

**ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ
ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ
ΑΘΗΝΩΝ**



ATHENS UNIVERSITY
OF ECONOMICS
AND BUSINESS

**ΣΧΟΛΗ
ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ
ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ**
SCHOOL OF
BUSINESS

ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΟ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗΣ &
ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ
MSc IN ACCOUNTING & FINANCE

**CAPITAL STRUCTURE, DEBT CHOICES AND THE ECONOMIC CRISIS.
THE CASE OF SOUTHERN EUROPEAN COUNTRIES**

ΠΑΝΑΓΙΩΤΗΣ ΤΣΟΥΓΚΡΙΑΝΗΣ - ΜΑΡΚΟΥ

Εργασία υποβληθείσα στο

Τμήμα Λογιστικής & Χρηματοοικονομικής

του Οικονομικού Πανεπιστημίου Αθηνών

ως μέρος των απαιτήσεων για την απόκτηση

Μεταπτυχιακού Διπλώματος Ειδίκευσης

Αθήνα

Οκτώβριος, 2017

**Εγκρίνουμε την εργασία του
ΠΑΝΑΓΙΩΤΗ ΤΣΟΥΓΚΡΙΑΝΗ - ΜΑΡΚΟΥ**

ΓΚΙΚΑΣ ΔΗΜΗΤΡΙΟΣ

ΠΑΠΑΔΑΚΗ ΑΦΡΟΔΙΤΗ

ΧΕΒΑΣ ΔΗΜΟΣΘΕΝΗΣ

[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».

.....
.....

ΠΙΝΑΚΑΣ ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΩΝ

ΠΕΡΙΛΗΨΗ.....	9
ΕΙΣΑΓΩΓΗ.....	11
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΚΗ ΕΡΕΥΝΑ	17
ΔΕΔΟΜΕΝΑ.....	27
ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ	37
ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ	47
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ.....	49

ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Οι επιχειρήσεις αντιμετωπίζουν την ανάγκη να εξασφαλίσουν κεφάλαια για να μπορέσουν να χρηματοδοτήσουν τις ανάγκες τους και ο τρόπος που επιλέγουν αυτά τα κεφάλαια τα οποία μπορεί να είναι χρέος, ίδια κεφάλαια και άλλα χρεόγραφα διαμορφώνουν την κεφαλαιακή τους διάρθρωση. Ανάμεσα στις διαφορετικές επιχειρήσεις υπάρχουν διαφορετικοί συνδυασμοί επιλογών που διαμορφώνουν την κεφαλαιακή διάρθρωση με διαφορετικό κόστος για τον κάθε συνδυασμό. Η διάρθρωση και το κόστος του κεφαλαίου της κάθε επιχείρησης εξαρτάται από τα διαφορετικά χαρακτηριστικά της κάθε μιας αλλά και από το γενικότερο οικονομικό πλαίσιο στο οποίο η επιχείρηση δραστηριοποιείται. Παρόλα αυτά οι ερευνητές έχουν αντιμετωπίσει αρκετές δυσκολίες στην προσπάθεια να ερμηνεύσουν αυτές τις διαφορές, εφόσον δεν φαίνεται να υπάρχει πάντα κάποιο κοινό μοντέλο που ακολουθούν όλες οι επιχειρήσεις.

Αυτή την εποχή που όλος ο κόσμος και ειδικά η Ευρώπη προσπαθεί να ανακάμψει και να βγει από μία από τις μεγαλύτερες κρίσεις που έχει αντιμετωπίσει, υπάρχει μεγάλο ενδιαφέρον να ερευνηθεί τι συμπεράσματα μπορούν να βγουν για την κεφαλαιακή διάρθρωση και κυρίως τις επιλογές δανεισμού των επιχειρήσεων στις χώρες της Ευρώπης που η κρίση έγινε περισσότερο αισθητή.

Σε αυτή την έρευνα θα γίνει μια προσπάθεια ανάλυσης των παραγόντων που επηρεάζουν την κεφαλαιακή διάρθρωση, και τις επιλογές ανάμεσα στον μακροπρόθεσμο και βραχυπρόθεσμο δανεισμό στις επιχειρήσεις της Ελλάδας, της Ιταλίας, της Ισπανίας και την Πορτογαλίας, στα έτη 2006-2016.

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Η πρόσφατη κρίση είναι μία από τις μεγαλύτερες οικονομικές κρίσεις μετά την Μεγάλη Ύφεση του 1930 (ΔΝΤ, 2008). Ξεκίνησε το 2007 σαν τραπεζική κρίση στις Ηνωμένες Πολιτείες της Αμερικής και εξελίχθηκε σε κρίση εθνικού χρέους στην Ευρώπη. (ΕΚΤ,2013). Η αρχή της βρίσκεται στο ξέσπασμα προβλημάτων στην αγορά στεγαστικών δανείων χαμηλής εξασφάλισης και προκάλεσε την πτώχευση κάποιων από τα μεγαλύτερα τραπεζικά ιδρύματα στις Ηνωμένες Πολιτείες Αμερικής (Lehman Brothers), την εξαγορά άλλων για να μπορέσουν να διασωθούν (Merrill Lynch, Fannie Mae, Freddie Mac) και η Κεντρική Τράπεζα της χώρας αναγκάστηκε δώσει μεγάλη οικονομική βοήθεια σε εταιρείες όπως η ασφαλιστική εταιρεία AIG προκειμένου να αποτρέψει την κατάρρευσή τους.

Αυτές οι εξελίξεις με μια μικρή χρονική υστέρηση μεταφέρθηκαν και στην άλλη πλευρά του Ατλαντικού, στην Ευρωπαϊκή Ένωση. Τα δομικά προβλήματα της Ευρωζώνης, με κυριότερο την λειτουργία μιας νομισματικής ένωσης χωρίς όμως κοινή δημοσιονομική πολιτική, η υποκεφαλαιοποίηση των τραπεζών και τα δομικά και θεσμικά προβλήματα σε αρκετές από τις χώρες της Ένωσης, μετέτρεψαν την κρίση σε κρίση χρέους για τις χώρες με τα μεγαλύτερα δημοσιονομικά ελλείματα. Αυτό αποτέλεσε μία από τις μεγαλύτερες προκλήσεις για τις κυβερνήσεις και τις κεντρικές τράπεζες από την εισαγωγή του Ευρώ ως κοινού νομίσματος και μετά.

Η Ευρωζώνη η οποία κατά την δημιουργία των θεσμών και των διαδικασιών που την αποτελούν, δεν είχε προβλεφθεί να έχει δημιουργήσει μηχανισμούς αντιμετώπισης τέτοιων κρίσεων, βρέθηκε αντιμετώπιση με την άμεση ανάγκη προστασίας αυτών των χωρών έχοντας και ως βασικό στόχο να μην μεταδοθεί η κρίση σε όλη την Ένωση και οδηγήσει στην γιγάντωση του προβλήματος. Έτσι δημιουργήθηκε ένα τριμερές όργανο από διεθνείς οργανισμούς που ανέλαβε να βοηθήσει τις χώρες που αντιμετώπιζαν πρόβλημα χρηματοδότησης και αποπληρωμής του εξωτερικού χρέους τους. Εκτός από την άμεση χρηματοδοτική συνδρομή που ήταν απαραίτητη εφόσον η χώρα που αντιμετωπίζει προβλήματα βρίσκεται de facto αποκλεισμένη από τις διεθνείς χρηματαγορές, κρίθηκε απαραίτητο να μπορεί να παρασχεθεί και τεχνική βοήθεια, με την μορφή συμβουλών και περίπλοκων προγραμμάτων, έτσι που η εκάστοτε χώρα να πραγματοποιήσει τις απαραίτητες μεταρρυθμίσεις και να απομακρυνθεί η πιθανότητα να αντιμετωπίσει ανάλογα

προβλήματα στο μέλλον. Οι οργανισμοί που ανέλαβαν αυτό τον ρόλο ήταν η Ευρωπαϊκή Επιτροπή, η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα και το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο. Ειδικά το τελευταίο, κρίθηκε πως ως οργανισμός ειδικευμένος σε προγράμματα χρηματοδότησης και αναδιοργάνωσης προβληματικών οικονομιών, θα προσέφερε την απαραίτητη αξιοπιστία και τεχνική βοήθεια, σε μια Ευρώπη που δεν ήταν έτοιμη οργανωτικά να αναλάβει αυτό τον ρόλο.

Σε συνέχεια αυτών, η Ευρωπαϊκή Ένωση ξεκίνησε να δημιουργεί και θεσμοθετημένες πια διαδικασίες και οργανισμούς, με την προοπτική να μπορεί να αντιμετωπίζει πιο άμεσα και με συγκεκριμένες πια διαδικασίες αντίστοιχες μελλοντικές κρίσεις. Τέτοιοι οργανισμοί είναι οι προσωρινοί Ευρωπαϊκός Μηχανισμός Χρηματοπιστωτικής Σταθεροποίησης (EFSM), το Ευρωπαϊκό Ταμείο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας (EFSF), και ο μόνιμος Ευρωπαϊκός Μηχανισμός Σταθερότητας που θα αντικαταστήσει τους προαναφερθέντες.

Οι χώρες που βρέθηκαν στο επίκεντρο της κρίσης στην Ευρώπη είναι αυτές που έγιναν γνωστές και με το ακρωνύμιο PIIGS από τα αρχικά τους στην Αγγλική γλώσσα, δηλαδή η Πορτογαλία, η Ιρλανδία, η Ιταλία, η Ελλάδα και η Ισπανία αλλά και η Κύπρος.

Η Πορτογαλία, η Ιταλία, η Ελλάδα και η Ισπανία θα αποτελέσουν το πεδίο αυτής της έρευνας. Έχουν πολλά κοινά στοιχεία τα οποία ίσως εξηγούν γιατί αντιμετώπισαν τις ίδιες ή τουλάχιστον παρόμοιες προκλήσεις την περίοδο αυτήν.

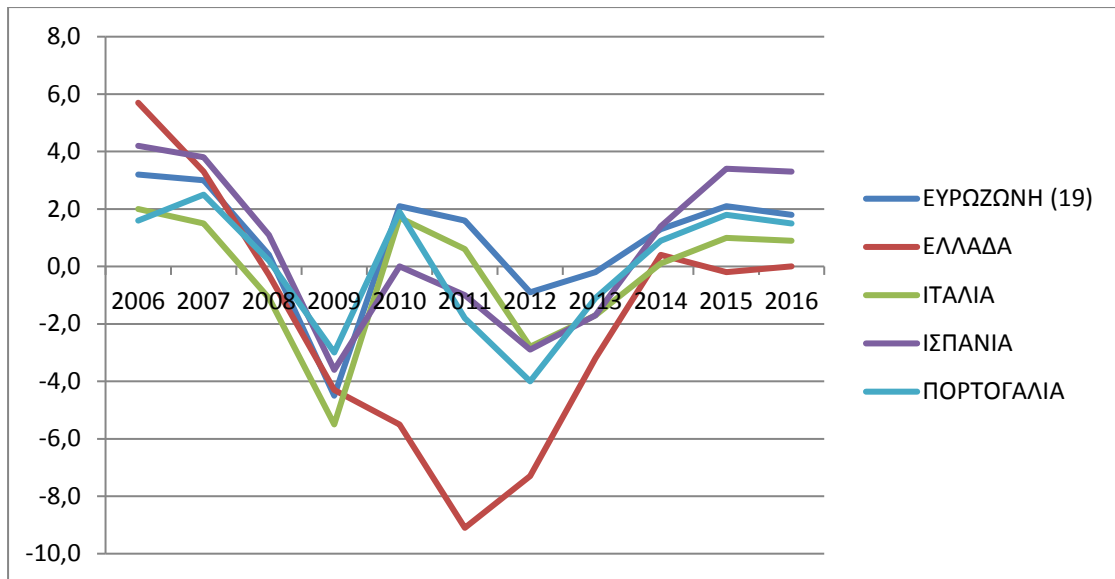
Πρόκειται για χώρες του Νότου της Ευρώπης, όπου μεγάλη συζήτηση έχει γίνει και θα συνεχίσει για καιρό να γίνεται, σχετικά με το κατά πόσον υπάρχουν διαφορές μεταξύ Βορρά – Νότου και αν οι χώρες του Νότου μπορούν να συμβαδίσουν με τον ρυθμό που δίνουν στην πορεία της Ευρώπης προς το μέλλον οι χώρες του Βορρά. Ως χώρες της περιφέρειας έχουν διαφορετική πορεία ως προς την συνοχή και την εγγύτητα στις αγορές και τις κοινωνικές αλλαγές που συντελούνται στην υπόλοιπη ήπειρο. Χαρακτηρίζονται από αδύναμους θεσμούς, σχετικά μεγαλύτερη διαφθορά σε σχέση τουλάχιστον με τις χώρες της κεντρικής και βόρειας Ευρώπης, και λιγότερο σταθερό πολιτικό σύστημα.

Παρόλα αυτά έχουν και αρκετές διαφορές. Η Ιταλία με Ακαθάριστο Εγχώριο Προϊόν το 2016 1,85 τρις δολάρια είναι μία από τις πλουσιότερες χώρες του κόσμου. Η Ισπανία με 1,232 τρις δολάρια είναι και αυτή από τις πλουσιότερες χώρες της

Ευρώπης. Ενώ η Ελλάδα με 194,6 δις δολάρια και η Πορτογαλία με 204,6 έχουν αρκετά μεγάλη διαφορά, όντας βέβαια και μικρότερες χώρες σε πληθυσμό και έκταση. Και οι τέσσερις όμως έχουν μεγάλο εξωτερικό χρέος που βρίσκεται για το 2016 για την Ιταλία στο 132,6% ως ποσοστό του ΑΕΠ, για την Ισπανία στο 99,4%, την Πορτογαλία στο 130,4% και την Ελλάδα στο 179,0%, πολύ μακριά όλες από τον στόχο του 60% που προβλέπουν οι κανόνες της Ευρωζώνης. Όσον αφορά την Ελλάδα και την Ιταλία, αυτό ήταν έντονο και την περίοδο πριν την κρίση, ενώ για την Ισπανία και την Πορτογαλία βρισκόταν σε πιο χαμηλό επίπεδο.

Οι συνέπειες της κρίσης ήταν πολύ έντονες σε όλες αυτές τις χώρες, πιο έντονες από οποιαδήποτε από άλλες χώρες της Ευρώπης. Ακόμα και σήμερα δεν έχουν καταφέρει να επανέλθουν σε μια σταθερή ανάπτυξη. Ειδικά στην περίπτωση της Ελλάδας, βρίσκεται ακόμα κάτω από την εποπτεία της Τρόικας, χωρίς να έχει ανακτήσει την πρόσβαση στις αγορές, εκτός από κάποιες δοκιμαστικές εκδώσεις ομολόγων που έχουν γίνει μέσα σε αυτά τα χρόνια, που δεν αποτελούν όμως επαρκές γεγονός που θα χαρακτήριζε κανονική απελευθέρωση της χώρας από τους περιορισμούς των διεθνών θεσμικών πιστωτών.

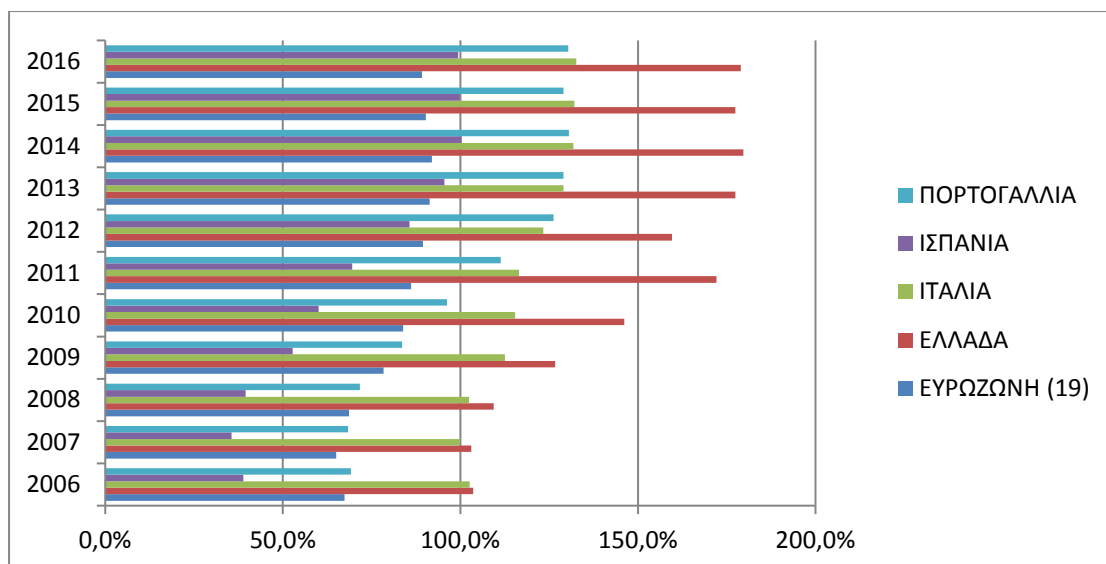
Η πτώση του Ακαθάριστου Εγχώριου Προϊόντος στις χώρες που εξετάζουμε ήταν δραματική. Η Ελλάδα το 2006 παρουσίαζε ανάπτυξη 5,7% ενώ την περίοδο 2008-2013 είχε συνεχόμενη μείωση του ΑΕΠ, η οποία το 2011 έφτασε το -9,1%. Αντιστοίχως η Πορτογαλία είχε ακόμα το 2007, που οι συνέπειες της κρίσης δεν είχαν φτάσει στην χώρα, ανάπτυξη 2,5% , ενώ παρουσίασε ύφεση τις τέσσερις από τις πέντε χρονιές από το 2009 μέχρι το 2013, όπου το 2012 είχε φτάσει το -4,0%. Η Ισπανία είχε τέσσερις συνεχόμενες χρονιές όπου παρουσίασε αρνητική ή μηδενική ανάπτυξη, από το 2009 μέχρι το 2013, με την μεγαλύτερη μείωση να παρατηρείται το 2009 με -3,6%, ενώ μόλις το 2006 παρουσίασε θετικό ρυθμό ανάπτυξης 4,2%. Τέλος η Ιταλία είχε και αυτή αρνητικούς ρυθμούς μεταβολής του ΑΕΠ τις περισσότερες χρονιές από το 2008 μέχρι το 2013, με ποιο έντονο να παρατηρείται το φαινόμενο το 2009 με -5,5%. (Eurostat).



Ρυθμός μεταβολής του ΑΕΠ (Eurostat)

Παρατηρούμε συνολικά δηλαδή πως στις υπό εξέταση χώρες, οι συνέπειες ήταν έντονες και ως προς την ένταση του φαινομένου όπως αυτό εκφράζεται από την μεταβολή του Ακαθάριστου Εγχώριου Προϊόντος σε ετήσια βάση, αλλά και ως προς την διάρκεια αυτής. Αυτό γίνεται ακόμα πιο έντονο αν λάβουμε υπόψιν πως και τα έτη όπου στις χώρες αυτές παρατηρήθηκε αύξηση του ΑΕΠ, αυτή ήταν αναιμική και δείχνει ότι απαιτείται μεγάλη προσπάθεια ακόμα έτσι ώστε να γίνει σταθερή και βιώσιμη, και να μην υπάρχουν φόβοι ότι θα τους προκαλέσει πρόβλημα κάποια διαταραχή στις διεθνείς χρηματαγορές.

Όσον αφορά το δημόσιο χρέος, η Ελλάδα και η Ιταλία είχαν μεγάλο ποσοστό χρέους ως προς το ΑΕΠ και την περίοδο πριν την κρίση. Αυτό μέσα σε αυτή την περίοδο έγινε ακόμα πιο έντονο και ήταν ο λόγος που οι χώρες αυτές βρέθηκαν σε αυτή την θέση. Η Ελλάδα το 2006 είχε χρέος κεντρικής κυβέρνησης 103,6% του ΑΕΠ και το 2016 179,0%, ενώ η Ιταλία το 2006 102,6% και το 2016 132,6%. Αντιθέτως η Ισπανία και η Πορτογαλία ξεκίνησαν με αρκετά μικρότερο ποσοστό (38,9% και 69,2% αντίστοιχα, αλλά στο τέλος της εξεταζόμενης περιόδου είχε φτάσει σε υψηλά επίπεδα (99,4% και 130,4% αντιστοίχως).



Δημόσιο Χρέος ως Ποσοστό του ΑΕΠ

Αυτά τα κοινά τους χαρακτηριστικά αλλά και οι διαφορές τους πιστεύω ότι κάνουν ενδιαφέρουσα μια ανάλυση που περιλαμβάνει συγκριτικά στοιχεία μεταξύ και των τεσσάρων αυτών χωρών και ειδικά στα χρόνια που περιλαμβάνουν την μεγάλη κρίση που πέρασε και περνάει ακόμα η Ευρωζώνη.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΚΗ ΕΡΕΥΝΑ

Η κεφαλαιακή διάρθρωση είναι ο συνδυασμός πηγών χρηματοδότησης μιας εταιρείας που γενικά θεωρείται ότι είναι ένας συνδυασμός ανάμεσα στην πώληση μετοχών (equity) και τον δανεισμό (debt). Έχει υπάρξει μεγάλη έρευνα μια και όπως είναι κατανοητό είναι ένα πολύ σημαντικό ζήτημα για όλων των ειδών τις επιχειρήσεις αλλά παρόλα αυτά δεν υπάρχει κάποια θεωρία που να εξηγεί όλες τις δυνατές επιλογές χρηματοδότησης των επιχειρήσεων υπό όλες τις συνθήκες μια και είναι μια απόφαση που επηρεάζεται από πολλούς και διαφορετικούς παράγοντες. Ο Myers, ένας από τους πιο σημαντικούς ερευνητές στο αντικείμενο έχει πει πως «Δεν υπάρχει μια γενική θεωρία σχετικά με την επιλογή μετοχών-δανεισμού, και δεν υπάρχει λόγος να ελπίζουμε ότι θα υπάρξει (Steward Myers, 2001)

(Modigliani & Miller, 1958) The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. Πρόκειται για ίσως την πιο σημαντική εργασία πάνω στο θέμα της κεφαλαιακής διάρθρωσης με την έννοια ότι αποτέλεσε την βάση πολλών μελλοντικών ερευνών που δημιούργησαν την σχετική βιβλιογραφία που συνεχίζεται μέχρι σήμερα. Παρόλα αυτά είναι μια έρευνα σε αυστηρά επιστημονική βάση, που βασίζεται σε πολλές υποθέσεις όπως την έλλειψη φόρων εισοδήματος, την υπόθεση ότι τα δάνεια των επιχειρήσεων έχουν μηδενικό κίνδυνο, την αποτελεσματικότητα των αγορών, τα μηδενικά κόστη συναλλαγών και διαπραγμάτευσης μεταξύ άλλων. Σύμφωνα με την θεωρία των Modigliani and Miller η αξία και το κόστος κεφαλαίου των επιχειρήσεων δεν επηρεάζονται από το μίγμα κεφαλαίων που χρησιμοποιούν κάτι που εκ πρώτης όψεως φαίνεται παράδοξο.

Οι ίδιο συγγραφείς δημοσίευσαν ένα νέο άρθρο (Modigliani & Miller, 1963) (Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction) στο οποίο συμπεριέλαβαν την επίδραση των φόρων εισάγοντας την έννοια του tax benefit. Η μείωση του φόρου που προκαλείται από την πληρωμή των τόκων των δανείων, μειώνει το κόστος κεφαλαίου και αυξάνει την αξία της εταιρείας. Με αυτή την αλλαγή, η κεφαλαιακή διάρθρωση επηρεάζει την αξία της επιχείρησης η οποία φτάνει στο μέγιστο όταν η επιχείρηση χρηματοδοτείται μόνο από δάνεια.

Παρόλο που το έργο των συγγραφέων δεν εξηγεί πως λειτουργούν τα κίνητρα πίσω από τις επιλογές ανάμεσα στους διαφορετικούς συνδυασμούς μετοχών-χρέους,

δείχνουν πως επηρεάζεται η αξία των επιχειρήσεων από τους διαφορετικούς συνδυασμούς διάρθρωσης των κεφαλαίων τους.

TRADE OFF THEORY

Η trade-off theory (θεωρία αντιστάθμισης) λαμβάνει υπόψιν το γεγονός πως οι αγορές στην πραγματικότητα έχουν ατέλειες όπως φόρους (Kraus & Litzenberger, 1973), έξοδα αντιπροσώπευσης (agency costs) (Company, Jensen, & Meckling, 1976) και έξοδα πτώχευσης (bankruptcy costs) (Baxter, 1976).

Σύμφωνα με αυτή την θεωρία, οι επιχειρήσεις θέτουν έναν στόχο στην αναλογία debt-to-value (χρέος προς αξία) και σταδιακά προσπαθούν να τον φτάσουν. Αυτό συμβαίνει κατά τον ίδιο τρόπο που θέτουν έναν στόχο μερισματικής πολιτικής και σταδιακά προσαρμόζουν τα ποσά των μερισμάτων μέχρι να φτάσουν τον στόχο. (Myers, 1984). Το ιδανικό σημείο αυτής της αναλογίας (στόχος), ορίζεται από τις ίδιες τις επιχειρήσεις στη βάση μιας επιλογής κόστους - οφέλους με στόχο την μεγιστοποίηση της αξίας της επιχείρησης. Η οποιαδήποτε επιλογή χρηματοδότησης της επιχείρησης με χρέος έχει οφέλη αλλά ταυτόχρονα έχει κόστος. Τα οφέλη είναι κυρίως το φορολογικό όφελος από την αύξηση των εξόδων που προκαλούν οι τόκοι των δανείων, τα μειωμένα κόστη αντιπροσώπευσης σε σχέση με την έκδοση μετοχών, και τα λιγότερα κόστη έκδοσης που συνεπάγεται η διαδικασία. Το κόστος της επιλογής του δανεισμού αναφέρεται κυρίως στο κόστος των δανείων και την οικονομική δυσχέρεια που προκαλεί στην επιχείρηση (financial distress), την αυξημένη πιθανότητα πτώχευσης έναντι των δανειστών και στα αυξημένα κόστη αντιπροσώπευσης. Αυτό το δίλλημα οδηγεί στην έννοια της ιδανικής κεφαλαιακής δομής (optimal capital structure) που είναι ο στόχος της επιχείρησης.

Η trade-off theory μπορεί να εξηγήσει δύο θέματα. Κατά πρώτον γιατί υπάρχουν επιχειρήσεις με πολύ χαμηλό δανεισμό παρόλο που το αυξημένο ύψος των δανείων θα είχε μεγάλο φορολογικό όφελος. Κατά δεύτερον τις μεγάλες διαφορές που υπάρχουν στην δανειακή μόχλευση των επιχειρήσεων σε διαφορετικούς κλάδους, κάτι που εξηγείται στην διαφορά των χρηματικών ροών στον καθένα και κυρίως την διαφορά στις διακυμάνσεις αυτών των ροών που εξαρτώνται από παράγοντες όπως ο κλάδος δραστηριοποίησης, η χώρα, το γενικότερο οικονομικό περιβάλλον και άλλοι.

Εκτός από το financial distress ένα σημαντικό θέμα που προκύπτει στην ανάλυση συνδέεται με την συμπεριφορά των κατόχων του χρέους και έχει να κάνει με τα κόστη αντιπροσώπευσης τα οποία έχουν και την τάση να αυξάνονται όσο αυξάνεται και το μέγεθος της χρηματοδότησης με δανειακά κεφάλαια. Αυτό προέρχεται κυρίως από την σύγκρουση συμφερόντων που υπάρχει μεταξύ των μετόχων και των κατόχων χρέους. Οι μέτοχοι έχουν στα χέρια τους τον ορισμό της διοίκησης και την δυνατότητα σε κάποιο βαθμό να κατευθύνουν τις αποφάσεις της οντότητας που σημαίνει να επηρεάζουν την αξία των μετοχών και των δανείων. (equity and debt). Είναι σημαντικό να δούμε δύο τρόπους με τους οποίους μπορεί να υπάρξουν αντικρουόμενα συμφέροντα μεταξύ των δύο αυτών ομάδων που μεταφράζονται ως κόστος για την εταιρεία.

Μία περίπτωση είναι όταν η διοίκηση είναι διατεθειμένη να επενδύσει σε έργα που χαρακτηρίζονται από μεγάλο ρίσκο με την προοπτική να έχουν μεγάλη απόδοση για τους μετόχους. Η μελλοντική αξία των κεφαλαίων μπορεί να μειωθεί και οι δανειστές να μην αποπληρωθούν ποτέ, ενώ δεν θα έχουν και παραπάνω κέρδος αν αυτή η επένδυση αποδώσει. Μία δεύτερη περίπτωση είναι η υποεπένδυση. Η εταιρεία μπορεί να απορρίψει επενδυτικά προγράμματα που θα είχαν θετικές προοπτικές, εξαιτίας του financial distress, της δύσκολης κατάστασης που προκαλείται από τις μεγάλες δαπάνες που απαιτούνται για την αποπληρωμή δανειακών κεφαλαίων, κάτι που στην πραγματικότητα είναι κόστος ευκαιρίας. Βλέπουμε δηλαδή πως μέτοχοι και δανειστές μπορεί να έχουν διαφορετικά συμφέροντα και αντικρουόμενες στρατηγικές. Παρόλα αυτά, υπάρχουν και ερμηνείες σύμφωνα με τις οποίες η ύπαρξη δανειακών κεφαλαίων μπορεί να λειτουργήσει θετικά μαζί με τον διαχωρισμό ανάμεσα σε διοίκηση και ιδιοκτησία. Η ύπαρξη δανείων που πρέπει να αποπληρωθούν μπορεί να οδηγήσει την διοίκηση στο να δεσμευτεί περισσότερο με την επιχείρηση και να προχωρήσει σε πιο συνετή διαχείριση. Δευτερευόντως η μόχλευση είναι ένας τρόπος χρηματοδότησης που σε αντίθεση με την έκδοση μετοχών, βοηθά τους μετόχους να κρατήσουν τον έλεγχο της επιχείρησης και να κάνουν ό,τι θεωρούν καλύτερο για αυτήν χωρίς να χρειαστεί να μοιραστούν τις αποφάσεις με νέους μετόχους με αντάλλαγμα χρηματοδότηση.

PECKING ORDER THEORY

Μια άλλη θεωρία που προσπαθεί να εξηγήσει την κατανομή των πηγών χρηματοδότησης είναι η pecking order theory (θεωρία ιεράρχησης). Οι αρχές της βρίσκονται στις εργασίες των (S. C. Myers, 1984) και (Stewart Myers & Majluf, 1984). Σε αντίθεση με την trade-off theory δεν υποστηρίζει ότι υπάρχει μια αναλογία στόχος ανάμεσα στην χρηματοδότηση με έκδοση μετοχών και τον δανεισμό, αλλά αντιθέτως υπάρχει μια ιεραρχική προτίμηση ανάμεσα στις διαφορετικές πηγές θεωρώντας ότι υπάρχει μια ασυμμετρία πληροφόρησης ανάμεσα στην διοίκηση και τους πιθανούς επενδυτές. Σύμφωνα με την pecking order theory η πρώτη επιλογή των επιχειρήσεων είναι αυτή της εσωτερικής χρηματοδότησης. Η χρησιμοποίηση κεφαλαίων που έχουν προκύψει από τις καθαρές χρηματικές ροές κατά την λειτουργία της επιχείρησης. Όταν αυτή η πηγή χρηματοδότησης δεν είναι αρκετή, η δεύτερη επιλογή είναι ο δανεισμός. Και η τελευταία επιλογή που θα αξιοποιηθεί είναι ή έκδοση νέων μετοχών. Η έννοια της ασύμμετρης πληροφόρησης που αναφέραμε εδώ, συνδέεται με το γεγονός ότι θεωρείται πως η διοίκηση έχει εσωτερική πληροφόρηση σχετικά με τις επενδύσεις που πρόκειται να πραγματοποιηθούν. Εάν αυτή η πληροφόρηση δείχνει πως κάτι δεν είναι προς το συμφέρον των παλαιών μετόχων, η επιχείρηση δεν θα προβεί σε έκδοση νέων μετοχών ακόμα και αν αυτό σημαίνει πως θα χαθεί μια ευκαιρία για επένδυση.

Οι παράγοντες όμως που επηρεάζουν την διάρθρωση των κεφαλαίων των επιχειρήσεων και τον τρόπο και το κόστος χρηματοδότησής τους, εκτός από το είδος της επιχείρησης και τις αποφάσεις της διοίκησης εξαρτώνται και από την χώρα στην οποία δραστηριοποιείται.

Σύμφωνα με μία έρευνα από τους (de Jong, Kabir, & Nguyen, 2008) , οι παράγοντες που εξαρτώνται από την χώρα έχουν ένα άμεσο και ένα έμμεσο αποτέλεσμα. Για παράδειγμα μια ανεπτυγμένη αγορά ομολόγων μπορεί να οδηγήσει στην αυξημένη χρήση τους ως μέσω χρηματοδότησης που είναι άμεσο αποτέλεσμα. Από την άλλη πλευρά το ίδιο γεγονός μπορεί να εξηγήσει γιατί στην ίδια χώρα είναι περιορισμένη η χρήση παγίων ως εγγύηση κάτι που είναι ένα έμμεσο αποτέλεσμα. Η έρευνα χρησιμοποίησε στοιχεία από 42 χώρες, ανεπτυγμένες και αναπτυσσόμενες και από συνολικά 11.845 εταιρείες. Τα ευρήματα έδειξαν πως οι επιλογές των επιχειρήσεων εξαρτώνται από παράγοντες όπως εφαρμογή των νόμων, η προστασία των μετόχων και των πιστωτών, το πόσο ανεπτυγμένη είναι η αγορά μετοχών και ομολόγων, αν το οικονομικό σύστημα βασίζεται στις αγορές ή στις τράπεζες, και τέλος

από καθαρά μακροοικονομικά χαρακτηριστικά όπως ο ρυθμός ανάπτυξης και ο πληθωρισμός. Αυτές οι διαφορές ανάμεσα στις χώρες κάνουν τις επιχειρήσεις ιδίων κλάδων να αντιδρούν διαφορετικά από χώρα σε χώρα.

Οι (Bancel & Mittoo, 2004) προσπάθησαν να βρουν απαντήσεις εξετάζοντας τους διευθυντές των επιχειρήσεων από 16 Ευρωπαϊκές χώρες και συγκεκριμένα από: Αυστρία, Βέλγιο, Ελλάδα, Δανία, Φινλανδία, Ιρλανδία, Ιταλία, Γαλλία, Γερμανία, Ολλανδία, Νορβηγία, Πορτογαλία, Ισπανία, Ελβετία, Σουηδία και Ηνωμένο Βασίλειο. Βασιζόμενοι και στους (Graham & Harvey, 2001) που πραγματοποίησαν την ίδια έρευνα στις Ηνωμένες Πολιτείες της Αμερικής προσπάθησαν να ερευνήσουν αν υπάρχουν διαφορές στα κριτήρια αποφάσεων ανάμεσα στις ΗΠΑ και στην Ευρώπη όπου μιλάμε για πολλές διαφορετικές χώρες. Οι διευθυντές ρωτήθηκαν σχετικά με τις μετοχές, τον δανεισμό, τα μετατρέψιμα ομόλογα και την άντληση κεφαλαίων από το εξωτερικό για τις εταιρείες τους. Τα αποτελέσματα της έρευνας έδειξαν καταρχήν πως τα στελέχη στις ΗΠΑ και στην Ευρώπη λαμβάνουν υπόψιν τους ίδιους παράγοντες για να πάρουν τις αποφάσεις τους. Παρόλα αυτά υπάρχουν διαφορές ανάμεσα στις διαφορετικές χώρες στην Ευρώπη και ειδικά ανάμεσα στις Σκανδιναβικές και στις υπόλοιπες. Το νομικό πλαίσιο παίζει σημαντικό ρόλο στις επιλογές αλλά το ίδιο συμβαίνει και με άλλους παράγοντες όπως το κόστος κεφαλαίου. Σχετικά με το νομικό πλαίσιο παρατηρήθηκε ότι παίζει σημαντικό ρόλο στις αποφάσεις σχετικά με τον δανεισμό αλλά όταν πρόκειται για χρηματοδότηση με έκδοση μετοχών αυξάνεται η βαρύτητα παραγόντων που σχετίζονται περισσότερο με την κάθε επιχείρηση ξεχωριστά, όπως οι προοπτικές μεγέθυνσής της.

Μία έρευνα ανάμεσα σε χώρες με κοινά χαρακτηριστικά, (Psillaki & Daskalakis, 2009) θα βοηθούσε να εξεταστεί αν είναι πιο σημαντικός παράγοντας η χώρα, ή η επιχείρηση. Οι ερευνητές εξέτασαν στοιχεία από μικρές και μεσαίες επιχειρήσεις από τις Ελλάδα, Γαλλία, Ιταλία και Πορτογαλία. Χώρες με αρκετά κοινά, κοντά γεωγραφικά, στο νότο της Ευρώπης. Λαμβάνοντας υπόψιν χαρακτηριστικά των χωρών, κεφαλαιακή διάρθρωση, μέγεθος, κερδοφορία και ρίσκο, προσπάθησαν να εξετάσουν πως συσχετίζεται η κεφαλαιακή διάρθρωση στις επιχειρήσεις αυτών των χωρών. Η έρευνα έδειξε ότι οι επιχειρήσεις αυτές, ρυθμίζουν την κεφαλαιακή τους δομή με παρόμοιους τρόπους, και αυτό αποδίδεται από τους ερευνητές στα κοινά θεσμικά και οικονομικά χαρακτηριστικά των κρατών αυτών, και το παρόμοιο νομικό πλαίσιο που τα χαρακτηρίζει. Παρόλα αυτά υπάρχουν στατιστικά σημαντικές

διαφορές, οι οποίες εξηγούνται περισσότερο από τον παράγοντα «επιχείρηση» παρά από την χώρα στην οποία βρίσκεται. Από την έρευνα προκύπτει μια θετική σχέση ανάμεσα στο μέγεθος της επιχείρησης και την μόχλευση, ενώ η σχέση της μόχλευσης με την κεφαλαιακή δομή, την κερδοφορία και το ρίσκο της επιχείρησης είναι αρνητική.

Τα αποτελέσματα από τις έρευνες είναι συνήθως ανάμεικτα στην προσπάθεια να διατυπωθούν καλά στοιχειοθετημένες διαφορές ανάμεσα στους τρόπους που οι χώρες επηρεάζουν την κεφαλαιακή διάρθρωση των επιχειρήσεων. Ένας λόγος για αυτό μπορεί να είναι ότι ενώ η κεφαλαιακή δομή διαφέρει από χώρα σε χώρα, αυτό μπορεί να συμβαίνει εξαιτίας διαφορών στους παράγοντες που επηρεάζουν την κεφαλαιακή διάρθρωση και εδράζονται σε επίπεδο επιχείρησης παρά σε πραγματικές διαφορές μεταξύ χωρών. Για παράδειγμα, εταιρείες σε μια συγκεκριμένη χώρα μπορεί να έχουν μεγαλύτερο επίπεδο χρέους, επειδή σε αυτή την χώρα υπάρχει μεγαλύτερη αναλογία νεότερων επιχειρήσεων που χρειάζονται περισσότερο δανεισμό. (Hall, Hutchinson, & Michaelas, 2004). Στην συγκεκριμένη έρευνα εξετάστηκαν μικρομεσαίες επιχειρήσεις από το Βέλγιο, την Γερμανία, την Ισπανία, την Ιρλανδία, την Ιταλία, την Ολλανδία, την Πορτογαλία και το Ηνωμένο Βασίλειο και τα δεδομένα είναι μόνο από μία χρονιά, το 1995. Τα αποτελέσματα δείχνουν πως οι υποθέσεις έκαναν στην έρευνα, αποδεικνύονται βάσιμες, κάτι που σημαίνει πως ισχύουν κάποιες αρχές ανεξαρτήτως των χωρών, χωρίς όμως να μπορούν να ερμηνεύσουν το σύνολο των επιλογών κεφαλαιακής διάρθρωσης. Αυτές οι διαφορές μπορεί να οφείλονται σε διαφορετικές αντιλήψεις απέναντι στον δανεισμό, διαφορετικές απαιτήσεις γνωστοποίησης, σχέσεις με τις τράπεζες, φορολογία και άλλα. Για αυτό και οι ερευνητές προτείνουν την εξέταση ακόμα περισσότερων μεταβλητών σε μελλοντική έρευνα.

ΠΩΣ ΕΠΗΡΕΑΖΟΥΝ ΟΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΚΡΙΣΕΙΣ ΤΙΣ ΕΠΙΛΟΓΕΣ ΤΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ

Οι (Voutsinas & Werner, 2011) πραγματοποίησαν μια έρευνα εξετάζοντας στοιχεία Ιαπωνικών εισηγμένων επιχειρήσεων από το 1980 μέχρι το 2007 για να ερευνήσουν πως επηρεάστηκαν κυρίως από δύο μεγάλα γεγονότα. Την φούσκα των ακινήτων την δεκαετία του 1980 και την πιστωτική κρίση του τέλους της δεκαετίας του 1990. Τα αποτελέσματα της έρευνας έδειξαν πως πράγματι το επίπεδο μόχλευσης των επιχειρήσεων μειώθηκε κάθε φορά μετά από αυτά τα γεγονότα. Η κεφαλαιακή

διάρθρωση των επιχειρήσεων δηλαδή, επηρεάζεται από τον περιορισμό της παροχής πίστωσης (credit supply) και από τις νομισματικές συνθήκες. Ένα επίσης ενδιαφέρον συμπέρασμα της έρευνας αυτής ήταν πως αυτή η αλλαγή είναι πιο έντονη στις μικρότερες επιχειρήσεις οι οποίες είναι σε μεγαλύτερο βαθμό εξαρτημένες από τον τραπεζικό δανεισμό. Οι μεγαλύτερες επιχειρήσεις έχουν περισσότερες εναλλακτικές χρηματοδότησης και είναι λιγότερο εξαρτημένες από το τραπεζικό σύστημα.

Μία άλλη έρευνα με στοιχεία από την Ασία (Lim, 2004) εξέτασε τα αποτελέσματα της κρίσης του 1997 στην Κορέα. Χρησιμοποιήθηκαν στοιχεία από την περίοδο 1992-2000 από επιχειρήσεις όλων των μεγεθών. Τα αποτελέσματα έδειξαν πως οι μεγάλες και μικρές επιχειρήσεις αντιδρούν διαφορετικά. Οι μεγάλες σε κάποιο βαθμό εγκαταλείπουν τις τράπεζες και καταφεύγουν στις αγορές κεφαλαίων για την χρηματοδότησή τους. Οι μικρές κερδοφόρες επιχειρήσεις αποκτούν πιο εύκολη πρόσβαση στις τράπεζες μετά την κρίση. Υπάρχει μια μετατόπιση της τραπεζικής χρηματοδότησης από τις μεγάλες στις μικρές επιχειρήσεις και ο συγγραφέας διατυπώνει την άποψη πως ένα κομμάτι αυτής της αλλαγής οφείλεται στις βελτιωμένες πρακτικές των τραπεζών.

Οι μακροοικονομικές συνθήκες είναι σαφέστατα ένας σημαντικός παράγοντας που επηρεάζει τις χρηματοδοτικές επιλογές των επιχειρήσεων. Τα αποτελέσματα της έρευνας των (Graham & Harvey, 2001) δείχνουν ότι το 80% των διευθυνόντων συμβούλων έχουν θέσει έναν «στόχο» στο επίπεδο χρέους-μετοχών και εξηγούν τις επιλογές τους στη βάση μιας ισορροπίας κόστους - οφέλους, κάτι που είναι συνεπές με την trade-off theory. Σε έναν τέλειο κόσμο με μηδενικά κόστη μετάβασης, αυτή η προσαρμογή θα γινόταν άμεσα. Οι μακροοικονομικές συνθήκες συνδέονται με αυτά τα κόστη, γιατί περιορίζουν τις επιλογές των επιχειρήσεων, όπως για παράδειγμα την δυνατότητα να αντλήσουν κεφάλαια από τις αγορές ή το τραπεζικό σύστημα όταν αυτό αντιμετωπίζει περιορισμούς εξαιτίας των εξωτερικών συνθηκών. Συνδυάζοντας αυτά τα δεδομένα, παρουσιάζει ερευνητικό ενδιαφέρον το πόσο γρήγορα γίνεται από την πλευρά των επιχειρήσεων αυτή η μετάβαση προς την αναλογία «στόχο». Στην μελέτη των (Douglas and Tang, 2009) εξετάστηκαν αυτά ακριβώς τα θέματα. Οι ερευνητές μελέτησαν ένα δείγμα που είχε διάρκεια 30 χρόνων και πραγματοποίησαν την έρευνα λαμβάνοντας υπόψιν δύο διαφορετικά μοντέλα. Τα αποτελέσματα έδειξαν πως οι επιχειρήσεις προσαρμόζουν το επίπεδο της χρηματοοικονομικής μόχλευσης

γρηγορότερα σε περιόδους με καλές μακροοικονομικές συνθήκες σε σχέση με τις περιόδους κακών μακροοικονομικών συνθηκών.

Τα τελευταία χρόνια έχει απασχολήσει τους ερευνητές η κρίση του 2007-2009 αν και η διάρκειά της δεν ήταν τα ίδια χρόνια σε όλες τις χώρες.

Αναφερόμενοι στην πρόσφατη παγκόσμια κρίση οι (Akbar, Rehman, & Ormrod, 2013) εξέτασαν τις επιπτώσεις της στις χρηματοδοτικές και επενδυτικές αποφάσεις της στις εταιρείες του Ηνωμένου Βασιλείου. Με την χρήση ενός fixed-effect μοντέλου και δεδομένα από περισσότερες από 4500 επιχειρήσεις της χώρας κατέληξαν στο συμπέρασμα πως η κρίση δεν είχε σημαντικές επιπτώσεις στον μακροπρόθεσμο δανεισμό των επιχειρήσεων. Παρόλα αυτά αύξησε την αναλογία χρέους στις επιχειρήσεις κυρίως στον βραχυπρόθεσμο δανεισμό και την χρηματοδότηση από τους προμηθευτές. Παρατηρήθηκε επίσης πως οι επιχειρήσεις προχώρησαν σε διακράτηση μετρητών και έκδοση μετοχών για να αντισταθμίσουν την περιορισμένη παροχή πιστώσεων.

Έχει γίνει κατανοητό από την μέχρι τώρα βιβλιογραφία ότι οι μακροοικονομικές συνθήκες, η δημοσιονομική και η νομισματική πολιτική των χωρών επηρεάζει και τις αποφάσεις χρηματοδότησης των ιδιωτικών επιχειρήσεων. Οι (Mokhova & Zinecker, 2013) με αφορμή την πρόσφατη παγκόσμια οικονομική κρίση που εξελίχθηκε σε ευρωπαϊκή κρίση χρέους προσπάθησαν να ερευνήσουν ακριβώς αυτό με στοιχεία από ανεπτυγμένες και αναπτυσσόμενες χώρες της Ευρώπης κατά την περίοδο 2006-2010. Οι ανεπτυγμένες είναι η Γερμανία και η Γαλλία, οι αναπτυσσόμενες η Τσεχία, η Σλοβακία, η Ουγγαρία, η Πολωνία και η Ελλάδα η οποία κατατάχθηκε στις αναπτυσσόμενες μετά την οικονομική κρίση. Τα αποτελέσματα δείχνουν ότι δεν υπάρχει ένα μοντέλο που να μπορεί να εξηγήσει την κεφαλαιακή διάρθρωση και τον τρόπο που παίρνουν τις αποφάσεις οι διοικήσεις των επιχειρήσεων σε όλες τις χώρες. Το ύψος του δημοσίου χρέους έχει θετική σχέση με την κεφαλαιακή διάρθρωση στις αναπτυσσόμενες χώρες και αρνητική στις ανεπτυγμένες. Στην Ελλάδα που έχει υποστεί πιο έντονα τις συνέπειες της κρίσης, η σχέση με τις περισσότερες μακροοικονομικές μεταβλητές είναι πιο αδύναμη από τις άλλες χώρες. Ο πληθωρισμός παρουσιάζει θετική συσχέτιση στις αναπτυσσόμενες αγορές και την Γερμανία και αρνητική στην Γαλλία και την Ελλάδα. Οι ερευνητές διατυπώνουν την άποψη πως πρέπει να υπάρξει μεγαλύτερη έρευνα, σε μεγαλύτερο δείγμα, και με περισσότερους

εξωτερικούς παράγοντες έτσι που να μπορέσουν να βγουν περισσότερα συμπεράσματα.

Η κρίση χρέους του 2008-2009 ήταν πιο έντονη και έγινε περισσότερο αισθητή στις χώρες του Νότου της Ευρώπης, κάτι που έδωσε αφορμή για έρευνες που επικεντρώθηκαν σε αυτές.

Μία από αυτές είναι η Πορτογαλία και στην εργασία των (Proença, Laureano, & Laureano, 2014) η έρευνα επικεντρώθηκε στις μικρομεσαίες επιχειρήσεις τις χώρας. Ερευνήθηκε ένα δείγμα 12.857 επιχειρήσεων με στοιχεία για την περίοδο 2007-2010. Τα αποτελέσματα δείχνουν ότι υπάρχει διαφορετική σχέση ανάμεσα στο asset structure και το βραχυπρόθεσμο δανεισμό (αρνητική) από ότι τον μακροπρόθεσμο δανεισμό (θετική). Αυτό είναι σύμφωνο με την trade-off theory που εξηγεί πως οι επιχειρήσεις με μεγαλύτερο πάγιο ενεργητικό είναι πιο πιθανό να καταφύγουν σε δανεισμό επειδή το πάγιο ενεργητικό είναι δυνατόν να χρησιμοποιηθεί ως εγγύηση για την λήψη δανείου. Από την άλλη πλευρά η αρνητική σχέση μεταξύ χρέους και κερδοφορίας δείχνει πως οι επιχειρήσεις της χώρας προτιμούν να βασίζονται σε εσωτερική παρά εξωτερική χρηματοδότηση εξαιτίας του μεγάλου κόστους κάτι που είναι σύμφωνο με την pecking order theory. Παρόλα αυτά οι ερευνητές δηλώνουν πως εξαιτίας του περιορισμένου χρονικού διαστήματος που ερευνήθηκε, δεν υπάρχουν κατάλληλα στοιχεία για το πόσο έπαιξε ρόλο η κρίση στις αποφάσεις αυτές.

Η έρευνα των (Balios, Daskalakis, Eriotis, & Vasiliou, 2016) επικεντρώθηκε στις μικρομεσαίες επιχειρήσεις της Ελλάδας και τους παράγοντες που επηρέασαν την κεφαλαιακή τους διάρθρωση την περίοδο της κρίσης. Διάλεξαν να ερευνήσουν τις επιχειρήσεις αυτού του μεγέθους εξαιτίας της μεγάλης σημασίας τους για την ελληνική οικονομία και χρησιμοποίησαν στοιχεία από 8.052 εταιρείες κατά το χρονικό διάστημα 2009-2012. Τα αποτελέσματα είναι αυτά που θα αναμέναμε με βάση την pecking order theory. Υπάρχει αρνητική σχέση μεταξύ του δανεισμού και της κερδοφορίας, κάτι που δηλώνει πως οι ελληνικές επιχειρήσεις προτιμούν την εσωτερική έναντι της εξωτερικής χρηματοδότησης. Η θετική σχέση μεταξύ του μεγέθους και του δανεισμού είναι σύμφωνη με το μεγαλύτερο μέρος της βιβλιογραφίας μέχρι τώρα όπως και το γεγονός πως οι επιχειρήσεις με μεγάλο ρυθμό ανάπτυξης αναζητούν εξωτερική χρηματοδότηση και κυρίως χρηματοδοτούνται με δανεισμό. Το πιο ενδιαφέρον στοιχείο είναι πως δεν φαίνεται να υπάρχει σημαντική μεταβολή αυτών των σχέσεων εξαιτίας της κρίσης. Τα ίδια αποτελέσματα είχαν και αντίστοιχες έρευνες προ κρίσης (Daskalakis & Psillaki,

2008; Psillaki & Daskalakis, 2009). Αυτό το γεγονός βρίσκεται επίσης στο ίδιο πλαίσιο με τα συμπεράσματα της εργασίας των (Proença et al., 2014) για την Πορτογαλία.

Η οικονομική κρίση είναι λογικό ότι περιόρισε τις δυνατότητες δανεισμού των επιχειρήσεων. Ένα θέμα που ήρθε στο προσκήνιο είναι κατά πόσον οι επιχειρήσεις είναι πιθανόν να στραφούν σε εναλλακτικούς τρόπους χρηματοδότησης όταν δεν μπορούν να δανειστούν από το τραπεζικό σύστημα. Η έρευνα των (Casey & O'Toole, 2014) καταρχήν κάνει τον διαχωρισμό ανάμεσα στις επιχειρήσεις που ζήτησαν χρηματοδότηση με τη μορφή τραπεζικών δανείων, πιστωτικών γραμμών, πιστωτικών καρτών ή υπερανάληψης από τραπεζικούς λογαριασμούς και συνάντησαν άρνηση από το τραπεζικό σύστημα ή πήραν λιγότερο από το 75% του ποσού που αιτήθηκαν. (credit-rationed firms). Η δεύτερη κατηγορία είναι οι επιχειρήσεις που ζήτησαν τραπεζική χρηματοδότηση, πήραν προσφορά και την απέρριψαν λόγω υψηλού κόστους. (self-rationed firms). Οι εναλλακτικοί τρόποι χρηματοδότησης που εξετάστηκαν είναι η πίστωση από προμηθευτές, (trade credit), ανεπίσημος δανεισμός και δανεισμός από άλλες εταιρείες και κρατικές επιδοτήσεις. Στην περίπτωση των credit-rationed firms η έρευνα έδειξε πως είναι 9% πιο πιθανό να χρησιμοποιήσουν την πίστωση σαν εναλλακτική μορφή χρηματοδότησης σε σχέση με τις επιχειρήσεις που δεν αντιμετωπίζουν περιορισμούς ενώ στις self-rationed δεν υπάρχει κάποια στατιστικά σημαντική διαφορά. Η σχέση αυτή είναι πιο έντονη όσο μεγαλώνει το μέγεθος των επιχειρήσεων και το ίδιο συμβαίνει και για τις επιχειρήσεις που έχουν καλύτερες προοπτικές. Όσον αφορά την εναλλακτική χρηματοδότηση οι credit-rationed firms είναι 4,5% πιο πιθανόν να χρησιμοποιήσουν ανεπίσημα δάνεια, δάνεια από άλλες επιχειρήσεις ή δάνεια από τους μετόχους ενώ για τις self-rationed firms το ποσοστό είναι 7,9%. Όπως και στην πίστωση από τους προμηθευτές, οι λιγότερο δανεισμένες επιχειρήσεις και αυτές με τις καλύτερες προοπτικές μεγέθυνσης είναι πιο πιθανό να στραφούν στον ανεπίσημο δανεισμό ή σε δάνεια από άλλες επιχειρήσεις. Παρατηρείται όμως και μία σημαντική διαφοροποίηση. Η πίστωση είναι η βασική εναλλακτική για τις επιχειρήσεις που αναζητούν κεφάλαια κίνησης, την στιγμή που οι υπόλοιποι τρόποι εναλλακτικής χρηματοδότησης έχουν μεγαλύτερη σημασία για επιχειρήσεις που αναζητούν κεφάλαια για επενδυτικούς σκοπούς. Τέλος τα ευρήματα της έρευνας συνολικά, δίνουν έμφαση στην μεγάλη εξάρτηση των επιχειρήσεων στην Ευρωζώνη από τον τραπεζικό δανεισμό.

ΔΕΔΟΜΕΝΑ

Οι επιχειρήσεις έχουν κάποιες συγκεκριμένες επιλογές όταν πρέπει να χρηματοδοτήσουν τις ανάγκες τους. Χρέος, ίδια κεφάλαια ή στην πραγματικότητα έναν συνδυασμό αυτών των δύο. Τα ίδια κεφάλαια είναι κεφάλαια που συνεισφέρουν στην εταιρεία οι μέτοχοι και δεν περιμένουν να τα πάρουν πίσω άμεσα. Έχουν σαν στόχο να αυξήσουν την περιουσία τους μέσα από την λειτουργία της επιχείρησης και να βγάλουν κέρδος από αυτήν παίρνοντας πίσω σταδιακά τα κεφάλαιά τους και κάποιο κέρδος, αλλά αν ο στόχος δεν επιτευχθεί η εταιρεία δεν κινδυνεύει. Δεν θα οδηγηθεί σε χρεοκοπία. Από την άλλη πλευρά το χρέος συνδέεται με τους πιστωτές, οι οποίοι πρέπει να πάρουν πίσω τα κεφάλαιά τους με τόκο και σε συμφωνημένο από πριν χρονικό διάστημα. Αυτό αποτελεί ένα ρίσκο για την επιχείρηση, γιατί αν δεν καταφέρει μέσω της λειτουργίας της να εκπληρώσει τις υποχρεώσεις της προς τους πιστωτές, μπορεί να οδηγηθεί στην πτώχευση.

Το χρέος μπορεί να χωριστεί σε μακροπρόθεσμο και βραχυπρόθεσμο όπου το καθένα συνήθως καλύπτει διαφορετικές ανάγκες. Ο μακροπρόθεσμος δανεισμός καλύπτει περισσότερο μακροπρόθεσμες επενδυτικές ανάγκες όπως νέες εγκαταστάσεις και εξοπλισμό, ενώ στον βραχυπρόθεσμο καταφεύγουν συνήθως οι επιχειρήσεις που αντιμετωπίζουν ανάγκες σε κεφάλαιο κίνησης και μικρές ανάγκες αγοράς εξοπλισμού.

Αυτοί οι διαφορετικοί συνδυασμοί χρηματοδότησης των επιχειρήσεων δημιουργούν αυτό που ονομάζεται κεφαλαιακή διάρθρωση (capital structure). Οι λόγοι και ο τρόπος που οι επιχειρήσεις καταλήγουν στον κατάλληλο κάθε φορά συνδυασμό εξαρτάται από πολλούς και διαφορετικούς παράγοντες. Η θεωρία της κεφαλαιακής διάρθρωσης ξεκινάει με το «παράδοξο» των (Modigliani & Miller, 1958) όπου η αξία της επιχείρησης δεν εξαρτάται από το μείγμα που χρησιμοποιείται για την χρηματοδότησή της. Οι δύο μεγαλύτερες θεωρητικές προσεγγίσεις που έχουν αναπτυχθεί, είναι: α) η trade-off theory και β) η pecking order theory. Η πρώτη βασίζεται σε μια επιλογή μεταξύ κόστους – οφέλους του χρέους για τις επιχειρήσεις όπου επιλέγοντας ανάμεσα σε αυτά καταλήγουν στον κατάλληλο συνδυασμό. Το κόστος του χρέους περιλαμβάνει παράγοντες όπως το financial distress, (την οικονομική δυσχέρεια που προκαλείται στην επιχείρηση από το αυξημένο οικονομικό κόστος που έχει να αποπληρώσει), την αυξημένη πιθανότητα πτώχευσης έναντι των δανειστών και στα κόστη αντιπροσώπευσης. Τα οφέλη βρίσκονται στο φορολογικό

όφελος που προκαλούν οι αυξημένοι τόκοι οι οποίοι είναι έξοδο για την εταιρεία, τα λιγότερα κόστη έκδοσης σε σχέση πχ με την αύξηση κεφαλαίου μέσω πρόσβασης σε χρηματαγορές, και τα χαμηλότερα κόστη αντιπροσώπευσης. Η pecking order theory η οποία αναπτύχθηκε από τους Myers (S. C. Myers, 1984) και (Stewart Myers & Majluf, 1984) βασίστηκε κυρίως στην ασυμμετρία πληροφόρησης και είναι η θεωρία που υποστηρίζει πως οι επιχειρήσεις επιλέγουν τις διαφορετικές πηγές με βάση κυρίως μια ιεραρχική κατάταξη των πιθανών επιλογών τους. Πρώτη επιλογή είναι η εσωτερική χρηματοδότηση, δεύτερη ο εξωτερικός δανεισμός και μετά έρχεται η έκδοση νέων μετοχών.

Από τις ερευνητικές προσπάθειες που έχουν πραγματοποιηθεί και με βάση την βιβλιογραφία, οι σημαντικότεροι παράγοντες που επηρεάζουν τις επιλογές δανεισμού των επιχειρήσεων είναι : asset structure, non-debt tax shield (NDTS), size, ROA, growth, liquidity, cash flow. Στην παρούσα έρευνα επειδή ο στόχος είναι να ερευνηθούν οι παραπάνω παράγοντες στο πλαίσιο της πρόσφατης οικονομικής κρίσης, κρίθηκε απαραίτητο να προστεθούν δύο ακόμα. Η μεταβλητή GDP που εκφράζει το μακροοικονομικό περιβάλλον ως το ρυθμό ανάπτυξης του Ακαθάριστου Εγχώριου Προϊόντος, και η επίδραση της οικονομικής κρίσης. Οπότε οι μεταβλητές του μοντέλου που θα ερευνηθεί έχουν ως εξής:

(ASSETSTR): Asset structure = tangible assets / total assets. Η δομή του ενεργητικού εκφρασμένη σαν το πηλίκο των ενσώματων παγίων προς το συνολικό ενεργητικό Σε πολλές μελέτες (Scott, 1977) και (TITMAN & WESSELS, 1988) έχει τονισθεί το γεγονός πως είναι σημαντικός παράγοντας για μία επιχείρηση το ποσοστό των ενσώματων ακινητοποιήσεων στα συνολικά πάγια. Επιχειρήσεις με πολλά ενσώματα πάγια μπορούν να τα χρησιμοποιήσουν ως ενέχυρο και έτσι είναι πιο εύκολο να εκδώσουν χρέος., επειδή αποκτούν πιο εύκολα την εμπιστοσύνη των δανειστών γιατί μειώνουν το ρίσκο τους .

Η μεταβλητή (NDTS), δηλαδή η μείωση του φόρου που προκαλείται από την ύπαρξη δανείων και τόκων είναι το κύριο όφελος του δανεισμού για μία επιχείρηση και παρατηρείται γενικά σημαντική συσχέτιση ανάμεσα στο (NDTS) και το (LTD), (μακροπρόθεσμος δανεισμός) και STD (βραχυπρόθεσμος δανεισμός). Εκφράζεται ως το πηλίκο της υποτίμησης (depreciation) προς το σύνολο του ενεργητικού.

Το μέγεθος (SIZE) σύμφωνα με τους (TITMAN & WESSELS, 1988), παρουσιάζει θετική συσχέτιση με το χρέος. Οι μικρότερες επιχειρήσεις έχουν μεγαλύτερα κόστη συναλλαγών κάτι που το κάνει πιο δύσκολο για αυτές να έχουν πρόσβαση σε εξωτερική χρηματοδότηση. Το μέγεθος έχει οριστεί με βάση την βιβλιογραφία σαν τον φυσικό λογάριθμο του συνόλου του ενεργητικού.

Σύμφωνα με αρκετές μελέτες η μεγέθυνση, (GROWTH), στην παρούσα μελέτη ορισμένη ως ο λόγος της διαφοράς των πωλήσεων με αυτών της προηγούμενης χρονιάς είναι ένα κριτήριο που λαμβάνεται υπόψη από επενδυτές, πιστωτές και μετόχους. Είναι ένα σήμα ότι η εταιρεία δεν πρόκειται να πτωχεύσει, θα καταφέρει να αποπληρώσει τις υποχρεώσεις της και αυτό την κάνει να μπορεί να δέχεται πιο ευνοϊκούς όρους χρηματοδότησης από τους ενδιαφερόμενους επενδυτές. (Ross, 1977). Πάντως υπάρχουν αντικρουόμενες απόψεις για το αν το GROWTH έχει θετική ή αρνητική συσχέτιση με το χρέος, και για αυτό πιστεύω ότι είναι ενδιαφέρον να ερευνηθεί. Σύμφωνα με τους (Jensen, 1986) και (Stulz, 1990) η μεγέθυνση αναγνωρίζεται σαν θετικό στοιχείο από τους επενδυτές, κάνοντας τον δανεισμό πιο εύκολο και άρα υπάρχει θετική συσχέτιση. Αντιθέτως σύμφωνα με τον (Hovakimian, Opler, & TITMAN, 2001) οι εταιρείες προτιμούν να προχωρούν σε χρηματοδότηση μέσω διακράτησης κερδών όταν και έτσι η συσχέτιση με τον δανεισμό είναι αρνητική.

Η επόμενη μεταβλητή που εξετάζεται είναι η (LIQ) (Liquidity = current assets/current liabilities), Η ρευστότητα, εκφρασμένη ως κυκλοφορούν ενεργητικό προς απαιτητές υποχρεώσεις είναι ένα κριτήριο ικανότητας της επιχείρησης να καλύψει τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της. Με βάση την βιβλιογραφία η ρευστότητα έχει αρνητική συσχέτιση με το χρέος μια και οι επιχειρήσεις θα χρησιμοποιούν την ρευστότητα για να χρηματοδοτήσουν τις επενδύσεις τους, σύμφωνα με τους (Proença et al., 2014), επιχειρήσεις με μεγάλο δείκτη ρευστότητας δείχνουν προτίμηση σε LTD σε σχέση με STD. Από την άλλη πλευρά, για τους επενδυτές μία επιχείρηση με χαμηλό τον σχετικό δείκτη, είναι πιο πιθανό να είναι κοντά στην χρεοκοπία και συνεπώς να μην είναι διατεθειμένοι να την δανείσουν.

Όσον αφορά το free cash flow (CF), οι έρευνες των (Jensen, 1986) και (Stulz, 1990) δείχνουν πως οι εταιρείες με υψηλές ταμειακές ροές, τείνουν να εκδίδουν περισσότερο χρέος προκειμένου να ωθήσουν τους διευθυντές να πάρουν τις σωστές επενδυτικές αποφάσεις αντί να σπαταλούν αυτές τις ροές σε επενδύσεις με χαμηλότερη απόδοση από το κόστος κεφαλαίου. Άλλες έρευνες όμως έχουν δείξει πως οι

επιχειρήσεις τείνουν εφόσον έχουν την δυνατότητα να χρηματοδοτούν εσωτερικά τις επενδύσεις τους, έτσι που η σχέση μεταξύ cash flow και χρέους να είναι αρνητική.

CRISIS: Η έρευνα πραγματοποιήθηκε με σκοπό να ερευνηθεί πως εξελίχθηκαν αυτοί οι παράγοντες σε μία από τις πιο ενδιαφέρουσες ερευνητικά περιόδους της εποχής, την περίοδο της κρίσης χρέους στην Ευρώπη. Για αυτό επιλέχθηκε να ερευνηθούν συγκριτικά οι χώρες Ελλάδα, Ιταλία, Ισπανία και Πορτογαλία. Η περίοδος που ερευνήθηκε είναι τα έτη 2006-2016. Η μεταβλητή CRISIS που προστέθηκε στο μοντέλο για να εξεταστεί αν η κρίση επηρέασε την διάρθρωση του κεφαλαίου των επιχειρήσεων και τον μακροπρόθεσμο και βραχυπρόθεσμο δανεισμό, χρησιμοποιήθηκε με την παραδοχή πως η κρίση ήταν την περίοδο 2008-2013. Το 2008 ήταν η χρονιά που η Ελλάδα και η Ιταλία παρουσίασαν για πρώτη φορά αρνητικό ρυθμό ανάπτυξης, (-0,3% και -1,1% αντίστοιχα), και το 2014 ήταν η πρώτη χρονιά αυτής της περιόδου που όλες οι χώρες είχαν περάσει από αρνητικό σε θετικό ρυθμό ανάπτυξης. Στα χρόνια της κρίσης η μεταβλητή CRISIS έχει την τιμή 1 και στα υπόλοιπα την τιμή 0.

GDP: Η μεταβολή του Ακαθάριστου Εγχώριου Προϊόντος σε κάθε χώρα, σε ποσοστιαία βάση για κάθε χρόνο.

Συνοψίζοντας, ο σκοπός της έρευνας αυτής είναι να μελετήσει την σχέση μεταξύ των παραγόντων που επηρεάζουν την κεφαλαιακή διάρθρωση των επιχειρήσεων και τις επιλογές τους όσον αφορά τον δανεισμό, μακροπρόθεσμο και βραχυπρόθεσμο, στα χρόνια της πρόσφατης οικονομικής κρίσης.

Οι εξαρτημένες μεταβλητές με βάση την βιβλιογραφία είναι:

TDTA: total debt to total assets σαν κριτήριο της μόχλευσης, της επιλογής της επιχείρησης να δανειστεί, αλλιώς η κεφαλαιακή διάρθρωση εκφρασμένη ως ο λόγος του συνολικού χρέους προς το σύνολο του ενεργητικού

LTD: non-current liabilities to total assets, η επιλογή μακροπρόθεσμου δανεισμού των επιχειρήσεων

STD: current liabilities to total assets, Ο βραχυπρόθεσμος δανεισμός, που εκφράζεται ως ο λόγος των τρεχουσών υποχρεώσεων προς το σύνολο του ενεργητικού

Και οι ανεξάρτητες μεταβλητές όπως αναφέραμε: ASSETSTR, NDTs, SIZE, ROA, GROWTH, LIQ, CF, CRISIS, GDP

Τα μοντέλα θα εξεταστούν για να ερευνηθεί κατά πόσον οι μεταβλητές που αναφέρθηκαν, ερμηνεύουν τα εξής:

- 1) Η κεφαλαιακή διάρθρωση της επιχείρησης όπως εκφράζεται από την μεταβλητή $TDTA = \text{TOTAL LIABILITIES}/\text{TOTAL ASSETS}$ εξαρτάται από τις μεταβλητές $ASSETSTR$, $NDTS$, $SIZE$, ROA , $GROWTH$, LIQ , CF , $CRISIS$, GDP όπως αυτές έχουν οριστεί προηγουμένως.
- 2) Ο μακροπρόθεσμος δανεισμός της επιχείρησης όπως εκφράζεται από την μεταβλητή LTD εξαρτάται από τις μεταβλητές $ASSETSTR$, $NDTS$, $SIZE$, ROA , $GROWTH$, LIQ , CF , $CRISIS$, GDP όπως αυτές έχουν οριστεί προηγουμένως.
- 3) Ο βραχυπρόθεσμος δανεισμός της επιχείρησης όπως εκφράζεται από την μεταβλητή STD εξαρτάται από τις μεταβλητές $ASSETSTR$, $NDTS$, $SIZE$, ROA , $GROWTH$, LIQ , CF , $CRISIS$, GDP όπως αυτές έχουν οριστεί προηγουμένως.

Τα τρία αυτά μοντέλα εξετάστηκαν για κάθε μία από τις χώρες της έρευνας, την Ελλάδα, την Ιταλία, την Ισπανία και την Πορτογαλία. Το δείγμα αποτελείται από εισηγμένες επιχειρήσεις στις χρηματαγορές των υπό εξέταση χωρών.

ΠΕΡΙΓΡΑΦΙΚΗ ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΗ

Τα δεδομένα περιγραφικής στατιστικής για κάθε χώρα όπως φαίνεται στους πίνακες που ακολουθούν έχουν ως εξής:

ΙΤΑΛΙΑ

Βλέπουμε πως στην Ιταλία οι επιχειρήσεις χρηματοδοτούνται περισσότερο με δανειακά κεφάλαια παρά με ίδια, μια και ο μέσος της μεταβλητής είναι περίπου 73% για την υπό εξέταση περίοδο και η τυπική απόκλιση είναι -0,19. Η μεταβλητή $GROWTH$ είναι αρνητική -0,65 σε αυτό το χρονικό διάστημα, κάτι αναμενόμενο σε μια περίοδο οικονομικής κρίσης, όπως βλέπουμε και από την μεταβλητή GDP ο μέσος ρυθμός μεταβολής του Ακαθάριστου Εγχώριου Προϊόντος αυτή την περίοδο ήταν -0,3%. Επίσης βλέπουμε ότι οι επιχειρήσεις χρηματοδοτούνται περισσότερο με μακροπρόθεσμο παρά με βραχυπρόθεσμο δανεισμό. (LTD 0,3879 σε σύγκριση με STD

0,3467). Επίσης βλέπουμε πως η Ιταλία παρουσιάζει το μεγαλύτερο μέγεθος στις επιχειρήσεις από όλες τις χώρες όπως προκύπτει από την μεταβλητή SIZE (10,21)

ΕΛΛΑΔΑ

Στην Ελλάδα η χρηματοδότηση των επιχειρήσεων είναι σχεδόν μοιρασμένη, με μέσο 0,56 και διάμεσο στο ίδιο περίπου επίπεδο (0,58). Παρόλα αυτά παρατηρούμε μια μεγαλύτερη αναλογία βραχυπρόθεσμου δανεισμού σε σχέση με τον μακροπρόθεσμο (STD 0,3298 LTD 0,23) πράγμα που ίσως δείχνει ένα πρόβλημα ρευστότητας στις επιχειρήσεις και όχι τόσο δανεισμό για πραγματοποίηση επενδύσεων. Επίσης το GROWTH είναι αρνητικό δείχνοντας την δύσκολη περίοδο που πέρασαν οι επιχειρήσεις στην χώρα και είναι χειρότερο από όλες τις χώρες εκτός της Ιταλίας.

ΙΣΠΑΝΙΑ

Στην Ισπανία η επιλογή μεταξύ LTD και STD είναι περίπου μοιρασμένη με το STD στο 0,35 και το LTD στο 0,36. Παρατηρείται σαφής διαφορά υπέρ της χρηματοδότησης με δανειακά έναντι ιδίων κεφαλαίων (TDTA 0,71), το δεύτερο μεγαλύτερο μέγεθος μετά την Ιταλία. Η μεταβλητή GROWTH δείχνει και εδώ έντονα ότι μιλάμε για περίοδο μεγάλης κρίσης και οι επιχειρήσεις αντιμετωπίζουν μεγάλες προκλήσεις.

ΠΟΡΤΟΓΑΛΙΑ

Στην Πορτογαλία επίσης υπάρχει σαφής τάση στις επιχειρήσεις για δανεισμό με ξένα κεφάλαια, όπως βλέπουμε από τον μέσο της μεταβλητής TDTA (0,67) ενώ δεν υπάρχει σημαντική διαφορά ανάμεσα στον μακροπρόθεσμο και τον βραχυπρόθεσμο δανεισμό. (STD 0,3334 και LTD 0,3371). Επίσης αξίζει να τονιστεί ότι η Πορτογαλία έχει τις επιχειρήσεις με το μικρότερο μέγεθος (6,71) οι οποίες έχουν αποφύγει οριακά την συρρίκνωση στο σύνολο αυτής της περιόδου.

ITAAIA	TDTA	STD	LTD	ASSETSTR	NDTS	SIZE	ROA	GROWTH	LIQ	CF	CRISIS	GDP
Mean	0,734732083	0,346763509	0,387968574	0,085892883	0,005503658	10,21517649	3,806561765	-0,653077325	1,642078689	406,8165283	0,545454545	-0,3
Standard Error	0,00972062	0,010210255	0,010517581	0,010378423	0,00053623	0,096141517	0,277561113	0,800205638	0,136099699	143,3651398	0,023764883	0,10428786
Median	0,774319881	0,293553396	0,384169804	0,051722763	0	10,19061784	2,845	0,019179542	1,2	23,8	1	0,6
Standard Deviation	0,191474018	0,201118708	0,207172315	0,204431222	0,010117575	1,893768251	5,117974045	14,38145637	2,376879059	2333,815391	0,498496393	2,187560608
Sample Variance	0,0366623	0,040448735	0,042920368	0,041792125	0,000102365	3,58635819	26,19365833	206,8262872	5,64955406	5446694,279	0,248498654	4,785421412
Minimum	0,184970685	0,004653589	0,007732273	-0,61362666	-0,010953487	4,506454213	-8,21	-255,6938776	0,247	-11641,8	0	-5,5
Maximum	1,004989309	0,959803917	0,955045312	0,673027072	0,059006863	14,21575406	29	30,60639039	31,7	12389,2	1	2
Count	388	388	388	388	356	388	340	323	305	265	440	440
Confidence Level (95.0%)	0,019111836	0,020074514	0,02067875	0,02040515	0,001054588	0,189025064	0,545958952	1,574291431	0,267816735	282,2845979	0,046707085	0,204965532

ITAAIA	ASSETSTR	NDTS	SIZE	ROA	GROWTH	LIQ	CF	CRISIS	GDP
ASSETSTR	1								
NDTS	-0,1565	1							
SIZE	-0,26737	-0,09018	1						
ROA	0,172968	0,100686	-0,6259	1					
GROWTH	0,012203	0,025987	-0,05986	0,0482	1				
LIQ	0,085354	-0,18112	-0,09862	-0,045	-0,01351	1			
CF	-0,13228	-0,11529	0,096134	-0,0493	0,010953	-0,05156	1		
CRISIS	-0,04421	0,010105	0,018897	-0,0539	-0,03553	0,07332	-0,05135	1	
GDP	0,040128	0,008972	-0,02174	0,0504	0,109494	-0,05566	-0,04666	-0,58489	1

Οι εξαρτημένες μεταβλητές του μοντέλου είναι: 1)TDTA:Η κεφαλαιακή διάρθρωση εκφρασμένη ως ο λόγος του συνολικού χρέους προς το σύνολο του ενεργητικού, 2)STD:Ο βραχυπρόθεσμος δανεισμός, που εκφράζεται ως ο λόγος των τρεχουσών υποχρεώσεων (current liabilities) προς το σύνολο του ενεργητικού, 3)LTD: Ο μακροπρόθεσμος δανεισμός που εκφράζεται ως ο λόγος των μη τρεχουσών υποχρεώσεων (non-current liabilities) προς το σύνολο του ενεργητικού. Οι εξαρτημένες μεταβλητές του μοντέλου: 1)assetstr: (asset structure) Η δομή του ενεργητικού εκφρασμένη σαν το ηλίκο των ενσώματων παγίων προς το συνολικό ενεργητικό 2)ndts: non debt tax shield. Το φορολογικό όφελος που προκύπτει από τον δανεισμό, εκφράζεται ως το ηλίκο της υποτίμησης (depreciation) προς το σύνολο του ενεργητικού, 3)size: Το μέγεθος της επιχείρησης, εκφράζεται σαν τον φυσικό λογάριθμο του συνόλου του ενεργητικού.), 4)roa: Δείκτης απόδοσης ενεργητικού, εκφράζεται ως καθαρά κέρδη προς σύνολο ενεργητικού, 5)growth: Η μεγέθυνση, εκφράζεται ως η διαφορά των πωλήσεων, προς τις πωλήσεις της προηγούμενης χρονιάς 6)liq: Η ρευστότητα, εκφρασμένη ως κυκλοφορούν ενεργητικό προς απαιτητές υποχρεώσεις, 7)cf: οι ελεύθερες ταμειακές ροές, 8)crisis: δυαδική μεταβλητή που αντιπροσωπεύει την συνέπεια της οικονομικής κρίσης. (τιμή 1 τα έτη 2008-2013, τιμή 0 τα έτη 2006-2008,2014-2016), 9)gdp: ετήσιος ρυθμός μεταβολής ΑΕΠ

ΕΛΛΑΔΑ	TDTA	STD	LTD	ASSETSTR	NDTS	SIZE	ROA	GROWTH	LIQ	CF	CRISIS	GDP
Mean	0,560723	0,329892	0,230831	0,35401	0,001697	6,710332	2,007603	-0,03461	2,25831	42,14204	0,545455	-1,86364
Standard Error	0,008498	0,008047	0,005921	0,009847	0,000253	0,080493	0,446923	0,148756	0,119466	12,00468	0,019237	0,164958
Median	0,583353	0,296175	0,202377	0,348611	0	6,416078	1,48	0	1,515	2,52	1	-0,3
Standard Deviation	0,215814	0,204368	0,15037	0,250073	0,006313	2,044272	10,99286	3,643765	2,901829	298,4317	0,498301	4,27301
Sample Variance	0,046576	0,041766	0,022611	0,062536	3,99E-05	4,179048	120,843	13,27702	8,420612	89061,48	0,248304	18,25862
Minimum	0,016327	0,012173	0	-0,19032	-0,01388	0,832909	-40,9	-46	0,259	-989,2	0	-9,1
Maximum	1,066363	1,001038	0,656648	0,982143	0,071084	11,99852	182,3	67,37008	35,3	6262	1	5,7
Count	645	645	645	645	622	645	605	600	590	618	671	671
Confidence Level (95.0%)	0,016686	0,015802	0,011626	0,019335	0,000497	0,158061	0,877712	0,292147	0,234632	23,57499	0,037771	0,323896

ΕΛΛΑΔΑ	ASSETSTR	NDTS	SIZE	ROA	GROWTH	LIQ	CF	CRISIS	GDP
ASSETSTR	1								
NDTS	0,008902	1							
SIZE	-0,59893	0,005449	1						
ROA	0,104488	-0,09907	-0,01824	1					
GROWTH	-0,02968	-0,08463	0,051723	0,1066	1				
LIQ	0,560837	0,220006	-0,33162	-0,03488	-0,34106	1			
CF	-0,06668	0,11204	0,118745	0,007677	-0,00374	-0,05552	1		
CRISIS	-0,00825	-0,00846	0,034699	-0,13426	-0,05153	-0,01597	-0,02713	1	
GDP	0,027848	0,013795	-0,02272	0,189936	0,073985	-0,00214	0,070398	-0,79182	1

Οι εξαρτημένες μεταβλητές του μοντέλου είναι: 1)TDTA:Η κεφαλαιακή διάρθρωση εκφρασμένη ως ο λόγος του συνολικού χρέους προς το σύνολο του ενεργητικού, 2)STD:Ο βραχυπρόθεσμος δανεισμός, που εκφράζεται ως ο λόγος των τρεχουσών υποχρεώσεων (current liabilities) προς το σύνολο του ενεργητικού, 3)LTD: Ο μακροπρόθεσμος δανεισμός που εκφράζεται ως ο λόγος των μη τρεχουσών υποχρεώσεων (non-current liabilities) προς το σύνολο του ενεργητικού. Οι εξαρτημένες μεταβλητές του μοντέλου: 1)assetstr: (asset structure) Η δομή του ενεργητικού εκφρασμένη σαν το πηλίκο των ενσώματων παγίων προς το σύνολο ενεργητικό 2)ndts: non debt tax shield. Το φορολογικό όφελος που προκύπτει από τον δανεισμό, εκφράζεται ως το πηλίκο της υποτίμησης (depreciation) προς το σύνολο του ενεργητικού, 3)size: Το μέγεθος της επιχείρησης, εκφράζεται σαν τον φυσικό λογάριθμο του συνόλου του ενεργητικού., 4)roa: Δείκτης απόδοσης ενεργητικού, εκφράζεται ως καθαρά κέρδη προς σύνολο ενεργητικού, 5)growth: Η μεγέθυνση, εκφράζεται ως η διαφορά των πωλήσεων, προς τις πωλήσεις της προηγούμενης χρονιάς 6)liq: Η ρευστότητα, εκφρασμένη ως κυκλοφορούν ενεργητικό προς απαιτητές υποχρεώσεις, 7)cf: οι ελεύθερες ταμειακές ροές, 8)crisis: δυαδική μεταβλητή που αντιπροσωπεύει την συνέπεια της οικονομικής κρίσης. (τιμή 1 τα έτη 2008-2013, τιμή 0 τα έτη 2006-2008,2014-2016), 9)gdp: ετήσιος ρυθμός μεταβολής ΑΕΠ

ΙΣΠΑΝΙΑ	TDTA	STD	LTD	ASSETSTR	NDTS	SIZE	ROA	GROWTH	LIQ	CF	CRISIS	GDP
Mean	0,717864274	0,353774	0,36409	0,124834	0,00649	10,18711	3,746537	-0,01785	1,192509	-169,19	0,545455	0,727273
Standard Error	0,009814912	0,012591	0,0104	0,013244	0,000648	0,098206	0,367594	0,045072	0,035987	172,9519	0,02541	0,13514
Median	0,737227197	0,253911	0,370357	0,109599	0,006358	10,27856	2,985	0,027624	1,1	0	1	1,1
Standard Deviation	0,179910312	0,230797	0,190627	0,242762	0,011175	1,800144	6,017769	0,732327	0,59678	2096,931	0,498578	2,651633
Sample Variance	0,03236772	0,053267	0,036339	0,058933	0,000125	3,240519	36,21354	0,536303	0,356147	4397119	0,24858	7,031155
Minimum	0,174815807	0,014254	0,011805	-0,75524	-0,0525	6,603673	-42,1	-5,30463	0,22	-10471,2	0	-3,6
Maximum	1,049912193	0,867002	0,865931	0,742979	0,063489	14,33069	34,4	2,17746	3,81	7840,3	1	4,2
Count	336	336	336	336	297	336	268	264	275	147	385	385
Confidence Level (95.0%)	0,019306625	0,024767	0,020457	0,026051	0,001276	0,193178	0,723751	0,088747	0,070847	341,8128	0,04996	0,265706

ΙΣΠΑΝΙΑ	ASSETSTR	NDTS	SIZE	ROA	GROWTH	LIQ	CF	CRISIS	GDP
ASSETSTR	1								
NDTS	0,076374191	1							
SIZE	-0,29713982	-0,25478	1						
ROA	0,300604311	0,192278	-0,36087	1					
GROWTH	-0,02747682	0,191839	-0,0585	0,068905	1				
LIQ	0,317339136	-0,0483	-0,27031	0,198252	0,049695	1			
CF	0,084415156	-0,1006	-0,07044	-0,03159	-0,15219	0,040602	1		
CRISIS	-0,05724464	0,026934	0,055922	-0,01779	0,004311	0,006207	-0,07007	1	
GDP	0,078596512	0,003685	-0,05615	0,042566	0,011114	-0,02939	0,056215	-0,85928	1

Οι εξαρτημένες μεταβλητές του μοντέλου είναι: 1)TDTA:Η κεφαλαιακή διάρθρωση εκφρασμένη ως ο λόγος του συνολικού χρέους προς το σύνολο του ενεργητικού, 2)STD:Ο βραχυπρόθεσμος δανεισμός, που εκφράζεται ως ο λόγος των τρεχουσών υποχρεώσεων (current liabilities) προς το σύνολο του ενεργητικού, 3)LTD: Ο μακροπρόθεσμος δανεισμός που εκφράζεται ως ο λόγος των μη τρεχουσών υποχρεώσεων (non-current liabilities) προς το σύνολο του ενεργητικού. Οι εξαρτημένες μεταβλητές του μοντέλου: 1)assetstr: (asset structure) Η δομή του ενεργητικού εκφρασμένη σαν το πηλίκο των ενσώματων παγίων προς το συνολικό ενεργητικό 2)ndts: non debt tax shield. Το φορολογικό όφελος που προκύπτει από τον δανεισμό, εκφράζεται ως το πηλίκο της υποτίμησης (depreciation) προς το σύνολο του ενεργητικού, 3)size: Το μέγεθος της επιχείρησης, εκφράζεται σαν τον φυσικό λογάριθμο του συνόλου του ενεργητικού., 4)roa: Δείκτης απόδοσης ενεργητικού, εκφράζεται ως καθαρά κέρδη προς σύνολο ενεργητικού, 5)growth: Η μεγέθυνση, εκφράζεται ως η διαφορά των πωλήσεων, προς τις πωλήσεις της προηγούμενης χρονιάς 6)liq: Η ρευστότητα, εκφρασμένη ως κυκλοφορούν ενεργητικό προς απαιτητές υποχρεώσεις, 7)cf: οι ελεύθερες ταμειακές ροές, 8)crisis: δυαδική μεταβλητή που αντιπροσωπεύει την συνέπεια της οικονομικής κρίσης. (τιμή 1 τα έτη 2008-2013, τιμή 0 τα έτη 2006-2008,2014-2016), 9)gdp: ετήσιος ρυθμός μεταβολής ΑΕΠ

ΠΟΡΤΟΓΑΛΙΑ	TDTA	STD	LTD	ASSETSTR	NDTS	SIZE	ROA	GROWTH	LIQ	CF	CRISIS	GDP
Mean	0,670652	0,333496	0,337155	0,127042	0,010547	8,28363	2,951326	0,039874	1,202413	75,67308	0,545455	0,045455
Standard Error	0,012061	0,012271	0,011945	0,018103	0,00082	0,11798	0,2868	0,033473	0,065562	41,73748	0,035476	0,14912
Median	0,685837	0,29913	0,325907	0,11236	0,008723	8,444638	3,17	0,008847	0,973	13,7	1	0,9
Standard Deviation	0,16625	0,16915	0,164657	0,249539	0,010936	1,626241	3,794011	0,429965	0,87716	526,2895	0,499192	2,098308
Sample Variance	0,027639	0,028612	0,027112	0,06227	0,00012	2,644661	14,39452	0,18487	0,769409	276980,7	0,249192	4,402898
Minimum	0,031864	0,031269	6,78E-05	-0,63805	0	5,378052	-24,1	-1,7036	0,259	-2130,8	0	-4
Maximum	0,960055	0,833897	0,703391	0,968136	0,085585	11,8273	9,38	3,986479	7,65	3369,1	1	2,5
Count	190	190	190	190	178	190	175	165	179	159	198	198
Confidence Level (95.0%)	0,023792	0,024207	0,023564	0,035711	0,001618	0,232727	0,566055	0,066093	0,129379	82,43536	0,069962	0,294077

ΠΟΡΤΟΓΑΛΙΑ	ASSETSTR	NDTS	SIZE	ROA	GROWTH	LIQ	CF	CRISIS	GDP
ASSETSTR	1								
NDTS	-0,20729	1							
SIZE	-0,34971	-0,05976	1						
ROA	-0,1576	0,14499	-0,18063	1					
GROWTH	-0,11592	0,123831	-0,11162	0,144948	1				
LIQ	0,614087	-0,11444	-0,23914	-0,21036	-0,11754	1			
CF	-0,13182	0,06312	0,112873	0,088095	0,064298	0,014415	1		
CRISIS	-0,12523	-0,08615	0,091502	-0,08754	0,014071	-0,14108	0,015169	1	
GDP	0,085952	0,080836	-0,05932	0,065036	-0,00463	0,10649	-0,09807	-0,70419	1

Οι εξαρτημένες μεταβλητές του μοντέλου είναι: 1)TDTA:Η κεφαλαιακή διάρθρωση εκφρασμένη ως ο λόγος του συνολικού χρέους προς το σύνολο του ενεργητικού, 2)STD:Ο βραχυπρόθεσμος δανεισμός, που εκφράζεται ως ο λόγος των τρεχουσών υποχρεώσεων (current liabilities) προς το σύνολο του ενεργητικού, 3)LTD: Ο μακροπρόθεσμος δανεισμός που εκφράζεται ως ο λόγος των μη τρεχουσών υποχρεώσεων (non-current liabilities) προς το σύνολο του ενεργητικού. Οι εξαρτημένες μεταβλητές του μοντέλου: 1)assetstr: (asset structure) Η δομή του ενεργητικού εκφρασμένη σαν το πηλίκο των ενσώματων παγίων προς το συνολικό ενεργητικό 2)ndts: non debt tax shield. Το φορολογικό όφελος που προκύπτει από τον δανεισμό, εκφράζεται ως το πηλίκο της υποτίμησης (depreciation) προς το σύνολο του ενεργητικού, 3)size: Το μέγεθος της επιχείρησης, εκφράζεται σαν τον φυσικό λογάριθμο του συνόλου του ενεργητικού., 4)roa: Δείκτης απόδοσης ενεργητικού, εκφράζεται ως καθαρά κέρδη προς σύνολο ενεργητικού, 5)growth: Η μεγέθυνση, εκφράζεται ως η διαφορά των πωλήσεων, προς τις πωλήσεις της προηγούμενης χρονιάς 6)liq: Η ρευστότητα, εκφρασμένη ως κυκλοφορούν ενεργητικό προς απαιτητές υποχρεώσεις, 7)cf: οι ελεύθερες ταμειακές ροές, 8)crisis: διαδική μεταβλητή που αντιπροσωπεύει την συνέπεια της οικονομικής κρίσης. (τιμή 1 τα έτη 2008-2013, τιμή 0 τα έτη 2006-2008,2014-2016), 9)gdp: ετήσιος ρυθμός μεταβολής ΑΕΠ

ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ

Τα αποτελέσματα από το μοντέλα που εξετάσαμε για τις τέσσερις διαφορετικές χώρες φαίνονται στους πίνακες που ακολουθούν για την κάθε χώρα ξεχωριστά:

ΙΤΑΛΙΑ

ΙΤΑΛΙΑ	TDTA	STD	LTD
assetstr	-0.322***	0.0614	-0.384***
	(-6.72)	(1.87)	(-11.19)
ndts	-1.667*	1.749***	-3.416***
	(-2.30)	(3.44)	(-5.45)
size	0.0213**	-0.0194***	0.0407***
	(3.01)	(-3.70)	(6.62)
roa	-0.00593**	-0.000925	-0.00501**
	(-2.88)	(-0.52)	(-2.90)
growth	0.00144	0.00555***	-0.00411**
	(0.93)	(5.47)	(-3.06)
liq	0.00487	-0.0361***	0.0409***
	(1.15)	(-5.42)	(5.82)
cf	0.00000591*	0.0000137***	-0.00000782***
	(2.52)	(5.03)	(-3.54)
crisis	0.0158	0.0458*	-0.0300
	(0.63)	(2.06)	(-1.35)
gdp	0.00272	0.00645	-0.00374
	(0.47)	(1.19)	(-0.69)
_cons	0.509***	0.498***	0.0111
	(6.00)	(7.72)	(0.15)
t statistics in parentheses			
* p<0.05, ** p<0.01, *** p<0.001	R ² =0,3691	R ² =0,2872	R ² =0,5547

Οι εξαρτημένες μεταβλητές του μοντέλου είναι: 1)TDTA:Η κεφαλαιακή διάρθρωση εκφρασμένη ως ο λόγος του συνολικού χρέους προς το σύνολο του ενεργητικού, 2)STD:Ο βραχυπρόθεσμος δανεισμός, που εκφράζεται ως ο λόγος των τρεχουσών υποχρεώσεων (current liabilities) προς το σύνολο του ενεργητικού, 3)LTD: Ο μακροπρόθεσμος δανεισμός που εκφράζεται ως ο λόγος των μη τρεχουσών υποχρεώσεων (non-current liabilities) προς το σύνολο του ενεργητικού. Οι εξαρτημένες μεταβλητές του μοντέλου: 1)assetstr: (asset structure) Η δομή του ενεργητικού εκφρασμένη σαν το πηλίκο των ενσώματων παγίων προς το συνολικό ενεργητικό 2)ndts: non debt tax shield. Το φορολογικό όφελος που προκύπτει από τον δανεισμό, εκφράζεται ως το πηλίκο της υποτίμησης (depreciation) προς το σύνολο του ενεργητικού, 3)size: Το μέγεθος της επιχείρησης, εκφράζεται σαν τον φυσικό λογάριθμο του συνόλου του ενεργητικού., 4)roa: Δείκτης απόδοσης ενεργητικού, εκφράζεται ως καθαρά κέρδη προς σύνολο ενεργητικού, 5)growth: Η μεγέθυνση, εκφράζεται ως η διαφορά των πωλήσεων, προς τις πωλήσεις της προηγούμενης χρονιάς 6)liq: Η ρευστότητα, εκφρασμένη ως κυκλοφορούν ενεργητικό προς απαιτητές υποχρεώσεις, 7)cf: οι ελεύθερες ταμειακές ροές, 8)crisis: δυαδική μεταβλητή που αντιπροσωπεύει την συνέπεια της οικονομικής κρίσης. (τιμή 1 τα έτη 2008-2013, τιμή 0 τα έτη 2006-2008,2014-2016), 9)gdp: ετήσιος ρυθμός μεταβολής ΑΕΠ

Λαμβάνοντας υπόψιν το R^2 βλέπουμε ότι τα μοντέλα εξηγούν το 36,9% των μεταβολών στην επιλογή χρέους, το 28,7% στο βραχυπρόθεσμο δανεισμό, και το μεγαλύτερο ποσοστό, 55,47% στον μακροπρόθεσμο δανεισμό.

Στην περίπτωση της Ιταλίας και όσον αφορά την κεφαλαιακή διάρθρωση (TDTA) βλέπουμε πως υπάρχει αρνητική συσχέτιση με την μεταβλητή ASSETSTR και μάλιστα είναι στατιστικά πολύ σημαντική. Αυτό σημαίνει πως οι επιχειρήσεις με υψηλά ενσώματα πάγια επιλέγουν να δανειστούν λιγότερο από αυτές που δεν έχουν. Αυτό είναι σύμφωνο και με έρευνες όπως των (Balios et al., 2016) για την περίπτωση της Ελλάδας. Πολύ σημαντική είναι επίσης η αρνητική συσχέτιση που παρατηρείται με το ROA δείχνοντας πως οι επιχειρήσεις που χρησιμοποιούν αποδοτικά τα κεφάλαιά τους δεν καταφεύγουν σε εξωτερικό δανεισμό. Αυτό επίσης είναι συνεπές με την pecking order theory (S. C. Myers, 1984) , μας επιβεβαιώνει την υπόθεση ότι οι επιχειρήσεις επιλέγουν ιεραρχικά τις χρηματοδοτικές τους επιλογές και η πρώτη επιλογή είναι η εσωτερική χρηματοδότηση. Στατιστικά πολύ σημαντική είναι επίσης η συσχέτιση με το μέγεθος της επιχείρησης κάτι που δείχνει πως οι μεγαλύτερες επιχειρήσεις έχουν υψηλότερο δανεισμό εκφράζοντας ίσως την καλύτερη πρόσβαση που έχουν ειδικά αυτή την περίοδο που οι δυνατότητες δανεισμού έχουν περιοριστεί. Όπως έχουν μελετήσει και οι (TITMAN & WESSELS, 1988), οι μεγαλύτερες επιχειρήσεις έχουν μικρότερα κόστη συναλλαγών και αυτό τις διευκολύνει να δανειστούν. Οι παράγοντες της κρίσης και του ρυθμού ανάπτυξης της χώρας δεν φαίνεται να έχουν σημαντική σχέση με βάση την έρευνα.

Όσον αφορά τον δανεισμό παρατηρούμε ότι υπάρχει μια πολύ σημαντική συσχέτιση μεταξύ του NDTS και του δανεισμού αλλά θετική στον βραχυπρόθεσμο (STD) και αρνητική στον μακροπρόθεσμο (LTD). Σύμφωνα με την trade off theory, το φορολογικό όφελος είναι ένα από τα μεγάλα οφέλη του δανεισμού, όταν οι επιχειρήσεις προσπαθούν να κάνουν τις επιλογές τους στη βάση του κόστους – οφέλους. Το μέγεθος είναι επίσης μια πολύ σημαντική παράμετρος από την οποία φαίνεται πως οι μεγάλες επιχειρήσεις καταφεύγουν περισσότερο στον μακροπρόθεσμο δανεισμό σε σχέση με τον βραχυπρόθεσμο ίσως λόγω της καλύτερης πρόσβασης που έχουν σε αυτόν και την δυνατότητα που τους δίνει να αναπτύξουν τα επενδυτικά τους σχέδια. Όπως έχει γίνει γνωστό από την θεωρία, (TITMAN & WESSELS, 1988), οι μικρότερες επιχειρήσεις έχουν μεγαλύτερα κόστη συναλλαγών κάτι που κάνει πιο δύσκολη την πρόσβασή τους στον δανεισμό. Οι μικρότερες επιχειρήσεις που επιλέγουν τον βραχυπρόθεσμο

δανεισμό μπορεί να ειπωθεί ότι προσπαθούν να αντιμετωπίσουν τα προβλήματα ρευστότητας που έχουν. Η κρίση και ο ρυθμός ανάπτυξης της χώρας δεν είναι κάτι που επηρεάζει τις επιλογές των εταιρειών. Η μεγέθυνση, η δυνατότητα κάλυψης των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων (LIQ) και οι ταμειακές ροές των επιχειρήσεων φαίνεται πως έχουν πολύ σημαντική συσχέτιση με τον δανεισμό, και σε μακροπρόθεσμο και σε βραχυπρόθεσμο επίπεδο. Παρόλα αυτά δεν είναι προς την ίδια κατεύθυνση. Η μεγέθυνση και οι ταμειακές ροές, παρουσιάζουν αρνητική σχέση με τον μακροπρόθεσμο δανεισμό, και θετική με τον βραχυπρόθεσμο. Αυτό δείχνει πως οι επιχειρήσεις με μεγάλη μεγέθυνση και ταμειακές ροές, τείνουν να χρηματοδοτούν τις μακροπρόθεσμες επενδύσεις εσωτερικά, μια και συνήθως οι μακροπρόθεσμες επενδύσεις είναι αυτές που συνδέονται με τον μακροπρόθεσμο δανεισμό. Όπως έχει αναφερθεί, υπάρχουν έρευνες που συνδέουν θετικά την μεγέθυνση με τον δανεισμό, (Jensen, 1986; Ross, 1977; Stulz, 1990) αλλά και αρνητικά (Hovakimian et al., 2001). Η ρευστότητα βλέπουμε πως έχει θετική συσχέτιση με τον μακροπρόθεσμο δανεισμό και αρνητική με τον βραχυπρόθεσμο, κάτι σύμφωνο και με την έρευνα των τους (Proença et al., 2014)

ΕΛΛΑΔΑ

ΕΛΛΑΔΑ	TDTA	STD	LTD
assetstr	-0.568***	-0.324***	-0.243***
	(-17.13)	(-8.98)	(-8.47)
ndts	-1697	-2.510*	0.813
	(-1.55)	(-2.47)	(0.91)
size	0.00355	-0.0245***	0.0281***
	(0.89)	(-6.67)	(8.21)
roa	-0.00201*	-0.00000983	-0.00200**
	(-2.42)	(-0.03)	(-2.80)
growth	-0.00117	-0.00262	0.00145
	(-0.71)	(-1.18)	(1.32)
liq	-0.00981***	-0.0126***	0.00282
	(-4.36)	(-3.55)	(1.37)
cf	0.0000713*	0.000167***	-0.0000953***
	(2.31)	(5.23)	(-3.79)
crisis	0.00757	0.00346	0.00411
	(0.54)	(0.19)	(0.24)
gdp	0.00222	-0.000333	0.00255
	(1.42)	(-0.16)	(1.29)
_cons	0.749***	0.591***	0.159***
	(21.34)	(17.41)	(5.43)
t statistics in parentheses			
* p<0.05, ** p<0.01, *** p<0.001	R ² =0,7413	R ² =0,3874	R ² =0,3622

Οι εξαρτημένες μεταβλητές του μοντέλου είναι: 1)TDTA:Η κεφαλαιακή διάρθρωση εκφρασμένη ως ο λόγος του συνολικού χρέους προς το σύνολο του ενεργητικού, 2)STD:Ο βραχυπρόθεσμος δανεισμός, που εκφράζεται ως ο λόγος των τρεχουσών υποχρεώσεων (current liabilities) προς το σύνολο του ενεργητικού, 3)LTD: Ο μακροπρόθεσμος δανεισμός που εκφράζεται ως ο λόγος των μη τρεχουσών υποχρεώσεων (non-current liabilities) προς το σύνολο του ενεργητικού. Οι εξαρτημένες μεταβλητές του μοντέλου: 1)assetstr: (asset structure) Η δομή του ενεργητικού εκφρασμένη σαν το πηλίκο των ενσώματων παγίων προς το συνολικό ενεργητικό 2)ndts: non debt tax shield. Το φορολογικό όφελος που προκύπτει από τον δανεισμό, εκφράζεται ως το πηλίκο της υποτίμησης (depreciation) προς το σύνολο του ενεργητικού, 3)size: Το μέγεθος της επιχείρησης, εκφράζεται σαν τον φυσικό λογάριθμο του συνόλου του ενεργητικού., 4)roa: Δείκτης απόδοσης ενεργητικού, εκφράζεται ως καθαρά κέρδη προς σύνολο ενεργητικού, 5)growth: Η μεγέθυνση, εκφράζεται ως η διαφορά των πωλήσεων, προς τις πωλήσεις της προηγούμενης χρονιάς 6)liq: Η ρευστότητα, εκφρασμένη ως κυκλοφορούν ενεργητικό προς απαιτητές υποχρεώσεις, 7)cf: οι ελεύθερες ταμειακές ροές, 8)crisis: δυαδική μεταβλητή που αντιπροσωπεύει την συνέπεια της οικονομικής κρίσης. (τιμή 1 τα έτη 2008-2013, τιμή 0 τα έτη 2006-2008,2014-2016), 9)gdp: ετήσιος ρυθμός μεταβολής ΑΕΠ

Με κριτήριο τον δείκτη R^2 μπορούμε να πούμε πως τα μοντέλα εξηγούν σε μεγάλο βαθμό τις μεταβολές στο TDTA (74,13%), και λιγότερο στον βραχυπρόθεσμο (38,74%) και τον μακροπρόθεσμο δανεισμό (36,22%).

Βλέπουμε πως υπάρχει στατιστικά πολύ σημαντική σχέση μεταξύ της μεταβλητής ASSETSTR και της κεφαλαιακής διάρθρωσης όπως και στην περίπτωση της Ιταλίας. Παρατηρείται επίσης στατιστικά σημαντική σχέση με την μεταβλητή ROA αλλά και με την CF που εκφράζει τις ταμειακές ροές που παράγει η επιχείρηση. Από το ROA βλέπουμε και εδώ πως οι επιχειρήσεις με ισχυρή εσωτερική ανάπτυξη δεν καταφεύγουν σε δανεισμό. Τα μακροοικονομικά δεδομένα δεν φαίνεται να επηρεάζουν τις αποφάσεις των επιχειρήσεων και σε αυτή την περίπτωση.

Εξετάζοντας τα αποτελέσματα για τον βραχυπρόθεσμο (STD) και μακροπρόθεσμο (LTD) δανεισμό παρατηρούμε μία πολύ σημαντική σχέση με την μεταβλητή SIZE όπως και στην περίπτωση της Ιταλίας. Με τον ίδιο τρόπο φαίνεται και στην Ελλάδα ο βραχυπρόθεσμος δανεισμός να είναι περισσότερο επιλογή των μικρότερων επιχειρήσεων και ο μακροπρόθεσμος των μεγαλύτερων. Όσον αφορά τα φορολογικά οφέλη, (NDTS) παρατηρείται μία σημαντική αρνητική σχέση μεταξύ αυτού και του βραχυπρόθεσμου δανεισμού αλλά όχι σχέση με τον μακροπρόθεσμο. Αξίζει να σημειωθεί πως αναφερόμαστε σε περίοδο κρίσης κατά βάση, όπου πολλές επιχειρήσεις παρουσίασαν ζημιές, κάτι που κάνει άνευ ουσίας πολλές φορές την συζήτηση για φορολογική επιβάρυνση. Διαφορετικά, με βάση και την trade-off theory, θα αναμέναμε να καταφεύγουν οι επιχειρήσεις στον δανεισμό με βάση το φορολογικό όφελος που έχουν από αυτόν. Παρατηρείται και εδώ η πολύ θετική σχέση μεταξύ των ταμειακών ροών των επιχειρήσεων, και του δανεισμού, θετική στον βραχυπρόθεσμο και αρνητική στον μακροπρόθεσμο όπως και στην περίπτωση της Ιταλίας. Η μεταβλητή LIQ ως μέτρο της ρευστότητας με βάση τα αποτελέσματα της έρευνας έχει πολύ σημαντική σχέση με τον βραχυπρόθεσμο δανεισμό αλλά στην κατεύθυνση που δείχνει πως οι εταιρείες με μεγάλη ρευστότητα τείνουν να μην χρειάζονται βραχυπρόθεσμο δανεισμό εφόσον μπορούν να καλύψουν τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις τους με τις δικές τους δυνάμεις. Είναι στο ίδιο πλαίσιο με αυτό που έχουμε δει και στην βιβλιογραφία, (Proença et al., 2014). Οι μακροοικονομικοί παράγοντες όπως εκφράζονται από την μεταβλητή CRISIS και την αύξηση του ΑΕΠ της χώρας δεν επηρεάζουν τις αποφάσεις των εταιρειών σε θέματα δανεισμού.

ΙΣΠΑΝΙΑ

ΙΣΠΑΝΙΑ	TDTA	STD	LTD
assetstr	-0.288***	-0.0945	-0.194***
	(-6.08)	(-1.90)	(-3.41)
ndts	1141	-2.160**	3.300**
	(1.64)	(-2.84)	(2.89)
size	0.0205*	-0.0303***	0.0508***
	(2.27)	(-3.65)	(5.36)
roa	-0.00468***	-0.00537***	0.000692
	(-5.57)	(-4.11)	(0.63)
growth	0.0144*	0.0139	0.000574
	(2.02)	(0.90)	(0.05)
liq	-0.0374*	-0.0342	-0.00323
	(-2.20)	(-1.76)	(-0.11)
cf	-0.00000370	-0.00000271	-0.000000990
	(-0.98)	(-0.74)	(-0.27)
crisis	0.0128	0.0869	-0.0741
	(0.33)	(1.81)	(-1.30)
gdp	0.00495	0.0153	-0.0103
	(0.65)	(1.56)	(-0.95)
_cons	0.533***	0.584***	-0.0506
	(4.84)	(5.98)	(-0.41)
t statistics in parentheses			
* p<0.05, ** p<0.01, *** p<0.001	R ² =0,4292	R ² =0,1773	R ² =0,3160

Οι εξαρτημένες μεταβλητές του μοντέλου είναι: 1)TDTA:Η κεφαλαιακή διάρθρωση εκφρασμένη ως ο λόγος του συνολικού χρέους προς το σύνολο του ενεργητικού, 2)STD:Ο βραχυπρόθεσμος δανεισμός, που εκφράζεται ως ο λόγος των τρεχουσών υποχρεώσεων (current liabilities) προς το σύνολο του ενεργητικού, 3)LTD: Ο μακροπρόθεσμος δανεισμός που εκφράζεται ως ο λόγος των μη τρεχουσών υποχρεώσεων (non-current liabilities) προς το σύνολο του ενεργητικού. Οι εξαρτημένες μεταβλητές του μοντέλου: 1)assetstr: (asset structure) Η δομή του ενεργητικού εκφρασμένη σαν το πηλίκο των ενσώματων παγίων προς το συνολικό ενεργητικό 2)ndts: non debt tax shield. Το φορολογικό όφελος που προκύπτει από τον δανεισμό, εκφράζεται ως το πηλίκο της υποτίμησης (depreciation) προς το σύνολο του ενεργητικού, 3)size: Το μέγεθος της επιχείρησης, εκφράζεται σαν τον φυσικό λογάριθμο του συνόλου του ενεργητικού., 4)roa: Δείκτης απόδοσης ενεργητικού, εκφράζεται ως καθαρά κέρδη προς σύνολο ενεργητικού, 5)growth: Η μεγέθυνση, εκφράζεται ως η διαφορά των πωλήσεων, προς τις πωλήσεις της προηγούμενης χρονιάς 6)liq: Η ρευστότητα, εκφρασμένη ως κυκλοφορούν ενεργητικό προς απαιτητές υποχρεώσεις, 7)cf: οι ελεύθερες ταμειακές ροές, 8)crisis: δυαδική μεταβλητή που αντιπροσωπεύει την συνέπεια της οικονομικής κρίσης. (τιμή 1 τα έτη 2008-2013, τιμή 0 τα έτη 2006-2008,2014-2016), 9)gdp: ετήσιος ρυθμός μεταβολής ΑΕΠ

Εξετάζοντας τα αποτελέσματα του R^2 βλέπουμε πως τα μοντέλα εξηγούν το 42,92% των μεταβολών του TDTA, το 31,60% του μακροπρόθεσμου δανεισμού, και αρκετά λιγότερο στο βραχυπρόθεσμο δανεισμό (17,73%).

Όπως και στις προηγούμενες δύο χώρες παρατηρείται και εδώ μια πολύ σημαντική συσχέτιση μεταξύ των TDTA και ASSETSTR που όπως είπαμε δείχνει πως οι εταιρείες με πολλά ενσώματα πάγια φαίνεται να μην καταφεύγουν στην επιλογή του δανεισμού. Η μεταβλητή ROA, δείχνει και στην περίπτωση της Ισπανίας μεγάλη στατιστική σημαντικότητα, δείχνοντάς μας και εδώ ότι οι επιχειρήσεις που εκμεταλλεύονται αποδοτικά τους πόρους τους δεν καταφεύγουν στον δανεισμό, κάτι αναμενόμενο σύμφωνα με την pecking order theory, (S. C. Myers, 1984).

Σχετικά με τις επιλογές ανάμεσα στον μακροπρόθεσμο και βραχυπρόθεσμο δανεισμό παρατηρείται και στα δύο αρνητική συσχέτιση με την μεταβλητή ASSETSTR. Στην περίπτωση του μακροπρόθεσμου αυτή η συσχέτιση είναι στατιστικά πολύ σημαντική. Παρατηρούμε δηλαδή το ίδιο φαινόμενο που ισχύει και για την Ελλάδα, και όσον αφορά τον μακροπρόθεσμο και την Ιταλία. Οι μεγαλύτερες επιχειρήσεις επίσης δείχνουν μια ισχυρή προτίμηση προς τον μακροπρόθεσμο δανεισμό, και αποφεύγουν τον βραχυπρόθεσμο όπως φαίνεται από την μεταβλητή SIZE. Οι μεγαλύτερες επιχειρήσεις όπως έχουμε δει αντιμετωπίζουν μικρότερα κόστη συναλλαγών σε σχέση με τις μικρότερες. (Titman & Wessels, 1988) και έτσι μπορούν να καταφύγουν πιο εύκολα στον δανεισμό. Και σε αυτή την περίπτωση οι μακροοικονομικές μεταβλητές δεν παρουσιάζουν κάποια ισχυρή συσχέτιση με τα υπό διερεύνηση μεγέθη.

ΠΟΡΤΟΓΑΛΙΑ

ΠΟΡΤΟΓΑΛΙΑ	TDTA	STD	LTD
assetstr	-0.383***	-0.0149	-0.368***
	(-6.00)	(-0.21)	(-8.66)
ndts	0.0939	-4.685**	4.779***
	(0.08)	(-2.90)	(3.88)
size	0.0102	-0.0353***	0.0456***
	(1.88)	(-4.42)	(7.28)
roa	-0.00208	-0.000175	-0.00190
	(-1.35)	(-0.06)	(-0.68)
growth	-0.0238	-0.0136	-0.0103
	(-1.22)	(-0.83)	(-0.61)
liq	-0.00605	-0.0800***	0.0739***
	(-0.41)	(-3.42)	(3.87)
cf	0.0000159	0.0000347	-0.0000188
	(1.45)	(1.75)	(-1.33)
crisis	0.0278	0.00217	0.0256
	(1.29)	(0.07)	(1.10)
gdp	0.00313	0.00130	0.00183
	(0.61)	(0.20)	(0.32)
_cons	0.621***	0.737***	-0.116*
	(9.89)	(8.97)	(-2.00)
t statistics in parentheses			
* p<0.05, ** p<0.01, *** p<0.001	R ² =0,5678	R ² =0,2403	R ² =0,6152

Οι εξαρτημένες μεταβλητές του μοντέλου είναι: 1)TDTA:Η κεφαλαιακή διάρθρωση εκφρασμένη ως ο λόγος του συνολικού χρέους προς το σύνολο του ενεργητικού, 2)STD:Ο βραχυπρόθεσμος δανεισμός, που εκφράζεται ως ο λόγος των τρεχουσών υποχρεώσεων (current liabilities) προς το σύνολο του ενεργητικού, 3)LTD: Ο μακροπρόθεσμος δανεισμός που εκφράζεται ως ο λόγος των μη τρεχουσών υποχρεώσεων (non-current liabilities) προς το σύνολο του ενεργητικού. Οι εξαρτημένες μεταβλητές του μοντέλου: 1)assetstr: (asset structure) Η δομή του ενεργητικού εκφρασμένη σαν το πηλίκο των ενσώματων παγίων προς το συνολικό ενεργητικό 2)ndts: non debt tax shield. Το φορολογικό όφελος που προκύπτει από τον δανεισμό, εκφράζεται ως το πηλίκο της υποτίμησης (depreciation) προς το σύνολο του ενεργητικού, 3)size: Το μέγεθος της επιχείρησης, εκφράζεται σαν τον φυσικό λογάριθμο του συνόλου του ενεργητικού., 4)roa: Δείκτης απόδοσης ενεργητικού, εκφράζεται ως καθαρά κέρδη προς σύνολο ενεργητικού, 5)growth: Η μεγέθυνση, εκφράζεται ως η διαφορά των πωλήσεων, προς τις πωλήσεις της προηγούμενης χρονιάς 6)liq: Η ρευστότητα, εκφρασμένη ως κυκλοφορούν ενεργητικό προς απαιτητές υποχρεώσεις, 7)cf: οι ελεύθερες ταμειακές ροές, 8)crisis: δυαδική μεταβλητή που αντιπροσωπεύει την συνέπεια της οικονομικής κρίσης. (τιμή 1 τα έτη 2008-2013, τιμή 0 τα έτη 2006-2008,2014-2016), 9)gdp: ετήσιος ρυθμός μεταβολής ΑΕΠ

Όπως φαίνεται από τις τιμές του συντελεστή R^2 τα μοντέλα στην περίπτωση της Πορτογαλίας ερμηνεύουν το 56,78% της μεταβολής του TDTA, το 24,03% της μεταβολής του STD και το 61,52% της μεταβολής του LTD.

Ξεκινώντας από το TDTA, παρατηρούμε πως και στην περίπτωση της Πορτογαλίας παρατηρείται πολύ σημαντική αρνητική συσχέτιση με την μεταβλητή ASSETSTR, είναι κάτι που το έχουμε δει σε όλες τις περιπτώσεις που ερευνήσαμε. Στην παρούσα χώρα, είναι η μόνη μεταβλητή που παρουσιάζει στατιστική σημαντικότητα. Παρόλα αυτά, βλέπουμε πως υπάρχει θετική σχέση με το μέγεθος των επιχειρήσεων, όπως και στις υπόλοιπες χώρες της έρευνας. Η μεταβλητή ROA είναι επίσης στο ίδιο πλαίσιο με τις υπόλοιπες χώρες, δείχνοντας την αρνητική σχέση μεταξύ ROA και TDTA από όπου συμπεραίνουμε όπως και στις υπόλοιπες περιπτώσεις ότι οι επιχειρήσεις που εκμεταλλεύονται αποδοτικά τους πόρους τους δεν καταφεύγουν σε δανεισμό. Όπως αναμένουμε και με βάση την pecking order theory, (S. C. Myers, 1984) στην ιεραρχική κατανομή των προτιμήσεων των επιχειρήσεων, πρώτη έρχεται η εσωτερική χρηματοδότηση και μετά οι άλλες επιλογές όπως ο δανεισμός.

Στην περίπτωση της επιλογής ανάμεσα σε μακροπρόθεσμο και βραχυπρόθεσμο δανεισμό, παρατηρούμε πως υπάρχει στατιστικά σημαντική σχέση με το μέγεθος των επιχειρήσεων και στις δύο περιπτώσεις. Παρατηρούμε πως εδώ οι μεγαλύτερες επιχειρήσεις δείχνουν ισχυρή προτίμηση στον μακροπρόθεσμο δανεισμό, αλλά αρνητική στον βραχυπρόθεσμο. Όπως έχει ερευνηθεί, (TITMAN & WESSELS, 1988), οι μεγαλύτερες επιχειρήσεις γενικά, αντιμετωπίζουν μικρότερα κόστη συναλλαγών και για αυτό μπορούν να έχουν καλύτερη πρόσβαση σε δανεισμό. Είναι κάτι που είναι κοινό σε όλες τις χώρες της έρευνας. Επίσης είναι στατιστικά σημαντική η σχέση που φαίνεται με την μεταβλητή LIQ. Και εδώ υπάρχει θετική σχέση με τον μακροπρόθεσμο και αρνητική με τον βραχυπρόθεσμο δανεισμό, και είναι κάτι που έχουμε συναντήσει και στις υπόλοιπες περιπτώσεις εκτός της Ισπανίας, και είναι αναμενόμενο με βάση την βιβλιογραφία, (Proença, Laureano, & Laureano, 2014). Τέλος φαίνεται πως οι επιχειρήσεις επιλέγουν τον μακροπρόθεσμο δανεισμό και για το φορολογικό όφελος που τους προσφέρουν οι τόκοι των δανείων.

ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Σε αυτή την έρευνα έγινε μια προσπάθεια να ερευνηθούν οι παράγοντες που επηρεάζουν την κεφαλαιακή διάρθρωση των επιχειρήσεων και τις επιλογές δανεισμού στις χώρες του Ευρωπαϊκού Νότου την εποχή της πρόσφατης κρίσης που αντιμετώπισε η Ευρωζώνη. Το δείγμα αποτελείται από τις εισηγμένες επιχειρήσεις της Ιταλίας, της Ελλάδας, της Ισπανίας και της Πορτογαλίας και αφορά την χρονική περίοδο 2006-2016. Σκοπός του μοντέλου είναι να ερευνηθεί την συνολική μόχλευση, τον βραχυπρόθεσμο και τον μακροπρόθεσμο δανεισμό των επιχειρήσεων. Στόχος είναι να ερευνηθεί η επιρροή της κρίσης σε αυτές τις επιλογές και το κατά πόσον αυτές οι χώρες παρουσιάζουν ομοιότητες ή διαφορές σε αυτά τα χαρακτηριστικά. Τα αποτελέσματα έδειξαν ότι η κρίση και τα μακροοικονομικά χαρακτηριστικά δεν αποτέλεσαν στατιστικά σημαντικό παράγοντα στις επιλογές των επιχειρήσεων να δανειστούν. Τα επιμέρους αποτελέσματα δείχνουν πως οι χώρες παρουσιάζουν διαφορές μεταξύ τους, αλλά υπάρχουν και αρκετά κοινά χαρακτηριστικά. Η συνολική μόχλευση παρουσιάζει σε όλες τις περιπτώσεις αρνητική συσχέτιση με το asset structure και θετική σχέση με το μέγεθος των επιχειρήσεων. Σε όλες τις χώρες είναι επίσης κοινό χαρακτηριστικό, η προτίμηση των μεγαλύτερων επιχειρήσεων στον μακροπρόθεσμο δανεισμό, ενώ παρατηρείται αρνητική συσχέτιση του μεγέθους της επιχείρησης με την επιλογή του βραχυπρόθεσμου δανεισμού.

BIBΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

- Akbar, S., Rehman, S. ur, & Ormrod, P. (2013). The impact of recent financial shocks on the financing and investment policies of UK private firms. *International Review of Financial Analysis*, 26, 59–70.
<https://doi.org/10.1016/j.irfa.2012.05.004>
- Balios, D., Daskalakis, N., Eriotis, N., & Vasiliou, D. (2016). SMEs capital structure determinants during severe economic crisis: The case of Greece. *Cogent Economics and Finance*, 4(1), 1–11.
<https://doi.org/10.1080/23322039.2016.1145535>
- Bancel, F., & Mittoo, U. R. (2004). Cross-Country Determinants of Capital Structure Choice: A Survey of European Firms. *Financial Management*, 33(4), 103–132.
<https://doi.org/10.2139/ssrn.299172>
- Casey, E., & O’Toole, C. M. (2014). Bank lending constraints, trade credit and alternative financing during the financial crisis: Evidence from European SMEs. *Journal of Corporate Finance*, 27, 173–193.
- Company, P., Jensen, C., & Meckling, H. (1976). THEORY OF THE FIRM : MANAGERIAL BEHAVIOR , AGENCY COSTS AND OWNERSHIP STRUCTURE I . Introduction and summary In this paper WC draw on recent progress in the theory of (1) property rights , firm . In addition to tying together elements of the theory of e. *Journal of Financial Economics*, 3, 305–360.
- Daskalakis, N., & Psillaki, M. (2008). Do country or firm factors explain capital structure? Evidence from SMEs in France and Greece. *Applied Financial Economics*, 18(2), 87–97. <https://doi.org/10.1080/09603100601018864>
- de Jong, A., Kabir, R., & Nguyen, T. T. (2008). Capital structure around the world: The roles of firm- and country-specific determinants. *Journal of Banking and Finance*, 32(9), 1954–1969. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2007.12.034>
- Graham, J., & Harvey, C. (2001). The theory and practice of corporate finance: evidence from the field. *Journal of Financial Economics*, 60, 187–243.
[https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(01\)00044-7](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(01)00044-7)

- Hall, G. C., Hutchinson, P. J., & Michaelas, N. (2004). Determinants of the Capital Structure of European SMEs. *Journal of Business Finance and Accounting*, 31(5/6), 711–728. <https://doi.org/10.1111/j.0306-686X.2004.00554.x>
- Hovakimian, A., Opler, T., & TITMAN, S. (2001). The Debt-Equity Choice. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 36(1), 1–24.
- Jensen, M. C. (1986). Agency Costs of Free Cash Flow , Corporate Finance , and Takeovers. *American Economic Review*, 76(2), 323–329.
- Kraus, A., & Litzenberger, R. (1973). A STATE-PREFERENCE MODEL OF OPTIMAL FINANCIAL LEVERAGE. *The Journal of Finance*, 28(4), 911–922.
- Lim, Y. (2004). Sources of Corporate Financing and Economic Crisis in Korea Micro-Evidence, 12(January).
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *The American Economic Review*, 48(3), 261–297. Retrieved from <http://www.jstor.org/stable/1809766>
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1963). Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction. *The American Economic Review*, 53(3), 433–443.
- Mokhova, N., & Zinecker, M. (2013). the Determinants of Capital Structure : the Evidence From the European Union, LXI(7), 2533–2546. <https://doi.org/10.11118/actaun201361072530033>
- Myers, S. (2001). Capital Structure. *The Journal of Economic Perspectives*, 15(2), 81–102. Retrieved from http://ecsocman.hse.ru/data/863/126/1231/myers_-_cs_2001.pdf
- Myers, S. C. (1984). The Capital Structure Puzzle. *The Journal of Finance*, (3).
- Myers, S., & Majluf, N. (1984). Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have, 13, 187–221. <https://doi.org/10.3386/w1396>

- Proença, P., Laureano, R. M. S., & Laureano, L. M. S. (2014). Determinants of Capital Structure and the 2008 Financial Crisis: Evidence from Portuguese SMEs. *Procedia - Social and Behavioral Sciences*, 150, 182–191. <https://doi.org/10.1016/j.sbspro.2014.09.027>
- Psillaki, M., & Daskalakis, N. (2009). Are the determinants of capital structure country or firm specific? *Small Business Economics*, 33(3), 319–333. <https://doi.org/10.1007/s11187-008-9103-4>
- Ross, S. A. (1977). The Determination of Financial Structure: The Incentive-Signalling Approach. *The Bell Journal of Economics*, 8(1), 23–40.
- Scott, J. (1977). Bankruptcy, secured debt, and optimal capital structure. *The Journal of Finance*, 32(1).
- Stulz, R. (1990). Managerial discretion and optimal financial policies. *Journal of Financial Economics*, 26, 3–27.
- TITMAN, S., & WESSELS, R. (1988). The Determinants of Capital Structure Choice. *The Journal of Finance*, 43(1), 1–19. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1988.tb02585.x>
- Voutsinas, K., & Werner, R. A. (2011). Credit supply and corporate capital structure: Evidence from Japan. *International Review of Financial Analysis*, 20(5), 320–334. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2011.05.002>