	-1,97	-0,0474	-0,1550*
2011	-7,42	0,0144	-0,0465
2012	-21,84	0,0525	-0,2673
2013	-6,23	-0,0060	0,0114
2014	-4,10	0,0160	0,0054

Σημείωση: στατιστικά σημαντική εκτίμηση σε επίπεδο σημαντικότητας 5%

Στο τρίτο υπόδειγμα συμπεριλαμβάνεται το μέτρο της λειτουργικής μόχλευσης OLLEV, το οποίο σχετίζεται θετικά με την μελλοντική αποδοτικότητα (FROCE) μετά από έλεγχο για την επίδραση της τρέχουσας αποδοτικότητας ROCE, αλλά ωστόσο δεν είναι στατιστικά σημαντικό.

Πίνακας 5-4: Αποτελέσματα

Έτος	Σταθερός Όρος	ROE	OLEV
2005	6,25	0,9912*	-0,0015
2006	6,98*	0,0981*	0,0061
2007	-56,19	0,0753	0,1611
2008	0,84	-0,0111	0,0153
2009	1,11	-0,5066*	-0,0223
2010	4,06	-0,0864*	-0,0128*
2011	-5,56	-0,0056	-0,0077
2012	-15,14	0,0695	0,0068
2013	-7,91	-0,0099	0,0088
2014	-6,32	0,0168	0,0220*

Σημείωση: στατιστικά σημαντική εκτίμηση σε επίπεδο σημαντικότητας 5%

Δεδομένου του αριθμού των διαστρωματικών παλινδρομήσεων, υπό τη μηδενική υπόθεση ότι ο μέσος συντελεστής είναι μηδέν, το ποσοστό των θετικών συντελεστών ακολουθεί περίπου την κανονική κατανομή με μέσο όρο 50% και τυπική απόκλιση 8%. Έτσι, τα ποσοστά άνω (κάτω) του 66% (34%) είναι σημαντικά σε επίπεδο σημαντικότητας 5%.

Μια πιθανή θετική συσχέτιση μεταξύ της μελλοντικής κερδοφορίας της λειτουργικής μόχλευσης (OLLEV) μπορεί να οφείλεται εν μέρει στην επίδραση καθαρά λογιστικών πρακτικών. Συγκεκριμένα, όταν οι επιχειρήσεις έχουν υψηλότερα αναβαλλόμενα έσοδα, δεδουλευμένα έξοδα και άλλες λειτουργικές υποχρεώσεις, τότε αυξάνεται η

λειτουργική τους επιβάρυνση και μειώνεται η τρέχουσα κερδοφορία, καθώς τα τρέχοντα έσοδα θα πρέπει να είναι χαμηλότερα ή τα έξοδα υψηλότερα.

Ομοίως, όταν οι επιχειρήσεις προβαίνουν σε απομειώσεις της αξίας των περιουσιακών στοιχείων, τότε μειώνεται η τρέχουσα κερδοφορία και τα καθαρά λειτουργικά περιουσιακά στοιχεία, και συνεπώς αυξάνεται η λειτουργική μόχλευση. Εάν αυτό το αποτέλεσμα είναι προσωρινό, τότε θα πρέπει να αναμένεται αναστροφή της εταιρικής κερδοφορίας στο μέλλον. Κατά συνέπεια, το επίπεδο του OLLEV και ειδικότερα η τρέχουσα μεταβολή του (ΔOLLEV) μπορεί να υποδεικνύει την ποιότητα του τρέχοντος ROCE ως προγνωστικού παράγοντα για την μελλοντική αποδοτικότητα. Ως εκ τούτου, στην τρίτη παλινδρόμηση στον [Πίνακα 3](#), προσθέτουμε και την μεταβλητή ΔOLLEV ως ερμηνευτική μεταβλητή της μελλοντικής αποδοτικότητας.

Ο συντελεστής για την μεταβλητή ΔOLLEV είναι πράγματι θετικός και αρκετά σημαντικός.

Η σημασία της μεταβλητής OLLEV στην ερμηνεία της μελλοντικής αποδοτικότητας (FROCE) έχει τεκμηριωθεί στην εργασία του Sloan (1996), ο οποίος έδειξε ότι τα δεδουλευμένα (δηλαδή η διαφορά μεταξύ λειτουργικών εσόδων και λειτουργικών ταμειακών ροών) εξηγούν τις μεταγενέστερες μεταβολές στα εταιρικά κέρδη. Επίσης, και οι Richardson et al. (2002), διερεύνησαν την επίδραση τόσο των δεδουλευμένων του ενεργητικού όσο και του παθητικού

Ωστόσο, η σημασία του συντελεστή OLLEV στην τρίτη παλινδρόμηση του [Πίνακα 3](#) υποδηλώνει ότι οι λειτουργικές υποχρεώσεις περιέχουν πληροφορίες πέραν της επίδρασης της τρέχουσας περιόδου που έχουν τα λογιστικά αποτελέσματα

6 ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Σε αυτή την εργασία είδαμε δυο βασικές θεωρίες αναφορικά με την κεφαλαιακή διάρθρωση της επιχείρησης. Σύμφωνα με το μοντέλο αντιστάθμισης της κεφαλαιακής διάρθρωσης, τα διοικητικά στελέχη της επιχείρησης θα πρέπει να στοχεύουν σε μια βέλτιστη δομή ξένων –ιδίων κεφαλαίων, η οποία καθορίζεται από την αντιστάθμιση μεταξύ του κόστους και του οφέλους από τη χρήση δανειακών κεφαλαίων. Τα οφέλη του δανειακού κεφαλαίου αφορούν βέβαια τις φορολογική έκπτωση των πληρωμών για τόκους, ενώ το κόστος του δανειακού κεφαλαίου σχετίζεται με το κόστος επέλευσης της οικονομικής δυσπραγίας, σε περίπτωση βεβαίως όπου η χρήση του χρέους αυξηθεί σε πολύ μεγάλο βαθμό. Βεβαίως, ο στόχος για την κεφαλαιακή διάρθρωση της επιχείρησης θα εξαρτηθεί και από συγκεκριμένα χαρακτηριστικά της εταιρείας, οπότε αναμένουμε ότι θα διαφέρει σημαντικά από επιχείρηση σε επιχείρηση ακόμη και για τις εταιρείες του αυτού κλάδου. Επομένως, θα πρέπει να αναμένουμε επιχειρήσεις με υψηλό φορολογητέα κέρδη να έχουν υψηλά ποσοστά χρέους, καθώς θα επιδιώξουν να εκμεταλλευτούν την *φορολογική ασπίδα* που επιφέρει η χρήση χρέους.

Κατόπιν, σύμφωνα με τη θεωρία της *ταξινόμησης της* κεφαλαιακής διάρθρωσης (βλέπε Myers, (1984)), οι επιχειρήσεις χρησιμοποιούν πρώτα τις πιο επωφελείς πηγές μακροπρόθεσμων κεφαλαίων και, όταν αυτές εξαντληθούν, τότε προσφεύγουν σε άλλες πηγές κεφαλαίων. Συγκεκριμένα, οι επιχειρήσεις ξεκινούν με τα πιο ευνοϊκά μέσα χρηματοδότησης, δηλαδή τα αδιανέμητα κέρδη, μετά προχωρούν σε νέες εκδόσεις χρέους (και πιθανόν σε νέες εκδόσεις υβριδικών τίτλων όπως είναι τα μετατρέψιμα ομόλογα), και τέλος, μόλις εξαντληθεί η ικανότητα του δανεισμού της επιχείρησης (δηλαδή όταν το αναμενόμενο κόστος του χρέους αρχίζει να υπερβαίνει τα οφέλη του), τότε καταφεύγουν σε αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου. Επομένως, εάν αυτή θεωρία της κεφαλαιακής διάρθρωσης είναι ορθή, τότε θα πρέπει να αναμένουμε οι δείκτες χρέους των κερδοφόρων επιχειρήσεων να είναι αρκετά χαμηλοί, δεδομένου ότι η διαθεσιμότητα εσωτερικών κεφαλαίων θα χρηματοδοτήσει το μεγαλύτερο μέρος των επενδυτικών σχεδίων της επιχείρησης.

Η χρηματοοικονομική μόχλευση αποτελεί μια δραστηριότητα απορρέουσα από τις χρηματοδοτικές δραστηριότητες της, οι οποίες αποσκοπούν στην χρηματοδότηση των λειτουργικών δραστηριοτήτων της. Σε αυτή την εργασία διερευνήθηκε η σχέση μεταξύ εταιρικής κερδοφορίας και δυο μόχλευσης, το ένα εκ των οποίων προκύπτει από χρηματοδοτικές δραστηριότητες, αλλά άλλες από λειτουργικές της δραστηριότητες.

Ο κλασικός αριθμοδείκτης χρηματοοικονομικής μόχλευσης είναι ο λόγος του συνόλου των υποχρεώσεων προς τα ίδια κεφάλαια. Ωστόσο, ενώ ορισμένες υποχρεώσεις, όπως τα τραπεζικά δάνεια και οι εταιρικές ομολογίες, απορρέουν από τις χρηματοδοτικές δραστηριότητες της επιχείρησης, άλλες υποχρεώσεις, όπως οι πληρωτέοι λογαριασμοί (προς τους προμηθευτές), τα έσοδα από αναβαλλόμενες και τις συνταξιοδοτικές υποχρεώσεις, προκύπτουν από συναλλαγές με προμηθευτές, πελάτες και υπαλλήλους κατά τη διεξαγωγή των λειτουργικών δραστηριοτήτων της επιχείρησης.

Οι υποχρεώσεις από τις δραστηριότητες χρηματοδότησης συνήθως εμπορεύονται σε οργανωμένες κεφαλαιαγορές, οπότε και η αξία τους (και κατ' επέκταση η συνεισφορά τους στην αξία της επιχείρησης) προσδιορίζεται από τις προτιμήσεις ενός ευρέος επενδυτικού κοινού, ενώ αντίθετα, οι επιχειρήσεις είναι σε θέση να προσδώσουν πρόσθετη αξία επειδή οι λειτουργικές υποχρεώσεις «διαπραγματεύονται» στις αγορές εισροών και εκροών, οι οποίες βεβαίως είναι λιγότερο αποτελεσματικές από τις κεφαλαιαγορές.

BIBΛΙΟΓΡΑΦΙΚΕΣ ΑΝΑΦΟΡΕΣ

1. Αθανασόπουλος, Κ., Γεωργόπουλος Α., και Μπελλάς, Αθ. (2007). *Ανάλυση Λογιστικών Καταστάσεων*. Πανεπιστήμιο Πατρών.
2. Barclay, M. and C.W. Smith Jr., (1999). “The capital structure puzzle: Another look at the evidence.” *Journal of Applied Corporate Finance*, 12: 8-20.
3. Bradley, M., G.A. Jarrell and E. H. Kim (1984). “On the existence of an optimal capital structure: theory and evidence.” *Journal of Finance*, 39: 857-877
4. Brealey R, A. and Myers, S, C. (2000). *Principles of Corporate Finance*. 6th ed.. Irwin Mc Graw-Hill.
5. Buettner, T., Overesch, M., Schreiber, U. and Wamser, G. (2006). “Taxation and Capital Structure Choice – Evidence from a Panel of German Multinationals.” Discussion Paper No. 06-067, *Centre for European Economic Research*, July
6. DeAngelo, H., and R. Masulis, (1980). “Optimal capital structure under corporate and personal taxation.” *Journal of Financial Economics*, 8: 3-29.
7. Fama, E., and K. French, (2002). “Testing trade-off and pecking order predictions about dividends and debt.” *Review of Financial Studies* 15:1-33.
8. Frank, M.Z. and V.K. Goyal, (2003). “Testing the pecking order theory of capital structure, *Journal of Financial Economics*, 67: 217-248.
9. Harris, M. and A. Raviv, (1991). “The theory of capital structure.” *Journal of Finance*, 46: 297-356.
10. Hart, O. and J. Moore. (1994). “A theory of debt based on the inalienability of human capital, *Quarterly Journal of Economics*, 109:841-879.
11. Hovakimian, A., T. Opler, and S. Titman, 2001. “The debt-equity choice.” *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 36, 1: 1-24.
12. Jensen, M.C. (1986). “Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *American Economic Review* 76: 323-329.
13. Jensen, M.C. and W.H. Meckling, (1976). “Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure.” *Journal of Financial Economics* 3:305-360.

14. Kamath, R. (1997) "Long-Term Financing Decisions: Views and Practices of Financial Managers of NYSE Firms." *The Financial Review* 32:2, 331–356
15. Kester, G., and Robbins, G., (2011). "Capital Structure Policies and Financing Decisions." *Accountancy Ireland*, 43 (3): 39-40.
16. Levy, H. and Sarnat, M. (1990). *Capital Investment and Financial Decisions*. 4th ed. Prentice Hall.
17. Modigliani, F. and Miller, M. (1958). "The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment." *American Economic Review* (June)
18. Modigliani, F. and Miller, M. (1963) "Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction," *American Economic Review*, June: 261-297
19. Myers, S., (1984), "The Capital Structure Puzzle." *Journal of Finance*, 34, (3): 575-592.
20. Myers, S.C. (1977). "Determinants of corporate borrowing." *Journal of Financial Economics* 5: 147-175.
21. Myers, S.C., and Majluf, N. (1984). "Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have." *Journal of Financial Economics* 13: 187-221.
22. Nissim, D., and Penman, S. (2003). "Financial Statement Analysis of Leverage and How It Informs About Profitability and Price-to-Book Ratios." *Review of Accounting Studies*, 8: 531–560
23. Ross, S., Westerfield, R. and Jaffe, J. (1999). *Corporate Finance*. 5th edition. Irwin/McGraw-Hill.
24. Shyam-Sunder, L. and S. Myers,(1999) " Testing static tradeoff against pecking order models of capital structure., *Journal of Financial Economics*, 51: 219-244
25. Titman, S., and R. Wessels (1988). "The determinants of capital structure choice." *Journal of Finance*, 43: 1-21.
26. Vasiliou, D., Eriotis, N., and Daskalakis, N. (2003). "The Determinants of Capital

Structure: Evidence from the Greek Market”. *Second Annual Meeting of the Hellenic Finance and Accounting Association*

27. Voulgaris, F., Asteriou, D., and Agiomirgianakis, G. (2003). “Size and Determinants of Capital Structure in the Greek Manufacturing Sector.” *International Review of Applied Economics*.

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ

Κλάδοι από τους οποίους επιλέχθηκε το τελικό δείγμα των εταιρειών:

Automobiles & Parts
Basic Resources
Chemicals
Construct. & Material
Food & Beverage
Healthcare
Ind. Goods & Services
Media
Oil & Gas
Pers & Househld Goods
Retail
Technology
Telecommunications
Travel & Leisure
Utilities

Οι εταιρείες που πληρούσαν όλα τα κριτήρια και πήραν μέρος στο τελικό δείγμα για την ανάλυση των δεδομένων ήταν οι εξής:

RENAULT (REGIE NATIONALE DES USINES) SA
COMPAGNIE GENERALE DES ETABLISSEMENTS MICHELIN SCA
PEUGEOT S.A.
VALEO SA
FAURECIA SA
COMPAGNIE PLASTIC OMNIUM
LE BELIER
MGI COUTIER SA
ARCELORMITTAL SA
IMERYS SA
APERAM SA
ERAMET
JACQUET METAL SERVICE
RECYLEX SA.
SEQUANA
AIR LIQUIDE

SOLVAY SOCIETE ANONYME
ARKEMA SA
AMOEBAS SAS
ENCRES DUBUIT
FERMENTALG SA
METABOLIC EXPLORER SA
ORAPI SA
PLASTIQUES DU VAL DE LOIRE
VINCI
COMPAGNIE DE SAINT GOBAIN SA
BOUYGUES SA
EIFFAGE
VICAT SA
TARKETT SA
CONSTRUCTIONS INDUSTRIELLES DE LA MEDITERRANEE SA
MONTAGNE ET NEIGE DEVELOPPEMENT SAS
SERGEFERRARI GROUP SAS
LAFARGEHOLCIM LTD
DANONE SA
PERNOD RICARD
REMY COINTREAU
VILMORIN & CIE
BONDUELLE
FLEURY MICHON
MARIE BRIZARD WINE AND SPIRITS SA
NATUREX
SANOFI S.A.
ESSILOR INTERNATIONAL SA
IPSEN SA
BIOMERIEUX SA
EUROFINS SCIENTIFIC SE (FRENCH BRANCH)
ORPEA SA
SARTORIUS STEDIM BIOTECH SA
BOIRON SA
DBV TECHNOLOGIES
KORIAN SA
AB SCIENCE S.A
ABIVAX SA
ADOCIA SAS
AMPLITUDE SURGICAL SA
BASTIDE LE CONFORT MEDICAL
CELLNOVO GROUP SA

CERENIS THERAPEUTICS HOLDING SA
DMS - DIAGNOSTIC MEDICAL SYSTEMS
EOS IMAGING SA
ERYTECH PHARMA SA
GENEURO SA
GENFIT
GENKYOTEX SA
GUERBET SA
INNATE PHARMA S.A.
INVENTIVA SA
LE NOBLE AGE
MAUNA KEA TECHNOLOGIES SAS
NANOBIOTIX SA
NICOX SA
ONXEO SA
OSE IMMUNOTHERAPEUTICS SA
PIXIUM VISION SA
POXEL SA
QUANTEL
STALLERGENES GREER PLC
STENTYS
SUPERSONIC IMAGINE SA
TRANSGENE
TXCELL SA
VALNEVA SE
VIRBAC
GENOMIC VISION SA
SAFE ORTHOPAEDICS SAS
AIRBUS SE
SCHNEIDER ELECTRIC SE
SAFRAN
THALES SA
LEGRAND S.A.
AEROPORTS DE PARIS
BOLLORE
ALSTOM SA
DASSAULT AVIATION
BUREAU VERITAS SA
ZODIAC SA
EURAZEO
TELEPERFORMANCE SE
EDENRED S.A

ELIS SERVICES SA
GROUPE EUROTUNNEL S.A.
WORLDLINE SA
REXEL S.A.
SPIE SA
DERICHEBOURG.
GAZTRANSPORT AND HNIGAZ SA
NEXANS SA
STEF SA
VALLOUREC
ACTIA GROUP SA
ASK SA
ASSYSTEM SA
AUREA SA
LATECOERE SA
CATERING INTERNATIONAL SERVICES - C.I.S.
DOM SECURITY SA
ECA SA
EGIDE
EKINOPS SA
EXEL INDUSTRIES
FIGEAC AERO SARL
GL EVENTS SA
GROUPE CRIT
GROUPE GORGE SA
HAULOTTE GROUP
HIPAY GROUP SA
ID LOGISTICS SAS
MANITOU BF S.A.
MANUTAN INTERNATIONAL SA
MERSEN SA
OENEO
PRECIA
PSB INDUSTRIES
SECHE ENVIRONNEMENT
SES-IMAGOTAG
SOCIETE MARSEILLAISE DU TUNNEL PRADO-CARENAGE SA
SOGCLAIR
SYNERGIE SE
TIVOLY SA
TOUAX SA SGTR CITE SGT CMTE TAF SLM TOUA SCA
VIVENDI SA

PUBLICIS GROUPE SA
EUTELSAT COMMUNICATIONS
JCDECAUX SA
LAGARDERE S.C.A.
METROPOLE TELEVISION SA
TELEVISION FRANCAISE 1 SA
HAVAS SA
TECHNICOLOR SA
ADL PARTNER SA
ADUX SA
ARTPRICE COM SA
EUROPACORP SA
HIGH COMPANY
PUBLIC SYSTEME HOPSCOTCH S.A.
IPSOS SA
NRJ GROUP SA
SOLOCAL GROUP SA
XILAM ANIMATION SA
SES S.A.
TOTAL SA
BOURBON CORPORATION SA
CGG SA
ELECTRO POWER SYSTEMS SA
ESSO SOCIETE ANONYME FRANCAISE SA
MCPHY ENERGY SA
LVMH MOET HENNESSY LOUIS VUITTON SE
L'OREAL
HERMES INTERNATIONAL SCA
SEB SA
UBISOFT ENTERTAINMENT SA
SOCIETE B I C SA
INTERPARFUMS SA
MAISONS DU MONDE SAS
TRIGANO
ABEO SAS
ARCHOS SA
A.S.T. GROUPE
ATARI
BENETEAU
BIGBEN INTERACTIVE
CATANA GROUP SA
CHARGEURS S.A.

DELTA PLUS GROUP
KAUFMAN & BROAD SA
MAISONS FRANCE CONFORT SA
ORCHESTRA PREMAMAN SA
S.T. DUPONT SOCIETE ANONYME
U10
KERING
CARREFOUR S.A.
CASINO, GUICHARD-PERRACHON ET CIE
FNAC DARTY SA
ANTALIS INTERNATIONAL SASU
GROUPE LDLC SA
SRP GROUPE SA
DASSAULT SYSTEMES SE
CAPGEMINI SE
STMICROELECTRONICS NV
ATOS SE
ILIAD SA
GEMALTO N.V.
INGENICO GROUP SA
ALTRAN TECHNOLOGIES
SOPRA STERIA GROUP
ALTEN
NEOPOST S.A.
SOITEC
ATEME SA
AUBAY SA
AUFEMININ.COM
AURES TECHNOLOGIES
AVENIR TELECOM
AXWAY SOFTWARE SA
BUSINESS & DECISION SA
CAST SA
CLARANOVA SA
COHERIS ATIX
CS COMMUNICATION & SYSTEMES SA
DALENYS SA
DALET SA
DEVOTEAM SA
DNXCORP SE
ESI GROUP
GECI INTERNATIONAL SA

GENERIX
GFI INFORMATIQUE
GROUPE OPEN SA
GUILLEMOT CORPORATION
HF COMPANY
IGE+XAO SOCIETE ANONYME
INFOTEL
INSIDE SECURE SA
IT LINK
ITESOFT SA
ITS GROUP
KEYRUS
LECTRA
LINEDATA SERVICES
MEDASYS SA
MEMSCAP
MICROPOLE SA
NETGEM
PARROT
PHARMAGEST INTERACTIVE SA
PROLOGUE
RIBER SA
SOFT COMPUTING
WAVESTONE SA
SQLI
SWORD GROUP
X FAB SILICON FOUNDRIES EV
ACTEOS
AWOX SA
CIBOX INTER@CTIVE
INNELEC MULTIMEDIA
NOKIA OY
ORANGE SA
ACCOR
SODEXO
AIR FRANCE KLM SA
ELIOR GROUP
EUROPCAR GROUPE SA
COMPAGNIE DES ALPES
GROUPE FLO
GROUPE PARTOUCHE SA
OL GROUPE

PIERRE ET VACANCES SA
ENGIE SA
ELECTRICITE DE FRANCE
VEOLIA ENVIRONNEMENT SA
SUEZ SA
RUBIS SCA
DIRECT ENERGIE SA
ALBIOMA SA