



ΣΧΟΛΗ ΕΠΙΣΤΗΜΩΝ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ
ΤΜΗΜΑ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗΣ ΚΑΙ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ

Διδακτορική Διατριβή με θέμα:

Διερεύνηση της επίδρασης της κρίσης και των τρόπων αντιμετώπισής της στην κεφαλαιακή δομή Ελληνικών και Ευρωπαϊκών επιχειρήσεων. Θεωρία Αντιστάθμισης έναντι Θεωρία Ιεράρχησης Πηγών Χρηματοδότησης.

του Γεώργιου Χατζήνα

Υποβλήθηκε στο Τμήμα Λογιστικής και Χρηματοοικονομικής της Σχολής
Επιστημών Διοίκησης Επιχειρήσεων του Πανεπιστημίου Μακεδονίας

Επιβλέπων Καθηγητής:

Συμεών Παπαδόπουλος

Θεσσαλονίκη, 2021



SCHOOL OF BUSINESS ADMINISTRATION
DEPARTMENT OF ACCOUNTING AND FINANCE

PhD Thesis:

*Investigation of the impact of crisis and the ways to deal with it
in the capital structure of Greek and European firms. Trade-
off vs Pecking Order Theory.*

Georgios Chatzinas

Submitted to the Department of Accounting and Finance of the School of Business
Administration of the University of Macedonia

Thesis Supervisor:

Simeon Papadopoulos

Thessaloniki, 2021

Διδακτορική Διατριβή με θέμα:

Διερεύνηση της επίδρασης της κρίσης και των τρόπων αντιμετώπισής της στην κεφαλαιακή δομή Ελληνικών και Ευρωπαϊκών επιχειρήσεων. Θεωρία Αντιστάθμισης έναντι Θεωρία Ιεράρχησης Πηγών Χρηματοδότησης.

του Γεώργιου Χατζήνα

Μέλη Επιτροπής:

Συμεών Παπαδόπουλος (Επιβλέπων Καθηγητής)

Μόνιμος Επίκουρος Καθηγητής του Τμήματος Λογιστικής και Χρηματοοικονομικής της Σχολής Επιστημών Διοίκησης Επιχειρήσεων του Πανεπιστημίου Μακεδονίας

Νούλας Αθανάσιος (Μέλος Συμβουλευτικής Επιτροπής)

Καθηγητής του Τμήματος Λογιστικής και Χρηματοοικονομικής της Σχολής Επιστημών Διοίκησης Επιχειρήσεων του Πανεπιστημίου Μακεδονίας

Παπαναστασίου Ιωάννης (Μέλος Συμβουλευτικής Επιτροπής)

Καθηγητής του Τμήματος Λογιστικής και Χρηματοοικονομικής της Σχολής Επιστημών Διοίκησης Επιχειρήσεων του Πανεπιστημίου Μακεδονίας

Ζαπράνης Αχιλλέας

Καθηγητής του Τμήματος Λογιστικής και Χρηματοοικονομικής της Σχολής Επιστημών Διοίκησης Επιχειρήσεων του Πανεπιστημίου Μακεδονίας

Μιχαλόπουλος Γεώργιος

Αναπληρωτής Καθηγητής του Τμήματος Λογιστικής και Χρηματοοικονομικής της Σχολής Επιστημών Διοίκησης Επιχειρήσεων του Πανεπιστημίου Μακεδονίας

Λιβάνης Ευστράτιος

Μόνιμος Επίκουρος Καθηγητής του Τμήματος Λογιστικής και Χρηματοοικονομικής της Σχολής Επιστημών Διοίκησης Επιχειρήσεων του Πανεπιστημίου Μακεδονίας

Μεσσής Πέτρος

Επίκουρος Καθηγητής του Τμήματος Λογιστικής και Χρηματοοικονομικής της Σχολής Επιστημών Διοίκησης Επιχειρήσεων του Πανεπιστημίου Μακεδονίας

Στη γυναίκα μου, Μαρία, και
τα δυο μου παιδιά, Χρήστο Φοίβο και Αθηνά.

ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ

Η παρούσα διδακτορική διατριβή δε θα ήταν σε θέση να ολοκληρωθεί χωρίς την ανεκτικότητα, τη συμπαράσταση και την υποστήριξη κάποιων ανθρώπων τόσο στο ακαδημαϊκό / επαγγελματικό όσο και στο προσωπικό μου περιβάλλον. Ως είθισται, λοιπόν, σε αυτό το σημείο κρίνεται απαραίτητο να ευχαριστήσω το σύνολο αυτών των ανθρώπων για την σημαντική τους συμβολή.

Αρχικά, θα ήθελα να ευχαριστήσω τον επιβλέποντα καθηγητή μου, κ. Συμεών Παπαδόπουλο, μόνιμο επίκουρο καθηγητή του τμήματος Λογιστικής και Χρηματοοικονομικής του Πανεπιστημίου Μακεδονίας, για την πνευματική, επιστημονική και ηθική του υποστήριξη που παρείχε καθόλη τη διάρκεια της εκπόνησης της διδακτορικής μου διατριβής. Ακόμα και σε δύσκολες περιόδους, ήταν πάντα εκεί για να προσφέρει τις παρατηρήσεις του και την αισιόδοξη ματιά του. Φυσικά, δε θα έπρεπε να παραλείψω τη συνεισφορά των υπολοίπων καθηγητών της τριμελούς επιτροπής μου, κ.κ. Νούλα Αθανάσιο και Παπαναστασίου Ιωάννη, καθηγητές του τμήματος Λογιστικής και Χρηματοοικονομικής του Πανεπιστημίου Μακεδονίας, για τις ουσιώδεις παρατηρήσεις και συμβουλές τους.

Επίσης, ευχαριστώ τη σύντροφό μου, Μαρία Μαρκοπούλου, η οποία από το 2015 ως και σήμερα, μέσα σε μία περίοδο που η οικογένειά μας διπλασιάστηκε, με στήριξε με πολλούς τρόπους τόσο σε οικογενειακό / προσωπικό όσο και σε επαγγελματικό / ακαδημαϊκό επίπεδο. Αυτή η διδακτορική διατριβή δε θα μπορούσε να ολοκληρωθεί χωρίς την κατανόηση και τη συμπαράστασή της, ενώ συχνά η ίδια και τα παιδιά μας, Χρήστος Φοίβος και Αθηνά, αποτέλεσαν έμπνευση.

Τέλος, δηλώνω απεριόριστη ευγνωμοσύνη προς τους γονείς μου, Χρήστο και Ζωή, την αδερφή μου, Φανή, καθώς και το σύνολο των πολύ καλών μου φίλων που πάντα πίστευαν σε εμένα και με υποστήριζαν ηθικά και ψυχολογικά σε ευχάριστες και δυσάρεστες στιγμές. Υπήρξαν πάντα μία στέρεα βάση πάνω στην οποία μπορούσα να οικοδομήσω τις σκέψεις μου, τις απόψεις μου και τις επιδιώξεις μου.

ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Η κεφαλαιακή δομή αναφέρεται στο μίγμα χρηματοδότησης που χρησιμοποιεί μία εταιρία. Η θεωρία κεφαλαιακής δομής προσπαθεί να ερμηνεύσει τον τρόπο και τους λόγους για τους οποίους τα διευθυντικά στελέχη επιλέγουν μία συγκεκριμένη κεφαλαιακή δομή. Δύο είναι οι δημοφιλέστερες σύγχρονες θεωρίες κεφαλαιακής δομής. Η θεωρία αντιστάθμισης (trade-off) που υποστηρίζει την ύπαρξη ενός επιπέδου χρέους που μεγιστοποιεί την αξία της επιχείρησης και η θεωρία ιεράρχησης των πηγών χρηματοδότησης (pecking order), σύμφωνα με την οποία η κεφαλαιακή δομή είναι αποτέλεσμα των παρελθοντικών αποφάσεων των διευθυντικών στελεχών, οι οποίες λαμβάνονται βάσει της προτίμησής τους υπέρ της εσωτερικής έναντι της εξωτερικής χρηματοδότησης και, εφόσον η εξωτερική απαιτηθεί, υπέρ του χρέους έναντι των ιδίων κεφαλαίων. Οι δύο αυτές θεωρίες αντιμετωπίζονται ως αντιμαχόμενες.

Ο σκοπός της παρούσας διδακτορικής διατριβής είναι η διερεύνηση της ισχύος των δύο θεωριών σε περιόδους κρίσης. Με τον όρο της κρίσης νοείται αρχικά η παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση του 2007. Ωστόσο, καταβάλλεται προσπάθεια διάκρισης μεταξύ χρηματοοικονομικής κρίσης και περιόδου αντιμετώπισής της. Για την περίοδο αντιμετώπισής της γίνεται η υπόθεση ότι αφορά την περίοδο εκείνη κατά την οποία οι χώρες της Ευρωπαϊκής Ένωσης υποστηρίχθηκαν οικονομικά από τον Ευρωπαϊκό Μηχανισμό Σταθερότητας (Ελλάδα, Κύπρος, Ιρλανδία, και Πορτογαλία).

Προς την επίτευξη του παραπάνω σκοπού, υλοποιήθηκαν τρεις διαδοχικές χρονολογικά ερευνητικές προσπάθειες. Σε αυτές χρησιμοποιούνται δεδομένα από εισηγμένες εταιρίες για περιόδους από το 2002 ως το 2016 που δραστηριοποιούνται σε δέκα ευρωπαϊκές χώρες (Αυστρία, Κύπρος, Εσθονία, Γαλλία, Γερμανία, Ελλάδα, Γαλλία, Ιρλανδία, Ιταλία, Ισπανία και Πορτογαλία), ενώ υιοθετήθηκαν δύο διαφορετικές μεθοδολογίες, εκείνη των Shyam-Sunder και Myers (1999) και της μελέτης των προσδιοριστικών παραγόντων της κεφαλαιακής δομής. Τα αποτελέσματα έχουν ως εξής. Πρώτον, τόσο στην Ελλάδα όσο και στις υπόλοιπες χώρες διαφαίνεται ότι η ερμηνεία της συμπεριφοράς της κεφαλαιακής δομής απαιτεί την αποδοχή τόσο της θεωρίας αντιστάθμισης όσο και της θεωρίας ιεράρχησης των πηγών χρηματοδότησης. Συνεπώς, οι δύο θεωρίες δεν θα πρέπει να αντιμετωπίζονται ως αντικρουόμενες, αλλά μάλλον ως συμπληρωματικές. Δεύτερον, σε περιόδους οικονομικής κρίσης, καθώς και σε περιόδους αντιμετώπισης των συνεπειών της, η

θεωρία αντιστάθμισης φαίνεται να ενισχύει την ερμηνευτική της ικανότητα, ενώ η θεωρία ιεράρχησης να την μειώνει. Το γεγονός αυτό αποδίδεται στις έντονα μεταβαλλόμενες οικονομικές συνθήκες που δημιουργούνται και αναγκάζουν τις εταιρίες να αναδιαρθρώσουν το σύνολο της λειτουργίας τους, συμπεριλαμβανομένου του τρόπου λήψης των αποφάσεων χρηματοδότησης. Τρίτον, η αναδιάρθρωση αυτή είναι έντονη κατά την αντιμετώπιση της κρίσης. Ενδείξεις για αυτό το συμπέρασμα παρέχονται από το γεγονός ότι κατά τη διάρκεια τέτοιων περιόδων η ένταση της επίδρασης των εταιρικών προσδιοριστικών παραγόντων της κεφαλαιακής δομής μεταβάλλεται σε τρεις περιπτώσεις. Αντιθέτως, σε περιόδους οικονομικής κρίσης, οι επιδράσεις αυτές δεν εμφανίζονται να μεταβάλλονται με μία μοναδική εξαίρεση.

Λέξεις-Κλειδιά: Κεφαλαιακή Δομή, Θεωρία Κεφαλαιακής Δομής, Θεωρία Αντιστάθμισης (Trade-off), Θεωρία Ιεράρχησης Πηγών Χρηματοδότησης (Pecking Order), Κρίση, Κρίση Χρέους, Χρηματοοικονομική Κρίση, Ελλάδα, Ευρωζώνη

ABSTRACT

The notion of capital structure refers to the financing mix used by a company. A capital structure theory tries to explain the way and the reasons why managers choose a specific capital structure. Two are the most popular modern theories of capital structure. The trade-off theory that supports the existence of a level of debt that maximizes the value of a firm and the pecking order theory, according to which the capital structure is the result of past decisions of managers, which are taken on the basis of their preference for internal over external financing and, if external capitals are required, in favor of debt over equity. These two theories are seen as conflicting.

The purpose of this doctoral dissertation is to investigate the validity of the two theories in times of crisis. The term crisis initially refers to the global financial crisis of 2007. However, an attempt is made to distinguish between financial crisis and debt crisis. The debt crisis is thought to have hit the economies of those countries financially supported by the European Support Mechanism (Greece, Cyprus, Ireland, and Portugal).

To achieve the above goal, three chronologically consecutive research efforts were implemented. They use data from listed companies for periods from 2002 to 2016 operating in ten European countries (Austria, Cyprus, Estonia, France, Germany, Greece, France, Ireland, Italy, Spain and Portugal), while adopting two different methodologies: that of Shyam-Sunder and Myers (1999) and the method of the determinants of capital structure. The results are as follows. First, both in Greece and in other European countries, it seems that the interpretation of the behavior of the capital structure requires the acceptance of both the trade-off theory and the pecking order theory. Therefore, the two theories should not be treated as contradictory, but rather as complementary. Second, in times of crisis the theory of trade-off seems to strengthen its interpretative power, while the theory of pecking order reduces it. This is due to the rapidly changing economic conditions that are emerging and forcing firms to restructure their entire operations, including the way financing decisions are made. Thirdly, this restructuring is strong in times of facing the consequences of an economic crisis. Evidence for this conclusion is provided by the fact that during such periods the magnitude of the firm-specific capital structure determinants changes in three cases. In contrast, in times of economic crisis, these effects do not appear to change.

Keywords: Capital Structure, Capital Structure Theory, Trade-off Theory, Pecking Order Theory, Crisis, Debt Crisis, Financial Crisis, Greece, Eurozone

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ	v
ΠΕΡΙΛΗΨΗ	vi
ABSTRACT.....	viii
ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ	x
ΕΥΡΕΤΗΡΙΟ ΠΙΝΑΚΩΝ.....	xiv
ΕΥΡΕΤΗΡΙΟ ΔΙΑΓΡΑΜΜΑΤΩΝ.....	xvii
ΕΥΡΕΤΗΡΙΟ ΕΙΚΟΝΩΝ	xviii
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1 ^ο . Εισαγωγή.....	1
1.1 Εισαγωγικές Παρατηρήσεις	1
1.2 Σκοπός.....	2
1.3 Πρωτοτυπία και Συνεισφορά.....	2
1.4 Δομή.....	3
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2 ^ο . Βιβλιογραφική Ανασκόπηση - Κεφαλαιακή Δομή και Θεωρίες Κεφαλαιακής Δομής.....	6
2.1 Κεφαλαιακή Δομή και Θεωρία Κεφαλαιακή Δομής	6
2.2 Σύγχρονες Θεωρίες Κεφαλαιακή Δομής.....	8
2.2.1 Η Θεωρία της Μη Σχετικότητας της Κεφαλαιακής Δομής των Modigliani και Miller	8
2.2.2 Η Θεωρία της Αντιστάθμισης (Trade-off theory).....	9
2.2.3 Η Θεωρία της Ιεράρχησης Πηγών Κεφαλαίου (Pecking Order theory).....	10
2.2.4 Η Θεωρία της Σηματοδότησης (Signaling Theory)	11
2.2.5 Η Θεωρία του Συγχρονισμού με την Αγορά (Market Timing theory) ή η Θεωρία του Καιροσκοπισμού της Διοίκησης (Managerial Opportunism).....	12
2.3 Η Θεωρία της Αντιστάθμισης (Trade-off)	12
2.3.1 Γενικά Στοιχεία	12
2.3.2 Η Θεωρία της Μη Σχετικότητας της Κεφαλαιακής Δομής των Modigliani και Miller	13
2.3.3 Η Θεωρία της Κεφαλαιακής Δομής των Modigliani και Miller με Επιχειρηματικούς Φόρους (Corporate Taxes)	15
2.3.3 Η επίδραση των Προσωπικών Φόρων στην Κεφαλαιακή Δομή των επιχειρήσεων (Personal Taxes).....	18

2.3.4 Μη σχετιζόμενα με το χρέος Φορολογικά Οφέλη (Non Debt Tax Shield)	19
2.3.5 Κόστη Χρηματοοικονομικής Δυσπραγίας (Financial Distress Cost).....	21
2.3.6 Κόστη Αντιπροσώπευσης	22
2.3.7 Σύνοψη – Παρουσίαση της Θεωρίας της Αντιστάθμισης	25
2.4 Η Θεωρία της Ιεράρχησης των Πηγών Χρηματοδότησης (Pecking Order)	26
2.4.1 Γενικά Στοιχεία	26
2.4.2 Πληροφοριακή Ασυμμετρία	27
2.4.3 Ασυμμετρία στην Πληροφόρηση και Κεφαλαιακή Δομή	28
2.5 Θεωρία Αντιστάθμισης vs. Θεωρία της Ιεράρχησης των Πηγών Χρηματοδότησης.....	30
2.5.1 Βασικές Διαφορές των δύο Θεωριών	30
2.5.2 Διαφορές μεταξύ των δύο Θεωριών στον τρόπο επίδρασης των χαρακτηριστικών μίας επιχείρησης στην Κεφαλαιακή Δομή τους.....	32
2.5.2.1. Προοπτικές Ανάπτυξης (Growth)	32
2.5.2.2. Κερδοφορία (Profitability)	33
2.5.2.3. Μέγεθος (Size).....	35
2.5.2.4. Απτότητα (Tangibility).....	36
2.5.2.5. Φορολογική Εξοικονόμηση Μη Σχετιζόμενη με το Χρέος (Non Debt Tax Shield).....	37
2.5.3 Προηγούμενες Έρευνες	38
2.5.3.1 Πρόσφατες Διεθνείς Μελέτες	39
2.5.3.2 Μελέτες για τις Ελληνικές Επιχειρήσεις	47
2.6 Κεφαλαιακή Δομή, Οικονομική Κρίση και Αντιμετώπισή της	50
2.6.1 Εισαγωγικά Στοιχεία.....	50
2.6.2 Χρηματοοικονομική Κρίση, Κρίση Χρέους και Ευρωπαϊκός Μηχανισμός Σταθερότητας.....	51
2.6.2 Η Χρηματοοικονομική Μόχλευση σε περιόδους Χρηματοοικονομικής Κρίσης και Κρίσης Χρέους βάσει των Θεωριών της Αντιστάθμισης και της Ιεράρχησης των Πηγών Χρηματοδότησης.....	54
2.6.3 Μελέτες για τη Χρηματοοικονομική Μόχλευση σε περιόδους Κρίσης.....	57
2.6.4 Μελέτες για τις Θεωρίες Κεφαλαιακής Δομής σε περιόδους Κρίσης.....	59
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3 ^ο . Μεθοδολογία Εμπειρικής Διερεύνησης	63
3.1 Φιλοσοφία, Προσέγγιση και Σχέδιο.....	63
3.2 Σκοπός και Στόχοι.....	65
3.3 Συλλογιστική της Μελέτης.....	67

3.4 Στατιστική Μεθοδολογία	68
3.4.1 Πρώτη Μεθοδολογική Προσέγγιση: Μεθοδολογία των Shyam-Sunder και Myers (1999).....	69
3.4.2 Δεύτερη Μεθοδολογική Προσέγγιση: Μεθοδολογία των Προσδιοριστικών Παραγόντων της Χρηματοοικονομικής Μόχλευσης	72
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4 ^ο . Εμπειρική Διερεύνηση	78
4.1 Κεφαλαιακή Δομή Ελληνικών Επιχειρήσεων και Κρίση	78
4.1.1 Σκοπός και Ερευνητικά Ερωτήματα.....	78
4.1.2 Ερευνητικές Υποθέσεις	78
4.1.3 Δεδομένα και Μεθοδολογία.....	80
4.1.4 Αποτελέσματα Στατιστικής Ανάλυσης.....	82
4.1.4.1. Εκτίμηση των Βασικών Υποδειγμάτων	82
4.1.4.2. Πρώτος Διαγνωστικός Έλεγχος της μεθοδολογίας Shyam-Sunder και Myers (1999).....	85
4.1.4.3. Δεύτερος Διαγνωστικός Έλεγχος της μεθοδολογίας Shyam-Sunder και Myers (1999).....	86
4.1.5 Συζήτηση Αποτελεσμάτων	87
4.2 Κεφαλαιακή Δομή Ευρωπαϊκών Επιχειρήσεων και Κρίση Χρέους.....	88
4.2.1 Σκοπός και Ερευνητικά Ερωτήματα.....	88
4.2.2 Ερευνητικές Υποθέσεις	89
4.2.3 Δεδομένα και Μεθοδολογία.....	91
4.2.4 Αποτελέσματα Στατιστικής Ανάλυσης.....	92
4.2.4.1. Παρουσίαση των Οικονομιών της Κύπρου, της Ελλάδας, της Ιρλανδίας και της Πορτογαλίας: Οικονομικό Περιβάλλον και Κεφαλαιακή Δομή Επιχειρήσεων	92
4.2.4.2. Εφαρμογή της Μεθοδολογίας Shyam-Sunder και Myers (1999) για τις εισηγμένες επιχειρήσεις της Κύπρου.....	99
4.2.4.3. Εφαρμογή της Μεθοδολογίας Shyam-Sunder και Myers (1999) για τις εισηγμένες επιχειρήσεις της Ελλάδας.....	102
4.2.4.4. Εφαρμογή της Μεθοδολογίας Shyam-Sunder και Myers (1999) για τις εισηγμένες επιχειρήσεις της Ιρλανδίας.....	105
4.2.4.5. Εφαρμογή της Μεθοδολογίας Shyam-Sunder και Myers (1999) για τις εισηγμένες επιχειρήσεις της Πορτογαλίας.....	108
4.2.5 Συζήτηση Αποτελεσμάτων	111

4.3 Προσδιοριστικοί Παράγοντες Κεφαλαιακής Δομής Ευρωπαϊκών Επιχειρήσεων σε περιόδους παροχής χρηματοοικονομικής υποστήριξης από τους οργανισμούς EFSF/ESM	115
4.3.1 Σκοπός και Ερευνητικές Υποθέσεις	115
4.3.2 Δεδομένα και Μεθοδολογία.....	118
4.3.3 Αποτελέσματα Στατιστικής Ανάλυσης.....	119
4.3.4 Συζήτηση Αποτελεσμάτων	123
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5°. Συμπεράσματα και Προτάσεις.....	127
5.1 Συμπεράσματα.....	127
5.2 Περιορισμοί και Προτάσεις.....	130
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ	132

ΕΥΡΕΤΗΡΙΟ ΠΙΝΑΚΩΝ

Πίνακας 4- 1: Περιγραφικά Στατιστικά Ελλείμματος Χρηματοδότησης και Δείκτη Χρέους.....	81
Πίνακας 4- 2: Εκτιμημένα Υποδείγματα των θεωριών Αντιστάθμισης και Ιεράρχησης Πηγών Χρηματοδότησης βάσει της μεθοδολογίας Shyam-Sunder και Myers (1999) για δείγμα 142 μη χρηματοοικονομικών εισηγμένων ελληνικών επιχειρήσεων.....	82
Πίνακας 4- 3: Πρώτος Διαγνωστικός Έλεγχος της μεθοδολογίας Shyam-Sunder και Myers (1999) για δείγμα 142 μη χρηματοοικονομικών εισηγμένων ελληνικών επιχειρήσεων – Διαφοροποίηση των Υποδειγμάτων.....	85
Πίνακας 4- 4: Δεύτερος Διαγνωστικός Έλεγχος της μεθοδολογίας Shyam-Sunder και Myers (1999) για δείγμα 142 μη χρηματοοικονομικών εισηγμένων ελληνικών επιχειρήσεων – Αναμενόμενα και όχι πραγματικά ελλείμματα χρηματοδότησης.....	86
Πίνακας 4- 5: Ετήσιος Ρυθμός Ανάπτυξης Πραγματικού ΑΕΠ (%), Φορολογικός Συντελεστής Κερδών, Συνολική Φορολογική Επιβάρυνση Επιχειρήσεων και Ετησιοποιημένο Επιτόκιο Δανεισμού για τις επιχειρήσεις σε Κύπρο, Ελλάδα, Ιρλανδία και Πορτογαλία (2006-2016).....	93
Πίνακας 4- 6: Εκτιμημένα Υποδείγματα των θεωριών Αντιστάθμισης και Ιεράρχησης Πηγών Χρηματοδότησης βάσει της μεθοδολογίας Shyam-Sunder και Myers (1999) για δείγμα 13 μη χρηματοοικονομικών εισηγμένων κυπριακών επιχειρήσεων.....	100
Πίνακας 4- 7: Πρώτος Διαγνωστικός Έλεγχος της μεθοδολογίας Shyam-Sunder και Myers (1999) για δείγμα 13 μη χρηματοοικονομικών εισηγμένων κυπριακών επιχειρήσεων – Διαφοροποίηση των Υποδειγμάτων.....	101
Πίνακας 4- 8: Δεύτερος Διαγνωστικός Έλεγχος της μεθοδολογίας Shyam-Sunder και Myers (1999) για δείγμα 13 μη χρηματοοικονομικών εισηγμένων κυπριακών επιχειρήσεων – Αναμενόμενα και όχι πραγματικά ελλείμματα χρηματοδότησης.....	102
Πίνακας 4- 9: Εκτιμημένα Υποδείγματα των θεωριών Αντιστάθμισης και Ιεράρχησης Πηγών Χρηματοδότησης βάσει της μεθοδολογίας Shyam-Sunder και Myers (1999) για δείγμα 70 μη χρηματοοικονομικών εισηγμένων ελληνικών επιχειρήσεων.....	103

Πίνακας 4- 10: Πρώτος Διαγνωστικός Έλεγχος της μεθοδολογίας Shyam-Sunder και Myers (1999) για δείγμα 70 μη χρηματοοικονομικών εισηγμένων ελληνικών επιχειρήσεων – Διαφοροποίηση των Υποδειγμάτων	104
Πίνακας 4- 11: Δεύτερος Διαγνωστικός Έλεγχος της μεθοδολογίας Shyam-Sunder και Myers (1999) για δείγμα 70 μη χρηματοοικονομικών εισηγμένων ελληνικών επιχειρήσεων – Αναμενόμενα και όχι πραγματικά ελλείμματα χρηματοδότησης	105
Πίνακας 4- 12: Εκτιμημένα Υποδείγματα των θεωριών Αντιστάθμισης και Ιεράρχησης Πηγών Χρηματοδότησης βάσει της μεθοδολογίας Shyam-Sunder και Myers (1999) για δείγμα 25 μη χρηματοοικονομικών εισηγμένων ιρλανδικών επιχειρήσεων	106
Πίνακας 4- 13: Πρώτος Διαγνωστικός Έλεγχος της μεθοδολογίας Shyam-Sunder και Myers (1999) για δείγμα 25 μη χρηματοοικονομικών εισηγμένων ιρλανδικών επιχειρήσεων – Διαφοροποίηση των Υποδειγμάτων	107
Πίνακας 4- 14: Δεύτερος Διαγνωστικός Έλεγχος της μεθοδολογίας Shyam-Sunder και Myers (1999) για δείγμα 25 μη χρηματοοικονομικών εισηγμένων ιρλανδικών επιχειρήσεων – Αναμενόμενα και όχι πραγματικά ελλείμματα χρηματοδότησης	108
Πίνακας 4- 15: Εκτιμημένα Υποδείγματα των θεωριών Αντιστάθμισης και Ιεράρχησης Πηγών Χρηματοδότησης βάσει της μεθοδολογίας Shyam-Sunder και Myers (1999) για δείγμα 27 μη χρηματοοικονομικών εισηγμένων πορτογαλικών επιχειρήσεων.....	109
Πίνακας 4- 16: Πρώτος Διαγνωστικός Έλεγχος της μεθοδολογίας Shyam-Sunder και Myers (1999) για δείγμα 27 μη χρηματοοικονομικών εισηγμένων πορτογαλικών επιχειρήσεων – Διαφοροποίηση των Υποδειγμάτων	110
Πίνακας 4- 17: Δεύτερος Διαγνωστικός Έλεγχος της μεθοδολογίας Shyam-Sunder και Myers (1999) για δείγμα 27 μη χρηματοοικονομικών εισηγμένων πορτογαλικών επιχειρήσεων – Αναμενόμενα και όχι πραγματικά ελλείμματα χρηματοδότησης	111
Πίνακας 4- 18: Σύνοψη των Συμπερασμάτων της 2 ^{ης} Έρευνας	113
Πίνακας 4- 19: Άμεση Επίδραση των Εταιρικών Χαρακτηριστικών στην Κεφαλαιακή Δομή των επιχειρήσεων και η μεταβολή των άμεσων επιδράσεων λόγω των προγραμμάτων EFSF/ESM βάσει των θεωριών Αντιστάθμισης και Ιεράρχησης των Πηγών Χρηματοδότησης.....	118

Πίνακας 4- 20: Περιγραφικά Στατιστικά των Μεταβλητών για τις 2.086 μη-χρηματοοικονομικές και μη κοινής ωφέλειας εταιρίες της Ευρωζώνης	119
Πίνακας 4- 21: Εκτίμηση των Υποδειγμάτων με εξαρτημένη μεταβλητή τον αριθμοδείκτη Μακροπρόθεσμου Χρέους προς Συνολικό Ενεργητικό	120
Πίνακας 4- 22: Εκτίμηση των Υποδειγμάτων με εξαρτημένη μεταβλητή τον αριθμοδείκτη Συνολικού Χρέους προς Συνολικό Ενεργητικό	121
Πίνακας 4- 23: Αποτελέσματα Ελέγχων Waldγια τη στατιστική σημαντικότητα της επίδρασης των ανεξάρτητων μεταβλητών στη μόχλευση	123

ΕΥΡΕΤΗΡΙΟ ΔΙΑΓΡΑΜΜΑΤΩΝ

Διάγραμμα 4- 1: Ετήσιος Ρυθμός Ανάπτυξης Πραγματικού ΑΕΠ (%) σε Κύπρο, Ελλάδα, Ιρλανδία και Πορτογαλία (2006-2016)	93
Διάγραμμα 4- 2: Φορολογικός Συντελεστής Κερδών για τις επιχειρήσεις σε Κύπρο, Ελλάδα, Ιρλανδία και Πορτογαλία (2006-2016)	94
Διάγραμμα 4- 3: Συνολική Φορολογική Επιβάρυνση Επιχειρήσεων σε Κύπρο, Ελλάδα, Ιρλανδία και Πορτογαλία (2006-2016)	94
Διάγραμμα 4- 4: Ετησιοποιημένο Επιτόκιο Δανεισμού για τις επιχειρήσεις σε Κύπρο, Ελλάδα, Ιρλανδία και Πορτογαλία (2006-2016)	95

ΕΥΡΕΤΗΡΙΟ ΕΙΚΟΝΩΝ

Εικόνα 2- 1: Η Πρόταση I της Θεωρίας των Modigliani και Miller χωρίς φόρους....	14
Εικόνα 2- 2: Η Πρόταση II της Θεωρίας των Modigliani και Miller χωρίς φόρους ..	14
Εικόνα 2- 3: Η Πρόταση I της Θεωρίας των Modigliani και Miller με φόρους.....	16
Εικόνα 2- 4: Η Πρόταση II της Θεωρίας των Modigliani και Miller με φόρους	17
Εικόνα 2- 5: Η Αξία μίας Εταιρίας βάσει της Θεωρίας Αντιστάθμισης	26

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1^ο. Εισαγωγή

1.1 Εισαγωγικές Παρατηρήσεις

Η έννοια της κεφαλαιακή δομής αναφέρεται στην αναλογία ιδίων και δανειακών κεφαλαίων στη χρηματοδότηση μίας επιχείρησης (Grinblatt & Titman, 2002). Οι λόγοι για τους οποίους επιλέγεται αυτή η αναλογία και κατά πόσον αυτή συνεισφέρει στην αξία μίας επιχείρησης αποτελούν ένα από τα πλέον διαδεδομένα αντικείμενα διαφωνίας των επιστημόνων της χρηματοοικονομικής. Η διαμάχη αυτή ξεκίνησε τη στιγμή που οι Modigliani και Miller (1958; 1963) διατύπωσαν τις θεωρίες κεφαλαιακής δομής χωρίς και με εταιρική φορολόγηση και, ταυτόχρονα, έθεσαν τα θεμέλια της σύγχρονης θεωρίας κεφαλαιακής δομής, η οποία επιχειρεί να εξηγήσει τη συμπεριφορά της κεφαλαιακής δομής των επιχειρήσεων και τους προσδιοριστικούς παράγοντες αυτής (Bradley et al., 1984).

Οι πλέον διαδεδομένες θεωρίες κεφαλαιακής δομής είναι οι θεωρίες ιεράρχησης των πηγών χρηματοδότησης και αντιστάθμισης (Mihalca & Antal, 2009). Η θεωρία αντιστάθμισης υποστηρίζει ότι υπάρχει ένα βέλτιστο επίπεδο χρέους, το οποίο μεγιστοποιεί την αξία της επιχείρησης. Το επίπεδο αυτό προσδιορίζεται από το σημείο εκείνο, στο οποίο το οριακό όφελος του χρέους ισούται με το οριακό κόστος του (Cortez & Suzanto, 2012). Αντιθέτως, η θεωρία ιεράρχησης των πηγών χρηματοδότησης ισχυρίζεται ότι δεν υπάρχει κάποιο τέτοιο επίπεδο, αλλά η κεφαλαιακή δομή των επιχειρήσεων είναι αποτέλεσμα των προτιμήσεων των διοικητικών στελεχών όσον αφορά τις πηγές χρηματοδότησης. Συγκεκριμένα, τα διευθυντικά στελέχη προτιμούν την εσωτερική έναντι της εξωτερικής χρηματοδότησης και αν τα εσωτερικά κεφάλαια δεν επαρκούν, τότε προτιμούν την έκδοση χρέους από την έκδοση ιδίων κεφαλαίων (Popescu & Visinescu, 2009).

Οι δύο θεωρίες ξεκίνησαν ως αντικρουόμενες και αμοιβαίως αποκλειόμενες (Serrasqueiro & Caetano, 2015). Ωστόσο, καμία από τις δύο δεν έχει επιτύχει ως σήμερα να ερμηνεύσει πλήρως τη συμπεριφορά της κεφαλαιακής δομής των εταιριών. Έτσι, σήμερα, όλο και περισσότεροι συγγραφείς τις αντιμετωπίζουν ως συμπληρωματικές (Lopez-Gracia & Sogorb-Mira, 2003).

1.2 Σκοπός

Η παρούσα διδακτορική διατριβή επιχειρεί να εξετάσει την ερμηνευτική ισχύ των δύο αυτών θεωριών υπό μεταβαλλόμενες οικονομικές συνθήκες. Εναλλακτικά, η μελέτη αναζητά αν οι οικονομικές συνθήκες επηρεάζουν τις αποφάσεις κεφαλαιακής δομής των επιχειρήσεων και κατά πόσον αυτή η επίδραση οδηγεί τις εταιρίες περισσότερο κοντά στη θεωρία αντιστάθμισης ή στη θεωρία ιεράρχησης των πηγών χρηματοδότησης.

Σε αυτό το πλαίσιο, επιδιώκονται τρεις επιμέρους στόχοι. Πρώτον, η μελέτη εστιάζει αρχικά στην ελληνική πραγματικότητα. Συγκεκριμένα, διερευνά κατά πόσον η κεφαλαιακή δομή των ελληνικών επιχειρήσεων ερμηνεύεται αποτελεσματικότερα βάσει των προβλέψεων της θεωρίας αντιστάθμισης ή της θεωρίας ιεράρχησης. Δεύτερον, αναζητά την επίδραση των μεταβαλλόμενων οικονομικών συνθηκών στην ερμηνευτική ικανότητα των δύο θεωριών. Προς το στόχο αυτό, εστιάζει στις επιχειρήσεις των χωρών που έχουν χρηματοδοτηθεί από τον Ευρωπαϊκό Μηχανισμό Σταθερότητας (ή το προγενέστερο Ευρωπαϊκό Ταμείο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας) μέσω οικονομικών προγραμμάτων. Τρίτον, υλοποιεί μία προσπάθεια να διακρίνει τις όποιες επιπτώσεις στην ερμηνευτική ισχύ των δύο θεωριών σε εκείνες που προκαλούνται από οικονομικές κρίσεις και σε εκείνες που προκαλούνται από τις συνθήκες που δημιουργεί ο Ευρωπαϊκός Μηχανισμός Σταθερότητας, δηλαδή το εργαλείο της Ευρωπαϊκής Ένωσης για την ανάσχεση των οικονομικών κρίσεων.

1.3 Πρωτοτυπία και Συνεισφορά

Η βασικότερη πρωτοτυπία της παρούσας μελέτης έγκειται στο ότι είναι, κατά τη γνώση τουλάχιστον του συγγραφέα, η πρώτη που επιχειρεί να διακρίνει τις συνθήκες της κρίσης από τις συνθήκες που δημιουργεί ο μηχανισμός ανάσχεσής τους και αναζητεί να εντοπίσει, εφόσον υπάρχουν, τις διαφορετικές επιδράσεις της καθεμίας. Ως σήμερα, οι περισσότεροι συγγραφείς αναζητούσαν τις επιδράσεις αυτές μέσα σε ένα περιβάλλον γενικότερης κρίσης, το οποίο δεν όριζαν σαφώς. Συνήθως δε αυτό το περιβάλλον αναφερόταν στις οικονομικές συνθήκες που δημιούργησε η παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση του 2007, η οποία προσέφερε μία πρώτης τάξεως ευκαιρία για τη συγκεκριμένη διερεύνηση, ή προγενέστερες χρηματοπιστωτικές κρίσεις όπως

αυτή που έπληξε τις χώρες της Νοτιοανατολικής Ασίας το 1997. Ωστόσο, η παρούσα έρευνα εστιάζει ξεχωριστά στις συνέπειες της κρίσης και σε εκείνες του Ευρωπαϊκού Μηχανισμού Σταθερότητας, ο οποίος έχει ως σκοπό την αντιμετώπιση των συνεπειών της κρίσης, και αναζητά τις διαφορές ή τις ομοιότητες τους στην επίδρασή τους επί της κεφαλαιακή δομή των επιχειρήσεων.

Το δεύτερο ενδιαφέρον σημείο αναφέρεται στη μεθοδολογία που χρησιμοποιείται στην παρούσα μελέτη. Τρεις είναι οι βασικότερες μέθοδοι διερεύνησης της κεφαλαιακής δομής των επιχειρήσεων. Η πρώτη προτάθηκε από τους Shyam-Sunder και Myers (1999). Η δεύτερη επιδιώκει την εξαγωγή συμπερασμάτων μέσω των επιδράσεων που ασκούν διάφοροι προσδιοριστικοί παράγοντες στο επίπεδο της χρηματοοικονομικής μόχλευσης. Η τρίτη αφορά στη διεξαγωγή σχετικής έρευνας με ερωτηματολόγιο που απευθύνεται σε διευθυντικά στελέχη. Η παρούσα έρευνα υιοθετεί τις δύο πρώτες και ελέγχει ταυτόχρονα κατά πόσον οι δύο μεθοδολογίες συμφωνούν μεταξύ τους ή όχι. Αξίζει να σημειωθεί ότι η παρούσα διατριβή στόχευε στην υιοθέτηση και της τρίτης μεθόδου, αλλά τα ποσοστά απόκρισης διευθυντικών στελεχών των ελληνικών επιχειρήσεων ήταν απογοητευτικά και, συνεπώς, απαγορευτικά.

Τέλος, παρά το παγκόσμιο ενδιαφέρον για τη συμπεριφορά της κεφαλαιακής δομής των επιχειρήσεων, η ελληνική βιβλιογραφία είναι μάλλον περιορισμένη. Συνεπώς, η παρούσα διδακτορική διατριβή συνεισφέρει ακόμα μία προσπάθεια διερεύνησης των αποφάσεων χρηματοδότησης των ελληνικών εταιριών μέσα στο θεωρητικό πλαίσιο που θέτουν οι θεωρίες αντιστάθμισης και ιεράρχησης των πηγών χρηματοδότησης. Ειδικότερα δε για τις ελληνικές επιχειρήσεις, οι συγγραφείς δεν εντόπισαν κάποια μελέτη που να εφαρμόζει τη μεθοδολογία των Shyam-Sunders και Myers (1999). Υπό αυτό το πρίσμα, η παρούσα έρευνα αποτελεί την πρώτη σχετική ερευνητική προσπάθεια για την ελληνική πραγματικότητα.

1.4 Δομή

Η διδακτορική διατριβή αποτελείται από άλλα τέσσερα κεφάλαια πλέον του παρόντος, το οποίο αποτελεί την εισαγωγή. Όπως έχει ήδη γίνει αντιληπτό, το κεφάλαιο της εισαγωγής έχει ως στόχο να εισαγάγει τον αναγνώστη στο γενικό κλίμα της μελέτης

παρουσιάζοντας τις βασικές έννοιες, το σκοπό, τη σπουδαιότητα και την πρωτοτυπία της.

Στο δεύτερο κεφάλαιο υλοποιείται η απαραίτητη βιβλιογραφική ανασκόπηση. Συγκεκριμένα, προσδιορίζονται οι έννοιες της κεφαλαιακής δομής και της θεωρίας κεφαλαιακής δομής και παρουσιάζονται τα βασικά στοιχεία των δύο θεωριών κεφαλαιακής δομής που αποτελούν το αντικείμενο της μελέτης, δηλαδή η θεωρία αντιστάθμισης και η θεωρία ιεράρχησης των πηγών χρηματοδότησης. Επιπλέον, εντοπίζονται οι διαφορές των δύο θεωριών σε περιβάλλον κανονικών οικονομικών συνθηκών και σε περιβάλλον οικονομικής κρίσης, ενώ προσδιορίζεται και η διαφορά μεταξύ της κρίσης χρέους και της χρηματοοικονομικής κρίσης καθώς και ο τρόπος με τον οποίο ο Ευρωπαϊκός Μηχανισμός Σταθερότητας αναμένεται να επιτύχει τη στήριξη των οικονομιών. Στο κεφάλαιο αυτό παρουσιάζεται και μία σειρά σχετικών παλαιότερων, αλλά και πρόσφατων ερευνών που βρίσκονται σε συμφωνία ή και σε διαφωνία με το θεωρητικό πλαίσιο που αναπτύχθηκε.

Το τρίτο κεφάλαιο αναφέρεται στη ερευνητική μεθοδολογία που εφαρμόστηκε. Σε αυτό, η μελέτη χαρακτηρίζεται ως προς το ερευνητικό πλαίσιο που ακολουθεί (ερευνητική φιλοσοφία, ερευνητική προσέγγιση, και ερευνητικό σχέδιο). Επιπλέον, διατυπώνεται ξεκάθαρα ο σκοπός και οι στόχοι της. Τέλος, παρουσιάζονται αναλυτικά οι δύο ερευνητικές μεθοδολογίες που υιοθετούνται. Συγκεκριμένα, παρουσιάζονται τα υποδείγματα που εκτιμώνται βάσει της μεθοδολογίας των Shyam-Sunder και Myers (1999), το υπόδειγμα που χρησιμοποιήθηκε για την εφαρμογή της μεθόδου των προσδιοριστικών παραγόντων της χρηματοοικονομικής μόχλευσης καθώς και οι διαγνωστικοί έλεγχοι που συνοδεύουν τις δύο αυτές μεθοδολογίες.

Το τέταρτο κεφάλαιο αποτελείται από τη βασική ερευνητική προσπάθεια. Συγκεκριμένα, αποτελείται από τρεις χρονολογικά διαδοχικές μελέτες. Η καθεμία από αυτές προέκυψε ως άμεσο αποτέλεσμα της προηγούμενης της. Για εκάστη ερευνητική προσπάθεια παρουσιάζονται ο σκοπός, ο στόχος, τα ερευνητικά ερωτήματα, οι ερευνητικές υποθέσεις, η μεθοδολογία και το δείγμα. Η κάθε προσπάθεια ολοκληρώνεται με την παρουσίαση των σχετικών αποτελεσμάτων στατιστικής ανάλυσης και την απαραίτητη συζήτηση επί αυτών.

Τέλος, στο πέμπτο και τελευταίο κεφάλαιο συνοψίζεται το σύνολο των αποτελεσμάτων, ενώ δεν παραλείπεται να τονιστούν τυχόντες περιορισμοί της παρούσας διδακτορικής διατριβής, αλλά και προτάσεις για μελλοντική έρευνα.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2°. Βιβλιογραφική Ανασκόπηση - Κεφαλαιακή Δομή και Θεωρίες Κεφαλαιακής Δομής

2.1 Κεφαλαιακή Δομή και Θεωρία Κεφαλαιακή Δομής

Μία επιχείρηση μπορεί να αντλήσει κεφάλαια με ποικίλους τρόπους. Οι δύο βασικοί τρόποι άντλησης κεφαλαίων συνίστανται στο χρέος και τα ίδια κεφάλαια (Martinez et al., 2019). Ωστόσο, υπάρχουν πολλές παραλλαγές τους. Κύρια παραδείγματα τέτοιων παραλλαγών όσον αφορά στην άντληση κεφαλαίου μέσω χρέους αποτελούν ο τραπεζικός και ο ομολογιακός δανεισμός, ενώ αντίστοιχα παραδείγματα για τα ίδια κεφάλαια είναι η έκδοση προνομιακών και κοινών μετοχών, καθώς και η εσωτερική χρηματοδότηση. Το μίγμα αυτό των διαφορετικών πηγών κεφαλαίου που χρησιμοποιεί μία επιχείρηση είναι γνωστό ως κεφαλαιακή δομή. Βάσει της κεφαλαιακής τους δομής, κάποιες εταιρίες χαρακτηρίζονται ως έντονα μοχλευμένες (highly leveraged). Οι εταιρίες αυτές είναι εκείνες που η κεφαλαιακή τους δομή περιέχει υψηλά επίπεδα χρέους οποιασδήποτε μορφής (Grinblatt & Titman, 2002).

Η αναζήτηση των λόγων για τους οποίους μία εταιρία επιθυμεί ή δεν επιθυμεί να είναι έντονα μοχλευμένη αποτελεί αντικείμενο μίας θεωρίας κεφαλαιακής δομής. Συγκεκριμένα, μία θεωρία κεφαλαιακής δομής επιδιώκει να εξηγήσει τον τρόπο με τον οποίο η κεφαλαιακή δομή μίας επιχείρησης επιδρά στην αξία της, καθώς και τις αιτίες αυτών των επιδράσεων. Εναλλακτικά, προσπαθεί να εντοπίσει και να ερμηνεύσει τα κίνητρα που εξηγούν τις αποφάσεις των διευθυντικών στελεχών (managers) κατά τον καθορισμό της κεφαλαιακής δομής των επιχειρήσεών τους λαμβάνοντας υπόψη ότι αυτοί επιδιώκουν τη μεγιστοποίηση της αξίας των επιχειρήσεών τους (Bradley et al., 1984).

Η κεφαλαιακή δομή βρίσκεται στο επίκεντρο του ενδιαφέροντος των επιστημόνων και των επαγγελματιών της χρηματοοικονομικής εδώ και τουλάχιστον 60 έτη. Το έναυσμα για τη διαμόρφωση σύγχρονων θεωριών κεφαλαιακής δομής εντοπίζεται στα θεωρήματα των Modigliani και Miller (1958; 1963). Βάσει αυτών, έχουν προταθεί διάφορες θεωρίες κεφαλαιακής δομής. Ωστόσο, καμία από αυτές δεν μπορεί να εξηγήσει πλήρως τα εμπειρικά ευρήματα που εντοπίζονται εξετάζοντας τις

κεφαλαιακές δομές των επιχειρήσεων. Τα ευρήματα αυτά έχουν ως εξής (Smart et al., 2004):

[1] Οι κεφαλαιακές δομές των επιχειρήσεων που ανήκουν στον ίδιο κλάδο ακολουθούν πρότυπα που ξεπερνούν τα εθνικά σύνορα. Για παράδειγμα, οι εταιρίες που ανήκουν στους κλάδους κοινής ωφέλειας και μεταφορών είναι συνήθως έντονα μοχλευμένες, ενώ αντιθέτως οι εταιρίες παροχής υπηρεσιών παρουσιάζουν ιδιαίτερος χαμηλά επίπεδα μόχλευσης. Ωστόσο, πρόσφατες μελέτες υποδεικνύουν ότι οι επιχειρήσεις κάποιων χωρών δεν ακολουθούν τους γενικούς αυτούς κανόνες (Lara et al., 2016).

[2] Οι κεφαλαιακές δομές διαφοροποιούνται από χώρα σε χώρα. Οι λόγοι που έχουν προταθεί για αυτή τη διαφοροποίηση κυμαίνονται από τη διαφορετική σύνθεση των εθνικών οικονομιών έως τις διαφορές στο ιστορικό και το πολιτιστικό υπόβαθρο της κάθε χώρας. Για παράδειγμα, οι Chipeta και Deressa (2016) προτείνουν ως λόγο διαφορετικού επιπέδου μόχλευσης μεταξύ των εταιριών στην Υποσαχάρια Αφρική το διαφορετικό επίπεδο νομικών μηχανισμών ελέγχου και υποστηρίζουν ότι οι εταιρίες που βρίσκονται σε χώρες με ισχυρό νομικό σύστημα τείνουν να έχουν υψηλότερο δείκτη μακροχρόνιου χρέους.

[3] Το επίπεδο του χρέους στην κεφαλαιακή δομή μίας εταιρίας εμφανίζεται να συνδέεται αντίστροφα με το αντιλαμβανόμενο κόστος χρηματοοικονομικής δυσπραγίας. Η σχέση αυτή είναι ανεξάρτητη κλάδου και εθνικής οικονομίας (Oliveira et al., 2017; Muigai & Muriithi, 2017).

[4] Μέσα στον ίδιο κλάδο, η κερδοφορία μίας επιχείρησης εμφανίζεται να επιδρά αρνητικά στη μόχλευσή της. Έτσι, ανεξαρτήτως του κλάδου, οι επιχειρήσεις που είναι περισσότερο κερδοφόρες εμφανίζονται να δανείζονται λιγότερο (Dang et al., 2019; Chandra et al., 2019). Το ερώτημα που προκύπτει σε αυτήν την περίπτωση είναι για ποιο λόγο οι περισσότερο κερδοφόρες εταιρίες δεν επωφελούνται από την φορολογική εξοικονόμηση που προσφέρουν οι τόκοι των δανείων.

[5] Η ασκούμενη φορολογική πολιτική, δηλαδή οι φορολογικοί συντελεστές για τα εισοδήματα των επιχειρήσεων και των φυσικών προσώπων, φαίνεται να επιδρά στη διαμόρφωση της κεφαλαιακής δομής, αλλά δεν αρκεί για να ερμηνεύσει τις διαφοροποιήσεις που παρατηρούνται μεταξύ των επιχειρήσεων, των κλάδων και των κρατών (Fleckenstein et al., 2019).

[6] Τα φυσικά πρόσωπα κατά κανόνα ερμηνεύουν την αύξηση του χρέους μίας εταιρίας ως καλό νέο, ενώ τη μείωσή του ως κακό νέο. Πολλές μελέτες παρέχουν ενδείξεις που υποστηρίζουν ότι γεγονότα που οδηγούν σε αύξηση της μόχλευσης μίας εταιρίας οδηγούν σε υπεραποδόσεις των μετοχών τους. Η αιτία αυτής της σχέσης εντοπίζεται στην αντιλαμβανόμενη εκ μέρους των επενδυτών ικανότητα της εταιρίας να ανταποκριθεί στις μελλοντικές αυξημένες λόγω αυξημένου χρέους υποχρεώσεις της και συνεπώς στην αντιλαμβανόμενη αύξηση της αξιοπιστίας της εταιρίας (Eppure & Guash, 2020). Ωστόσο, υπάρχουν μελέτες που υποστηρίζουν ότι το πληροφοριακό περιεχόμενο τέτοιων ανακοινώσεων έχει μειωθεί σημαντικά μετά την παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση του 2007 (Marshall et al., 2019).

[7] Οι εταιρίες που αναγκάζονται να απομακρυνθούν από την κεφαλαιακή δομή που προτιμούν τείνουν να επιστρέφουν σε αυτή με το πέρασμα του χρόνου. Ωστόσο, υπάρχουν ενδείξεις ότι αυτή η επιστροφή εξαρτάται από την ευαισθησία του κόστους κεφαλαίου των επιχειρήσεων σε αποκλίσεις της κεφαλαιακής δομής από την άριστη (Zhou et al., 2016).

2.2 Σύγχρονες Θεωρίες Κεφαλαιακή Δομής

2.2.1 Η Θεωρία της Μη Σχετικότητας της Κεφαλαιακής Δομής των Modigliani και Miller

Όπως αναφέρθηκε και παραπάνω, η απαρχή των σύγχρονων θεωριών κεφαλαιακής δομής εντοπίζεται στα θεωρήματα των Modigliani και Miller (1958; 1963). Η εργασία τους το 1958 διαπραγματεύεται τους παράγοντες που καθορίζουν την κεφαλαιακή δομή σε ένα οικονομικό περιβάλλον χωρίς φόρους. Σύμφωνα με αυτή, η αξία μίας εταιρίας δεν επηρεάζεται από την κεφαλαιακή της δομή (Πρόταση I), ενώ το κόστος των ιδίων κεφαλαίων μίας μοχλευμένης εταιρίας ισούται με το κόστος κεφαλαίου μίας μη μοχλευμένης εταιρίας πλέον ενός ασφάλιστρου χρηματοοικονομικού κινδύνου (Πρόταση II). Το 1963, ωστόσο, οι δύο συγγραφείς επανέρχονται και αναδιαμορφώνουν τις παραπάνω προτάσεις σε ένα οικονομικό περιβάλλον που περιλαμβάνει επιχειρησιακούς φόρους. Υπό αυτό το καθεστώς, λοιπόν, υποστηρίζουν ότι η αγοραία αξία μίας μοχλευμένης εταιρίας ισούται με την αξία της μη μοχλευμένης εταιρίας πλέον μίας φορολογικής ωφέλειας που προκύπτει από τους τόκους που

συνεπάγεται το χρέος (Πρόταση I), ενώ το κόστος των ιδίων κεφαλαίων της ισούται με το κόστος κεφαλαίου μίας μη μοχλευμένης εταιρίας πλέον ενός ασφάλιστρου χρηματοοικονομικού κινδύνου προσαρμοσμένο, όμως, για τη φορολογική εξοικονόμηση που προκύπτει από τη χρήση χρέους (Πρόταση II). Ωστόσο, τα παραπάνω ισχύουν μόνο υπό αυστηρές προϋποθέσεις.

2.2.2 Η Θεωρία της Αντιστάθμισης (Trade-off theory)

Όπως γίνεται ήδη αντιληπτό από τη θεωρία της μη σχετικότητας της κεφαλαιακής δομής των Modigliani και Miller, το χρέος δημιουργεί μία ποικιλία πλεονεκτημάτων και μειονεκτημάτων για τις επιχειρήσεις (Atiyet, 2012). Τα βασικά του πλεονεκτήματα είναι το γεγονός ότι οι τόκοι που δημιουργούνται εκπίπτουν των εσόδων με αποτέλεσμα τη μείωση των φορολογικών υποχρεώσεων (tax deductibility) και η άμβλυνση του κόστους αντιπροσώπευσης μεταξύ της διοίκησης και των μετόχων (managers-shareholders agency conflict) (Jensen & Meckling, 1976). Ωστόσο, το πλεονέκτημα της έκπτωσης των τόκων διαταράσσεται από την επίδραση που μπορούν να έχουν οι φόροι των φυσικών προσώπων (Miller, 1977) και των εκπτώσεων που προκύπτουν από άλλες πηγές, όπως τα έξοδα αποσβέσεων (DeAngelo & Masulis, 1980). Από την άλλη μεριά, στα μειονεκτήματα του χρέους περιέχεται η όξυνση του κόστους της χρηματοοικονομικής δυσπραγίας (Modigliani & Miller, 1963) και του κόστους αντιπροσώπευσης που προκύπτει από τη διαμάχη μεταξύ μετόχων και πιστωτών (shareholders-debtors agency conflict) (Jensen & Meckling, 1976).

Σύμφωνα, λοιπόν, με την θεωρία Αντιστάθμισης, το μίγμα χρέους και ιδίων κεφαλαίων επιλέγεται κατά τέτοιο τρόπο ώστε τα μειονεκτήματα του χρέους να αντισταθμίζονται από τα πλεονεκτήματά του (Smart et al., 2004). Αυτό σημαίνει ότι υπάρχει μία τιμή για το λόγο χρέους προς ίδια κεφάλαια, στην οποία τα πλεονεκτήματα του χρέους αντισταθμίζουν πλήρως τα μειονεκτήματά του. Αυτή η τιμή αποτελεί στόχο για την επιχείρηση, εφόσον συνεπάγεται την ελαχιστοποίηση του κόστους κεφαλαίου και τη μεγιστοποίηση της αξίας του (Jahanzeb et al., 2014). Τέλος, η κεφαλαιακή δομή που ανταποκρίνεται σε αυτήν την τιμή του δείκτη αποτελεί τη βέλτιστη κεφαλαιακή δομή, την οποία οι μάνατζερ επιδιώκουν.

2.2.3 Η Θεωρία της Ιεράρχησης Πηγών Κεφαλαίου (Pecking Order theory)

Ο Donaldson (1961) στη μελέτη του για μεγάλες επιχειρήσεις είναι ο πρώτος ερευνητής που εντοπίζει ότι υπάρχει μία ιεραρχία στην προτίμηση της διοίκησης των επιχειρήσεων μεταξύ των διαφόρων πηγών κεφαλαίου. Συγκεκριμένα, δηλώνει ότι «*οι μάνατζερ προτιμούν να χρηματοδοτούν τις επενδύσεις τους, αρχικά, μέσω παρακρατημένων κερδών, στη συνέχεια και μετά την εξάντληση των παρακρατημένων κερδών με χρέος, και τελικά, όταν πλέον είναι ασυνεπές για την επιχείρηση να δανειστεί επιπλέον ποσά μέσω έκδοσης νέων μετοχών*» (Grinblatt & Titman, 2002). Αυτή η ιεραρχία εκφράζεται μέσω της θεωρίας κεφαλαιακής δομής που είναι γνωστή ως θεωρία Ιεράρχησης των Πηγών Χρηματοδότησης.

Η συγκεκριμένη θεωρία πηγάζει από το γεγονός ότι οι εταιρίες δεν έχουν έναν προκαθορισμένο και επιθυμητό λόγο ξένων προς ίδια κεφάλαια, δηλαδή μία προκαθορισμένη βέλτιστη κεφαλαιακή δομή, αλλά η κεφαλαιακή τους δομή καθορίζεται από το γεγονός ότι η διοίκηση προτιμά την εσωτερική χρηματοδότηση σε σύγκριση με την εξωτερική και την άντληση δανειακών κεφαλαίων σε σύγκριση με την άντληση ιδίων κεφαλαίων (Popescu & Visinescu, 2009). Στο ίδιο μήκος κύματος, ο Myers (1984) δηλώνει ότι ο εντοπισμός μίας βέλτιστης κεφαλαιακής δομής είναι δύσκολος εξαιτίας της ύπαρξης των ιδίων κεφαλαίων τόσο στην κορυφή όσο και στη βάση αυτής της ιεραρχίας και εξαιτίας του γεγονότος ότι οι εγγυήσεις και τα ενέχυρα καθιστούν το χρέος φθηνότερο και ελαχιστοποιούν το κόστος της ασύμμετρης πληροφόρησης που σχετίζεται με τη χρηματοδότηση.

Η θεωρία της Ιεράρχησης των πηγών χρηματοδότησης υποθέτει ότι οι επιχειρήσεις προτιμούν να χρησιμοποιούν τις ασφαλέστερες πηγές κεφαλαίου έναντι των περισσότερο ριψοκίνδυνων και προκύπτει από την ασύμμετρη πληροφόρηση (Myers & Majluf, 1984). Συγκεκριμένα, οι διοικήσεις των εταιριών κατέχουν υψηλότερο επίπεδο γνώσης και πληροφοριών τόσο σε όρους ποιότητας όσο και σε όρους ποσότητας για το πιθανό επίπεδο του μελλοντικού κινδύνου και των μελλοντικών αποδόσεων σε σύγκριση με τους επενδυτές, οι οποίοι βρίσκονται εκτός της εταιρίας. Αυτή η ασυμμετρία στην πληροφόρηση οδηγεί τους επενδυτές να υπερεκτιμούν τον κίνδυνο μίας εταιρίας σε σύγκριση με την εκτίμηση των διοικήσεων, με αποτέλεσμα να υποτιμούν τη μετοχή της και να απαιτούν υψηλότερες αποδόσεις. Έτσι, σε περίπτωση ανάγκης συγκέντρωσης κεφαλαίων για τη χρηματοδότηση των επενδύσεων

τους, οι διοικήσεις που ενεργούν υπέρ των υφισταμένων μετόχων κρίνουν ότι είναι φθηνότερο να δανειστούν παρά να αυξήσουν τα ίδια κεφάλαια (Niu, 2008). Επιπλέον, οι Myers και Majluf (1984) υποστήριξαν ότι η παραπάνω ασυμμετρία μπορεί να οδηγήσει τις διοικήσεις στην απόρριψη επενδύσεων με θετική καθαρή παρούσα αξία εξαιτίας της απροθυμίας τους να μειώσουν τον πλούτο των υφιστάμενων μετόχων προς όφελος των νέων μετόχων.

2.2.4 Η Θεωρία της Σηματοδότησης (Signaling Theory)

Στην ασύμμετρη πληροφόρηση μεταξύ των διοικήσεων και των επενδυτών στηρίζεται και η θεωρία της σηματοδότησης, που προτάθηκε από τον Ross (1977). Σύμφωνα με αυτή, οι διοικήσεις των εταιριών μπορούν να διοχετεύουν πληροφορίες προς τους επενδυτές μέσω των μεταβολών της μόχλευσής τους. Η λογική πίσω από αυτήν την πρόταση εντοπίζεται στην παραδοχή ότι ο μοναδικός τρόπος για να πείσει η διοίκηση μίας υποτιμημένης εταιρίας τους επενδυτές σχετικά με την πραγματική αξία της είναι να στείλει ένα σήμα που επιφέρει σημαντικό κόστος, το οποίο, όμως, ταυτόχρονα να είναι δύσκολο να αντιγραφεί από εταιρίες με χαμηλότερη αξία (Smart et al, 2004). Υπό αυτό το πρίσμα, οι εταιρίες χαμηλότερης αξίας δεν μπορούν να στείλουν ψευδή σήματα στους επενδυτές και, ως αποτέλεσμα, οι επενδυτές βρίσκονται σε θέση να διακρίνουν μεταξύ εταιριών στις οποίες αξίζει να τοποθετήσουν τα κεφάλαιά τους και αυτών στις οποίες δεν αξίζει να τα τοποθετήσουν. Έτσι, οι επενδυτές αντιδρούν θετικά σε ανακοινώσεις που αφορούν την αύξηση του χρέους μίας εταιρίας και αρνητικά σε εκείνες που αφορούν τη μείωση του χρέους της (Miglo, 2017). Η θετική αυτή αντίδραση στηρίζεται στο γεγονός ότι οι επενδυτές ερμηνεύουν την αύξηση του χρέους ως ένα σήμα για θετικές μελλοντικές προοπτικές της εταιρίας, εφόσον ο δανεισμός αποτρέπει σε νέους μετόχους να εισέλθουν και να μειώσουν τις πιθανές μελλοντικές αποδόσεις των υφισταμένων μετόχων, δηλαδή λειτουργεί προστατευτικά των συμφερόντων των υφισταμένων μετόχων (Koch & Shenoy, 1999).

2.2.5 Η Θεωρία του Συγχρονισμού με την Αγορά (Market Timing theory) ή η Θεωρία του Καιροσκοπισμού της Διοίκησης (Managerial Opportunism)

Οι Baker και Wurgler (2002) εισήγαγαν την πλέον πρόσφατη θεωρία κεφαλαιακής δομής, τη θεωρία του Καιροσκοπισμού της Διοίκησης ή του Συγχρονισμού με την Αγορά, προτείνοντας ότι οι εταιρίες αποφασίζουν τον τρόπο χρηματοδότησής τους βάσει της άποψής τους σχετικά με το κατά πόσον η μετοχή τους είναι υποτιμημένη ή υπερτιμημένη. Συγκεκριμένα, όταν οι μετοχές των εταιριών είναι υποτιμημένες, προτιμούν να δανείζονται με χρέος. Αντιθέτως, όταν είναι υπερτιμημένες, προτιμούν να δανείζονται μέσω έκδοσης νέων κεφαλαίων. Συνεπώς, η κεφαλαιακή δομή μίας εταιρίας προκύπτει ως ένα σωρευτικό αποτέλεσμα των αποφάσεων της διοίκησης απέναντι στις μεταβολές των τιμών της αγοράς, τις οποίες και προσπαθεί να εκμεταλλευτεί (Smart et al., 2004). Επιπλέον, μία ακόμα διαφοροποίηση της συγκεκριμένης θεωρίας είναι ότι δεν υποθέτει κάποιας μορφής αποτελεσματικότητας των αγορών. Συνεπώς, οι ευκαιρίες χρηματοδότησης των εταιριών μπορούν να προκύπτουν είτε εξαιτίας ορθολογικών είτε και μη ορθολογικών αιτιών (Allini et al., 2018).

2.3 Η Θεωρία της Αντιστάθμισης (Trade-off)

2.3.1 Γενικά Στοιχεία

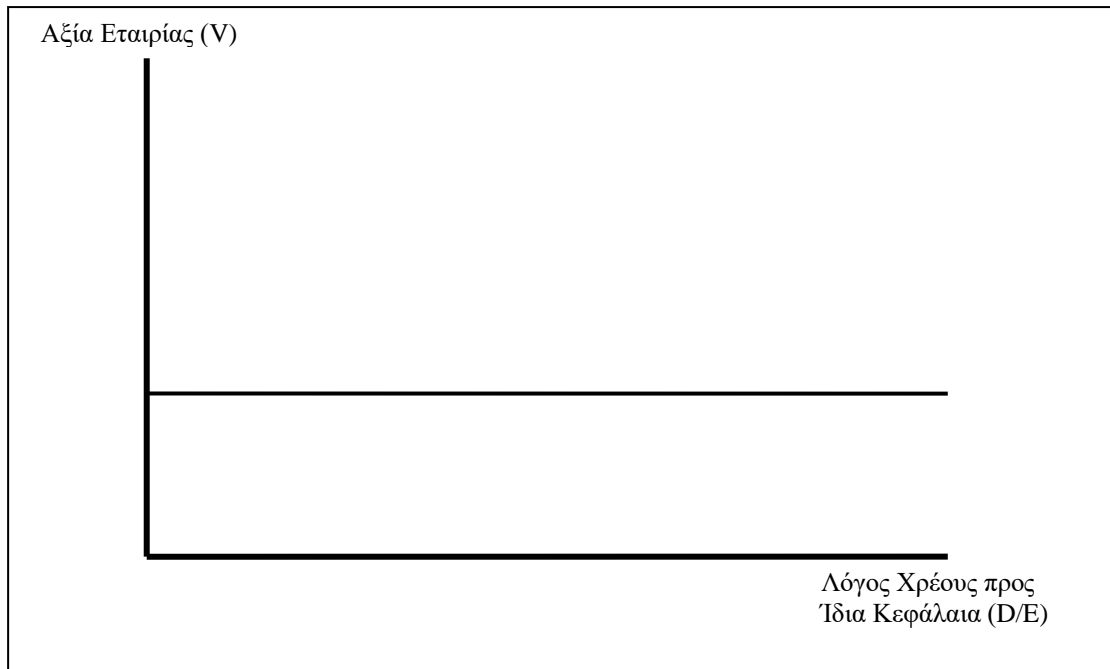
Υπό το καθεστώς τέλειων και αποτελεσματικών αγορών, η εργασία των Modigliani και Miller (1958) καταδεικνύει ότι η κεφαλαιακή δομή είναι μη σχετική με την αξία των εταιριών. Η θεωρία της Αντιστάθμισης, ωστόσο, προσδιορίζει μία βέλτιστη κεφαλαιακή δομή λαμβάνοντας υπόψη μία σειρά ατελειών, όπως είναι οι φόροι, το κόστος της χρηματοοικονομικής δυσπραγίας, και τα κόστη αντιπροσώπευσης, αλλά διατηρώντας παράλληλα τις υποθέσεις της αποτελεσματικότητας και της συμμετρικής πληροφόρησης (Baker & Wurgler, 2002). Συγκεκριμένα, από διάφορους συγγραφείς έχουν προταθεί διάφορες ατέλειες που οδηγούν στη ύπαρξη μίας βέλτιστης κεφαλαιακής δομής. Οι σημαντικότερες από αυτές είναι οι φόροι των μερισμάτων (Miller & Scholes, 1978), τα φορολογικά οφέλη που δεν προκύπτουν από την ύπαρξη χρέους (DeAngelo & Masulis, 1980), τα κόστη χρηματοοικονομικής δυσπραγίας (Miller, 1977; Wruck, 1990), και τα προβλήματα αντιπροσώπευσης (Jensen, 1986;

Fama & Miller, 1972; Jensen & Meckling, 1976; Myers, 1977). Παρακάτω συζητούνται το σύνολο αυτών των ατελειών πριν παρουσιαστεί πλήρως η θεωρία της αντιστάθμισης. Αρχικά, όμως, παρουσιάζεται η θεωρία της μη σχετικότητας της κεφαλαιακής δομής των Modigliani και Miller σε καθεστώς απουσίας φορολογίας, η οποία αποτελεί και τη βάση της συγκεκριμένης θεωρίας.

2.3.2 Η Θεωρία της Μη Σχετικότητας της Κεφαλαιακής Δομής των Modigliani και Miller

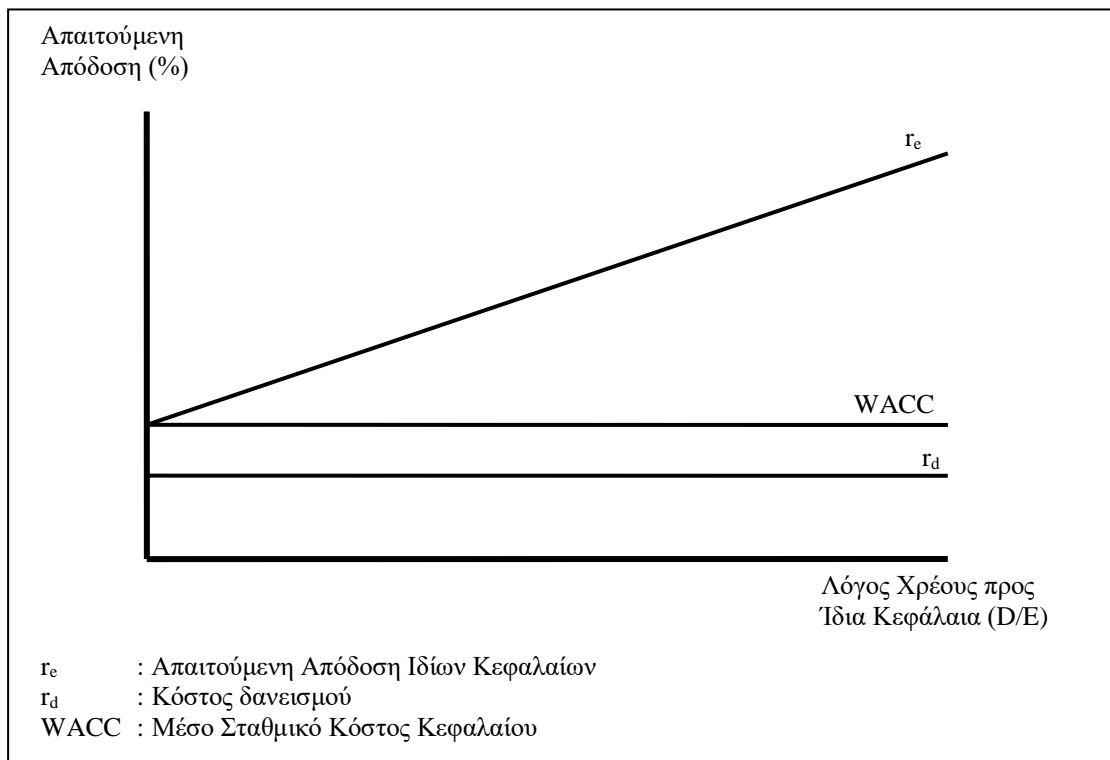
Η θεωρία της Μη Σχετικότητας της Κεφαλαιακής Δομής των Modigliani και Miller (1958) στηρίζεται στην υπόθεση των τέλειων αγορών κεφαλαίου. Υποθέτουν δηλαδή ότι οι επιχειρήσεις και οι επενδυτές μπορούν να δανείζονται και να δανείζονται στο ίδιο επιτόκιο (homemade leverage), ότι η πληροφόρηση είναι συμμετρική, ότι δεν υφίσταται φορολόγηση ούτε φυσικών ούτε νομικών προσώπων, καθώς και ότι δεν υπάρχουν κόστη συναλλαγών (Al-Kahtani & Al-Eraij, 2018). Επιπλέον, εστιάζουν την ανάλυσή τους σε εταιρίες που είναι πανομοιότυπες, δηλαδή σε εταιρίες που φέρουν τον ίδιο επιχειρηματικό κίνδυνο και τα ίδια αναμενόμενα λειτουργικά κέρδη, με αποκλειστική εξαίρεση τον τρόπο χρηματοδότησής τους, δηλαδή την κεφαλαιακή τους δομή. Υπό αυτό το αυστηρό πλαίσιο υποθέσεων, οι δύο συγγραφείς κατέληξαν σε δύο βασικά συμπεράσματα, τα οποία είναι γνωστά ως προτάσεις (Smart et al., 2004). Οι δύο αυτές προτάσεις παρουσιάζονται παρακάτω συνοδευόμενες από τα διαγράμματα που τις απεικονίζουν.

Πρόταση 1: Η αγοραία αξία μίας οποιαδήποτε επιχείρησης είναι ανεξάρτητη από την κεφαλαιακή της δομή και ισούται με την παρούσα αξία των αναμενόμενων μελλοντικών καθαρών λειτουργικών κερδών προεξοφλημένων με ένα επιτόκιο που αντιστοιχεί στην τάξη κινδύνου της επιχείρησης.



Εικόνα 2- 1: Η Πρόταση I της Θεωρίας των Modigliani και Miller χωρίς φόρους

Πρόταση II: Το κόστος των ιδίων κεφαλαίων μίας μοχλευμένης εταιρίας αποτελεί μία γραμμική συνάρτηση του λόγου χρέος προς ίδια κεφάλαια. Συγκεκριμένα, ισούται με το κόστος ιδίων κεφαλαίων μίας μη μοχλευμένης εταιρίας της ίδιας τάξης κινδύνου πλέον ένα πριμ κινδύνου αντίστοιχο του χρηματοοικονομικού κινδύνου της.



Εικόνα 2- 2: Η Πρόταση II της Θεωρίας των Modigliani και Miller χωρίς φόρους

Μία μη μοχλευμένη εταιρία, λοιπόν, έχει κόστος κεφαλαίου ίσο με την απαιτούμενη απόδοση των μετοχών της και αξία ίση με την παρούσα αξία των μελλοντικών καθαρών ταμειακών ροών της προεξοφλημένων με το κόστος κεφαλαίου. Με δεδομένο ότι το κόστος δανεισμού είναι μικρότερο από το κόστος των ιδίων κεφαλαίων, η αύξηση της μόχλευσης λειτουργεί και θετικά και αρνητικά στο κόστος κεφαλαίου της. Αρνητικά, γιατί χρηματοδοτείται με χαμηλότερου κόστους κεφάλαια, και θετικά, γιατί η αύξηση του χρηματοοικονομικού κινδύνου αυξάνει το κόστος των ιδίων κεφαλαίων. Η συνολική επίδραση είναι μηδενική, σύμφωνα με τη συγκεκριμένη θεωρία, εφόσον η μία επίδραση αντισταθμίζει την άλλη. Ως αποτέλεσμα το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου και η αξία της εταιρίας παραμένουν σταθερά ανεξαρτήτως κεφαλαιακής δομής. Το σύνολο των παραπάνω απεικονίζονται στις Εικόνες 1 και 2.

Πρώτον, θα πρέπει να τονιστεί ότι η αποδοχή της πρότασης I οδηγεί υποχρεωτικά και στην αποδοχή της πρότασης II (Smart et al., 2004). Δεύτερον, οι συγγραφείς προχωρούν και σε μία ακόμα υπόθεση. Ότι, δηλαδή, οι μελλοντικές ταμειακές ροές των εταιριών διανέμονται σε μετόχους και δανειστές κατά τρόπο που δεν επηρεάζεται από την κεφαλαιακή δομή. Τρίτον, το σύνολο των παραπάνω αποδεικνύονται με χρήση της διαδικασίας του αρμπιτράζ. Αποδεικνύουν δηλαδή ότι αν δεν ισχύουν οι παραπάνω προτάσεις, τότε υπάρχουν επενδυτές που θα μπορούσαν να αποκομίσουν υπερβάλλουσες αποδόσεις (Grinblatt & Titman, 2002).

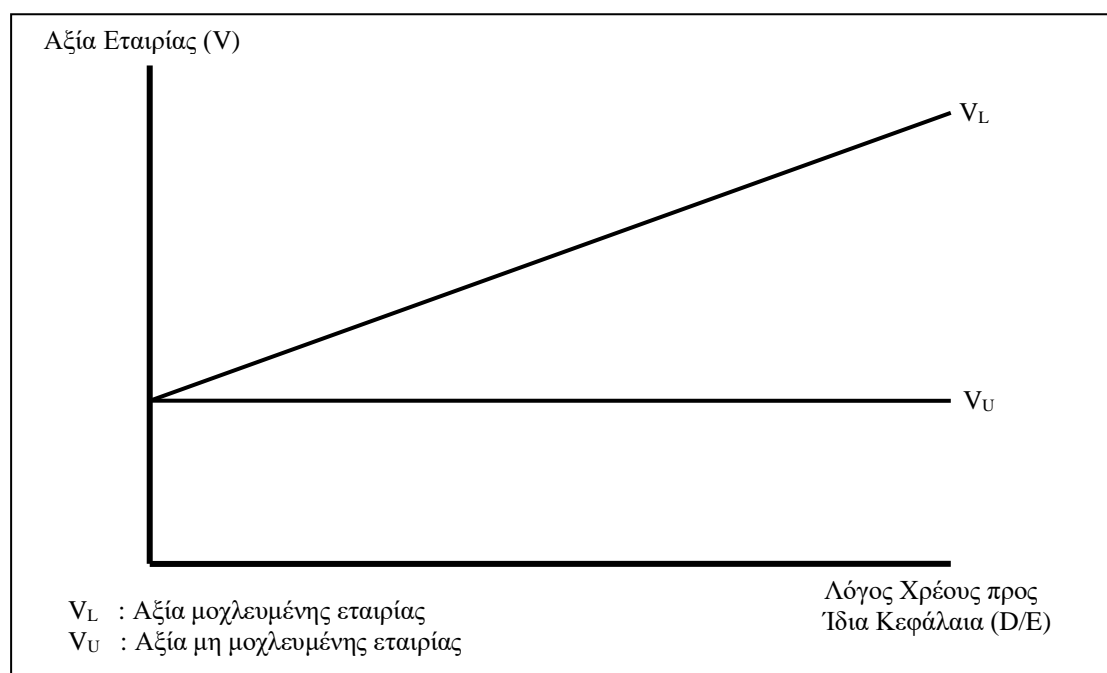
Η πλέον πρόσφατη έρευνα που εντοπίστηκε για τη διερεύνηση της ισχύος της παραπάνω θεωρίας είναι αυτή των Alifani και Nugroho (2013), οι οποίοι εφάρμοσαν την παραπάνω θεωρία με μία σειρά παραδοχών στις τρεις μεγαλύτερες εισηγμένες εταιρίες της Ινδονησίας για μία περίοδο δέκα ετών. Καταλήγουν ότι οι δύο προτάσεις ισχύουν σε γενικές γραμμές για τις συγκεκριμένες εταιρίες του δείγματος.

2.3.3 Η Θεωρία της Κεφαλαιακής Δομής των Modigliani και Miller με Επιχειρηματικούς Φόρους (Corporate Taxes)

Οι Modigliani και Miller (1963) αναδιατύπωσαν την παραπάνω θεωρία εισάγοντας επιχειρησιακούς φόρους. Διατηρώντας όλες τις άλλες υποθέσεις που αναφέρθηκαν παραπάνω, οι δύο συγγραφείς παρουσίασαν με ποιον τρόπο η κεφαλαιακή δομή επηρεάζει την αξία της επιχείρησης σε ένα περιβάλλον που υπάρχουν επιχειρηματικοί

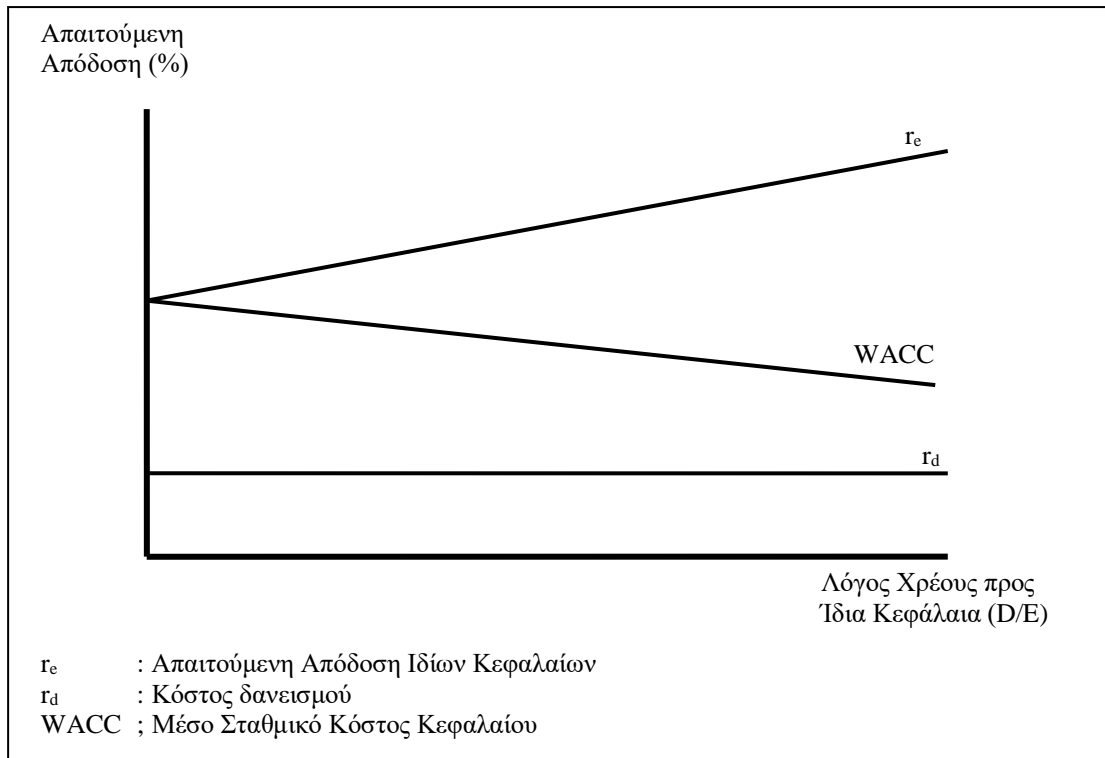
φόροι. Προς το σκοπό αυτό χρησιμοποίησαν την έννοια της φορολογικής ωφέλειας ή εξοικονόμησης του χρέους. Συγκεκριμένα, το χρέος δημιουργεί τα έξοδα των τόκων, τα οποία εκπίπτουν από τα έσοδα και μειώνουν τα κέρδη και τις φορολογικές υποχρεώσεις. Συνεπώς, μία εταιρία μπορεί να μειώσει τις φορολογικές τις υποχρεώσεις αυξάνοντας τη μόχλευσή της χωρίς, ωστόσο, να επηρεάσει την κερδοφορία προ τόκων και φόρων της. Κάτω από αυτό το πρίσμα γίνεται αντιληπτό ότι οι επιχειρήσεις θα πρέπει να δανείζονται ένα τέτοιο ποσό, ώστε να ελαχιστοποιούν τις φορολογικές τους υποχρεώσεις (Grinblatt & Titman, 2002). Έτσι, οι Modigliani και Miller (1963) ανασκεύασαν τις δύο προτάσεις τους σε ένα περιβάλλον φορολογίας των επιχειρήσεων κατά τον τρόπο που εμφανίζεται παρακάτω.

Πρόταση I: Η αγοραία αξία μίας οποιαδήποτε επιχείρησης ισούται με την αγοραία αξία μίας μη μοχλευμένης εταιρίας της ίδια τάξης κινδύνου πλέον τη φορολογική ωφέλεια που προκύπτει από το χρέος που χρησιμοποιεί.



Εικόνα 2- 3: Η Πρόταση I της Θεωρίας των Modigliani και Miller με φόρους

Πρόταση II: Το κόστος των ιδίων κεφαλαίων μίας μοχλευμένης εταιρίας ισούται με το κόστος ιδίων κεφαλαίων μίας μη μοχλευμένης εταιρίας της ίδιας τάξης κινδύνου πλέον ένα πριμ κινδύνου αντίστοιχο του χρηματοοικονομικού κινδύνου της, το οποίο, όμως, μειώνεται βάσει της φορολογικής ωφέλειας που το χρέος προκαλεί.



Εικόνα 2- 4: Η Πρόταση II της Θεωρίας των Modigliani και Miller με φόρους

Συνεπώς, οι Modigliani και Miller (1963) πρότειναν ότι σε ένα περιβάλλον με επιχειρηματικούς φόρους, η αξία μίας μοχλευμένης εταιρίας με χρέος θα είναι μεγαλύτερη από μία πανομοιότυπη εταιρία, η οποία, όμως, είναι αμόχλευτη. Η αύξηση αυτή οφείλεται στην φορολογική ωφέλεια που προκαλεί η αύξηση του χρέους, την οποία και υπολόγισαν ως την παρούσα αξία των αναμενόμενων μελλοντικών φορολογικών εξοικονομήσεων που προκαλούνται από τα έξοδα των τόκων. Επιπλέον, πρότειναν ότι το κόστος των ιδίων κεφαλαίων θα λαμβάνει υπόψη την φορολογική εξοικονόμηση του χρέους. Έτσι, το κόστος των ιδίων κεφαλαίων θα αυξάνεται εξαιτίας της αύξησης του χρηματοοικονομικού κινδύνου που συνοδεύει την αύξηση του χρέους, αλλά η αύξηση αυτή θα είναι μικρότερη σε σύγκριση με την περίπτωση απουσίας φορολόγησης των εταιρικών κερδών εξαιτίας της φορολογικής εξοικονόμησης που το συνοδεύει. Το αποτέλεσμα όλων αυτών είναι το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου να μειώνεται εξαιτίας του γεγονότος ότι υπάρχει πλέον περιθώριο εκμετάλλευσης του χαμηλότερου κόστους δανεισμού, εφόσον το όφελος από το χαμηλότερο κόστος δανεισμού δεν αντισταθμίζεται πλέον πλήρως από την αύξηση που προκαλείται στο κόστος των ιδίων κεφαλαίων με την αύξηση του χρέους.

Οι Alifani και Nugroho (2013), που αναφέρθηκαν στην προηγούμενη υποενότητα, εξέτασαν και τις προτάσεις της θεωρίας σε καθεστώς φορολόγησης εταιριών και βρήκαν ενδείξεις ισχύος τους. Αντίστοιχες ενδείξεις εντοπίστηκαν και από τους de C. Barros et al. (2005). Συγκεκριμένα, αναπαρήγαν τη μελέτη των Modigliani και Miller (1958; 1963) χρησιμοποιώντας αγοραία δεδομένα για τους κλάδους πετρελαίου και ηλεκτρισμού στην αγορά των ΗΠΑ (93 πετρελαίου και 68 ηλεκτρισμού) και της Λατινικής Αμερικής (16 πετρελαίου και 33 ηλεκτρισμού) για το έτος 2000. Το αποτέλεσμα της εμπειρικής μελέτης τους έδειξε στοιχεία που υποστηρίζουν τις διορθωμένες προτάσεις των Modigliani και Miller (1963), αλλά, σε αντίθεση με τους Alifani και Nugroho (2013), απέρριψαν τις προτάσεις των Modigliani και Miller (1958).

2.3.3 Η επίδραση των Προσωπικών Φόρων στην Κεφαλαιακή Δομή των επιχειρήσεων (Personal Taxes)

Ο Miller (1977) επέκτεινε την παραπάνω θεωρία και εξέτασε και την επίδραση των προσωπικών φόρων εισοδήματος. Συγκεκριμένα, εισάγοντας δύο προσωπικούς φόρους, τον φόρο εισοδήματος που προέρχεται από έσοδα μετοχών (μερίσματα και κεφαλαιακά κέρδη) και τον φόρο εισοδήματος που προέρχεται από έσοδα δανεισμού (έσοδα τόκων), κατέληξε σε ένα παρόμοιο με των Modigliani και Miller (1963) μοντέλο προτείνοντας ότι η καθαρή φορολογική εξοικονόμηση που προκύπτει από το χρέος μπορεί να μηδενιστεί όταν λαμβάνονται υπόψη και οι προσωπικοί φόροι. Συγκεκριμένα, κατέληξε ότι μία αύξηση του συντελεστή φορολόγησης εισοδημάτων από μετοχές θα αυξάνει τη μόχλευση των εταιριών, ενώ μία αύξηση του συντελεστή φορολόγησης εισοδημάτων από χρέος θα τη μειώνει (Smart et al., 2004).

Τα παραπάνω συμπεράσματα προκύπτουν από τον ακόλουθο συλλογισμό. Τα έσοδα από μετοχές διακρίνονται σε μερίσματα και κεφαλαιακές αποδόσεις. Αν και τα μερίσματα φορολογούνται με συντελεστές υψηλότερους από τους αντίστοιχους των εσόδων από χρέος, για τις κεφαλαιακές αποδόσεις χρησιμοποιούνται συντελεστές συνήθως χαμηλότεροι ή και μηδενικοί. Ως αποτέλεσμα, ο μέσος αποτελεσματικός φορολογικός συντελεστής των εσόδων από μετοχές είναι μικρότερος από τον αντίστοιχο των δανειακών εσόδων. Θεωρώντας μηδενικό επίπεδο κινδύνου, οι αποδόσεις των ιδίων και των δανειακών κεφαλαίων θα πρέπει να ισούνται.

Λαμβάνοντας, όμως, υπόψη τη διαφορά στους φορολογικούς συντελεστές, οι αποδόσεις των δανειακών κεφαλαίων ορίζονται υψηλότερα προκειμένου να αποζημιώνονται οι επενδυτές που φορολογούνται. Για το λόγο αυτό, οι επενδυτές με χαμηλούς φορολογικούς συντελεστές προτιμούν να λαμβάνουν θέσεις δανειστών και όχι μετόχων σε εταιρίες. Από την άλλη μεριά, οι επενδυτές υψηλών φορολογικών κλιμακίων μπορεί να προτιμούν τις τοποθετήσεις σε μετοχές έναντι των τοποθετήσεων σε δάνεια (Grinblatt & Titman, 2002).

Πολλές μελέτες έχουν διερευνήσει την επίδραση των προσωπικών φόρων στην κεφαλαιακή δομή των επιχειρήσεων. Από τις πλέον πρόσφατες, οι Runger et al. (2019) χρησιμοποίησαν δεδομένα από 10.003 εταιρίες με έδρα σε 11 χώρες της Κεντρικής και Ανατολικής Ευρώπης για μία περίοδο από το 2002 ως το 2012. Τα συμπεράσματά τους κατέδειξαν μία σημαντική θετική επίδραση του καθαρού οφέλους του χρέους, δηλαδή της συνολικής επίδρασης των προσωπικών και των επιχειρησιακών φορολογικών συντελεστών, στη μόχλευση των εταιριών. Από την άλλη μεριά, οι Cohn et al. (2020) διερεύνησαν τον τρόπο που επέδρασαν οι μεταβολές στη φορολόγηση των μερισμάτων στην μόχλευση των εταιριών. Παρατήρησαν ότι οι μεταβολές στους συντελεστές φορολόγησης μερισμάτων μετέβαλαν το ύψος των μερισμάτων καθώς και τις νέες εκδόσεις μετοχών σύμφωνα με την θεωρία του Miller. Σε παρόμοια συμπεράσματα κατέληξαν και οι Faccio και Xu (2015) που διερεύνησαν περίπου 500 μεταβολές στους φορολογικούς συντελεστές εταιρικού και προσωπικού εισοδήματος στις χώρες του Οργανισμού Οικονομικής Συνεργασίας και Ανάπτυξης (ΟΑΣΑ). Κατέληξαν ότι τόσο οι εταιρικοί όσο και οι προσωπικοί φόροι εισοδήματος είναι σημαντικοί προσδιοριστικοί παράγοντες της κεφαλαιακής διάρθρωσης. Μάλιστα, υποστηρίζουν ότι οι φόροι φαίνεται να είναι εξίσου σημαντικοί με άλλες παραδοσιακές μεταβλητές στην εξήγηση των επιλογών της κεφαλαιακής δομής.

2.3.4 Μη σχετιζόμενα με το χρέος Φορολογικά Οφέλη (Non Debt Tax Shield)

Σύμφωνα με τους Modigliani και Miller (1958), το γεγονός ότι τα έξοδα των τόκων εκπίπτουν από τα έσοδα δημιουργεί κίνητρο στις επιχειρήσεις με θετικά φορολογητέα κέρδη να εκδώσουν επιπλέον χρέος. Δηλαδή, το βασικό κίνητρο για δανεισμό συνίσταται από το πλεονέκτημα που προσφέρουν οι τόκοι έναντι της φορολόγησης. Ωστόσο, οι DeAngelo και Masulis (1980) υποστήριξαν ότι το οριακό όφελος μίας

επιπλέον μονάδας χρέους μειώνεται όσο αυξάνονται τα μη σχετιζόμενα με το χρέος φορολογικά οφέλη (non-debt tax shields). Στο ίδιο μήκος κύματος, ο Ross (1985) υποδεικνύει ότι, εφόσον υπάρχουν επαρκή μη σχετιζόμενα με το χρέος φορολογικά οφέλη, η αναμενόμενη αξία της φορολογικής εξοικονόμησης μειώνεται, με αποτέλεσμα το κίνητρο χρηματοδότησης μέσω χρέους επίσης να μειώνεται. Το φαινόμενο αυτό, γνωστό ως παραγκωνισμός (crowding-out) των σχετιζόμενων με το χρέος φορολογικών οφελών από τα μη σχετιζόμενα με το χρέος φορολογικά οφέλη, υποδεικνύει μία αρνητική σχέση μεταξύ της μόχλευσης και αυτών της δεύτερης κατηγορίας φορολογικών οφελών (Downs, 1993). Ωστόσο, το φαινόμενο του παραγκωνισμού αμφισβητήθηκε από αρκετούς μελετητές. Για παράδειγμα, οι Scott (1977) και Moore (1986) υποστήριξαν ότι εταιρίες με πλεονάζοντα υποκείμενα σε απόσβεση περιουσιακά στοιχεία που μπορούν να χρησιμοποιηθούν ως εγγύηση δανείζονται υψηλότερα ποσά μέσω εγγυημένου χρέους. Εξαιτίας του χαμηλότερου κόστους αυτού του είδους δανείων, οι επιχειρήσεις με υψηλά μεγέθη μη σχετιζόμενων με το χρέος φορολογικών εσόδων τείνουν να αυξάνουν τη μόχλευσή τους και όχι να τη μειώνουν.

Ακόμα και σήμερα, οι έρευνες δε συμφωνούν σχετικά με την επίδραση του συγκεκριμένου μεγέθους στη μόχλευση των εταιριών. Ο Guner (2016) προχώρησε σε μία διερεύνηση της ισχύος της θεωρίας αντιστάθμισης χρησιμοποιώντας δεδομένα για 131 εισηγμένες τουρκικές εταιρίες για το διάστημα 2008 ως το 2014. Μία από τις μεταβλητές που χρησιμοποίησε ως ανεξάρτητη ήταν και τα μη σχετιζόμενα με το χρέος φορολογικά οφέλη. Τα αποτελέσματά του κατέδειξαν μία θετική επίδρασή τους στη χρηματοοικονομική μόχλευση. Ανάλογα ήταν και τα αποτελέσματα των Kanatani και Yaghoubi (2017). Σκοπός των συγκεκριμένων συγγραφέων ήταν η αναγνώριση των προσδιοριστικών παραγόντων της κεφαλαιακής δομής των εταιριών στη Νέα Ζηλανδία. Προς το σκοπό αυτό χρησιμοποίησαν ένα δείγμα 155 εταιριών για μία πενταετία (2011-2015). Από την άλλη μεριά, οι San Martin και Saona (2017) ανέλυσαν τους προσδιοριστικούς παράγοντες της κεφαλαιακής δομής που παραδοσιακά προτείνονται από τη σχετική θεωρία για τις εταιρίες της Χιλιανής οικονομίας. Χρησιμοποιώντας ένα δείγμα 157 εταιριών, κατέληξαν σε μία αρνητική επίδραση της μη σχετιζόμενης με το χρέος φορολογικής επιβάρυνσης στο ύψος της χρηματοοικονομικής μόχλευσης των εταιριών. Τέλος, ο Lisboa (2017) μελέτησε 277 Πορτογαλικές μικρομεσαίες επιχειρήσεις εξαγωγικού προσανατολισμού για μία

περίοδο από το 2008 ως το 2014 και κατέληξε ότι η συγκεκριμένη μεταβλητή επιδρά θετικά στο ύψος της μόχλευσης για τις μικρές εταιρίες και αρνητικά για τις μεγαλύτερες.

2.3.5 Κόστη Χρηματοοικονομικής Δυσπραγίας (Financial Distress Cost)

Μία επιχείρηση εισέρχεται σε χρηματοοικονομική δυσπραγία όταν οι λειτουργικές ταμειακές ροές είναι ανεπαρκείς σε σύγκριση με τις ληξιπρόθεσμες οφειλές της (Wruck, 1990). Τα κόστη της χρηματοοικονομικής δυσπραγίας διακρίνονται στα άμεσα και τα έμμεσα (Smart et al., 2004). Τα άμεσα κόστη χρηματοοικονομικής δυσπραγίας γίνονται εύκολα αντιληπτά και εκτιμώνται εξίσου εύκολα. Περιλαμβάνουν τα έξοδα και τις αμοιβές ειδικών που πληρώνονται από την εταιρία για νομικές, διοικητικές και συμβουλευτικές υπηρεσίες (Wruck, 1990). Τα έμμεσα κόστη είναι δυσκολότερο να εκτιμηθούν. Αναφέρονται σε κόστη ευκαιρίας που υπόκεινται οι επιχειρήσεις εξαιτίας της απώλειας της ικανότητάς τους να λειτουργούν ως συνήθως. Περιλαμβάνουν την απώλεια που υφίσταται μία επιχείρηση εξαιτίας του γεγονότος ότι οι διευθυντές αποσπώνται από μία σειρά συμβάντων που καλούνται να αντιμετωπίσουν, όπως είναι για παράδειγμα η αποχώρηση σημαντικών για τη λειτουργία της επιχείρησης υπαλλήλων, και του περιορισμένου κεφαλαίου που είναι διαθέσιμο για τη χρηματοδότηση των λειτουργιών της εταιρίας, συμπεριλαμβανομένης της λειτουργίας έρευνας και ανάπτυξης (Smart et al., 2004). Σε αυτό το μήκος κύματος, ο Wruck (1990) κατατάσσει τα έμμεσα αυτά κόστη σε τρεις κατηγορίες. Πρώτον, οι απώλειες που προκύπτουν από το γεγονός ότι η εταιρία που πτωχεύει χάνει το δικαίωμα να λάβει συγκεκριμένες αποφάσεις χωρίς προηγούμενη νομική έγκριση. Δεύτερον, οι απώλειες που προκύπτουν από το γεγονός ότι η ζήτηση για το προϊόν της μειώνεται, ενώ το κόστος λειτουργίας της αυξάνεται. Τρίτον, από τη διάσπαση προσοχής που προκαλείται στα διευθυντικά στελέχη εξαιτίας της αντιμετώπισης των χρηματοοικονομικών δυσχερειών.

Το σύνολο των παραπάνω επιδρούν στο επίπεδο της χρηματοοικονομικής μόχλευσης μίας εταιρίας. Αφενός, γίνεται άμεσα αντιληπτό ότι το κόστος της χρηματοοικονομικής δυσπραγίας επιδρά αρνητικά στην αξία της επιχείρησης και θετικά στο κόστος κεφαλαίου της (Smart et al., 2004). Το συμπέρασμα αυτό επιβεβαιώνεται από πολλές μελέτες διαχρονικά. Από τις πλέον πρόσφατες είναι αυτή των Fredrick και Osazemen

(2018), οι οποίοι κατέληξαν σε αυτό το συμπέρασμα μελετώντας τη σχέση μεταξύ της κεφαλαιακής δομής της επιχείρησης και του χρηματοοικονομικού κόστους σε 58 εταιρίες του κατασκευαστικού κλάδου της Νιγηρίας μεταξύ 2010 και 2016. Αντίστοιχα αποτελέσματα εξήγαγαν και οι Drobetz et al. (2013) εξετάζοντας ένα δείγμα 115 ναυτιλιακών εταιριών που είναι εισηγμένες σε χρηματιστήρια για μία περίοδο από το 1990 ως το 2010. Αξίζει να σημειωθεί ότι κατά τη στιγμή που γραφόταν η συγκεκριμένη έρευνα από τις 115 εταιρίες οι 31 είχαν παύσει τη λειτουργία τους.

2.3.6 Κόστη Αντιπροσώπευσης

Αν και η θεωρία αντιπροσώπευσης αποτελεί ένα ξεχωριστό και ενιαίο κομμάτι για την κεφαλαιακή δομή, κάποιιο συγγραφείς προτείνουν την ενσωμάτωσή της στη θεωρία της αντιστάθμισης (Smart et al., 2004). Στο πλαίσιο αυτό διακρίνονται δύο βασικές σχέσεις που επιδρούν στην κεφαλαιακή δομή των εταιριών. Η πρώτη είναι η διαμάχη μεταξύ μετόχων και δανειστών (shareholder-debtor agency conflict) και η δεύτερη η διαμάχη μεταξύ μετόχων και διοίκησης (shareholder-manager agency conflict).

Το κόστος που προκύπτει από τη διαμάχη μεταξύ των μετόχων και των δανειστών, κάποιιο συγγραφείς, όπως οι Grinblatt και Titman (2002), το εντάσσουν στα έμμεσα κόστη χρηματοοικονομικής δυσπραγίας. Συγκεκριμένα, οι δύο αυτοί συγγραφείς παρουσιάζουν τέσσερις βασικές εκδοχές του:

[1] Το πρόβλημα του υπερέχοντος χρέους (debt overhang problem) ή της υποεπένδυσης (underinvestment problem). Αυτό αναφέρεται στο γεγονός ότι οι μέτοχοι μοχλευμένων εταιριών μπορεί να απορρίψουν αποδοτικές επενδυτικές ευκαιρίες, εάν οι δανειστές και όχι οι μέτοχοι καρπώνονται τα οφέλη της αποδοχής (Myers, 1984).

[2] Το πρόβλημα της υποκατάστασης των περιουσιακών στοιχείων (asset substitution problem). Αυτό αναφέρεται στην προτίμηση των μετόχων να αναλαμβάνουν υψηλότερου κινδύνου επενδύσεις, οι οποίες επιφέρουν αρνητικά αποτελέσματα προς τους δανειστές (Jumreornvong et al., 2018).

[3] Το πρόβλημα της κοντόφθαλμης ή μυωπικής επένδυσης (shortsighted or myopic investment problem). Το συγκεκριμένο πρόβλημα περιγράφει το γεγονός ότι οι μέτοχοι

αποφεύγουν τις περισσότερο μακροπρόθεσμες επενδύσεις εξαιτίας της αβεβαιότητας που περιέχουν οι αποδόσεις τους και προτιμούν περισσότερο βραχυπρόθεσμες επενδύσεις εξαιτίας της αμεσότητας των αποδόσεων, ακόμα και αν οι αναμενόμενες αποδόσεις των τελευταίων είναι μικρότερες από τις αναμενόμενες αποδόσεις των πρώτων (Klein & Wuebker, 2017).

[4] Το πρόβλημα της απροθυμίας προς ρευστοποίηση (reluctance to liquidate problem). Οι μέτοχοι είναι απρόθυμοι να ρευστοποιήσουν την επιχείρηση όταν η αξία ρευστοποίησής της είναι μεγαλύτερη από την αξία που προκύπτει από τη λειτουργία της.

Σε μία πρόσφατη μελέτη τους, οι Sundaresan et al. (2015) αναπτύσσοντας ένα υπόδειγμα πολλαπλών περιόδων εντοπίζουν ότι η αρχαιότητα (debt seniority) και η προτεραιότητα (debt superiority) του χρέους έχουν σαφείς επιδράσεις στην κεφαλαιακή δομή, γεγονός που σημαίνει τη σαφή επίδραση του προβλήματος της υποεπένδυσης.

Από την άλλη μεριά, η συγκεκριμένη θεωρία δεν αναγνωρίζει μόνο κόστος από την αύξηση της μόχλευσης, αλλά και όφελος. Το όφελος αυτό προκύπτει από τη μείωση του κόστους της διαμάχης μεταξύ των διευθυντικών στελεχών και των ιδιοκτητών (Smart et al., 2004). Σύμφωνα, λοιπόν, με τη θεωρία αντιπροσώπευσης, ο διαχωρισμός μεταξύ ιδιοκτητών και επαγγελματιών διαχειριστών της εταιρίας οδηγεί τους διαχειριστές σε αποφάσεις που δεν οδηγούν στη μεγιστοποίηση της αξίας της επιχείρησης (Berger & Bonaccorsi di Patti, 2006). Εναλλακτικά, ο διαχωρισμός αυτός οδηγεί σε απόκλιση μεταξύ των συμφερόντων των ιδιοκτητών και των συμφερόντων των διαχειριστών (Jensen & Meckling, 1976) δημιουργώντας κίνητρο στους διαχειριστές να επιδιώκουν και να εφαρμόζουν στρατηγικές που αυξάνουν τη δική τους χρησιμότητα και όχι τη χρησιμότητα των μετόχων (Kocchar, 1996). Ως αποτέλεσμα, το κόστος αντιπροσώπευσης που προκύπτει από τη διαμάχη μεταξύ διοίκησης και ιδιοκτησίας ισούται με την απώλεια που υπόκειται η επιχείρηση εξαιτίας της προσπάθειας της διοίκησης να μεγιστοποιήσει τη δική της χρησιμότητα και όχι την αξία της επιχείρησης (Berger & Bonaccorsi di Patti, 2006).

Υπό αυτήν την οπτική, το χρέος αποκτά ιδιαίτερη χρησιμότητα στην προσπάθεια μείωσης του παραπάνω κόστους αντιπροσώπευσης μέσω της μείωσης της έντασης του κινήτρου που αισθάνονται οι διαχειριστές (Jensen, 1986). Συγκεκριμένα, το χρέος

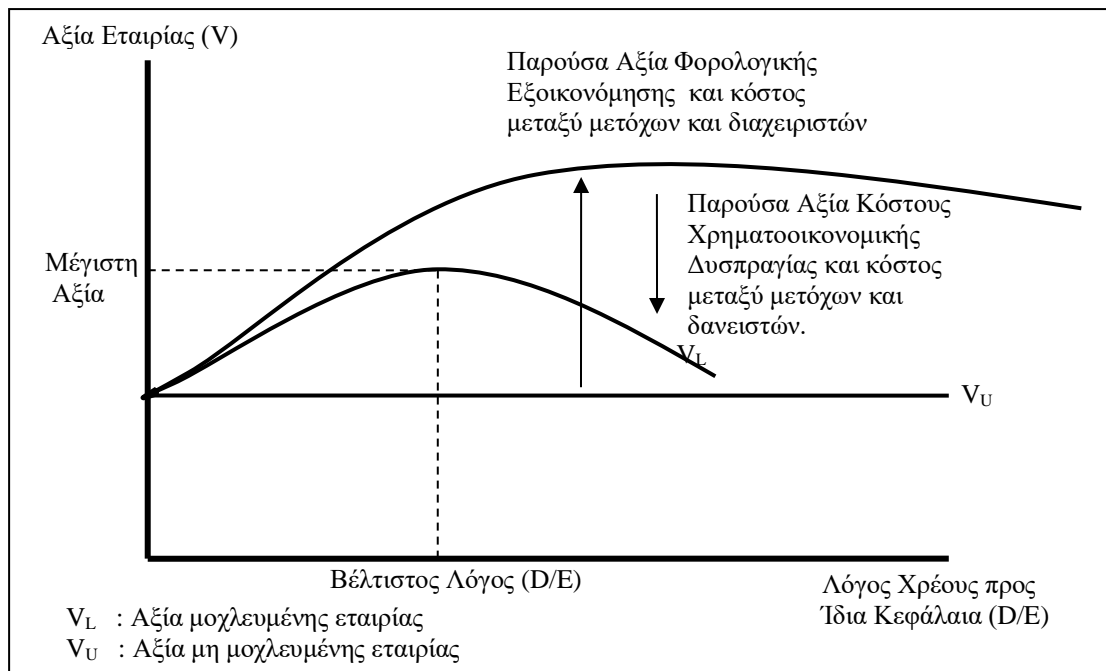
μειώνει το κόστος αντιπροσώπευσης μέσω της μείωσης του διαθέσιμου προς τους διαχειριστές ποσού. Οι διαχειριστές μέσω του χρέους δεσμεύονται να αποπληρώσουν τους τόκους. Εάν προχωρήσουν σε μη χρήσιμες δαπάνες, η πιθανότητα να μπορέσουν να ανταπεξέλθουν στη δέσμευση αυτή μειώνεται. Επιπλέον, στην ακραία περίπτωση πτώχευσης της εταιρίας, οι δανειστές μπορούν να παραπέμψουν δικαστικά τη διοίκηση και να αποζημιωθούν μέσω αξιώσεων στα περιουσιακά στοιχεία της, με αποτέλεσμα οι διαχειριστές να χάσουν τη δυνατότητα λήψης αποφάσεων και ακόμα και τη θέση εργασίας τους. Αυτό το ενδεχόμενο τους αποτρέπει από το να προβούν σε μη χρήσιμες ενέργειες και αυξάνει την πιθανότητα να στοχεύουν στην αποτελεσματική αξιοποίηση των περιουσιακών στοιχείων, αυξάνοντας την αξία της εταιρίας (Cocchar, 1996). Συνεπώς, οι εταιρίες με υψηλή μόχλευση και χαμηλά ίδια κεφάλαια χαρακτηρίζονται από χαμηλό κόστος αντιπροσώπευσης που προκύπτει από τη διαμάχη μετόχων και διοίκησης και υψηλή αξία, εφόσον μία τέτοια κατάσταση παροτρύνει τους διαχειριστές να δρουν προς όφελος των ιδιοκτητών τους (Jensen & Meckling, 1976). Έτσι, τα υψηλότερα επίπεδα μόχλευσης μετριάζουν τη διαμάχη μεταξύ των ιδιοκτητών και των διαχειριστών ως προς την επιλογή των επενδύσεων (Myers, 1977), το επίπεδο του κινδύνου που αναλαμβάνουν (Jensen & Meckling, 1976), αλλά και τις συνθήκες κάτω από τις οποίες η εταιρία θα προχωρήσει σε ρευστοποίηση της αξία της (Harris & Raviv, 1991).

Οι Morresi και Naccarato (2016) επιβεβαίωσαν τα παραπάνω μέσω μίας μελέτης που υλοποίησαν σχετικά με την κεφαλαιακή δομή των επιχειρήσεων στην Ιταλία. Συγκεκριμένα, λαμβάνοντας δεδομένα από 203 εισηγμένες στο χρηματιστήριο του Μιλάνου μη χρηματοοικονομικές εταιρίες για την περίοδο 2000 ως 2006 κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι οι οικογενειακές εταιρίες είναι περισσότερο μοχλευμένες σε σύγκριση με τις εταιρίες που δεν λειτουργούν σε οικογενειακό πλαίσιο, δηλαδή που οι διαχειριστές τους βρίσκονται εκτός της οικογένειας των ιδιοκτητών. Σύμφωνα με την ερμηνεία τους, τα αποτελέσματα αυτά επιβεβαιώνουν τη θεωρία αντιπροσώπευσης, εφόσον οι οικογενειακές εταιρίες έχουν χαμηλότερο επίπεδο διαμάχης μεταξύ ιδιοκτητών και διαχειριστών, γεγονός που τους επιτρέπει να προχωρούν σε υψηλότερα επίπεδα δανεισμού. Ωστόσο, οι Chechet και Olayiwola (2014) καταλήγουν στα αντίθετα συμπεράσματα. Συγκεκριμένα, υποστηρίζουν ότι η θεωρία αντιπροσώπευσης δεν εμφανίζεται να ισχύει εξετάζοντας 70 εισηγμένες στο χρηματιστήριο της Νιγηρίας εταιρίες για μία περίοδο 10 ετών και συγκεκριμένα από το 2000 ως το 2009.

2.3.7 Σύνοψη – Παρουσίαση της Θεωρίας της Αντιστάθμισης

Το σύνολο των παραπάνω αποτελούν τους παράγοντες που λαμβάνονται υπόψη κατά τον προσδιορισμό της κεφαλαιακής δομής βάσει της Θεωρίας της Αντιστάθμισης. Συνοψίζοντας, διαπιστώνεται ότι η αξία μίας εταιρίας εξαρτάται θετικά από το ύψος των δανειακών της κεφαλαίων εξαιτίας της φορολογικής εξοικονόμησης που αυτά επιφέρουν (Modigliani & Miller, 1963). Ωστόσο το επίπεδο αυτής της φορολογικής εξοικονόμησης επηρεάζεται και από τους φορολογικούς συντελεστές των φυσικών προσώπων (Miller, 1977), ενώ μειώνεται σε περίπτωση που η εταιρία έχει ήδη υψηλές φορολογικές εξοικονομήσεις από στοιχεία που δε σχετίζονται με το χρέος (DeAngelo & Masulis, 1980). Επιπλέον, η θετική εξάρτηση δικαιολογείται και από την άμβλυνση του κόστους που προκύπτει από τη διαμάχη μεταξύ των ιδιοκτητών και των διαχειριστών (Jensen & Meckling, 1976). Από την άλλη μεριά, η αξία μίας εταιρίας εξαρτάται αρνητικά από το ύψος των δανειακών της κεφαλαίων εξαιτίας της αύξησης των κοστών χρηματοοικονομικής δυσπραγίας (Wuuck, 1990), ενώ ταυτόχρονα η αύξηση των δανειακών κεφαλαίων οξύνει τα προβλήματα που σχετίζονται με τη διαμάχη μεταξύ ιδιοκτητών και δανειστών (Jensen & Meckling, 1976).

Ας θεωρήσουμε, λοιπόν, μία μη μόχλευμένη εταιρία αξίας V_u η οποία αποφασίζει να αυξήσει τη μόχλευσή της. Μία αύξηση των δανειακών της κεφαλαίων στην κεφαλαιακή της δομή αφενός θα αυξήσει τα οφέλη της φορολογικής ωφέλειας και θα μειώσει το κόστος της διαμάχης μεταξύ μετόχων και διαχειριστών, αφετέρου, όμως, θα αυξηθεί η παρούσα αξία του κόστους χρηματοοικονομικής δυσπραγίας καθώς και το κόστος της διαμάχης μεταξύ μετόχων και δανειστών. Ωστόσο, η αύξηση του κόστους θα είναι μικρότερη από την αύξηση του οφέλους, με αποτέλεσμα την αύξηση της αξίας της επιχείρησης. Εναλλακτικά, το οριακό όφελος μίας επιπλέον μονάδας χρέους θα είναι μεγαλύτερο από το οριακό κόστος αυτής. Ωστόσο, επειδή το οριακό όφελος είναι μία φθίνουσα συνάρτηση, ενώ το οριακό κόστος μία αύξουσα συνάρτηση της χρηματοοικονομικής μόχλευσης, θα υπάρξει μία τέτοια κεφαλαιακή δομή που θα μεγιστοποιεί την αξία της επιχείρησης. Σε εκείνο το σημείο το οριακό όφελος και το οριακό κόστος της μόχλευσης θα ισούνται, δηλαδή τα κόστη της χρηματοοικονομικής μόχλευσης θα αντισταθμίζονται πλήρως από τα οφέλη αυτής. Καθώς αυξάνεται περαιτέρω η μόχλευση της εταιρίας, το οριακό κόστος της θα είναι υψηλότερο από το οριακό της όφελος, με αποτέλεσμα η αξία της εταιρίας να μειώνεται. Στην Εικόνα 5 που ακολουθεί παρουσιάζεται η όλη αυτή διαδικασία (Smart et al., 2004).



Εικόνα 2- 5: Η Αξία μίας Εταιρίας βάσει της Θεωρίας Αντιστάθμισης

Εν κατακλείδι, η θεωρία αντιστάθμισης υποστηρίζει ότι το χρέος είναι φορέας πλεονεκτημάτων και μειονεκτημάτων για μία επιχείρηση. Τα πλεονεκτήματα είναι μία αύξουσα συνάρτηση φθίνοντος ρυθμού του επιπέδου της χρηματοοικονομικής μόχλευσης, ενώ τα μειονεκτήματα μία αύξουσα συνάρτηση αύξοντος ρυθμού του επιπέδου της. Συνεπώς, υπάρχει ένα τέτοιο σημείο μόχλευσης στο οποίο τα πλεονεκτήματα αντισταθμίζονται πλήρως από τα μειονεκτήματα. Το σημείο αυτό αντιστοιχεί στη βέλτιστη κεφαλαιακή δομή, δηλαδή σε εκείνη την κεφαλαιακή δομή που μεγιστοποιείται η αξία της επιχείρησης και ελαχιστοποιείται το κόστος κεφαλαίου. Οι μάνατζερ των επιχειρήσεων επιδιώκουν αυτό το σημείο, από το οποίο, ωστόσο, μπορούν να αποκλίνουν.

2.4 Η Θεωρία της Ιεράρχησης των Πηγών Χρηματοδότησης (Pecking Order)

2.4.1 Γενικά Στοιχεία

Η θεωρία Ιεράρχησης των Πηγών Χρηματοδότησης ισχυρίζεται ότι δεν υπάρχει άριστη κεφαλαιακή δομή, αλλά οι διαχειριστές αποφασίζουν ποια πηγή κεφαλαίου θα χρησιμοποιήσουν λαμβάνοντας υπόψη το κόστος και την ασυμμετρία στην

πληροφόρηση (Myers, 1984; Myers & Majluf, 1984). Συγκεκριμένα, προβλέπει ότι υπάρχει μια ιεραρχία στις επιλογές χρηματοδότησης. Σύμφωνα με αυτή, οι διαχειριστές προτιμούν την εσωτερική από την εξωτερική χρηματοδότηση και, εάν η εξωτερική είναι απαραίτητη, προτιμούν το χρέος από τα ίδια κεφάλαια (Grinblatt & Titman, 2002). Με αυτόν τον τρόπο προσπαθούν να μετριάσουν τα προβλήματα ασυμμετρίας πληροφόρησης που υπάρχουν μεταξύ διαχειριστών, μετόχων και δανειστών (Sergiescu & Vaidean, 2014). Επιπλέον, μια βέλτιστη κεφαλαιακή δομή δεν είναι εύκολο να επιτευχθεί, δεδομένου ότι τα ίδια κεφάλαια υπάρχουν τόσο στην κορυφή (παρακρατημένα κέρδη) όσο και στη βάση αυτής της ιεραρχίας (έκδοση μετοχών) (Myers, 1984). Με την προτεινόμενη, λοιπόν, αυτή ιεραρχία, η θεωρία αντιμετωπίζει τρεις βασικές ατέλειες της αγοράς: τα υψηλά κόστη συναλλαγών, τα προβλήματα στην ασυμμετρία της πληροφόρησης, και τους διαχειριστές που δεν παρουσιάζουν ευαισθησία ως προς την αγοραία αποτίμηση της εταιρίας τους (Smart et al., 2004).

2.4.2 Πληροφοριακή Ασυμμετρία

Ο Akerlof (1970) ήταν ο πρώτος που διατύπωσε την άποψη ότι η ασυμμετρία στην πληροφόρηση παίζει ένα σημαντικό ρόλο στην αγορά χρησιμοποιώντας ως παράδειγμα την αγορά μεταχειρισμένων αυτοκινήτων. Συγκεκριμένα, υποστήριξε ότι η ισορροπία, δηλαδή ο όγκος των συναλλαγών και η τιμή, εξαρτάται ως ένα βαθμό από το κατά πόσον οι πληροφορίες για το αντικείμενο είναι συμμετρικές ή όχι, δηλαδή από το κατά πόσον αγοραστές και πωλητές είναι κάτοχοι των ίδιων πληροφοριών. Η ιδέα αυτή θεωρείται φυσιολογική σε μία αγορά, εφόσον ο πωλητής ενός οποιουδήποτε αντικειμένου είναι αναμενόμενο να έχει περισσότερες πληροφορίες για αυτό σε σύγκριση με τον αγοραστή. Το ίδιο, συνεπώς, ισχύει και στις χρηματοοικονομικές αγορές (Miglo, 2016). Χαρακτηριστικό παράδειγμα ασυμμετρίας στην πληροφόρηση στις χρηματοοικονομικές αγορές αποτελεί η υποτιμολόγηση των Αρχικών Δημόσιων Προσφορών (IPO underpricing) (Chatzinas et al., 2009).

Εφόσον, λοιπόν, ως ασυμμετρία στην πληροφόρηση χαρακτηρίζεται μία κατάσταση κατά την οποία ένα πρόσωπο ή ένας οργανισμός έχει υψηλότερο επίπεδο πληροφόρησης σε σύγκριση με κάποιο άλλο πρόσωπο ή οργανισμό, στο πλαίσιο της χρηματοοικονομικής επιστήμης διακρίνουμε μεταξύ των φορέων που βρίσκονται εσωτερικά (insiders) και εξωτερικά (outsiders) της επιχείρησης. Οι πρώτοι είναι πιθανό

να κατέχουν ιδιωτική και αποκλειστική πληροφόρηση, η οποία να μην είναι διαθέσιμη στους δεύτερους. Για τις εισηγμένες επιχειρήσεις, η διοίκηση είναι ο φορέας που βρίσκεται εσωτερικά της επιχείρησης, ενώ για τις μη εισηγμένες επιχειρήσεις εσωτερικά της επιχείρησης είναι εκτός της διοίκησης και οι μέτοχοι. Αντιθέτως, εξωτερικά της επιχείρησης βρίσκεται το σύνολο των επενδυτών, περιλαμβανομένων των υφιστάμενων και των δυνητικών δανειστών (Miglio, 2016). Οι εσωτερικοί φορείς της επιχείρησης, όμως, δεν έχουν πάντα τη δυνατότητα να αποκαλύψουν το σύνολο των πληροφοριών στους δανειστές της επιχείρησης. Τρεις λόγοι προτείνονται για αυτή την αδυναμία. Πρώτον, το γεγονός ότι οι πληροφορίες που κρατούνται μπορεί να είναι ιδιαίτερης σπουδαιότητας για τους ανταγωνιστές της εταιρίας. Δεύτερον, υπάρχει πάντα ο κίνδυνος οι προβλέψεις των εσωτερικών φορέων να μην επαληθευτούν, γεγονός που μπορεί να τους επιφέρει νομικές κυρώσεις. Τρίτον, στις πληροφορίες μπορεί να περιέχονται και αρνητικά στοιχεία, τα οποία οι διαχειριστές να είναι απρόθυμοι να μοιραστούν με τους επενδυτές τους (Grinblatt & Titman, 2002). Ως αποτέλεσμα, οι επενδυτές αναζητούν έμμεσα σημάδια από τις επιχειρήσεις που να είναι ικανά να αποκαλύψουν σημαντικές πληροφορίες. Τέτοιου είδους σημάδια αποτελούν οι αποφάσεις που αφορούν στην επενδυτική ή τη χρηματοδοτική δραστηριότητα και τη διανομή των μερισμάτων (Miglio, 2016).

2.4.3 Ασυμμετρία στην Πληροφόρηση και Κεφαλαιακή Δομή

Στο πλαίσιο της κεφαλαιακής δομής, η ασυμμετρία στην πληροφόρηση γίνεται αντιληπτή στην απόκλιση που εντοπίζεται στην προσδοκώμενη τιμή της μετοχής μεταξύ της διοίκησης (insiders) και των επενδυτών (outsiders) της επιχείρησης. Τα διοικητικά στελέχη διαθέτουν σαφώς υψηλότερο επίπεδο γνώσεων και πληροφοριών σχετικά με τους πιθανούς μελλοντικούς κινδύνους και τις πιθανές μελλοντικές αποδόσεις μιας εταιρείας σε σύγκριση με τους δυνητικούς επενδυτές τόσο σε όρους ποσότητας όσο και σε όρους ποιότητας. Η χρήση παρακρατημένων κερδών εκ μέρους των επιχειρήσεων επιφέρει μηδενικά προβλήματα ασύμμετρης πληροφόρησης. Αντιθέτως, η έκδοση νέων μετοχών φέρει σημαντικά προβλήματα ασύμμετρης πληροφόρησης, ενώ το χρέος μικρότερα. Συνεπώς, από τη μεριά ενός επενδυτή, η αγορά μετοχών είναι περισσότερο επικίνδυνη από την αγορά χρέους, με αποτέλεσμα να απαιτεί υψηλότερη απόδοση για να συμμετάσχει στα ίδια κεφάλαιά της. Από τη

μεριά της επιχείρησης και της διοίκησής της, τα διαφορετικά αυτά επίπεδα ασύμμετρης πληροφόρησης σημαίνουν ότι τα κεφάλαια που μπορεί να αντλήσει από την αγορά μετοχών είναι μικρότερα εξαιτίας της υψηλότερης απαιτούμενης απόδοσης. Η χρήση, λοιπόν, της εσωτερικής χρηματοδότησης μπορεί να αντιμετωπίσει αποτελεσματικά τα προβλήματα ασύμμετρης πληροφόρησης που προκύπτουν (Frank & Goyal, 2003).

Ακόμη περισσότερο, οι Myers και Majluf (1984) υποστήριξαν ότι αυτή η ασυμμετρία μπορεί να οδηγήσει τους διαχειριστές να απορρίψουν επενδύσεις με θετική καθαρή παρούσα αξία λόγω της απροθυμίας τους να μειώσουν τον πλούτο των παλαιών μετόχων υπέρ των νέων. Για παράδειγμα, ας υποθέσουμε ότι οι διαχειριστές μίας επιχείρησης εντοπίζουν μία επένδυση με βέβαιη θετική καθαρή παρούσα αξία. Εάν απαιτείται εξωτερική χρηματοδότηση για την υλοποίησή της, εξαιτίας της ασύμμετρης πληροφόρησης οι επενδυτές, που δε γνωρίζουν για αυτή, θα απαιτούν υψηλότερη απόδοση από αυτή που δικαιολογεί ο κίνδυνός της. Η χρηματοδότηση, λοιπόν, της επένδυσης με νέα ίδια κεφάλαια θα επιφέρει μείωση της αγοραίας αξίας της μετοχής, με αποτέλεσμα τη μείωση του πλούτου των παλαιών μετόχων. Αντιθέτως, οι νέοι μέτοχοι, οι οποίοι προεξόφλησαν την εταιρία με υψηλότερη απόδοση, θα εισπράξουν τα οφέλη της βέβαιης αυτής επένδυσης. Η διαμόρφωση μίας τέτοιας κατάστασης σημαίνει απόρριψη μίας καλής επενδυτικής ευκαιρίας για εκείνες τις εταιρίες που δεν έχουν επαρκή εσωτερική χρηματοδότηση και περιθώρια επιπλέον δανεισμού (Smart et al., 2004). Ως λύση σε αυτό το πρόβλημα, οι Myers & Majluf (1984) πρότειναν τη δημιουργία ενός χρηματοοικονομικού πλεονάσματος (financial slack) από το οποίο θα μπορούν να αντλούν κεφάλαια για την υλοποίηση αποδοτικών επενδύσεων. Συνεπώς, η χρήση της εσωτερικής χρηματοδότησης θα μπορούσε να επιλύσει τα προβλήματα ασύμμετρης πληροφόρησης που αντιμετωπίζει η επιχείρηση κατά τη χρηματοδότησή της.

Τέλος, η συγκεκριμένη θεωρία ερμηνεύει και τους λόγους για τους οποίους αποφάσεις που αυξάνουν τη μόχλευση αντιμετωπίζονται θετικά από τους επενδυτές, ενώ αποφάσεις που μειώνουν τη μόχλευση αρνητικά. Εφόσον οι εταιρίες με αξιόλογες επενδύσεις θα επιτυγχάνουν πάντα τη χρηματοδότηση τους είτε εσωτερικά είτε μέσω χρέους, οι εταιρίες που προχωρούν σε αύξηση των ιδίων κεφαλαίων είναι αυτές που οι υφιστάμενοι μέτοχοί τους θεωρούν ότι είναι υπερτιμημένες (Smart et al., 2004). Αντιστοίχως, μια ανακοίνωση για την αύξηση της χρηματοοικονομικής μόχλευσης λαμβάνεται από την αγορά ως καλή είδηση, γιατί οι χρηματοπιστωτικοί

διαμεσολαβητές αποκτούν ως ένα βαθμό εσωτερική πληροφόρηση και καθίστανται ως ένα βαθμό εσωτερικοί επενδυτές. Οι εσωτερικοί επενδυτές έχουν περισσότερες πληροφορίες σχετικά με την πραγματική κατανομή των εταιρικών αποδόσεων από τους υπόλοιπους και το γεγονός ότι αποφάσισαν να προχωρήσουν στη χρηματοδότηση κρίνεται ως ευόινο για τις προοπτικές της εταιρίας (Chen & Chen, 2011).

Σε αυτό το μήκος κύματος, οι Gao και Zhu (2015) μελέτησαν τη σχέση μεταξύ του επιπέδου της ασυμμετρίας στην πληροφόρηση, την κεφαλαιακή δομή και το κόστος κεφαλαίου σε 39 χώρες χρησιμοποιώντας δεδομένα για 13.019 επιχειρήσεις κατά την περίοδο από το 1997 ως το 2007. Τα αποτελέσματά τους κατέδειξαν ότι εταιρίες με υψηλά επίπεδα πληροφοριακής ασυμμετρίας τείνουν να χρησιμοποιούν περισσότερα δανειακά κεφάλαια, επιβεβαιώνοντας την παραπάνω θεωρία. Σε αντίστοιχα αποτελέσματα κατέληξαν και οι Mustaruddin et al. (2017) εξετάζοντας 45 εταιρίες εισηγμένες στο χρηματιστήριο της Ινδονησίας για το διάστημα 2010 – 2014.

2.5 Θεωρία Αντιστάθμισης vs. Θεωρία της Ιεράρχησης των Πηγών Χρηματοδότησης

2.5.1 Βασικές Διαφορές των δύο Θεωριών

Η ανάλυση που προηγήθηκε παρουσιάζει τις βασικές πτυχές των δύο κύριων θεωριών κεφαλαιακής δομής. Οι δύο αυτές υποθέσεις θεωρούνται συχνά αμοιβαίως αποκλειόμενες (Serrasqueiro & Caetano, 2015). Οι βασικές τους διαφορές, έτσι όπως αυτές προέκυψαν από την παραπάνω ανάλυση, είναι οι εξής δύο:

[1] Η θεωρία Αντιστάθμισης υποστηρίζει την ύπαρξη μίας άριστης κεφαλαιακής δομής για τις εταιρίες, οι διαχειριστές των οποίων την επιδιώκουν προκειμένου να μεγιστοποιήσουν την αξία της. Δηλαδή, οι αποφάσεις των διαχειριστών για την έκδοση νέου χρέους ή νέων ιδίων κεφαλαίων δεν είναι τυχαίες, αλλά λαμβάνονται κατά τρόπο που να οδηγούν τελικά στη επιθυμητή δομή κεφαλαίων. Αντιθέτως, η θεωρία Ιεράρχησης υποστηρίζει ότι μία τέτοια άριστη κεφαλαιακή δομή δεν υπάρχει, αλλά οι διαχειριστές δανείζονται προτιμώντας πρώτα τις ασφαλέστερες και φθηνότερες πηγές και στη συνέχεια προχωρούν σε περισσότερο ριψοκίνδυνες και ακριβότερες. Έτσι, οι διαχειριστές πρώτα εξαντλούν την εσωτερική χρηματοδότηση και εφόσον απαιτείται

και εξωτερική, προτιμούν το χρέος έναντι των ιδίων κεφαλαίων. Η κεφαλαιακή δομή που προκύπτει είναι αποτέλεσμα των αποφάσεων χρηματοδότησης που λαμβάνονται διαχρονικά από τους διαχειριστές (Shyam-Sunder & Myers, 1999).

[2] Η θεωρία της Αντιστάθμισης, αν και λαμβάνει υπόψη της μία σειρά ατελειών (φόροι, κόστος χρηματοοικονομικής δυσπραγίας, κόστη αντιπροσώπευσης) διατηρεί τις υποθέσεις της αποτελεσματικότητας και της συμμετρικής πληροφόρησης. Αντιθέτως, η θεωρία της Ιεράρχησης πηγάζει από τη θεωρία της ασύμμετρης πληροφόρησης. Ωστόσο, ενώ ενσωματώνει τα προβλήματα που προκύπτουν από αυτήν, δεν προβλέπει τον τρόπο με τον οποίο οι υπόλοιπες ατέλειες που προβλέπονται από τη θεωρία Αντιστάθμισης επηρεάζουν την κεφαλαιακή δομή (Smart et al., 2004).

Παρά τις διαφορές τους, κατά τα τελευταία έτη όλο και περισσότεροι ερευνητές καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι οι δύο θεωρίες δεν είναι αμοιβαίως αποκλειόμενες, αλλά συμπληρωματικές, εφόσον είναι και οι δύο απαραίτητες για την ερμηνεία της συμπεριφοράς της κεφαλαιακής δομής ή, εναλλακτικά, ότι καμία από τις δύο δεν επαρκεί για την πρόβλεψη της κεφαλαιακής δομής των εταιριών (Banga & Gupta, 2017; McNamara et al, 2017; Öhman & Yazdanfar, 2017; Serrasqueiro & Caetano, 2015; Burgstaller & Wagner, 2015; Nunes & Serrasqueiro, 2014; Rossi, 2014; Rahmanand & Arifuzzaman, 2014; Lopez-Gracia & Sogorb-Mira, 2003). Έτσι, προτάθηκαν δυναμικά μοντέλα δομής κεφαλαίου (Gaud et al., 2007; Hovakimian et al., 2001; Titman & Tsyplakov, 2007) που συνδυάζουν τις ιδέες και των δύο θεωριών υποστηρίζοντας την ύπαρξη ενός βέλτιστου επιπέδου χρηματοοικονομικής μόχλευσης που συμφωνεί με τη θεωρία ανταλλαγής στο οποίο οι εταιρείες συγκλίνουν με την πάροδο του χρόνου και το οποίο επιτρέπει τη συμπεριφορά της κεφαλαιακής δομής βραχυπρόθεσμα να είναι σύμφωνη με τη θεωρία ιεράρχησης (Dewaelheyns et al, 2019). Αυτές οι μελέτες υποστηρίζουν ότι η σύγκλιση με τη μόχλευση-στόχο μπορεί να επιβραδυνθεί από ατέλειες της αγοράς, όπως το κόστος συναλλαγής και το κόστος αντιπροσώπευσης, οι οποίες μπορούν να εξηγήσουν προσωρινές αποκλίσεις από τον στόχο (Aybar-Arias et al., 2012; Fischer et al., 1989; Leary & Roberts, 2005; Marsh, 1982; Titman & Tsyplakov, 2007).

2.5.2 Διαφορές μεταξύ των δύο Θεωριών στον τρόπο επίδρασης των χαρακτηριστικών μίας επιχείρησης στην Κεφαλαιακή Δομή τους

Στη βιβλιογραφία έχουν προταθεί μια ποικιλία εταιρικών χαρακτηριστικών που καθορίζουν την κεφαλαιακή δομή. Τα περισσότερα συνηθισμένα είναι οι προοπτικές ανάπτυξης (growth), η κερδοφορία (profitability), το μέγεθος (size), η απτότητα (tangibility), η φορολογική εξοικονόμηση που δε σχετίζεται με το χρέος (non-debt tax shield), ο λόγος αγοραίας προς λογιστική αξία (market-to-book ratio), η μεταβλητότητα της κερδοφορίας (earnings volatility), το ποσοστό των εξόδων διάθεσης προς τις πωλήσεις, και το ποσοστό των εξόδων έρευνας και ανάπτυξης προς τις πωλήσεις (Smart et al., 2004; Grinblatt & Titman, 2002). Η στατιστική ανάλυση της παρούσα διατριβής, η οποία και παρουσιάζεται σε μεταγενέστερο κεφάλαιο, εστιάζει στα πέντε πρώτα χαρακτηριστικά. Για το λόγο αυτό, παρακάτω περιγράφονται οι επιδράσεις των χαρακτηριστικών αυτών στην κεφαλαιακή διάρθρωση των εταιριών σύμφωνα με τις θεωρίες αντιστάθμισης και ιεράρχησης.

2.5.2.1. Προοπτικές Ανάπτυξης (Growth)

Η ανάπτυξη ή οι προοπτικές ανάπτυξης μίας εταιρίας μπορούν να οριστούν σε όρους δημιουργίας εσόδων, προστιθέμενης αξίας, αλλά και του μεγέθους της επιχείρησης. Επίσης, μπορεί να μετρηθεί με διάφορες μορφές ποιοτικών χαρακτηριστικών, όπως είναι η θέση της εταιρίας στην αγορά, η ποιότητα του προϊόντος και η υπεραξία των πελατών της (Gurta et al., 2013). Συνεπώς, η ανάπτυξη μίας εταιρίας αποτελεί ένα κεφαλαιακό περιουσιακό στοιχείο το οποίο αυξάνει την αξία της εταιρίας, αλλά δεν μπορεί να παράσχει κάποια εγγύηση έναντι δανεισμού (Noulas & Genimakis, 2011). Η ανάπτυξη αποτελεί ζωτικό δείκτη μιας ακμάζουσας επιχείρησης. Πολλοί παράγοντες έχουν προταθεί ότι την επηρεάζουν και τη διαφοροποιούν από επιχείρηση σε επιχείρηση. Κάποιοι από αυτούς τους παράγοντες είναι τα χαρακτηριστικά του επιχειρηματία, η πρόσβαση σε πόρους και χρηματοδότηση καθώς και το ανθρώπινο δυναμικό (Gurta et al., 2013).

Οι δύο εξεταζόμενες θεωρίες διαφωνούν ως προς την επίδραση της ανάπτυξης στη χρηματοοικονομική μόχλευση. Έτσι, οι προοπτικές ανάπτυξης συσχετίζονται αρνητικά με την χρηματοοικονομική μόχλευση σύμφωνα με τη θεωρία της αντιστάθμισης λόγω υψηλότερου κόστους χρηματοοικονομικής δυσπραγίας που συνοδεύει τα υψηλότερα

επίπεδα προοπτικών ανάπτυξης (Stulz, 1990; Rajan & Zingales, 1995), αλλά και τα υψηλότερα κόστη αντιπροσώπευσης (Titman & Wessels, 1988). Από την άλλη πλευρά, οι προοπτικές ανάπτυξης συσχετίζονται θετικά με τη χρηματοοικονομική μόχλευση σύμφωνα με τη θεωρία ιεράρχησης λόγω της προθυμίας των επιχειρήσεων για υψηλότερες μελλοντικές πληρωμές τόκων, δεδομένης της αναμενόμενης υψηλότερης κερδοφορίας (Frank & Goyal, 2003; Brealey et al, 2011; Noulas & Genimakis, 2011; Vatanu, 2012).

Η πλειοψηφία των ερευνητών, ωστόσο, καταλήγουν σε μία εξάρτηση της χρηματοοικονομικής μόχλευσης αρνητικού πρόσημου από το μέγεθος των επιχειρήσεων (Smart et al., 2004) παρέχοντας ουσιαστικά στήριξη στη θεωρία της αντιστάθμισης. Αυτό επιβεβαιώνεται και από μία σειρά πλέον πρόσφατων μελετών που εντοπίστηκαν (DeJong et al., 2008; Kim et al., 2006; Shahar et al., 2016; Ghazouani, 2013). Δεν είναι, όμως, λίγες και εκείνες οι μελέτες που έρχονται σε διαφωνία υποστηρίζοντας την θετική επίδραση της ανάπτυξης στη χρηματοοικονομική μόχλευση και στηρίζουν την υπόθεση της ιεράρχησης των πηγών χρηματοδότησης (Noulas & Genimakis, 2011; Moradi & Paulet, 2019; Degryse et al., 2012; Chen, 2004; Fama & French, 2002; Hall et al., 2004). Φυσικά, υπάρχουν και εκείνες που δεν καταλήγουν σε κάποιου είδους αποτελέσματα στατιστικά σημαντικής επίδρασης (Barjarmovic, 2017; Daskalakis et al., 2017; Ning, 2020; Cortez & Susanto, 2012; Mihalca & Antal, 2009; Vo, 2017).

2.5.2.2. Κερδοφορία (Profitability)

Η κερδοφορία αναφέρεται στα αποτελέσματα που προκύπτουν για την επιχείρηση όταν από το σύνολο των λογιστικών εσόδων αφαιρεθεί το σύνολο των λογιστικών εξόδων. Συνεπώς, παρουσιάζει την ικανότητα της εταιρίας να παράγει θετικά αποτελέσματα κατά τη διάρκεια μίας περιόδου σε συγκεκριμένο επίπεδο πωλήσεων, περιουσίας και χρηματοδότησης. Έτσι, αποτελεί ένα δείκτη της επίδοσης της επιχείρησης (Farah & Supartika, 2016) και προϋπόθεση της μακροπρόθεσμης επιβίωσης και επιτυχίας (Yazdanfar, 2013), εφόσον παρουσιάζει συνοπτικά τα συνδυασμένα αποτελέσματα των επιχειρηματικών και χρηματοοικονομικών γεγονότων που διαδραματίστηκαν κατά τη διάρκεια μίας χρήσης. Η ικανότητα που επιδεικνύει μία επιχείρηση για κερδοφορία ελκύει πιθανούς επενδυτές, γεγονός που την κάνει να συνδέεται θετικά με την τιμή της μετοχής της (Farah & Supartika, 2016). Ωστόσο, η μεγιστοποίηση της κερδοφορίας δεν σημαίνει απαραίτητως και μεγιστοποίηση των ταμειακών ροών της, εφόσον η

κερδοφορία αναφέρεται στα δεδουλευμένα έσοδα και έξοδα και όχι στις εισπράξεις και τις πληρωμές της (Dang et al., 2019).

Ως προς την επίδραση που αυτή ασκεί στη χρηματοοικονομική μόχλευση, οι δύο θεωρίες διαφοροποιούνται. Συγκεκριμένα, η σχέση μεταξύ της κερδοφορίας και της χρηματοοικονομικής μόχλευσης είναι αρνητική σύμφωνα με τη θεωρία ιεράρχησης, αλλά θετική σύμφωνα με τη θεωρία αντιστάθμισης. Η θεωρία αντιστάθμισης εκτιμά ότι όσο περισσότερο (λιγότερο) κερδοφόρα είναι μια επιχείρηση, τόσο μεγαλύτερα (χαμηλότερα) τα οφέλη του χρέους και τόσο χαμηλότερο (υψηλότερο) το κόστος του, με αποτέλεσμα η εταιρία να οδηγείται σε υψηλότερο επίπεδο χρηματοοικονομικής μόχλευσης. Από την άλλη πλευρά, ένα υψηλότερο επίπεδο κερδοφορίας μειώνει τις ανάγκες εξωτερικής χρηματοδότησης και, μέσω αυτής, μειώνει και το επίπεδο της χρηματοοικονομικής μόχλευσης, σύμφωνα με τη θεωρία της ιεράρχησης (Myers, 2001; Nunkoo & Boateng, 2010; Mans & Erasmus, 2011; Malinic et al, 2013; Ebrahim et al, 2014).

Σύμφωνα με τους Smart et al. (2004), οι περισσότερες έρευνες συγκλίνουν ότι η επίδραση της κερδοφορίας στη χρηματοοικονομική μόχλευση είναι αρνητική. Η σχέση αυτή στηρίζεται και από την πλειοψηφία των πρόσφατων μελετών (Ghazouani, 2013; Cortez & Susanto, 2012; Gaud et al., 2005; Chen, 2004; Mihalca & Antal, 2009; Flannery & Rangan, 2006; Abdeljawad et al., 2013; Serrasqueiro & Caetano, 2015; Zhang & Kanazaki, 2007; Vijayakumar, 2011; Mouton & Smith, 2016; Barjarmovic, 2017; Dang et al., 2017; Degryse et al., 2012; Doan, 2019; Moradi & Paulet, 2019; Noulas & Genimakis, 2011). Ωστόσο, δεν απουσιάζουν, έστω και αν συναντώνται σπανιότερα, και εκείνες που καταλήγουν στο αντίθετο συμπέρασμα, δηλαδή στη θετική επίδραση της κερδοφορίας στο ύψος του χρέους. Για παράδειγμα, οι Liang et al. (2020) εντόπισαν μία θετική επίδραση για την περίπτωση των επιχειρήσεων στις Φιλιππίνες, ενώ οι Stradomski και Schmidt (2020) σε κάποια από τα μοντέλα που αφορούσαν τις επιχειρήσεις της Πολωνίας, της Τσεχίας και της Ουγγαρίας. Ακόμα, υπάρχουν εκείνες που υποστηρίζουν ότι η κερδοφορία δεν επιδρά στο επίπεδο της χρηματοοικονομικής μόχλευσης (Lopez-Gracia & Sogorb-Mira, 2008).

2.5.2.3. Μέγεθος (Size)

Το μέγεθος μίας επιχείρησης παίζει σημαντικό ρόλο στον καθορισμό μίας σειράς χαρακτηριστικών της. Οι μικρότερες επιχειρήσεις συνήθως χαρακτηρίζονται από υψηλότερα ποσοστά κερδοφορίας, αλλά υψηλότερες πιθανότητες πτώχευσης, και αντιμετωπίζουν περισσότερες δυσκολίες στην πρόσβαση σε κεφάλαια σε σύγκριση με τις μεγαλύτερες εταιρίες (Dhawan, 2001). Για τα πλεονεκτήματα του μικρού μεγέθους έχουν προταθεί πολλοί παράγοντες. Ο Williamson (1967) πρότεινε ότι η μικρότερη διοικητική δομή τους επιτρέπει την άμεση ανταπόκριση σε ευκαιρίες της αγοράς με ταυτόχρονη εκμετάλλευση των οικονομιών κλίμακας που αντιμετωπίζουν. Επιπλέον, εξαιτίας αυτής της μικρής τους διοικητικής δομής παρουσιάζουν τις ικανότητες να προσαρμόζονται καλύτερα στις αλλαγές του περιβάλλοντος (Utterback, 1994) ή στις μεταβολές των καταναλωτικών συνηθειών τις οποίες οι μεγάλες επιχειρήσεις μαζικής παραγωγής είναι δυσκολότερο να ικανοποιήσουν (Carlsson, 1989). Ταυτόχρονα, εφόσον φέρουν ούτως ή άλλως υψηλότερα επίπεδα κινδύνου, είναι διατεθειμένες να επενδύουν σε περισσότερο επικίνδυνες επενδύσεις, οι οποίες, όμως, θα φέρουν και υψηλότερα επίπεδα απόδοσης (Audretsch, 1995). Από την άλλη μεριά, το μειωμένο επίπεδο εμπειρίας των διαχειριστών και το γεγονός ότι συνήθως δραστηριοποιούνται σε νέες αγορές συμβάλλει στη δημιουργία περιορισμών στα δανειακά κεφάλαια (Dhawan, 2001).

Το σύνολο των παραπάνω καθιστούν αντιληπτούς τους λόγους για τους οποίους το μέγεθος μίας επιχείρησης θεωρήθηκε σχετικά γρήγορα ένας από τους προσδιοριστικούς παράγοντες της χρηματοοικονομικής μόχλευσης μίας επιχείρησης (Rajan & Zingales, 1995; Booth et al., 2001; Frank & Goyal, 2009). Η επίδρασή του, ωστόσο διαφοροποιείται ανάλογα με τη θεωρία κεφαλαιακής δομής. Συγκεκριμένα, το πρόσημο της επίδρασής του θεωρείται αρνητικό βάσει της θεωρίας ιεράρχησης και θετικό βάσει της θεωρίας αντιστάθμισης. Η θετική επίδραση του μεγέθους, σύμφωνα με τη θεωρία αντιστάθμισης, οφείλεται στο γεγονός ότι οι μεγάλες επιχειρήσεις είναι περισσότερο διαφοροποιημένες και, συνεπώς, λιγότερο ριψοκίνδυνες (Gaud et al., 2005), με χαμηλότερο επίπεδο χρηματοοικονομικής δυσπραγίας (Chen, 2004) και υψηλότερη προσβασιμότητα σε πληροφορίες (Graham et al., 1998). Από την άλλη μεριά, η αρνητική σχέση μεταξύ μεγέθους και χρηματοοικονομικής μόχλευσης βάσει της θεωρίας ιεράρχησης εξηγείται από το γεγονός ότι οι μεγαλύτερες επιχειρήσεις έχουν υψηλότερο επίπεδο ταμειακών ροών (Mouton & Smith, 2016) που οδηγούν σε

χαμηλότερες ανάγκες χρηματοδότησης. Επιπλέον, είναι ευκολότερη και φθηνότερη για αυτές η έκδοση νέων ιδίων κεφαλαίων (Titman & Wessels, 1988; De Jong et al., 2008; Ebrahim et al., 2014; Mouton & Smith, 2016).

Οι εμπειρικές μελέτες συμφωνούν σε γενικές γραμμές με τη θεωρία αντιστάθμισης που υποστηρίζει την ύπαρξη θετικής σχέσης μεταξύ μεγέθους και χρηματοοικονομικής μόχλευσης (Smart et al., 2004). Σε αυτό το συμπέρασμα καταλήγει και μία σειρά πλέον πρόσφατων ερευνών (Gaud et al., 2007; Mihalca & Antal, 2009; Degryse et al., 2012; Doan, 2019; Liang et al., 2020; Moradi & Paulet, 2019; Shahar et al., 2016; Vo, 2017). Ωστόσο, αρκετές είναι και εκείνες που συμπεραίνουν την ανυπαρξία οποιαδήποτε είδους σχέσης μεταξύ των δύο αυτών παραγόντων των επιχειρήσεων (Ghazouani, 2013; Cortez & Susanto, 2012) ή ακόμα και αρνητική σχέση (Chen, 2004; Barjarmovic, 2017; Liang et al., 2020, Ning, 2020).

2.5.2.4. Απτότητα (*Tangibility*)

Τα απτά ή ενσώματα ή υλικά (*tangible*) περιουσιακά στοιχεία είναι εκείνα τα περιουσιακά στοιχεία που είναι ευκολότερο τόσο για κάποιον τρίτο όσο και για την ίδια την επιχείρηση να επαληθευτούν και να ανακτηθούν (Campello, 2006). Πρόκειται, δηλαδή, για εκείνα τα περιουσιακά στοιχεία που έχουν υλική υπόσταση, σε αντίθεση με τα άυλα περιουσιακά στοιχεία, όπως είναι η υπεραξία μίας επιχείρησης, τα οποία δεν είναι χειροπιαστά. Το βασικό πλεονέκτημα των υλικών περιουσιακών στοιχείων είναι ότι μπορούν να αμβλύνουν τους περιορισμούς στη χρηματοδότηση. Συγκεκριμένα, κάτω από το πρίσμα μίας ομορτοπιστικής συμπεριφοράς ή υπό το πλαίσιο της ασύμμετρης πληροφόρησης, τα απτά περιουσιακά στοιχεία παρέχουν στους εξωτερικούς χρηματοδότες τη μέγιστη αξία που μπορούν να ανακτήσουν από τη ρευστοποίηση μίας επιχείρησης σε περίπτωση που αυτή πτωχεύσει. Έτσι, παρέχουν το μέγιστο ποσό των δανειακών κεφαλαίων που έχει την ικανότητα να δανειστεί μία επιχείρηση χωρίς να ζημιωθούν οι δανειστές της (Dietrich, 2007).

Η απτότητα, λοιπόν, μίας εταιρίας μπορεί να οριστεί ως η ικανότητά της να παρέχει εγγυήσεις και ενέχυρα προς τους δανειστές της (Padron et al., 2005). Η ικανότητα μιας εταιρείας να παρέχει εγγυήσεις μειώνει το κόστος χρηματοοικονομικής δυσπραγίας και το κόστος που προκύπτει από τη σύγκρουση μεταξύ μετόχων και δανειστών (Frank & Goyal, 2003). Κατά συνέπεια, η θεωρία της αντιστάθμισης προβλέπει μια θετική σχέση

μεταξύ της απτότητας μιας εταιρείας και του επιπέδου του χρέους της. Παρομοίως, η θεωρία της ιεράρχησης υποθέτει ότι η ικανότητα αυτή μειώνει το επίπεδο ασύμμετρης πληροφόρησης που υπόκεινται οι πιθανοί επενδυτές καθιστώντας τα εξωτερικά κεφάλαια φθηνότερα (Ebrahim et al, 2014). Επομένως, η απτότητα της εταιρείας σχετίζεται θετικά με το χρέος της (De Jong et al, 2008; Moyo et al, 2013).

Συμπεραίνεται, επομένως, ότι η θεωρία της ιεράρχησης και της αντιστάθμισης συμφωνούν ως προς την επίδραση που ασκεί η απτότητα μίας εταιρείας στην κεφαλαιακή της δομή. Συγκεκριμένα, και οι δύο υποστηρίζουν ότι η αύξηση (μείωση) της απτότητας, αυξάνει (μειώνει) το επίπεδο του χρέους στην κεφαλαιακή διάρθρωση της εταιρείας. Η θετική αυτή σχέση παρατηρείται και στη διεθνή βιβλιογραφία (Smart et al., 2004). Κάποιες από τις πλέον πρόσφατες έρευνες που συμφωνούν με αυτή είναι των Cortez και Susanto (2012), Gaud et al.(2007), Chen (2004), Barjarmovic (2017), Degryse et al. (2012), Liang et al. (2020), Moradi και Paulet (2019), Shahar et al.(2016), και Vo (2017). Ωστόσο, υπάρχουν και μελέτες που δεν στοιχειοθετούν καμία απολύτως σχέση μεταξύ των δύο μεταβλητών (Liang et al., 2020), ενώ, τέλος, είναι εντυπωσιακό πως παρότι και οι δύο εξεταζόμενες θεωρίες υποστηρίζουν την ύπαρξη της θετικής σχέσης εντοπίζονται και μελέτες που στα συμπεράσματά τους εμπεριέχεται η ύπαρξη μίας αρνητικής σχέσης (Mihalca & Antal, 2009; Daskalakis et al., 2017; Doan, 2019; Liang et al., 2020).

2.5.2.5. Φορολογική Εξοικονόμηση Μη Σχετιζόμενη με το Χρέος (Non Debt Tax Shield)

Η φορολογική εξοικονόμηση αναφέρεται στη μείωση της φορολογικής υποχρέωσης που προκύπτει από την ύπαρξη κάποιων εξόδων. Με δεδομένο, λοιπόν, ότι το χρέος δημιουργεί τα έξοδα των τόκων, οι επιχειρήσεις θα πρέπει να δανείζονται ένα τέτοιο ποσό, ώστε να ελαχιστοποιούν τις φορολογικές τους υποχρεώσεις (Grinblatt & Titman, 2002). Αυτή η ελάφρυνση των φορολογικών υποχρεώσεων αποτελεί τη φορολογική εξοικονόμηση του χρέους. Ωστόσο, οι επιχειρήσεις έχουν και άλλες πηγές φορολογικής εξοικονόμησης, όπως είναι τα μη ταμειακά έξοδα (DeAngelo & Masulis, 1980; Ross, 1985). Έτσι, η φορολογική εξοικονόμηση μη σχετιζόμενη με το χρέος αναφέρεται στη μείωση της φορολογικής υποχρέωσης των επιχειρήσεων που προκύπτει από την ύπαρξη κάποιων εξόδων εκτός των τόκων. Χαρακτηριστικό παράδειγμα τέτοιων

εξόδων είναι οι αποσβέσεις. Κατά συνέπεια, η θεωρία της αντιστάθμισης θεωρεί ότι οι εταιρείες που απολαμβάνουν υψηλά επίπεδα εξοικονόμησης φόρου που δε σχετίζεται με το χρέος αναμένεται να έχουν χαμηλότερα επίπεδα χρηματοοικονομικής μόχλευσης, εφόσον το οριακό της όφελος μειώνεται (DeAngelo & Masulis, 1980). Από την άλλη πλευρά, δεν υπάρχει αναμενόμενη σχέση μεταξύ της φορολογικής εξοικονόμησης και του επιπέδου του χρέους, σύμφωνα με τη θεωρία ιεράρχησης (Noulas & Genimakis, 2011).

Σε γενικές γραμμές, οι έρευνες με αντικείμενο την κεφαλαιακή δομή συμπεραίνουν την αρνητική επίδραση της φορολογικής εξοικονόμησης που δε σχετίζεται με το χρέος στο επίπεδο της χρηματοοικονομικής μόχλευσης (Smart et al., 2004). Με αυτό το συμπέρασμα συμφωνούν αρκετές πρόσφατες μελέτες (Cortez & Susanto, 2012; Gaud et al., 2007; Chen, 2004; Degryse et al., 2012). Ωστόσο, υπάρχουν και μελέτες που καταλήγουν σε θετική σχέση μεταξύ των δύο μεταβλητών, όπως για παράδειγμα οι Gaud et al. (2007) στην περίπτωση των επιχειρήσεων της Γαλλίας και της Ελβετίας και οι έρευνες των Barjarmovic (2017), των Moradi και Paulet (2019), και των Stradomski και Schmidt (2020). Τέλος, οι Daskalakis et al. (2017) και Liang et al. (2020) δεν εντοπίζουν έντονη στατιστικά σημαντική επίδραση της συγκεκριμένης μεταβλητής στο επίπεδο χρέους των εταιριών.

2.5.3 Προηγούμενες Έρευνες

Το ερώτημα ποια από τις δύο θεωρίες, δηλαδή η θεωρία της αντιστάθμισης ή η θεωρία της ιεράρχησης των πηγών χρηματοδότησης, κυριαρχεί στην ερμηνεία της συμπεριφοράς της κεφαλαιακής δομής των επιχειρήσεων αποτελεί ένα από τα βασικότερα ερωτήματα της σύγχρονης χρηματοοικονομικής επιστήμης από τότε που αναπτύχθηκαν οι δύο θεωρίες. Πολλές έρευνες έχουν να απαντήσουν στο ερώτημα αυτό. Ενδεικτικά αναφέρεται ότι οι Martinez et al. (2019) εντόπισαν στη βάση δεδομένων Scopus 3.549 μελέτες που αφορούν την κεφαλαιακή δομή των επιχειρήσεων με χρονολογία δημοσίευσης από το 1959 ως το 2017. Συγκεκριμένα, αναζήτησαν τις μελέτες που φέρουν τις φράσεις “Pecking Order”, “Trade off” και “Business Cycle” είτε στον τίτλο τους, είτε στην περίληψή τους είτε ως λέξεις κλειδιά. Η τάση του αριθμού των μελετών είναι αύξουσα με τη μέγιστη τιμή να εντοπίζεται κατά το έτος 2011, οπότε και ο αριθμός τους προσέγγισε τις 300.

Η πλειοψηφία των μελετών καταλήγει στο συμπέρασμα ότι η θεωρία ιεράρχησης υπερισχύει έναντι της θεωρίας αντιστάθμισης (Nunes & Serrasqueiro, 2017; Daskalakis et al, 2017; Trinh et al, 2017; Balios et al, 2016; Pacheco, 2016; Serrasqueiro et al, 2016; Yazdanfar & Öhman, 2016 ; Uyar & Guzelyurt, 2015; Yazdanfar & Öhman, 2015; Xiang & Worthington, 2015; Atiyet, 2012; Sheikh et al, 2012; Vijayakumar, 2011; De Jong et al., 2011; Noulas & Genimakis , 2011; Leary & Roberts, 2010; Fama & French, 2005). Από την άλλη πλευρά, υπάρχουν έρευνες που υποστηρίζουν την ανωτερότητα της θεωρίας αντιστάθμισης σε σχέση με τη θεωρία ιεράρχησης (Sardo & Serrasqueiro, 2017; Rossi et al, 2015; Fauzi et al., 2013; Wang, 2013). Τέλος, όπως αναφέρθηκε και παραπάνω, όλο και περισσότεροι ερευνητές υποστηρίζουν ότι οι δύο θεωρίες δεν είναι αμοιβαία αποκλειόμενες, αλλά συμπληρωματικές, καθώς και οι δύο είναι απαραίτητες για την πλήρη ερμηνεία των αποφάσεων κεφαλαιακής δομής (Banga & Gupta, 2017 ; Mc Namara et al, 2017; Ohman & Yazdanfar, 2017; Serrasqueiro & Caetano, 2015; Burgstaller & Wagner, 2015; Nunes & Serrasqueiro, 2014; Rossi, 2014; Rahman and Arifuzzaman, 2014; Lopez-Gracia & Sogorb-Mira, 2003).

2.5.3.1 Πρόσφατες Διεθνείς Μελέτες

Οι Nguyen et al. (2020) εξετάζουν τις Κινεζικές εταιρίες του κατασκευαστικού τομέα που είναι εισηγμένες στα Χρηματιστήρια της Σαγκάης και του Σέντσι. Με τη χρήση μη ισορροπημένων (unbalanced) δεδομένων panel και ποσοτικής παλινδρόμησης (quantile regression), εκτιμούν για την περίοδο 2000-2018 ένα μοντέλο με εξαρτημένη μεταβλητή τη χρηματοοικονομική μόχλευση και ανεξάρτητες την κερδοφορία, την απτότητα, το μέγεθος και τις προοπτικές ανάπτυξης. Τα αποτελέσματά τους υποδεικνύουν ότι οι αποφάσεις κεφαλαιακής δομής των εταιριών του κατασκευαστικού τομέα στην Κίνα ερμηνεύονται κατά κύριο λόγο από τις προβλέψεις της θεωρίας ιεράρχησης.

Οι Jarallah et al. (2019) εστίασαν στην κεφαλαιακή δομή των Ιαπωνικών εταιριών που είναι εισηγμένες στο χρηματιστήριο του Τόκυο. Συγκεκριμένα, στην έρευνά τους συμμετείχαν 1.362 μη χρηματοοικονομικές εταιρίες για ένα διάστημα από το 1991 ως το 2015. Με χρήση αυτών των στοιχείων, εκτίμησαν υποδείγματα με τη γενικευμένη μέθοδο των στιγμών (Generalized Method of Moments – GMM) με σκοπό να εντοπίσουν τους προσδιοριστικούς παράγοντες της χρηματοοικονομικής μόχλευσης. Τα υποδείγματα αυτά προτείνουν ότι το μοτίβο χρηματοδότησης των ιαπωνικών

επιχειρήσεων είναι σύμφωνο με την αρχή της θεωρίας ιεράρχησης, δηλαδή με την προτίμηση της εσωτερικής έναντι της εξωτερικής χρηματοδότησης.

Οι Oktavina et al (2018) διερεύνησαν του προσδιοριστικούς παράγοντες της κεφαλαιακής δομής των οικογενειακών επιχειρήσεων (family firms) του κατασκευαστικού τομέα που είναι εισηγμένες στο χρηματιστήριο της Ινδονησίας. Με την έννοια των οικογενειακών επιχειρήσεων οι συγγραφείς προσδιορίζουν εκείνες τις εταιρίες που η οικογένεια του ιδρυτή τους κατέχει τουλάχιστον το 5% του αριθμού των μετοχών. Το δείγμα τους αποτελείται από 38 επιχειρήσεις. Η ανάλυσή τους συνίσταται στην εκτίμηση υποδείγματος με τη μέθοδο ελαχίστων τετραγώνων στο οποίο εξαρτημένη μεταβλητή ορίστηκε η χρηματοοικονομική μόχλευση και ανεξάρτητες η κερδοφορία, η απτότητα, οι προοπτικές χρέους, το μέγεθος και ο λειτουργικός κίνδυνος. Τα αποτελέσματά τους καταδεικνύουν ότι η κεφαλαιακή δομή των οικογενειακών επιχειρήσεων της Ινδονησίας ερμηνεύονται κατά κύριο λόγο μέσω της θεωρίας ιεράρχησης.

Οι Chipeta και McClelland (2018) εξέτασαν την εγκυρότητα της θεωρίας αντιστάθμισης και της θεωρίας ιεράρχησης των πηγών χρηματοδότησης για τις εταιρίες μη χρηματοοικονομικού τομέα που είναι εισηγμένες στο χρηματιστήριο του Γιοχάνεσμπουργκ. Το δείγμα τους αποτελείται από 234 εταιρίες, επί των δεδομένων των οποίων εκτίμησαν υπόδειγμα με εξαρτημένες μεταβλητές τη χρηματοοικονομική μόχλευση και τη μεταβολή της και ανεξάρτητες μία σειρά δεικτών που προσδιορίζουν διάφορα χαρακτηριστικά των επιχειρήσεων. Οι μέθοδοι εκτίμησης αυτών των υποδειγμάτων συνιστάται από τη δυναμική Γενικευμένη Μέθοδο των Στιγμών επί δυναμικών δεδομένων panel. Τα αποτελέσματά τους υποδεικνύουν ότι η θεωρία ιεράρχησης έχει σημαντική ερμηνευτική ικανότητα σχετικά με τις αποφάσεις κεφαλαιακής δομής των επιχειρήσεων, με μοναδική εξαίρεση τις καταστάσεις στις οποίες οι εταιρίες αναφέρουν πολύ υψηλά χρηματοοικονομικά ελλείμματα.

Οι Trinh et al. (2017) αναζήτησαν τη σχέση μεταξύ της κεφαλαιακής δομής και των αποφάσεων επένδυσης για τις μικρομεσαίες επιχειρήσεις του Βιετνάμ και μέσω αυτής τη θεωρία που εξηγεί την κεφαλαιακή δομή τους. Χρησιμοποιώντας τρία διαφορετικά δείγματα για το 2005, το 2007 και το 2009 από τρεις διαφορετικούς επίσημους οργανισμούς του Βιετνάμ και τη μεθοδολογία των δύο βημάτων του

Heckmanκατέληξαν στο συμπέρασμα ότι η κεφαλαιακή δομή των επιχειρήσεων στη συγκεκριμένη χώρα εξηγείται αποτελεσματικότερα μέσω της θεωρίας της ιεράρχησης.

Σε αντίστοιχα συμπεράσματα υπέρ της θεωρίας ιεράρχησης οδηγούνται και οι Nunes και Serrasqueiro (2015). Οι συγκεκριμένοι συγγραφείς επικεντρώθηκαν στις μικρομεσαίες επιχειρήσεις του ξενοδοχειακού κλάδου της Πορτογαλίας. Συγκεκριμένα, συγκέντρωσαν δεδομένα για 177 Πορτογαλικές μικρομεσαίες ξενοδοχειακές μονάδες για μία περίοδο από το 2004 ως το 2012 και εκτίμησαν παλινδρομήσεις με εξαρτημένη μεταβλητή τους δείκτες βραχυπρόθεσμου και μακροπρόθεσμου χρέους και ανεξάρτητες μεταβλητές μία σειρά χαρακτηριστικών των επιχειρήσεων χρησιμοποιώντας τις μεθόδους των ελαχίστων τετραγώνων επί δεδομένων panel σταθερών επιδράσεων (fixed effects). Τα συμπεράσματα αυτά επιβεβαίωσε και ο Pacheco (2016) για το σύνολο των πορτογαλικών μικρομεσαίων επιχειρήσεων χρησιμοποιώντας ένα δείγμα 3.164 επιχειρήσεων για την περίοδο 2011-2014. Η μεθοδολογία που ακολουθήθηκε είναι αντίστοιχη.

Οι Yazdanfar και Öhman (2016) εστίασαν την έρευνά τους στις Σουηδικές μικρομεσαίες επιχειρήσεις για την περίοδο 2009-2012. Το δείγμα του αποτελείται από 15.952 επιχειρήσεις και χρησιμοποίησαν Ανάλυση Διακύμανσης και πολυπαραγοντική παλινδρόμηση για την εκτίμηση υποδειγμάτων με εξαρτημένες μεταβλητές διάφορους δείκτες χρηματοοικονομικής μόχλευσης και ανεξάρτητες διάφορα χαρακτηριστικά των επιχειρήσεων, αλλά και του κλάδου. Στα αποτελέσματά τους καταλήγουν ότι η θεωρία ιεράρχησης των πηγών χρηματοδότησης είναι επαρκής για την ερμηνεία της εξέλιξης της κεφαλαιακής δομής των επιχειρήσεων. Στα ίδια συμπεράσματα κατέληξαν οι ίδιοι συγγραφείς και ένα χρόνο πριν σε έρευνά τους, η οποία στηρίχθηκε σε δείγμα 15.897 Σουηδικών μικρομεσαίων επιχειρήσεων για το ίδιο χρονικό διάστημα, τα δεδομένα των οποίων αναλύθηκαν με τη χρήση υποδειγμάτων που εκτιμήθηκαν με τη χρήση της μεθόδου των ελαχίστων τετραγώνων δύο και τριών σταδίων (Yazdanfar & Ohman, 2015)

Στις τουρκικές μικρομεσαίες επιχειρήσεις επικεντρώθηκαν οι Uyar και Guzelyurt (2015) αναζητώντας ποια από τις δύο εξεταζόμενες θεωρίες κεφαλαιακής δομής κυριαρχεί. Με ελέγχους Kruskal-Wallis και εκτίμηση γραμμικών υποδειγμάτων με τη μεθοδολογία της πολλαπλής παλινδρόμησης επί δεδομένων που συγκέντρωσαν με διανομή και συλλογή ερωτηματολογίου στο οποίο αποκρίθηκαν 138 τούρκικες

μικρομεσαίες επιχειρήσεις τον Ιούλιο του 2011, οι συγγραφείς κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι η θεωρία ιεράρχησης των πηγών κυριαρχεί έναντι της θεωρίας αντιστάθμισης.

Οι Xiang και Worthington (2015) μελέτησαν τη συμπεριφορά της κεφαλαιακής δομής σε ένα δείγμα 2.732 Αυστραλιανών μικρομεσαίων επιχειρήσεων για τη διετία 2005-2006. Συγκεκριμένα, εκτίμησαν παλινδρομήσεις με εξαρτημένες μεταβλητές το χρέος και ανεξάρτητες μεταβλητές μία σειρά χαρακτηριστικών παραμέτρων των επιχειρήσεων με τη μέθοδο των δεδομένων panel και της λογιστικής παλινδρόμησης, ενώ προχώρησαν και σε μία σειρά ελέγχων Wald. Τα αποτελέσματά τους υποστηρίζουν ότι η θεωρία ιεράρχησης των πηγών χρηματοδότησης είναι περισσότερο χρήσιμη για την εξήγηση της πορείας της κεφαλαιακής δομής των επιχειρήσεων.

Οι Degryse et al. (2012) διερεύνησαν την επίδραση των χαρακτηριστικών του κλάδου και των εταιριών στην κεφαλαιακή δομή χρησιμοποιώντας δεδομένα από τις χρηματοοικονομικές καταστάσεις μικρών και μεσαίων επιχειρήσεων που δραστηριοποιούνται στην Ολλανδία για το χρονικό διάστημα από το 2003 ως το 2005. Η εκτίμηση των σχετικών υποδειγμάτων υλοποιήθηκε με τη χρήση των δεδομένων panel. Οι εκτιμήσεις αυτές κατέδειξαν ότι οι αποφάσεις που λαμβάνονται από τις μικρομεσαίες επιχειρήσεις στην Ολλανδία είναι σύμφωνες με τη θεωρία ιεράρχησης των πηγών χρηματοδότησης.

Ο Atiyet (2012) χρησιμοποιώντας τη μεθοδολογία των Shyam-Sunder και Myers (1999) διερεύνησε την ερμηνευτική ικανότητα των δύο θεωριών σε ένα δείγμα 88 γαλλικών επιχειρήσεων που ήταν εισηγμένες στο δείκτη SBF 250 του Γαλλικού χρηματιστηρίου.¹ Οι προτεινόμενες από τη μεθοδολογία παλινδρομήσεις εκτιμήθηκαν με τη χρήση panel data. Στο συμπέρασμά του καταλήγει ότι η ερμηνευτική ικανότητα της θεωρίας ιεράρχησης είναι ανώτερη της αντίστοιχης της θεωρίας αντιστάθμισης αποδίδοντας τη συγκεκριμένη κατάσταση στο γεγονός ότι οι γαλλικές επιχειρήσεις αντιμετωπίζουν υψηλά κόστη ασύμμετρης πληροφόρησης. Στο ίδιο συμπέρασμα και με την ίδια μεθοδολογία κατέληξαν και οι Jibrán et al. (2012) για τις εισηγμένες εταιρίες του Πακιστάν. Συγκεκριμένα, οι συγγραφείς χρησιμοποίησαν ένα δείγμα 286 μη χρηματοοικονομικών εισηγμένων στο Χρηματιστήριο του Καρατίσι εταιριών για το

¹ Η μεθοδολογία των Shyam-Sunder και Myers (1999) αναλύεται παρακάτω στο κεφάλαιο της εμπειρικής διερεύνησης, εφόσον αποτελεί μία εκ των δύο μεθοδολογιών που ακολουθήθηκαν.

διάστημα 2001 ως 2008. Τα αποτελέσματά τους υποστηρίζουν την ασθενή μορφή της θεωρίας ιεράρχησης.

Ο Vijayakumar (2011) διερεύνησε το συγκεκριμένο θέμα μέσω εκτίμησης παλινδρομήσεων με εξαρτημένη μεταβλητή αριθμοδείκτες χρηματοοικονομικής μόχλευσης και ανεξάρτητες μεταβλητές διάφορες χαρακτηριστικές παραμέτρους των επιχειρήσεων. Το δείγμα του αποτελείται από δεδομένα για 20 εταιρίες του κλάδου των αυτοκινήτων της Ινδίας για ένα διάστημα από το 1996 ως το 2008. Η συγκεκριμένη ανάλυση κατέδειξε ότι η θεωρία ιεράρχησης μπορεί να χρησιμοποιηθεί επιτυχώς προκειμένου να ερμηνευθεί η συμπεριφορά της κεφαλαιακής δομής των εταιριών του κλάδου αυτοκινήτων της Ινδίας.

Από την άλλη μεριά, οι Dommès et al. (2019) αναλύουν τους προσδιοριστικούς παράγοντες της κεφαλαιακής διάρθρωσης των γερμανικών εταιριών. Τα δεδομένα βασίζονται σε δεδομένα 44 εταιριών που περιλαμβάνονται στο δείκτη SDAX για το οικονομικό έτος 2017. Τα δεδομένα εξετάζονται με ανάλυση πολλαπλής παλινδρόμησης που εκτιμήθηκε σύμφωνα με τη μέθοδο ελάχιστων τετραγώνων. Το αποτέλεσμα δείχνει μια ισχυρή συσχέτιση της χρηματοοικονομικής μόχλευσης με τους παράγοντες του μεγέθους και των ευκαιριών ανάπτυξης της εταιρείας, την κερδοφορία να παίζει μόνο δευτερεύοντα ρόλο, ενώ δεν εμφανίζεται κάποια σημαντική συσχέτιση της με την απτότητα. Συνεπώς, τα αποτελέσματα της μελέτης υποστηρίζουν τη θεωρία αντιστάθμισης περισσότερο από τη θεωρία ιεράρχησης και καταδεικνύουν την ύπαρξη ενός βέλτιστου λόγου χρηματοοικονομικής μόχλευσης.

Οι Dierker et al. (2019) παρέχουν νέα στοιχεία σχετικά με τη σημασία της δυναμικής θεωρίας αντιστάθμισης, εξετάζοντας τις δραστηριότητες εξωτερικής χρηματοδότησης των επιχειρήσεων μετά από αλλαγές κινδύνου. Συνεπώς με την πρόβλεψη της δυναμικής θεωρίας αντιστάθμισης αλλά ασυμβίβαστα με τη θεωρία της ιεράρχησης, τα αποτελέσματά τους παρουσιάζουν ότι οι εταιρείες εκδίδουν ίδια κεφάλαια μετά την αύξηση του κινδύνου και χρέος μετά τη μείωση του κινδύνου, ακόμη και όταν εστιάζουν σε χρηματοοικονομικά μη περιορισμένες εταιρείες. Ωστόσο, τα αποτελέσματα δεν ισχύουν για εταιρείες με υψηλό δείκτη αγοραίας προς λογιστική αξία.

Οι Sardo και Serrasqueiro (2017) καταλήγουν ότι η θεωρία αντιστάθμισης, και όχι η θεωρία ιεράρχησης των πηγών χρηματοδότησης, χαρακτηρίζεται ως περισσότερο

ικανή να ερμηνεύσει τη συμπεριφορά της κεφαλαιακής δομής των εταιριών. Το συμπέρασμα αυτό εξάγεται χρησιμοποιώντας δυναμικά υποδείγματα εκτιμημένα με δεδομένα panel σε ένα δείγμα 1.377 μικρών επιχειρήσεων και 811 μεσαίων επιχειρήσεων που δραστηριοποιούνται στην Πορτογαλία για τη χρονική περίοδο 2007-2011. Εξαρτημένες μεταβλητές των υποδειγμάτων ορίστηκαν διάφοροι δείκτες χρηματοοικονομικής μόχλευσης, ενώ ως ανεξάρτητες τα χαρακτηριστικά των επιχειρήσεων. Σε πλήρη συμφωνία με αυτούς, οι Rossi et al. (2015) καταλήγουν στο ίδιο συμπέρασμα με την ίδια περίπου μεθοδολογία. Οι συγκεκριμένοι χρησιμοποίησαν όχι δυναμικά, αλλά απλά υποδείγματα εκτιμημένα με δεδομένα panel σε ένα δείγμα 82 Ιταλικών επιχειρήσεων για τη ίδια χρονική περίοδο (2007-2011).

Οι Wiagustini et al. (2017) εστίασαν την έρευνά τους στις εισηγμένες μη χρηματοοικονομικού κλάδου εταιρίες στο Χρηματιστήριο της Ινδονησίας. Το δείγμα τους αποτελείται από 324 εταιρίες για το χρονικό διάστημα 2010-2013. Η μεθοδολογία τους συνίσταται στην εκτίμηση υποδειγμάτων με τη μέθοδο μερικών προσαρμογών (Partial Adjustment Method) με εξαρτημένες μεταβλητές την ετήσια μεταβολή της χρηματοοικονομικής μόχλευσης και εξαρτημένες τόσο το ύψος του χρηματοοικονομικού ελλείμματος των εταιριών, έτσι όπως το όρισαν οι Shyam-Sunder και Myers (1999), όσο και αριθμοδείκτες για διάφορα χαρακτηριστικά των εταιριών, όπως είναι η κερδοφορία και το μέγεθος. Τα αποτελέσματά τους υποστηρίζουν ότι οι μη χρηματοοικονομικές εταιρίες της Ινδονησίας ακολουθούν τις προβλέψεις της θεωρίας αντιστάθμισης και όχι της θεωρίας ιεράρχησης.

Οι Fauzi et al. (2013) χρησιμοποίησαν δεδομένα χρηματοοικονομικών καταστάσεων από 79 εισηγμένες στο Χρηματιστήριο της Νέας Ζηλανδίας μη χρηματοοικονομικές εταιρίες. Βάσει αυτών των δεδομένων, εκτιμήθηκε ένα μοντέλο με εξαρτημένη μεταβλητή τη χρηματοοικονομική μόχλευση και ανεξάρτητες μία σειρά μεταβλητών που εκφράζουν διάφορα χαρακτηριστικά των εταιριών και του κλάδου. Για την εκτίμηση αυτών χρησιμοποιήθηκαν τέσσερις διαφορετικές μέθοδοι: ελαχίστων τετραγώνων, ελαχίστων τετραγώνων δύο σταδίων, γενικευμένη μέθοδος στιγμών με βοηθητική μεταβλητή και δυναμική γενικευμένη μέθοδος στιγμών με βοηθητική μεταβλητή. Από το σύνολο των αποτελεσμάτων υποδεικνύεται η θεωρία αντιστάθμισης ως η περισσότερο κατάλληλη θεωρία κεφαλαιακής δομής. Ο Wang (2013) καταλήγει στο ίδιο συμπέρασμα χρησιμοποιώντας παρόμοια υποδείγματα εκτιμημένα με τη μέθοδο των ελαχίστων τετραγώνων. Στο δείγμα του συμμετείχαν 98

μη χρηματοοικονομικές εταιρίες του Ηνωμένου Βασιλείου που είναι εισηγμένες στο χρηματιστήριο του Λονδίνου και η περίοδος αναφοράς είναι η επταετία 2006 – 2011.

Τέλος, συνεχώς αυξανόμενες ιδίως κατά τα τελευταία έτη είναι εκείνες οι μελέτες που υποστηρίζουν ότι καμία από τις δύο ανταγωνιστικές θεωρίες κεφαλαιακής δομής δεν αρκεί για την ερμηνεία της συμπεριφοράς της. Οι McNamara et al. (2017) διερεύνησαν την επίδραση διαφόρων μεταβλητών εταιρικών χαρακτηριστικών, του κλάδου και της οικονομίας στην κεφαλαιακή δομή των εταιριών. Το δείγμα τους αποτελείται από Ευρωπαϊκές μικρομεσαίες επιχειρήσεις εννέα χωρών, εντός των οποίων εμπεριέχονται και οι ελληνικές μικρομεσαίες επιχειρήσεις, για το διάστημα 2005-2011 προερχόμενο από τη βάση δεδομένων Amadeus. Τα αποτελέσματά τους, δηλαδή οι παλινδρομήσεις που εκτιμήθηκαν με τη μέθοδο των σταθερών επιδράσεων, συμφωνούν μερικώς με τα συμπεράσματα της θεωρίας ιεράρχησης και μερικώς με τα αντίστοιχα της θεωρίας αντιστάθμισης.

Οι Rodrigues et al. (2017) ανέλυσαν τους προσδιοριστικούς παράγοντες της κεφαλαιακής δομής για τις εταιρίες των χωρών της Λατινικής Αμερικής και των ΗΠΑ. Συγκεκριμένα, το δείγμα τους αποτελούνταν από 1.091 εταιρίες που ανήκαν στις έξι μεγαλύτερες οικονομίες της Λατινικής Αμερικής και στις ΗΠΑ για την περίοδο 2009-2013. Χρησιμοποιώντας ανάλυση παλινδρόμησης ισορροπημένου δείγματος κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι στις χώρες της Λατινικής Αμερικής η κυρίαρχη θεωρία κεφαλαιακής δομής είναι διαφορετική από την αντίστοιχη των ΗΠΑ. Συγκεκριμένα, η θεωρία ιεράρχησης ερμηνεύει αποτελεσματικότερα τις σχετικές επιχειρηματικές αποφάσεις στη Λατινική Αμερική, ενώ η θεωρία αντιστάθμισης στις ΗΠΑ.

Οι Banga και Gupta (2017) αναζήτησαν την επίδραση των εταιρικών χαρακτηριστικών στις αποφάσεις που λαμβάνονται σχετικά με την κεφαλαιακή δομή των μικρομεσαίων επιχειρήσεων στην Ινδία. Με χρήση δεδομένων 64 Ινδικών μικρομεσαίων επιχειρήσεων για μία περίοδο που ξεκινούσε το 2007 και ολοκληρωνόταν το 2012, εκτίμησαν σχετικά υποδείγματα με τη μέθοδο των δεδομένων panel. Συμπέραναν ότι η θεωρία ιεράρχησης είναι χρήσιμη για την ερμηνεία της κεφαλαιακής δομής όσον αφορά στη συμπεριφορά του βραχυπρόθεσμου χρέους, αλλά η θεωρία της αντιστάθμισης σχετίζεται με την ερμηνεία της όσον αφορά το σύνολο του χρέους.

Όπως αναφέρθηκε παραπάνω, ο Pacheco (2016) υποστήριξε την ανωτερότητα της θεωρίας ιεράρχησης έναντι της θεωρίας αντιστάθμισης. Ωστόσο, σε μεταγενέστερη

εργασία του με τον Tavares (Pacheco & Tavares, 2017), οι δύο συγγραφείς επιχειρηματολογούν υπέρ της άποψης ότι οι δύο θεωρίες είναι συμπληρωματικές και, συνεπώς, δε θα πρέπει να αναζητείται η υπεροχή της μίας έναντι της άλλης. Το συμπέρασμα αυτό αντλήθηκε από έρευνα που διεξήχθη σε δεδομένα 43 πορτογαλικών μικρομεσαίων επιχειρήσεων για το διάστημα 2004-2013. Η διερεύνηση υλοποιήθηκε με την εκτίμηση παλινδρομήσεων επί δεδομένων panel με εξαρτημένες μεταβλητές τη χρηματοοικονομική μόχλευση και ανεξάρτητες διάφορες οικονομικές παραμέτρους της επιχείρησης.

Οι Serrasqueiro et al. (2016) διερεύνησαν τις διαφορές στην κεφαλαιακή δομή μεταξύ τεχνολογικών και μη τεχνολογικών μικρομεσαίων επιχειρήσεων στην Πορτογαλία για τη δεκαετία 2000-2010. Χρησιμοποιώντας τη μεθοδολογία των υποδειγμάτων με εξαρτημένες μεταβλητές χρηματοοικονομικής μόχλευσης και ανεξάρτητες μία σειρά εταιρικών χαρακτηριστικών, τα οποία εκτίμησαν με τη μέθοδο των ελαχίστων τετραγώνων, συμπεραίνουν ότι η κεφαλαιακή δομή των τεχνολογικών επιχειρήσεων ερμηνεύεται αποτελεσματικότερα από τη θεωρία ιεράρχησης, ενώ η αντίστοιχη των μη τεχνολογικών επιχειρήσεων είναι πιο συμβατή με τις προβλέψεις της θεωρίας αντιστάθμισης. Σε προγενέστερες έρευνες του Serrasqueiro με τον Caetano και τον Nunes επιχειρηματολογούν, όπως και οι Pacheco και Tavares (2017), υπέρ της συμπληρωματικότητας και όχι ανταγωνιστικότητας των δύο θεωριών (Serrasqueiro & Caetano, 2015; Nunes & Serrasqueiro, 2014). Η έρευνα των Serrasqueiro και Caetano (2015) στηρίχθηκε σε δεδομένα 53 μικρομεσαίων επιχειρήσεων της περιοχής Beira της Πορτογαλίας για την περίοδο 1998-2005 και τα υποδείγματα εκτιμήθηκαν με τη Γενικευμένη Μέθοδο των Στιγμών. Στην ίδια ακριβώς μεθοδολογία αλλά επί ενός δείγματος 177 μικρομεσαίων επιχειρήσεων του ξενοδοχειακού τομέα της Πορτογαλίας και για το διάστημα 2000-2009, οι Nunes και Serrasqueiro (2014) καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι η θεωρία ιεράρχησης δεν είναι σε θέση να ερμηνεύσει πλήρως τις αποφάσεις κεφαλαιακής δομής και ότι η θεωρία αντιστάθμισης δε θα πρέπει να παραβλεφθεί, εφόσον η ερμηνευτική της ικανότητα είναι σημαντική.

Ο Rossi et al. (2015) παρουσίασαν εμπειρικά αποτελέσματα τα οποία συνηγόρησαν υπέρ της ανωτερότητας της θεωρίας αντιστάθμισης έναντι της θεωρίας ιεράρχησης. Ωστόσο, σε προγενέστερη έρευνα του Rossi (2014), ο συγγραφέας υποστηρίζει ότι και οι δύο θεωρίες είναι χρήσιμες στην ερμηνεία των αποφάσεων χρηματοδότησης. Η ανάλυσή του συνίσταται από εκτίμηση υποδειγμάτων με χρήση δεδομένων panel με

σταθερές επιδράσεις με εξαρτημένη μεταβλητή τη χρηματοοικονομική μόχλευση και ανεξάρτητες διάφορα εταιρικά χαρακτηριστικά επί ενός δείγματος 764 μη χρηματοοικονομικών μικρομεσαίων επιχειρήσεων για την περίοδο 2007-2011.

2.5.3.2 Μελέτες για τις Ελληνικές Επιχειρήσεις

Ο αριθμός των μελετών σχετικά με το αν οι αποφάσεις κεφαλαιακής διάρθρωσης των ελληνικών εταιρειών βασίζονται στη θεωρία αντιστάθμισης ή στη θεωρία ιεράρχησης είναι μικρότερος από τον αναμενόμενο. Η πλειοψηφία εφαρμόζει τη μεθοδολογία των προσδιοριστικών παραγόντων της χρηματοοικονομικής μόχλευσης η οποία περιγράφεται στο επόμενο κεφάλαιο.

Μία από τις παλαιότερες έρευνες στον τομέα είναι αυτή που διενεργήθηκε από τους Voulgaris et al. (2002). Οι συγκεκριμένοι διερεύνησαν του προσδιοριστικούς παράγοντες της κεφαλαιακής δομής 75 μεγάλων ελληνικών κατασκευαστικών επιχειρήσεων για το διάστημα 1988-1996 με χρήση δεδομένων panel. Οι στατιστικά σημαντικές επιδράσεις των προοπτικών ανάπτυξης και της κερδοφορίας παρουσιάζονται σύμφωνες με τη θεωρία ιεράρχησης, γεγονός που οδηγεί τους συγγραφείς να επιχειρηματολογήσουν υπέρ της. Οι ίδιοι συγγραφείς επανήλθαν δύο χρόνια αργότερα με το ίδιο αντικείμενο και την ίδια μεθοδολογία, αλλά τη χρήση δύο δειγμάτων (Voulgaris et al., 2004). Το πρώτο δείγμα αποτελούνταν από 143 μικρομεσαίες επιχειρήσεις και το δεύτερο από 75 μεγάλες επιχειρήσεις για το διάστημα 1989-1996. Τα συμπεράσματά τους συνηγορούν και πάλι υπέρ της θεωρίας ιεράρχησης. Αντιστοίχως, οι Athanasoglou et al. (2006) εστιάζοντας σε 142 εταιρίες μη χρηματοοικονομικών κλάδων που ήταν εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αθηνών για την περίοδο 1998-2002 εντοπίζουν επίσης μία αρνητική επίδραση της κερδοφορίας στη χρηματοοικονομική μόχλευση, η οποία ερμηνεύεται από τη θεωρία ιεράρχησης. Ωστόσο, αξίζει να σημειωθεί σε αυτό το σημείο ότι οι Vasiliou et al. (2009) ανέδειξαν ότι διαφορετικές μεθοδολογίες εκτίμησης των σχετικών παλινδρομήσεων μπορεί να έχουν επίπτωση στην εγκυρότητα των αποτελεσμάτων που συνηγορούν υπέρ της θεωρίας ιεράρχησης. Συγκεκριμένα, πρότειναν ότι η αρνητική σχέση μεταξύ κερδοφορίας και χρηματοοικονομικής μόχλευσης δε μεταφράζεται αυτόματα στην ισχύ αυτή της θεωρίας.

Οι Eriotis et al. (2007) στόχευσαν στον προσδιορισμό των χαρακτηριστικών των εταιριών που επιδρούν στην κεφαλαιακή δομή των επιχειρήσεων. Ο προσδιορισμός αυτός υλοποιήθηκε χρησιμοποιώντας δεδομένα panel για ένα δείγμα 129 ελληνικών επιχειρήσεων που ήταν εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αθηνών για το διάστημα 1997-2001. Τα πρόσημα των συντελεστών των ανεξάρτητων μεταβλητών στις μεταβλητές της χρηματοοικονομικής μόχλευσης των υποδειγμάτων που εκτιμήθηκαν με τη χρήση της Γενικευμένης Μεθόδου Ελαχίστων Τετραγώνων καταδεικνύουν μία υπεροχή της θεωρίας ιεράρχησης έναντι της θεωρίας αντιστάθμισης.

Παρομοίως, οι Daskalakis και Psillaki (2008) εξέτασαν τους προσδιοριστικούς παράγοντες της κεφαλαιακής δομής για τις μικρομεσαίες επιχειρήσεις στην Ελλάδα και στη Γαλλία. Εφαρμόζοντας μεθόδους ανάλυσης δεδομένων panel για την περίοδο 1998-2002 καταλήγουν σε συμπεράσματα σχετικά με το κατά πόσον η χρηματοοικονομική μόχλευση των εταιριών εξαρτάται από την απτότητα, το μέγεθος, την κερδοφορία και τις προοπτικές ανάπτυξής τους. Στα συμπεράσματά τους, προτείνουν ότι δεν υπάρχει κάποια πολύ σημαντική διαφοροποίηση μεταξύ των γαλλικών και των ελληνικών μικρομεσαίων επιχειρήσεων και ότι οι αποφάσεις κεφαλαιακής δομής και των δύο ομάδων ερμηνεύονται καλύτερα από την οπτική γωνία της θεωρίας ιεράρχησης. Σε μεταγενέστερη εργασία, οι ίδιοι μελετητές διερεύνησαν την επίδραση των ίδιων παραγόντων πλέον του κινδύνου στη χρηματοοικονομική μόχλευση των εταιριών χρησιμοποιώντας εταιρίες από τη Γαλλία, την Ελλάδα, την Ιταλία και την Πορτογαλία (Daskalakis & Psillaki, 2009). Όσον αφορά στην Ελλάδα, τα συμπεράσματά τους που βασίστηκαν σε ένα δείγμα 770 μικρομεσαίων επιχειρήσεων είναι και πάλι υπέρ της θεωρίας ιεράρχησης.

Οι Noulas και Genimakis (2011) διερεύνησαν τους παράγοντες που καθορίζουν την κεφαλαιακή δομή των επιχειρήσεων που είναι εισηγμένες στο χρηματιστήριο Αθηνών για την περίοδο 1998-2006. Από το σύνολο των εταιριών αφαίρεσαν τις τραπεζικές, τις χρηματοοικονομικές, τις ασφαλιστικές και τις εταιρίες ακίνητης περιουσίας. Η ανάλυσή τους συντελέστηκε μέσω εκτίμησης παλινδρομήσεων διαστρωματικών δεδομένων και μέσω μη παραμετρικών ελέγχων. Τα αποτελέσματά τους υποστηρίζουν την ισχύ της θεωρίας ιεράρχησης στις ελληνικές επιχειρήσεις. Οι ίδιοι συγγραφείς λίγα χρόνια αργότερα επανέρχονται και επιβεβαιώνουν το συμπέρασμά τους μέσω διεξαγωγής έρευνας με ερωτηματολόγια (Noulas & Genimakis, 2014). Συγκεκριμένα, οι ερευνητές εξέτασαν τις αποφάσεις που αφορούν την κεφαλαιακή δομή των

εισηγμένων στο χρηματιστήριο Αθηνών επιχειρήσεων με ένα ερωτηματολόγιο που εστάλη στους οικονομικούς διευθυντές των εταιριών μεταξύ 1^{ης} Ιανουαρίου και 31 Μαΐου του 2008. Οι αποκρίσεις των διευθυντών αναλύθηκαν με χρήση του μη παραμετρικού ελέγχου Kruskal-Wallis και την μέθοδο της Monte-Carlo προσομοίωσης.

Οι Balios et al. (2016) επιδίωξαν να εξετάσουν κατά πόσον οι επιδράσεις των συνηθισμένων προσδιοριστικών παραγόντων της κεφαλαιακής δομής μεταβλήθηκαν κατά τη διάρκεια της έντονης οικονομικής κρίσης που έπληξε την ελληνική οικονομία. Χρησιμοποιώντας panel data για 8.052 μικρομεσαίες επιχειρήσεις για το διάστημα 2009-2012, συμπέραναν ότι οι επιδράσεις αυτές δε μεταβάλλονται κατά τη διάρκεια μίας κρίσης. Τα συμπεράσματά τους είναι υπέρ της θεωρίας ιεράρχησης, υπό την έννοια ότι δείχνουν ότι οι ελληνικές επιχειρήσεις προτιμούν να χρηματοδοτούν τις επενδύσεις τους με εσωτερικά κεφάλαια παρά με εξωτερικά.

Ο Kyriazopoulos (2017) εξέτασε τη συσχέτιση μεταξύ εταιρικής διακυβέρνησης και κεφαλαιακής δομής χρησιμοποιώντας δεδομένα από τις εισηγμένες στο χρηματιστήριο Αθηνών εταιρίες για την περίοδο 2005-2014. Η ανάλυση παλινδρόμησης σε δεδομένα panel σε ένα δείγμα 203 εταιριών μη χρηματοοικονομικού τομέα κατέδειξε μία θετική σχέση μεταξύ της χρηματοοικονομικής μόχλευσης και του μεγέθους, καθώς και μία αρνητική σχέση μεταξύ αφενός της χρηματοοικονομικής μόχλευσης και αφετέρου της απτότητας, της κερδοφορίας και της ηλικίας των εταιριών. Σύμφωνα με το συγγραφέα, οι παραπάνω εκτιμήσεις προσφέρουν ενδείξεις ότι η χρηματοοικονομική μόχλευση των ελληνικών επιχειρήσεων προβλέπεται αποτελεσματικότερα από τη θεωρία ιεράρχησης.

Οι Stradomski και Schmidt (2020) ανέλυσαν τα εταιρικά χαρακτηριστικά που θεωρούνται προσδιοριστικά της κεφαλαιακής δομής σε τέσσερις ευρωπαϊκές αναπτυσσόμενες οικονομίες: την Πολωνία, την Τσεχία, την Ελλάδα και την Ουγγαρία. Κάνοντας χρήση panel δεδομένων με σταθερές επιδράσεις για την περίοδο 2009-2017 κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι οι αποφάσεις κεφαλαιακής δομής για τις ελληνικές επιχειρήσεις εξηγούνται καλύτερα από τη θεωρία ιεράρχησης σε σύγκριση με τη θεωρία αντιστάθμισης. Αξίζει να σημειωθεί ότι το δείγμα τους αποτελούνταν από 4.833 εταιρίες.

Σε αντίθεση με τις παραπάνω έρευνες, οι Archbold και Lazaridis (2010) παρουσίασαν τα αποτελέσματα δύο ερευνών επί της κεφαλαιακής δομής που έτρεξαν το καλοκαίρι

του 2007 στο Ηνωμένο Βασίλειο και την άνοιξη του 2008 στην Ελλάδα. Συγκεκριμένα, χρησιμοποίησαν το ερωτηματολόγιο των Graham και Harvey (2001) το οποίο και προσαρμοσαν για τις ανάγκες της έρευνάς τους. Το ερωτηματολόγιο μοιράστηκε στην Ελλάδα σε 100 οικονομικούς διευθυντές εισηγμένων στο χρηματιστήριο Αθηνών εταιριών εκ των οποίων αποκρίθηκαν οι 24. Η ανάλυση των αποκρίσεων κατέδειξε ότι για τις ελληνικές επιχειρήσεις υπάρχουν ισχυρές ενδείξεις που υποστηρίζουν την ανωτερότητα της θεωρίας της αντιστάθμισης έναντι της θεωρίας ιεράρχησης.

Παρομοίως, οι Dasilas και Papasiriopoulos (2015) διερεύνησαν τη σχέση μεταξύ εταιρικής διακυβέρνησης, πιστοληπτικής διαβάθμισης και κεφαλαιακής δομής σε μικρομεσαίες επιχειρήσεις και σε μεγάλες επιχειρήσεις που είναι εισηγμένες στο ελληνικό χρηματιστήριο για το διάστημα 2005-2010. Το δείγμα τους αποτελείται από ένα σύνολο 231 εταιριών, εκ των οποίων οι 130 χαρακτηρίζονται ως μικρομεσαίες, ενώ οι υπόλοιπες 101 ως μεγάλες. Οι εκτιμώμενες παλινδρομήσεις με χρήση δεδομένων panel καταδεικνύουν ότι στο δείγμα, η κερδοφορία η απτότητα και οι προοπτικές ανάπτυξης είναι καίριοι προσδιοριστικοί παράγοντες της χρηματοοικονομικής μόχλευσης. Μάλιστα, οι επιδράσεις αυτών των παραγόντων είναι σύμφωνες κατά κύριο λόγο με τις προβλέψεις της θεωρίας αντιστάθμισης και όχι της θεωρίας ιεράρχησης.

2.6 Κεφαλαιακή Δομή, Οικονομική Κρίση και Αντιμετώπισή της

2.6.1 Εισαγωγικά Στοιχεία

Για την περίοδο πριν την παγκόσμια χρηματοοικονομική κρίση του 2007 υπάρχει, όπως φάνηκε και από την παραπάνω ενδεικτική παράθεση μελετών, μια ευρεία βιβλιογραφία σχετικά με το ποια από τις δύο αντίπαλες θεωρίες κεφαλαιακής δομής, η θεωρία αντιστάθμισης και η θεωρία ιεράρχησης των πηγών χρηματοδότησης, μπορεί να εξηγήσει καλύτερα τις αποφάσεις της κεφαλαιακής δομής των εταιριών. Ένα περιβάλλον κρίσης, ωστόσο, μεταβάλλει τις συνθήκες υπό τις οποίες λειτουργούν οι εταιρείες και αναμένεται ότι μεταβάλλει και τον τρόπο με τον οποίο οι εταιρείες λαμβάνουν τις αποφάσεις που σχετίζονται με τον τρόπο χρηματοδότησής τους. Και ενώ υπάρχουν μελέτες που αναζητούν κατά πόσον μεταβάλλονται οι προσδιοριστικοί παράγοντες της κεφαλαιακής δομής κατά τη διάρκεια μίας κρίσης (D'Amato, 2019;

Yazdanfar et al., 2019; Migliori et al., 2018; Adair & Adaskou, 2017; Tripath & Asija, 2017; Proença et al., 2014), ο συγγραφέας της παρούσας δεν βρήκε καμία που να κάνει διάκριση μεταξύ της επίδρασης μίας οικονομικής κρίσης και της αντίστοιχης των μέτρων που λαμβάνονται προς αντιμετώπισή της. Στο πλαίσιο της παρούσας ενότητας υλοποιείται μία προσπάθεια προσδιορισμού της έννοιας της κρίσης που έπληξε την Ελλάδα και την Ευρωζώνη (χρηματοοικονομική και χρέους), των αναμενόμενων αποτελεσμάτων τους βάσει των δύο θεωριών κεφαλαιακής δομής που εξετάζονται, καθώς των αντίστοιχων αποτελεσμάτων της προσπάθειας ανάσχεσής τους με την υποστήριξη του Ευρωπαϊκού Μηχανισμού Σταθερότητας.

2.6.2 Χρηματοοικονομική Κρίση, Κρίση Χρέους και Ευρωπαϊκός Μηχανισμός Σταθερότητας

Όταν το χρηματοπιστωτικό σύστημα λειτουργεί αποδοτικά, επιτυγχάνει να επιλύει τα προβλήματα ασύμμετρης πληροφόρησης, τα οποία συχνά αποκαλούνται στη βιβλιογραφία ως χρηματοοικονομική τριβή (financial friction), με αποτέλεσμα την αποτελεσματική διοχέτευση των κεφαλαίων από τις πλεονασματικές προς τις ελλειμματικές μονάδες και την αποδοτικότερη δυνατή χρησιμοποίησή τους. Ωστόσο, σε περιόδους κατά τις οποίες η χρηματοοικονομική τριβή εντείνεται, το χρηματοπιστωτικό σύστημα χάνει αυτή την ικανότητα, με αποτέλεσμα να μειώνεται η οικονομική δραστηριότητα. Μία χρηματοοικονομική κρίση, λοιπόν, συμβαίνει όταν η ροή των πληροφοριών στις χρηματοοικονομικές αγορές διαταράσσεται έντονα με αποτέλεσμα την απότομη αύξηση της χρηματοοικονομικής τριβής και τη διακοπή λειτουργίας των αγορών (Mishkin, 2015). Συγκεκριμένα, ο Mishkin (2015) ορίζει ότι *«μία χρηματοπιστωτική κρίση λαμβάνει χώρα όταν μία διαταραχή του χρηματοπιστωτικού συστήματος προκαλεί αύξηση της ασύμμετρης πληροφόρησης (...) καθιστώντας έτσι τις χρηματοοικονομικές αγορές ανίκανες να διοχετεύσουν κεφάλαια σε νοικοκυριά και επιχειρήσεις με παραγωγικές επενδυτικές ευκαιρίες και προκαλώντας απότομη συρρίκνωση της οικονομικής δραστηριότητας»*. Μία χρηματοοικονομική κρίση μπορεί να χαρακτηρίζεται από κατάρρευση αξιών, από τραπεζικό πανικό ή και από τα δύο και σε οποιαδήποτε σειρά (Kindleberger, 1996).

Αναγνωρίζονται τρία στάδια εξέλιξης μίας χρηματοπιστωτικής κρίσης (Mishkin, 2015). [1] *Αρχή της Χρηματοπιστωτικής Κρίσης*. Η χρηματοπιστωτική κρίση προκύπτει

ως επακόλουθο μίας εκτεταμένης πιστωτικής άνθησης ή/και εκτεταμένης αύξησης των τιμών των περιουσιακών στοιχείων ή/και μίας γενικής αύξησης της αβεβαιότητας εξαιτίας πτωχεύσεων πιστωτικών ιδρυμάτων. Τα γεγονότα αυτά προκαλούν αύξηση των προβλημάτων της ασύμμετρης πληροφόρησης, με αποτέλεσμα την απομόχλευση του χρηματοπιστωτικού ιδρύματος και τη μείωση της οικονομικής δραστηριότητας. [2] *Τραπεζική Κρίση*: Η απομόχλευση των χρηματοπιστωτικών τραπεζών και η μείωση της οικονομικής δραστηριότητας επιδεινώνει ακόμα περισσότερο τις συνθήκες του χρηματοπιστωτικού συστήματος αυξάνοντας τον κίνδυνο μαζικής πτώχευσης των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων και οξύνοντας την ύφεση της πραγματικής οικονομίας. Τα προβλήματα της ασύμμετρης πληροφόρησης αυξάνονται ραγδαία λόγω της αδυναμίας του τραπεζικού συστήματος να αντλήσει τις απαραίτητες πληροφορίες για την πιστοληπτική αξιολόγηση των δανειοληπτών. Πολλές φορές αυτό το στάδιο χαρακτηρίζεται από τραπεζικό πανικό, δηλαδή από μία κατάσταση που οι καταθέτες πανικοβάλλονται και προσπαθούν ή προχωρούν σε εκταμιεύσεις των ποσών τους μειώνοντας ακόμα περισσότερο την φερεγγυότητα του συστήματος. [3] *Αποπληθωρισμός του Χρέους*: Η υψηλή ύφεση της οικονομίας οδηγεί σε σημαντική πτώση των τιμών των περιουσιακών στοιχείων, με αποτέλεσμα να αυξάνονται οι πραγματικές υποχρεώσεις των δανειοληπτών. Στο στάδιο αυτό, το οποίο δεν είναι απαραίτητο να συμβεί, τα προβλήματα της ασύμμετρης πληροφόρησης κορυφώνονται, με αποτέλεσμα την αδυναμία επανεκκίνησης της επενδυτικής δαπάνης και της πραγματικής οικονομίας για μεγάλο χρονικό διάστημα (Mishkin, 2015).

Από την άλλη μεριά, η έννοια της κρίσης χρέους είναι πολύ προγενέστερη της χρηματοοικονομικής κρίσης. Μία κρίση χρέους μπορεί να οριστεί ως μία κατάσταση κατά την οποία μία κυβέρνηση ενός κράτους αδυνατεί να αποπληρώσει το κεφάλαιο ή τους τόκους ενός δανείου της κατά την προσυμφωνημένη ημερομηνία (Singala & Kumar, 2012). Εναλλακτικά, μία δημοσιονομική κρίση συμβαίνει όταν τα δυνητικά μελλοντικά έσοδα μίας χώρας είναι ανεπαρκή για να καλύψουν τις απαιτούμενες μελλοντικές υποχρεώσεις (Inman, 1995). Ο Mishkin (2015) περιγράφει τη δυναμική με την οποία αναπτύσσεται μία κρίση χρέους ως εξής: Τα υψηλά δημοσιονομικά ελλείμματα (ως υψηλά δημοσιονομικά ελλείμματα ο συγγραφέας θεωρεί εκείνα που ξεπερνούν το 10% ως ποσοστό του Ακαθάριστου Εγχώριου Προϊόντος), τα οποία δημιουργούνται από καταστάσεις κατά τις οποίες τα έσοδα του κράτους υπολείπονται σημαντικά των δαπανών του σωρεύονται στο χρέος, το οποίο και αυξάνεται ως λόγος

προς το Ακαθάριστο Εγχώριο Προϊόν. Η αύξηση αυτού του λόγου αυξάνει την πιθανότητα αθέτησης αποπληρωμής των ομολόγων του, δηλαδή αυξάνει τον κίνδυνο πτώχευσης του κράτους. Έτσι, οι επενδυτές απαιτούν υψηλότερες αποδόσεις από το κράτος, με αποτέλεσμα την αύξηση των απαιτούμενων δαπανών για την αποπληρωμή των τόκων και, ακολούθως, την ακόμα μεγαλύτερη αύξηση του δημοσιονομικού ελλείμματος. Εάν η παραπάνω διαδικασία με κάποιον τρόπο δε διακοπεί, η χώρα φτάνει σε ένα σημείο στο οποίο δε θα μπορεί πλέον να εξυπηρετήσει το χρέος της με καταστροφικές συνέπειες για την οικονομία της.

Σε μία τέτοια περίπτωση, η γενική προσδοκία είναι ότι τα αυξανόμενα δημοσιονομικά ελλείμματα και τα κρατικά χρέη αναγκάζουν τις κυβερνήσεις να προβούν σε αύξηση της φορολόγησης ή/και μείωση των κρατικών δαπανών, δηλαδή να προβούν σε άσκηση περιοριστικής δημοσιονομικής πολιτικής. Αυτή η κατάσταση επιδεινώνει σημαντικά τις προσδοκίες των οικονομούντων ατόμων και οδηγεί σε μείωση της συνολικής ζήτησης, με αποτέλεσμα τη μείωση του διαθέσιμου εισοδήματος και του συνολικού προϊόντος. Το αποτέλεσμα όλων αυτών είναι ότι μετά από ένα διάστημα ύφεσης, η οικονομία θα επαναπροσδιορίσει την μακροπρόθεσμη ισορροπία της πιθανώς σε χαμηλότερο επίπεδο τιμών (Mishkin, 2015). Ωστόσο, επειδή αυτά τα δύο μέτρα είναι ιδιαίτερος επώδυνα για την οικονομία και επιδεινώνουν σημαντικά την οικονομική δραστηριότητα, οι κυβερνήσεις μπορεί να στραφούν προς γενικότερες μεταρρυθμίσεις (Randma-Liiv & Kickert, 2017). Οι διοικητικές αυτές μεταρρυθμίσεις μπορούν να θεωρηθούν ως μέρος της λεγόμενης εξοικονόμησης της αποτελεσματικότητας που θα επέτρεπε στις κυβερνήσεις να *«κάνουν περισσότερα με λιγότερα»* (Pollitt, 2010) και να εξισορροπήσουν τα έσοδα και τις δαπάνες μέσω διοικητικών αλλαγών και όχι φορολογικών μέτρων.

Συνεπώς, η χρηματοοικονομική κρίση και η κρίση χρέους μπορούν να έχουν δυνητικά και οι δύο καταστροφικές συνέπειες για μία οικονομία. Ωστόσο, η πρώτη οφείλεται σε διαταραχή του χρηματοπιστωτικού συστήματος λόγω όξυνσης των προβλημάτων της ασύμμετρης πληροφόρησης, ενώ η δεύτερη στο γεγονός ότι η δημοσιονομική πολιτική που ακολουθείται έχει ως αποτέλεσμα τη συνεχή σώρευση των ελλειμμάτων στο χρέος της χώρας ως το σημείο στο οποίο αυτή δεν μπορεί να το εξυπηρετήσει. Οι διαφορετικές αιτίες των δύο κρίσεων μεταφράζονται, επίσης, και σε διαφορετικές μεθόδους αντιμετώπισης.

Τέλος, στην Ευρωπαϊκή Ένωση, η παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση μετατράπηκε σε κρίση χρέους που απειλούσε τη σταθερότητα της Ευρωζώνης. Για την αντιμετώπιση αυτών των συνεπειών, τέσσερις οικονομίες (Κύπρος, Ιρλανδία, Ελλάδα και Πορτογαλία) χρηματοδοτήθηκαν από προγράμματα που αναπτύχθηκαν, υποστηρίχθηκαν και παρακολουθούνταν από το Ευρωπαϊκό Ταμείο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας (ΕΤΧΣ / ΕFSF) και τον Ευρωπαϊκό Μηχανισμό Σταθερότητας (ΕΜΣ / ESM). Και στις τέσσερις περιπτώσεις, η οικονομική υποστήριξη συνοδεύτηκε από αυστηρά μέτρα λιτότητας και διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις (Singala & Kumar, 2012). Ο στόχος των δανείων του ΕΜΣ είναι «να βοηθήσει τα μέλη του ΕΜΣ σε σημαντική ανάγκη χρηματοδότησης και που έχουν χάσει την πρόσβαση στην αγορά, είτε επειδή δεν μπορούν να βρουν δανειστές είτε επειδή το κόστος χρηματοδότησης θα επηρέαζε αρνητικά τη βιωσιμότητα των δημόσιων οικονομικών».² Ως αποτέλεσμα, μια χώρα που συμμετέχει σε ένα πρόγραμμα χρηματοοικονομικής βοήθειας του ΕΜΣ είναι μια χώρα που αντιμετωπίζει σημαντικά εμπόδια στην άντληση κεφαλαίων από τις αγορές. Μπαίνοντας σε ένα πρόγραμμα του ΕΜΣ, οι οικονομικές ανάγκες της χώρας ανοσοποιούνται για μακροπρόθεσμη περίοδο σε βάρος αυστηρών μέτρων λιτότητας και διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων. Συνεπώς, στόχος των προγραμμάτων του ΕΜΣ είναι κατά κύριο λόγο η αντιμετώπιση των επιπτώσεων της κρίσης χρέους και όχι της χρηματοοικονομικής κρίσης.

2.6.2 Η Χρηματοοικονομική Μόχλευση σε περιόδους Χρηματοοικονομικής Κρίσης και Κρίσης Χρέους βάσει των Θεωριών της Αντιστάθμισης και της Ιεράρχησης των Πηγών Χρηματοδότησης

Μια χρηματοοικονομική κρίση έχει ως αποτέλεσμα την αύξηση της αβεβαιότητας (Demirguc-Kunt et al, 2015) και τον σχηματισμό αρνητικών προοπτικών για τις περισσότερες εταιρείες (Campello et al, 2010) που επιδεινώνουν σημαντικά την προσφορά κεφαλαίων, καθώς οι δανειστές είναι απρόθυμοι να δεσμεύσουν το πλεόνασμα κεφαλαίου τους σε μακροπρόθεσμες επενδύσεις. Επιπλέον, το κόστος της ασύμμετρης πληροφόρησης αυξάνεται, με αποτέλεσμα σημαντικές μειώσεις τόσο στις τιμές των ομολόγων όσο και των μετοχών, καθιστώντας απαγορευτική την άντληση

² Επίσημη Ιστοσελίδα του Ευρωπαϊκού Μηχανισμού Σταθερότητας: https://www.esm.europa.eu/assistance/lending-toolkit#lending_toolkit

κεφαλαίου μέσω αύξησης μετοχών ή ομολογιακού δανεισμού (Doukas et al, 2011). Οι παραπάνω συνέπειες της χρηματοπιστωτικής κρίσης οδηγούν τις τράπεζες και τους ιδιωτικούς δανειστές να ζητήσουν περισσότερες εξασφαλίσεις ή/και υψηλότερα επιτόκια (Van Hoang et al, 2018). Ως αποτέλεσμα, μια χρηματοοικονομική κρίση μπορεί να ερμηνευθεί ως αύξηση του κόστους χρηματοοικονομικής δυσπραγίας. Σύμφωνα με τη θεωρία της ανταλλαγής, η αύξηση αυτού του κόστους θα πρέπει να οδηγήσει σε χαμηλότερη βέλτιστη κεφαλαιακή διάρθρωση, πράγμα που σημαίνει ότι οι επιχειρήσεις θα πρέπει να μειώσουν το επίπεδο του χρέους κατά τη διάρκεια μιας χρηματοοικονομικής κρίσης. Από την άλλη πλευρά, σύμφωνα με τη θεωρία ιεράρχησης, η σειρά προτίμησης των πηγών κεφαλαίου δεν μεταβάλλεται, αλλά λόγω των περιορισμών των εσωτερικών κεφαλαίων που προκύπτουν από τη μείωση των κερδών, οι εταιρείες αυξάνουν την εξάρτησή τους από τα εξωτερικά κεφάλαια. Δεδομένου ότι το κόστος των εξωτερικών κεφαλαίων, δηλαδή το κόστος του νέου μετοχικού κεφαλαίου και των νέων δανειακών κεφαλαίων, επηρεάζεται συμμετρικά από μία χρηματοοικονομική κρίση (Cetorelli & Goldberg, 2011), οι εταιρείες αναμένεται να προτιμούν και πάλι το χρέος έναντι των ιδίων κεφαλαίων, γεγονός που οδηγεί σε αύξηση του επιπέδου της χρηματοοικονομικής μόχλευσης (Cetorelli & Goldberg, 2011; Hassan & Samour, 2015).

Είναι σημαντικό να σημειωθεί ότι μια κρίση χρέους μπορεί να συνοδεύεται / προηγείται / ακολουθείται από μια οικονομική κρίση ή όχι. Όπως αναφέρθηκε και παραπάνω, μια κρίση χρέους συμβαίνει όταν μια οικονομία αντιμετωπίζει υψηλά δημοσιονομικά ελλείμματα ή/και υψηλούς δείκτες δημόσιου χρέους που αναγκάζουν την κυβέρνησή της να λάβει μέτρα δημοσιονομικής πολιτικής, όπως αυξήσεις φόρων ή/και περικοπές δαπανών. Σύμφωνα με τη θεωρία της αντιστάθμισης, η αύξηση των φορολογικών συντελεστών των εταιρειών θα πρέπει να οδηγήσει σε μια βέλτιστη κεφαλαιακή δομή με υψηλότερη χρηματοοικονομική μόχλευση, πράγμα που σημαίνει ότι οι επιχειρήσεις αναμένεται να αυξήσουν το επίπεδο του χρέους κατά τη διάρκεια μιας δημοσιονομικής κρίσης, λόγω της αύξησης της φορολογικής εξοικονόμησης που αυτό δημιουργεί (Modigliani & Miller, 1963). Ομοίως, αλλά όχι για τους ίδιους λόγους, σύμφωνα με τη θεωρία ιεράρχησης των πηγών χρηματοδότησης, οι εταιρείες αναμένεται να αυξήσουν τα επίπεδα χρέους τους στη δομή του κεφαλαίου τους, καθώς οι ταμειακές ροές μετά τους φόρους είναι μειωμένες και οι εταιρείες συνεχίζουν να προτιμούν το χρέος από τις αυξήσεις ιδίων κεφαλαίων.

Συνολικά, οι δύο θεωρίες δε συμφωνούν ως προς τις επιπτώσεις μιας χρηματοπιστωτικής κρίσης στην κεφαλαιακή δομή των εταιριών. Η θεωρία αντιστάθμισης προβλέπει μείωση του χρέους, ενώ η θεωρία ιεράρχησης μία αύξηση του χρέους. Από την άλλη πλευρά, οι δύο θεωρίες συμφωνούν ότι μια κρίση χρέους θα πρέπει να οδηγήσει σε αύξηση της χρηματοοικονομικής μόχλευσης των εταιριών. Ως αποτέλεσμα, σε περίπτωση που προκύψουν και οι δύο κρίσεις, η θεωρία αντιστάθμισης προβλέπει ότι η τελική επίδραση στην κεφαλαιακή διάρθρωση των εταιριών εξαρτάται από το εάν η επίδραση της αύξησης του φόρου ή της αύξησης του κόστους χρηματοοικονομικής δυσπραγίας είναι μεγαλύτερη, ενώ η θεωρία ιεράρχησης προβλέπει μια αύξηση των επιπέδων χρέους.

Όπως αναφέρθηκε παραπάνω, στο πλαίσιο της Ευρωπαϊκής Ένωσης η παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση εξελίχθηκε σε κρίση χρέους, με αποτέλεσμα τη σύσταση του Ευρωπαϊκού Μηχανισμού Σταθερότητας, του οποίου στόχο αποτέλεσε η υποστήριξη των οικονομιών που αντιμετώπιζαν δυσκολίες στη χρηματοδότησή τους. Οι χώρες που εισέρχονται σε πρόγραμμα χρηματοοικονομικής βοήθειας του ΕΜΣ είναι χώρες που αντιμετωπίζουν σημαντικά εμπόδια στην άντληση κεφαλαίων από τις αγορές. Μπαίνοντας σε ένα πρόγραμμα ESM, επιτυγχάνεται ανοσοποίηση των οικονομικών τους αναγκών σε μακροπρόθεσμη βάση υπό την προϋπόθεση αυστηρών μέτρων λιτότητας και διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων. Ως αποτέλεσμα, τα μέλη της Ευρωπαϊκής Ένωσης που αποδέχονται ένα πρόγραμμα χρηματοοικονομικής βοήθειας του ΕΜΣ αντιμετωπίζουν δύο άμεσες αλλαγές στις οικονομικές τους συνθήκες. Το πρώτο είναι η μείωση της αβεβαιότητας. Συγκεκριμένα, μειώνεται ο κίνδυνος της χώρας, καθώς ο ΕΜΣ διασφαλίζει τις οικονομικές ανάγκες της. Η δεύτερη είναι η αύξηση της φορολογικής επιβάρυνσης στο πλαίσιο μιας αυστηρότερης δημοσιονομικής πολιτικής. Συνεπώς, η είσοδος μίας οικονομίας σε πρόγραμμα του ΕΜΣ αναμενόταν να βελτιώσει τις συνθήκες δανεισμού των επιχειρήσεων, αλλά να αυξήσει το φορολογικό τους βάρος.

2.6.3 Μελέτες για τη Χρηματοοικονομική Μόχλευση σε περιόδους Κρίσης

Η διερεύνηση του τρόπου με τον οποίο μία οικονομική κρίση επηρεάζει τη χρηματοοικονομική μόχλευση των επιχειρήσεων αποτελεί αντικείμενο αρκετών προγενέστερων ερευνών. Ως το 2007 οι περισσότερες έρευνες εστίαζαν στην κρίση που αντιμετώπισαν οι χώρες της Νοτιοανατολικής Ασίας (Suto, 2003; Ngah-Kiing Lim et al., 2009; Piau & Jais, 2014). Ωστόσο, από το 2007 και μετά, με το ξέσπασμα της παγκόσμιας χρηματοπιστωτικής κρίσης, οι περισσότερες έρευνες επικεντρώνονται στις επιπτώσεις της στη χρηματοοικονομική μόχλευση των εταιριών. Παρακάτω εμφανίζονται κάποιες από αυτές τις μελέτες που αναφέρονται στην πλέον πρόσφατη χρηματοπιστωτική κρίση, δηλαδή την παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση του 2007.

Βασισμένοι σε δεδομένα panel για ένα σύνολο 14.500 ιταλικών μικρομεσαίων επιχειρήσεων κατά την περίοδο 2006-2016, ο D'Amato (2019) διερεύνησε τον τρόπο με τον οποίο η παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση του 2008 επηρέασε τις αποφάσεις κεφαλαιακής δομής των μικρομεσαίων επιχειρήσεων και τους προσδιοριστικούς παράγοντες αυτής. Τα αποτελέσματά του δείχνουν ότι οι κραδασμοί στην προσφορά πιστώσεων επηρέασαν αρνητικά τη μόχλευση των ιταλικών μικρομεσαίων επιχειρήσεων. Κατά τη διάρκεια της κρίσης και μετά από αυτήν, οι ιταλικές μικρομεσαίες επιχειρήσεις μείωσαν σημαντικά τη μόχλευση τους, ιδίως αυτή που προέρχεται από βραχυπρόθεσμο δανεισμό, σε σχέση με την περίοδο πριν από την κρίση. Παρουσιάζουν επίσης ενδείξεις ότι η εμπορική πίστωση δεν αντισταθμίζει τη μείωση της τραπεζικής πίστωσης. Τέλος, καταδεικνύουν ότι οι πιο ριψοκίνδυνες και οι πιο κερδοφόρες εταιρείες μείωσαν τη μόχλευση τους περισσότερο κατά τη διάρκεια της κρίσης σε σύγκριση με την περίοδο πριν από την κρίση. Σε αντίστοιχα συμπεράσματα, όσον αφορά στη μείωση της χρηματοοικονομικής μόχλευσης για τις πορτογαλικές και τις σουηδικές, όμως, επιχειρήσεις κατέληξαν και οι Proença et al. (2014) και οι Yazdanafar et al. (2019) αντίστοιχως.

Οι Ramalho et al. (2018) διερεύνησαν, μεταξύ άλλων, την επίδραση της παγκόσμιας χρηματοπιστωτικής κρίσης στην κεφαλαιακή δομή των οικογενειακών επιχειρήσεων. Προς το σκοπό αυτό χρησιμοποίησαν δεδομένα από 9.220 επιχειρήσεις κατά τη διάρκεια της περιόδου 2006-2012, τα οποία διερεύνησαν με τη χρήση ελέγχων t για ανεξάρτητα δείγματα, αφού κατέταξαν τις επιχειρήσεις σε τρεις ομάδες (μικρές – μεσαίες – μεγάλες). Τα αποτελέσματά τους καταδεικνύουν ένα σημαντικό αντίκτυπο

της κρίσης στη μόχλευση των εταιριών. Ο αντίκτυπος αυτός, ωστόσο, διαφοροποιείται μεταξύ των ομάδων. Συγκεκριμένα, το επίπεδο του χρέους που κατέχουν οι οικογενειακές μικρές και μεσαίες επιχειρήσεις μειώθηκε μετά την κρίση σε σύγκριση με την περίοδο πριν, ενώ, αντιθέτως, αυξήθηκε για τις μεσαίες και μεγάλες επιχειρήσεις.

Οι Demirguc-Kunt et al (2015) χρησιμοποιώντας δεδομένα για 277.000 επιχειρήσεις σε 79 χώρες κατά την περίοδο 2004–11 εξετάζουν την εξέλιξη της κεφαλαιακής δομής των επιχειρήσεων κατά τη διάρκεια της παγκόσμιας χρηματοπιστωτικής κρίσης για τη διετία 2010–11. Διαπιστώνουν ότι η χρηματοοικονομική μόχλευση και η ωρίμανση του χρέους μειώθηκαν στις προηγμένες οικονομίες και στις αναπτυσσόμενες χώρες, ακόμη και σε χώρες που δεν αντιμετώπισαν κρίση. Αυτές οι δύο συνέπειες ήταν ιδιαίτερα έντονες για το σύνολο των εταιριών, συμπεριλαμβανομένων των μικρομεσαίων επιχειρήσεων. Αντιθέτως, ήταν ασθενέστερες για τις εισηγμένες σε χρηματιστήριο εταιρίες, οι οποίες είναι συνήθως πολύ μεγαλύτερες και πιθανώς επωφελούνται από την ευκολότερη πρόσβαση που απολαμβάνουν στη χρηματοδότηση. Έτσι, καταδεικνύουν και αυτοί ότι το μέγεθος της επιχείρησης έχει άμεση σχέση με τον τρόπο που επιδρά η κρίση στην κεφαλαιακή δομή, όπως έκαναν και οι Ramalho et al. (2018).

Οι Iqbal και Kume (2014) εξέτασαν τον αντίκτυπο της παγκόσμιας χρηματοπιστωτικής κρίσης στην κεφαλαιακή διάρθρωση βρετανικών, γαλλικών και γερμανικών εταιριών. Τα αποτελέσματα δείχνουν ότι οι συνολικοί δείκτες μόχλευσης αυξάνονται κατά τα έτη πριν από την κρίση (2006 και 2007) ως τα έτη της κρίσης (2008 και 2009) και στη συνέχεια μειώνονται (2010 και 2011). Τόσο τα ίδια κεφάλαια όσο και τα επίπεδα χρέους αλλάζουν κατά τη διάρκεια της κρίσης και των ετών μετά την κρίση. Περαιτέρω εντοπίζουν ότι εταιρείες που κατά την περίοδο πριν την κρίση είχαν χαμηλότερους του μέσου κλαδικού όρου δείκτες χρηματοοικονομικής μόχλευσης σταδιακά αυξάνουν το επίπεδο χρέους τους τόσο κατά την περίοδο κρίσης όσο και μετά την κρίση. Αντιθέτως, οι επιχειρήσεις με υψηλότερους δείκτες σταδιακά τους μειώνουν.

Οι Mostarac και Petrovic (2013) εστίασαν στην εξέταση της χρηματοοικονομικής μόχλευσης των κροατικών επιχειρήσεων πριν και μετά την κρίση. Συγκεκριμένα, εξέτασαν περίπου 10.000 κροατικές επιχειρήσεις κατά τα έτη 2007 (πριν την κρίση) και 2010 (μετά την κρίση). Τα αποτελέσματά τους συνηγορούν υπέρ της αύξησης της χρηματοοικονομικής μόχλευσης των εταιριών, εφόσον από ένα επίπεδο 34,5% το 2007

αυξήθηκε σε 35,6% το 2010. Η αύξηση αυτή οφείλεται κατά κύριο λόγο στην αύξηση του βραχυπρόθεσμου χρέους, το οποίο αυξήθηκε κατά 72,9% κατά την εξεταζόμενη περίοδο.

2.6.4 Μελέτες για τις Θεωρίες Κεφαλαιακής Δομής σε περιόδους Κρίσης

Το ξέσπασμα της παγκόσμιας χρηματοπιστωτικής κρίσης έδωσε μία νέα ώθηση στη διερεύνηση των θεωριών κεφαλαιακής δομής, εφόσον εκτός όλων των άλλων οι μελετητές πλέον έχουν τη δυνατότητα να διερευνήσουν τον τρόπο που οι οικονομικές κρίσεις επιδρούν σε αυτή. Έτσι, μετά το 2007, παρουσιάστηκαν πολλές μελέτες με αυτό το αντικείμενο. Παρακάτω παρουσιάζονται κάποιες από αυτές. Οι περισσότερες από αυτές συγκλίνουν υπέρ της μη μεταβολής της ερμηνευτικής ισχύος της κρατούσας θεωρίας.

Οι Migliori et al. (2018) διερεύνησαν την κεφαλαιακή δομή των οικογενειακών επιχειρήσεων κατά τη διάρκεια της παγκόσμιας χρηματοπιστωτικής κρίσης. Συγκεκριμένα, επιδίωξαν να προσδιορίσουν κατά πόσον και με ποιον τρόπο οι προσδιοριστικοί παράγοντες της κεφαλαιακής δομής έχουν διαφορετική επίδραση στη χρηματοοικονομική μόχλευση των εταιριών πριν και κατά τη διάρκεια της κρίσης. Λαμβάνοντας υπόψη τις θεωρίες ιεράρχησης, αντιστάθμισης και αντιπροσώπευσης, ανέλυσαν δεδομένα από 1.502 ιταλικές μεσαίες οικογενειακές επιχειρήσεις συγκρίνοντας τα αποτελέσματα μεταξύ των περιόδων πριν (2005-2007) και κατά τη διάρκεια της κρίσης (2008-2010). Τα αποτελέσματά τους δεν κατέδειξαν σημαντικές διαφορές στις δύο υποπεριόδους, εφόσον η κυκλοφοριακή ρευστότητα η ηλικία, το μέγεθος και η απτότητα διατήρησαν τα πρόσημά τους. Η μοναδική μεταβολή που εντόπισαν αναφέρεται στον τρόπο που επιδρούν τα κόστη αντιπροσώπευσης, η επίδραση των οποίων από θετική έγινε αρνητική κατά τη διάρκεια της κρίσης. Σε γενικές γραμμές, υποστηρίζουν ότι καμία από τις δύο θεωρίες δεν είναι σε θέση να ερμηνεύσει πλήρως τις αποφάσεις κεφαλαιακής δομής των μεσαίων οικογενειακών επιχειρήσεων ανεξαρτήτως της ύπαρξης οικονομικής κρίσης ή όχι.

Οι Adair και Adaskou (2017) εξέτασαν τις δύο κύριες θεωρίες της κεφαλαιακής διάρθρωσης σε ένα ισορροπημένο σύνολο δεδομένων 2.370 γαλλικών ΜΜΕ κατά τη διάρκεια εννέα ετών από το 2003 ως το 2010, το οποίο διέκριναν σε δύο περιόδους:

την περίοδο 2003-2007 και την περίοδο 2008-2010. Σύμφωνα με τις εκτιμήσεις ενός δυναμικού μοντέλου πάνελ που εκτιμήθηκε με τη Γενικευμένη Μέθοδο Στιγμών, η κερδοφορία, οι εγγυήσεις βάσει των οποίων χορηγείται η πίστωση και η εμπορική πίστωση επιβεβαιώνουν τη θεωρία της αντιστάθμισης. Αντιθέτως, οι σχέσεις μεταξύ αφενός της τρέχουσας χρηματοοικονομικής μόχλευσης και αφετέρου των υστερήσεών της, των ευκαιριών ανάπτυξης, του πιστωτικού κινδύνου και του ελέγχου της ιδιοκτησίας υποστηρίζουν τη θεωρία του ιεράρχησης. Αν και η θεωρία ιεράρχησης δείχνει να υπερτερεί έναντι της θεωρίας αντιστάθμισης, οι συγγραφείς καταλήγουν ότι καμία από τις θεωρίες μόνη της δεν μπορεί να ερμηνεύσει πλήρως την κεφαλαιακή δομή των εταιριών ούτε κατά τη διάρκεια των κρίσεων.

Οι Tripath και Asija (2017) διερευνούν τον αντίκτυπο της χρηματοπιστωτικής κρίσης του 2007 στην κεφαλαιακή διάρθρωση 88 μη χρηματοοικονομικών εταιριών που είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο της Ινδίας κατά την περίοδο μεταξύ Ιανουαρίου 2003 έως Μαΐου 2014 χρησιμοποιώντας panel δεδομένα και το υποδείγματα σταθερών και τυχαίων επιδράσεων. Προς το σκοπό αυτό, έχουν χωρίσει την περίοδο δεδομένων σε δύο διακριτά χρονικά διαστήματα: 2003 -2007 (περίοδος πριν από την κρίση) και 2008 - 2014 (περίοδος μετά την κρίση). Η ανάλυσή τους δείχνει ότι η απτότητα και το μέγεθος έχουν μεγαλύτερη επιρροή στις αποφάσεις κεφαλαιακής διάρθρωσης πριν από την περίοδο κρίσης, ενώ η επίδραση της κερδοφορίας είναι αρνητική. Στα συμπεράσμα τους καταλήγουν ότι η θεωρία της ιεράρχησης έχει περισσότερη επεξηγηματική ισχύ σε σύγκριση με άλλες θεωρίες ανεξαρτήτως της οικονομικής περιόδου.

Οι Mouton και Smith (2016) εξέτασαν τους προσδιοριστικούς παράγοντες της κεφαλαιακής δομής των εταιριών, καθώς εάν η χρηματοπιστωτική κρίση του 2008 άσκησε σημαντική επιρροή τόσο στην κεφαλαιακή δομή όσο και στους παράγοντες αυτούς χρησιμοποιώντας ένα δείγμα κορυφαίων 40 εταιριών του χρηματιστηρίου του Γιοχάνεσμπουργκ στη Νότια Αφρική. Εφαρμόζοντας ένα μοντέλο παλινδρόμησης δεδομένων panel, διαπίστωσαν ότι η χρηματοπιστωτική κρίση του 2008 δεν άσκησε σημαντική επίδραση στην κεφαλαιακή δομή των εταιριών του δείγματος. Οι σημαντικότεροι καθοριστικοί παράγοντες της πριν από την κρίση ήταν ο κίνδυνος, η απτότητα και η κερδοφορία. Ο κίνδυνος και η απτότητα αύξησαν την επίδρασή τους μετά την κρίση, αλλά η κερδοφορία έγινε ασήμαντη. Ωστόσο, δεν υπήρξαν κάποιες μεταβολές στο πρόσημο της επίδρασης ώστε να εντοπίζεται κάποια μεταβολή στην κυρίαρχη θεωρία κεφαλαιακής δομής.

Ο στόχος των Balios et al. (2016) ήταν να διερευνήσουν εάν και με ποιον τρόπο οι βασικοί προσδιοριστικοί παράγοντες της κεφαλαιακής δομής των μικρομεσαίων επιχειρήσεων επηρέασαν την κεφαλαιακή διάρθρωση των εταιριών με διαφορετικούς τρόπους κατά τη διάρκεια των ετών της παγκόσμιας χρηματοπιστωτικής κρίσης. Προς το σκοπό αυτό χρησιμοποίησαν δεδομένα panel 8.052 μικρομεσαίων επιχειρήσεων που δραστηριοποιούνταν στην Ελλάδα κατά την περίοδο 2009-2012. Τα αποτελέσματά τους παρουσιάζουν ενδείξεις ότι η επίδραση των προσδιοριστικών παραγόντων της κεφαλαιακής διάρθρωσης δεν αλλάζει σε ένα περιβάλλον οικονομικής κρίσης. Συγκεκριμένα, οι μεγαλύτερες μικρομεσαίες επιχειρήσεις διατήρησαν υψηλότερους δείκτες χρέους, η σχέση μεταξύ κερδοφορίας και απτότητας του ενεργητικού με μόχλευση συνέχισε να είναι αρνητική και οι προοπτικές ανάπτυξης συνέχισαν να επιδρούν θετικά στη χρηματοοικονομική μόχλευση.

Οι Zhang και Mirza (2015) προσπάθησαν να συνδυάσουν μικρο και μακρο-οικονομικούς παράγοντες που μπορούν να προσδιορίζουν την κεφαλαιακή δομή και να ανακαλύψουν τον αντίκτυπο της παγκόσμιας χρηματοπιστωτικής κρίσης σε όλους αυτούς. Προς το σκοπό αυτό χρησιμοποίησαν δέκα μεταβλητές (κερδοφορία, μέγεθος, ευελιξία, ρευστότητα, φορολογική εξοικονόμηση μη σχετιζόμενη με το χρέος, μεταβλητότητα κερδών, προοπτικές ανάπτυξης, φορολογικός συντελεστής και πληθωρισμός) σε ένα δείγμα 897 κινεζικών μη χρηματοοικονομικών εταιριών εισηγμένων τόσο στα χρηματιστήρια της Σαγκάης όσο και του Σενζέν για την περίοδο 2003-2012 και χρησιμοποίησαν την τεχνική δεδομένων panel για την ανάλυση τους. Η συνολική περίοδος διασπάστηκε σε δύο υποπεριόδους (2003-2007 για την περίοδο πριν τη χρηματοοικονομική κρίση και 2008-2012 για την περίοδο μετά τη χρηματοπιστωτική κρίση). Λαμβάνοντας υπόψη τα αποτελέσματά της ανάλυσης, οι συγγραφείς συνάγουν ότι δεν υπάρχει θεωρία που να εξηγεί τη συμπεριφορά της κεφαλαιακής διάρθρωσης των κινεζικών εταιριών. Ωστόσο, η θεωρία της ιεράρχησης έχει περισσότερη επεξηγηματική ισχύ από άλλες θεωρίες της δομής του κεφαλαίου τόσο πριν όσο και κατά τη διάρκεια της κρίσης.

Οι Harrison και Widjaja (2014) διερεύνησαν τις μεταβολές που προέκυψαν εξαιτίας της παγκόσμιας χρηματοπιστωτικής κρίσης στην ένταση με την οποία οι προσδιοριστικοί παράγοντες της κεφαλαιακής δομής την επηρεάζουν. Διαπίστωσαν ότι κατά τη διάρκεια της χρηματοπιστωτικής κρίσης του 2008, η απτότητα και ο δείκτης αγοραίας προς λογιστική αξία ασκούν ισχυρότερη επιρροή, ενώ η κερδοφορία

ασθενέστερη επιρροή στην κεφαλαιακή δομή σε σύγκριση με την περίοδο πριν από το 2008. Επιπλέον, η επίδραση του μεγέθους είναι αρνητική, ενώ πριν από την κρίση ήταν θετική. Περαιτέρω ανάλυση δείχνει ότι κατά τη διάρκεια της χρηματοπιστωτικής κρίσης του 2008, η θεωρία της ιεράρχησης υπερέχει της θεωρίας της αντιστάθμισης. Τα παραπάνω αποτελέσματα εξήχθησαν χρησιμοποιώντας ένα δείγμα 331 εταιριών που ανήκουν στον δείκτη S&P500.

Ο σκοπός των Danso και Adomako (2014) είναι να εξετάσουν τους καθοριστικούς παράγοντες της κεφαλαιακής διάρθρωσης των επιχειρήσεων της Νότιας Αφρικής και να παράσχουν στοιχεία για τις επιπτώσεις της παγκόσμιας χρηματοπιστωτικής κρίσης του 2007σε αυτούς τους παράγοντες και μέσω αυτών στην κεφαλαιακή δομή των εταιριών. Υιοθετούν την οικονομετρική τεχνική των δεδομένων panel, την οποία εφαρμόζουν σε ένα δείγμα 202 εταιριών. Τα ευρήματά τους είναι σύμφωνα και με τη θεωρία αντιστάθμισης και με τη θεωρία ιεράρχησης τόσο πριν όσο και μετά την κρίση. Αξίζει να σημειωθεί ότι εντοπίζουν μία ενίσχυση της επίδρασης της απτότητας μετά την παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση.

Οι Proença et al. (2014) προχώρησαν στη διερεύνηση των καθοριστικών παραγόντων της κεφαλαιακής διάρθρωσης των πορτογαλικών μικρομεσαίων εταιριών. Με βάση ένα δείγμα 12.857 για την περίοδο 2007-2010, τα αποτελέσματα δείχνουν ότι η ρευστότητα, η απτότητα και η κερδοφορία είναι οι σημαντικότεροι προσδιοριστικοί παράγοντες της κεφαλαιακής δομής. Τα αποτελέσματά τους καταδεικνύουν ότι και η θεωρία αντιστάθμισης και η θεωρία ιεράρχησης των πηγών χρηματοδότησης διαδραματίζουν σημαντικό ρόλο στην ερμηνεία των αποφάσεων κεφαλαιακής δομής των μικρομεσαίων επιχειρήσεων στην Πορτογαλία τόσο πριν όσο και κατά τη διάρκεια της κρίσης.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3°. Μεθοδολογία Εμπειρικής Διερεύνησης

3.1 Φιλοσοφία, Προσέγγιση και Σχέδιο

Η φιλοσοφία της έρευνας αναφέρεται στη στάση του μελετητή απέναντι στη φύση του προβλήματος που αντιμετωπίζει και είναι καθοριστική για την επιλεγόμενη από αυτόν μεθοδολογία έρευνας (Crotty, 1998). Με άλλα λόγια, βάσει της ερευνητικής του φιλοσοφίας ο κάθε ερευνητής προχωρά στην υλοποίηση μίας σειράς υποθέσεων σχετικά με την πραγματικότητα που μελετά και τον τρόπο με τον οποία θα εξάγει γνώση από αυτή (Κυριαζόπουλος & Σαμαντά, 2011). Συνεπώς, γίνεται κρίσιμη για τον προσδιορισμό του ερευνητικού σχεδιασμού και τους λόγους επιλογής του (Easterby-Smith et al., 1999). Δύο είναι οι βασικές ερευνητικές φιλοσοφίες: ο θετικισμός και η φαινομενολογία:

- ✓ Ο θετικισμός θεωρεί ότι τα αντικείμενα που μελετώνται έχουν νόημα ανεξάρτητα από τον μελετητή και η αλήθεια υπάρχει επίσης ανεξάρτητα από αυτόν (Al-Ababneh, 2020). Συνεπώς, η φιλοσοφία του θετικισμού αντιμετωπίζει τους μελετητές σαν αντικειμενικούς τρίτους, παρόμοιους με τους επιστήμονες της φύσης (Saunders et al., 2009) και για το λόγο αυτό χρειάζεται πολύ καλά δομημένη μεθοδολογία, ποσοτικές παρατηρήσεις και στατιστική ανάλυση (Remenyi et al., 2005).
- ✓ Η φαινομενολογία στοχεύει στην κατανόηση και την ερμηνεία της ανθρώπινης και κοινωνικής πραγματικότητας. Η προσέγγιση αυτή αναζητά ερμηνείες των φαινομένων που πηγάζουν από τον πολιτισμό και την ιστορία. Αυτή η φιλοσοφία θεωρεί ότι ο κοινωνικός κόσμος της επιστήμης των επιχειρήσεων είναι πολύ περίπλοκος για να αντιμετωπιστεί ως φυσική επιστήμη λόγω των πολύπλοκων σχέσεων που παρατηρούνται στον κοινωνικό κόσμο, με αποτέλεσμα να χάνονται πληροφορίες σε περίπτωση που στοχεύουμε στην εξαγωγή γενικών νόμων και κανόνων (Al-Ababneh, 2020). Συνεπώς, η φαινομενολογία θεωρεί ότι η κατάσταση σε κάθε επιχείρηση είναι μοναδική και διαφέρει από άλλες καταστάσεις (Saunders et al., 2009).

Ως προς την ερευνητική προσέγγιση, δύο επίσης είναι οι κύριες: η παραγωγική και η επαγωγική. Η παραγωγική προσέγγιση χρησιμοποιείται όταν η έρευνα επικεντρώνεται

στην ανάπτυξη ενός εννοιολογικού και θεωρητικού πλαισίου, εντός του οποίου θα διατυπωθούν και θα εξεταστούν ερευνητικές υποθέσεις (Hussey & Hussey, 1997). Από την άλλη μεριά, η επαγωγική προσέγγιση χρησιμοποιείται όταν αναπτύσσεται μία θεωρία κατά τη συλλογή δεδομένων και την παρατήρηση αυτών (Saunders et al., 2003). Η παραγωγική προσέγγιση σχετίζεται περισσότερο με το θετικισμό, ενώ η επαγωγική προσέγγιση με τη φαινομενολογία (Saunders et al., 2009).

Τέλος, το ερευνητικό σχέδιο αναφέρεται στον τρόπο με τον οποίο οι ερευνητικές υποθέσεις θα μετασχηματιστούν σε ενέργειες (Al-Ababneh, 2020). Έτσι, είναι ιδιαίτερα σημαντικό, καθώς βάσει αυτού προσδιορίζονται διαδικασίες της μελέτης, όπως είναι οι στατιστικές μέθοδοι και το δείγμα (Robson, 2002). Τρία είναι τα βασικά ερευνητικά σχέδια: το εξερευνητικό, το περιγραφικό και το επεξηγηματικό. Το εξερευνητικό ερευνητικό σχέδιο εστιάζει στη διερεύνηση του τι συμβαίνει, ρωτά ερωτήσεις και αναζητεί νέες οπτικές γωνίες στον τρόπο θεώρησης φαινομένων (Robson, 2002). Έτσι, είναι χρήσιμο όταν το συγκεκριμένο φαινόμενο δεν έχει εξερευνηθεί στο παρελθόν ή έχει εξερευνηθεί ελάχιστα (Sekaran, 2003). Υλοποιείται κατά κύριο λόγο με βιβλιογραφική ανασκόπηση, συνεντεύξεις ειδικών και εστιασμένες σε συγκεκριμένες ομάδες συνεντεύξεις (Saunders et al., 2009). Το περιγραφικό ερευνητικό σχέδιο πραγματοποιείται προκειμένου να περιγραφεί λεπτομερώς ένα φαινόμενο. Η ακριβής αυτή περιγραφή απαιτεί τη συλλογή μεγάλου αριθμού δεδομένων, μέσω των οποίων αναζητείται η περιγραφή συγκεκριμένων χαρακτηριστικών του φαινομένου σε επίπεδο ατόμων, επιχειρήσεων, κλάδου, οικονομίας και ούτω καθεξής (Sekaran, 2003). Τέλος, με το επεξηγηματικό ερευνητικό σχέδιο διερευνώνται οι σχέσεις μεταξύ μεταβλητών ή φαινομένων προκειμένου να προκύψει η αιτιώδης σχέση μεταξύ τους (Saunders et al., 2009). Διενεργείται συνήθως με τη μορφή ελέγχου υποθέσεων (Sekaran, 2003).

Κατόπιν τούτων, η παρούσα διδακτορική διατριβή ακολουθεί τη φιλοσοφία του θετικισμού, εφόσον ο ερευνητής θεωρεί τον εαυτό του ως αντικειμενικό τρίτο, ο οποίος αναζητεί τις σχέσεις που υπάρχουν στις βασικές μεταβλητές του (κεφαλαιακή δομή και κρίση) χωρίς να εξειδικεύει σε κάθε επιχείρηση ξεχωριστά ή χωρίς να αναζητά τα ειδικά χαρακτηριστικά της κάθε μεμονωμένης περίπτωσης. Βάσει αυτής της φιλοσοφίας, η προσέγγιση που ακολουθείται είναι η παραγωγική. Δηλαδή τίθεται ένα ερευνητικό πλαίσιο για το φαινόμενο που μελετάται και ο ερευνητής στηριζόμενος σε αυτό προχωρά στη διενέργεια ερευνητικών υποθέσεων προκειμένου να εξάγει τη μία

και μοναδική αλήθεια. Τέλος, εφόσον τίθενται συγκεκριμένες ερευνητικές υποθέσεις, το ερευνητικό σχέδιο που ακολουθείται είναι κατά κύριο λόγο επεξηγηματικό.

3.2 Σκοπός και Στόχοι

Η κεφαλαιακή δομή των επιχειρήσεων επηρεάζεται από τις οικονομικές συνθήκες του περιβάλλοντος (D'Amato, 2019; Proença et al., 2014; Yazdanafar et al., 2019; Ramalho et al., 2018; Demirguc-Kunt et al. 2015; Iqbal & Kume, 2014; Mostarac & Petrovic, 2013). Όπως αναφέρουν και οι Harrison και Widjaja (2014), η παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση προσέφερε μία ενδιαφέρουσα ευκαιρία για τη διερεύνηση της επίδρασης της κρίσης στην κεφαλαιακή δομή των επιχειρήσεων. Αυτήν την ευκαιρία εκμεταλλεύτηκαν και συνεχίζουν να εκμεταλλεύονται μία σειρά μελετητών παγκοσμίως. Μέσα σε αυτό το πλαίσιο, λοιπόν, ο σκοπός της παρούσας διδακτορικής διατριβής διατυπώνεται ως εξής:

Ερευνητικός Σκοπός: Η διερεύνηση της επίδρασης των μεταβαλλόμενων οικονομικών συνθηκών που δημιουργεί η κρίση και η αντιμετώπισή της στην κεφαλαιακή δομή των επιχειρήσεων βάσει της θεωρίας αντιστάθμισης και της θεωρίας ιεράρχησης των πηγών χρηματοδότησης.

Προς την επίτευξη του παραπάνω σκοπού, τίθενται επιμέρους ερευνητικοί στόχοι. Η ανάπτυξη αυτών ακολουθεί.

Η κεφαλαιακή δομή των επιχειρήσεων αποτελεί ένα από τα πεδία της χρηματοοικονομικής επιστήμης, που εδώ και τουλάχιστον 60 χρόνια προκαλεί ακόμα σημαντικές διαφωνίες τόσο μεταξύ των επιστημόνων όσο και μεταξύ των επαγγελματιών της αγοράς (Bradley et al., 1984). Το έναυσμα αυτής της διαφωνίας δόθηκε με τη διατύπωση των θεωριών κεφαλαιακής δομής των Modigliani και Miller (1958; 1963), στις οποίες στηρίζεται η σύγχρονη θεωρία κεφαλαιακής δομής. Οι πλέον δημοφιλείς σύγχρονες θεωρίες είναι εκείνες της αντιστάθμισης και της ιεράρχησης των πηγών χρηματοδότησης (Fama & French, 2002; Mihalca & Antal, 2009). Παρά την ευρεία διεθνή βιβλιογραφία που αναζητεί κατά πόσον οι δύο αυτές θεωρίες ερμηνεύουν αποτελεσματικότερα τις αποφάσεις κεφαλαιακής δομής των επιχειρήσεων (Nguyen et al., 2020; Domnes et al., 2019; Dierker et al., 2019; Jarallah et al., 2019; Oktavina et al.,

2018; Chipeta & McClelland, 2018; Sardo & Serrasqueiro, 2017; Trinh et al., 2017; McNamara et al., 2017; Rodrigues et al., 2017; Banga & Gupta, 2017; Pacheco & Tavares, 2017; Wiagustini et al., 2017; Serrasqueiro et al., 2016; Nunes & Serrasqueiro, 2015; Pacheco, 2016; Yazdanfar & Ohman, 2016; Yazdanfar & Ohman, 2015; Uyar & Guzelyurt, 2015; Rossi et al., 2015; Xiang & Worthington, 2015; Serrasqueiro & Caetano, 2015; Nunes & Serrasqueiro, 2014; Rossi, 2014; Fauzi et al., 2013; Degryse et al., 2012; Atiyet, 2012; Jibrán et al., 2012; Vijayakumar, 2011), οι μελέτες που ασχολούνται με τις ελληνικές επιχειρήσεις είναι σχετικά περιορισμένες (Stradomski & Schmidt, 2020; Kyriazopoulos, 2017; Ballios et al., 2016; Dasilas & Papisiriopoulos, 2015; Noulas & Genimakis, 2014; Noulas & Genimakis, 2011; Archbold & Lazaridis, 2010; Daskalakis & Psillaki, 2009; Vasiliou et al., 2009; Daskalakis & Psillaki, 2008; Eriotis et al., 2007; Athanasoglou et al., 2006; Voulgaris et al., 2004; Voulgaris et al., 2002). Μέσα σε αυτό το πλαίσιο ο πρώτος στόχος της παρούσας διδακτορικής διατριβής ορίζεται ως εξής:

1^{ος} Ερευνητικός Στόχος: Να εξεταστεί κατά πόσον η θεωρία αντιστάθμισης ή η θεωρία ιεράρχησης των πηγών χρηματοδότησης μπορεί να ερμηνεύσει αποτελεσματικότερα τη συμπεριφορά της κεφαλαιακής δομής των ελληνικών επιχειρήσεων.

Σε ένα περιβάλλον κρίσης υπάρχουν ενδείξεις ότι η κεφαλαιακή δομή μεταβάλλεται. Συνεπώς, μπορεί να μεταβάλλεται και η ερμηνευτική ικανότητα των δύο αντικρουόμενων – για τους περισσότερους μελετητές – θεωριών. Αυτό αποτέλεσε και το σκοπό μίας σειράς πρόσφατων ερευνών. Συγκεκριμένα, με αφορμή την παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση του 2007 πολλοί ερευνητές αναζήτησαν κατά πόσον η θεωρία αντιστάθμισης ή η θεωρία ιεράρχησης των πηγών χρηματοδότησης μπορεί να ερμηνεύσει καλύτερα τις αποφάσεις κεφαλαιακής δομής των επιχειρήσεων μέσα σε ένα περιβάλλον κρίσης και να συγκρίνουν την ερμηνευτική ικανότητα της επικρατούσας θεωρίας με την αντίστοιχη που είχε πριν το ξέσπασμα της κρίσης. (Migliori et al., 2018; Adair & Adaskou, 2017; Tripath & Asija, 2017; Mouton & Smith, 2016; Balios et al., 2016; Zhang & Mirza, 2015; Harisson & Widjaja, 2014; Danso & Adomako, 2014; Proenca et al., 2014). Μέσα σε αυτό το πλαίσιο, ο δεύτερος ερευνητικός στόχος της παρούσας διδακτορικής διατριβής διατυπώνεται ως εξής:

2^{ος} Ερευνητικός Στόχος: Να εξεταστεί κατά πόσον η θεωρία αντιστάθμισης ή η θεωρία ιεράρχησης των πηγών χρηματοδότησης μπορεί να ερμηνεύσει αποτελεσματικότερα τη

συμπεριφορά της κεφαλαιακής δομής των επιχειρήσεων σε περιόδους «κανονικών» οικονομικών συνθηκών, αλλά και σε περιόδους κρίσης.

Τέλος, οι παραπάνω ερευνητές αναζητούν την επίδραση της κρίσης στην κεφαλαιακή δομή της επιχείρησης χωρίς να αποδίδουν την πρέπουσα σημασία στο γεγονός ότι η παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση του 2007 που ξεκίνησε από τις ΗΠΑ, στην Ευρώπη εξελίχθηκε σε κρίση χρέους πλήττοντας βαριά κυρίως τις περιφερειακές οικονομίες, δηλαδή τις οικονομίες της Ελλάδας, της Κύπρου, της Πορτογαλίας και της Ιρλανδίας (Singala & Kumar, 2012). Οι τέσσερις αυτές χώρες προχώρησαν σε υπογραφή Μνημονίου Κατανόησης με τον Ευρωπαϊκό Μηχανισμό Σταθερότητας (European Stability Mechanism - ESM) ή το προγενέστερο Ευρωπαϊκό Ταμείο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας (European Financial Stability Fund – EFSF), μέσω του οποίου χρηματοδοτήθηκαν προκειμένου να αντιμετωπίσουν τις προκλήσεις τόσο της χρηματοοικονομικής κρίσης όσο και της κρίσης χρέους. Η παρούσα διδακτορική διατριβή προσπαθεί να διακρίνει μεταξύ των συνεπειών των κρίσεων και των συνεπειών των μέτρων ανάσχεσής τους. Έτσι, ο τρίτος και τελευταίος ερευνητικός στόχος τίθεται ως εξής:

3^{ος} Ερευνητικός Στόχος: Να διερευνηθεί η επίδραση της υποστήριξης μίας οικονομίας από τον Ευρωπαϊκό Μηχανισμό Σταθερότητας στην κεφαλαιακή δομή των επιχειρήσεων.

3.3 Συλλογιστική της Μελέτης

Βάσει των παραπάνω στόχων, η παρούσα διδακτορική διατριβή αποτελείται από τρεις επιμέρους έρευνες, οι οποίες υλοποιήθηκαν χρονικά διαδοχικά. Στο πλαίσιο της παρούσας ενότητας παρουσιάζονται και εξηγούνται τα κίνητρα και οι προθέσεις βάσει των οποίων κινήθηκε ο ερευνητής.

Ως αρχικό ερώτημα, προσπαθήσαμε να διερευνήσουμε κατά πόσον η θεωρία αντιστάθμισης ή η θεωρία ιεράρχησης των πηγών χρηματοδότησης μπορεί να ερμηνεύσει αποτελεσματικότερα τη συμπεριφορά της κεφαλαιακής δομής των ελληνικών επιχειρήσεων. Χρησιμοποιώντας τη μεθοδολογία των Shyam-Sunder και Myers (1999) που περιγράφεται παρακάτω, προέκυψαν ενδιαφέροντα αποτελέσματα σχετικά με τη μεταβολή της ερμηνευτικής ικανότητας των δύο θεωριών πριν και μετά

την χρηματοδότηση της ελληνικής οικονομίας από τον Ευρωπαϊκό Μηχανισμό Στήριξης. Συνεπώς, διερωτηθήκαμε κατά πόσον αυτά τα αποτελέσματα μπορούν να γενικευθούν όχι μόνο στην ελληνική πραγματικότητα, αλλά σε όλες τις χώρες που χρηματοδοτήθηκαν με τον ίδιο τρόπο. Για το λόγο αυτό, εστίασαμε την προσοχή μας σε όλες τις χώρες που υποστηρίχθηκαν από ευρωπαϊκά προγράμματα για την αντιμετώπιση των συνεπειών της παγκόσμιας χρηματοπιστωτικής κρίσης. Συγκεκριμένα, εκτός της Ελλάδας, συμπεριλήφθηκαν στην έρευνα χρησιμοποιώντας αντίστοιχη μεθοδολογία επιχειρήσεις της Κύπρου, της Πορτογαλίας και της Ιρλανδίας. Τα αποτελέσματα αυτής της μελέτης κατέδειξαν στατιστικά σημαντικές αλλά ανομοιόμορφες επιδράσεις της κρίσης. Για το λόγο αυτό, στην τρίτη και τελευταία μελέτη εισάγονται και χώρες που, ενώ επλήγησαν από τις συνέπειες της παγκόσμιας χρηματοπιστωτικής κρίσης, δεν εισήλθαν σε αντίστοιχα ευρωπαϊκά προγράμματα χρηματοδότησης. Ο σκοπός αυτής της μελέτης ήταν να απομονωθεί η επίδραση της κρίσης από την επίδραση των ευρωπαϊκών προγραμμάτων στήριξης, προκειμένου να ελεγχθεί αν οι όποιες στατιστικά σημαντικές διαφοροποιήσεις μπορούν να ερμηνευθούν υπό αυτό το πρίσμα.

3.4 Στατιστική Μεθοδολογία

Οι μεθοδολογίες που χρησιμοποιούνται προς τη διερεύνηση των αποφάσεων κεφαλαιακής δομής μπορούν να διακριθούν σε τρεις βασικές ομάδες. Στην πρώτη ομάδα, ακολουθείται η μεθοδολογία των Shyam-Sunder και Myers (1999). Οι συγκεκριμένοι συγγραφείς πρότειναν και διερεύνησαν ως προς την εγκυρότητά τους δύο θεωρητικά μοντέλα, ένα για κάθε θεωρία. Μέσω της ερμηνευτικής ικανότητας του κάθε μοντέλου στα πραγματικά δεδομένα των επιχειρήσεων συμπεραίνεται η ισχύς της θεωρίας αντιστάθμισης ή της θεωρίας ιεράρχησης των πηγών χρηματοδότησης. Στη δεύτερη ομάδα, αναζητούνται οι προσδιοριστικοί παράγοντες της χρηματοοικονομικής μόχλευσης. Ως τέτοιοι παράγοντες έχουν προταθεί διάφορα χαρακτηριστικά των επιχειρήσεων, όπως είναι η ρευστότητα, η κερδοφορία, το μέγεθος, η φορολόγηση, η απτότητα και ο ρυθμός μεγέθυνσης. Οι δύο θεωρίες κεφαλαιακής δομής καταλήγουν, στις περισσότερες περιπτώσεις, σε διαφορετικά συμπεράσματα σχετικά με το είδος της επίδρασης που ασκεί μία παράμετρος στην κεφαλαιακή δομή, με αποτέλεσμα η εκτίμηση των παραπάνω συσχετίσεων να επιτρέπει την εξαγωγή συμπερασμάτων

σχετικά με το ποια από τις δύο θεωρίες είναι επικρατούσα. Τέλος, στην τρίτη ομάδα, συγκαταλέγονται οι έρευνες που υλοποιούνται με ερωτηματολόγιο. Συγκεκριμένα, οι Graham και Harvey (2001) υλοποίησαν μία έρευνα με ερωτηματολόγιο στα πλαίσια της αμερικανικής οικονομίας με σκοπό να εξεταστεί ο τρόπος με τον οποίο οι επιχειρήσεις αξιολογούν τις επενδύσεις παγίου κεφαλαίου και καθορίζουν την κεφαλαιακή τους δομή.

Στην παρούσα διδακτορική διατριβή εφαρμόζονται οι πρώτες δύο εκ των τριών μεθοδολογιών. Αξίζει να σημειωθεί ότι ο συγγραφέας προχώρησε και στην υλοποίηση της τρίτης μεθόδου, αλλά το ποσοστό ανταπόκρισης των επιχειρήσεων παρέμεινε σε πολύ χαμηλά επίπεδα. Έτσι, στις επόμενες γραμμές περιγράφονται συνοπτικά και περιεκτικά οι δύο αυτές μεθοδολογίες.

3.4.1 Πρώτη Μεθοδολογική Προσέγγιση: Μεθοδολογία των Shyam-Sunder και Myers (1999)

Οι Shyam-Sunder και Myers (1999) λαμβάνοντας υπόψη ότι εφόσον, σύμφωνα με τη θεωρία Ιεράρχησης των πηγών χρηματοδότησης, οι εταιρίες προτιμούν την εσωτερική χρηματοδότηση και εάν αυτή δεν επαρκεί τότε καταφεύγουν σε δανεισμό, υπέθεσαν ότι οι μεταβολές των δανειακών κεφαλαίων θα πρέπει να είναι ίσες με το χρηματοοικονομικό έλλειμμα ή έλλειμμα χρηματοδότησης (financial deficit). Βάσει αυτού, πρότειναν για τον έλεγχο της ισχύος αυτής της θεωρίας το υπόδειγμα (1) που ακολουθεί υπολογίζοντας το έλλειμμα χρηματοδότησης βάσει της ισότητας (2):

$$\Delta D_{it} = a_i + b_{po} Def_{it} + e_{it} \quad (1)$$

$$Def_{it} = Div_{it} + X_{it} + \Delta W_{it} + R_{it} - C_{it} \quad (2)$$

Όπου:

D_{it} : οι μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις.

Def_{it} : το έλλειμμα χρηματοδότησης.

C_{it} : οι λειτουργικές ταμειακές ροές μετά από τόκους και φόρους.

Div_{it} : τα ετήσια μερίσματα.

X_{it} : οι επενδύσεις παγίου κεφαλαίου.

ΔW_{it} : η μεταβολή του καθαρού κεφαλαίου κίνησης.

- R_{it} : τα δανειακά κεφάλαια της αρχής της περιόδου t που πρέπει να αποπληρωθούν εντός της περιόδου.
- ε : το σφάλμα της παλινδρόμησης
- i : ένας δείκτης που αναφέρεται στην εταιρία
- t : ένας δείκτης που αναφέρεται στον χρόνο (ετήσια δεδομένα).

Το σύνολο των παραπάνω μεταβλητών χρησιμοποιούνται ως ποσοστό των καθαρών περιουσιακών στοιχείων της εταιρίας, δηλαδή της διαφοράς των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων από το σύνολο του ενεργητικού ή του αθροίσματος του παγίου ενεργητικού και του καθαρού κεφαλαίου κίνησης. Για να ισχύει η θεωρία ιεράρχησης, ο σταθερός συντελεστής (a_i) πρέπει να ισούται ή να προσεγγίζει το μηδέν και ο συντελεστής του ελλείμματος χρηματοδότησης (b_{po}) να ισούται με τη μονάδα. Σε περίπτωση που ο συντελεστής b_{po} είναι στατιστικά σημαντικός αλλά διάφορος της μονάδας, η θεωρία ισχύει στην ασθενή της μορφή (Atiyet, 2012; Sheikh et al, 2012).

Αντιστοίχως, για τον έλεγχο της ισχύος της θεωρίας ανταλλαγής προτάθηκε από τους ίδιους συγγραφείς το παρακάτω υπόδειγμα:

$$\Delta D_{it} = a_i + b_{to}(D^*_{it} - D_{it-1}) + u_{it} \quad (3)$$

Όπου D_{it} , i , και t όπως παραπάνω και:

- D^*_{it} : το άριστο ύψος των μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων.
- u : το σφάλμα της παλινδρόμησης

Και εδώ οι μεταβλητές υπολογίζονται ως ποσοστό των καθαρών περιουσιακών στοιχείων της εταιρίας. Το υπόδειγμα παρουσιάζει τη δυσκολία ότι το άριστο ύψος των μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων δεν είναι δυνατόν να προσδιοριστεί. Η απλούστερη αντιμετώπιση του συγκεκριμένου προβλήματος είναι η παραδοχή ότι το άριστο ύψος των μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων ισούται με τον ιστορικό τους μέσο (Shyam-Sunder & Myers, 1999). Για να ισχύει η θεωρία ανταλλαγής θα πρέπει ο σταθερός συντελεστής (a_i) να ισούται ή να προσεγγίζει το μηδέν και ο συντελεστής της προσαρμογής της κεφαλαιακής δομής (b_{to}) να είναι στατιστικά σημαντικός, θετικός, αλλά μικρότερος από τη μονάδα, προκειμένου να ικανοποιείται η υπόθεση της ύπαρξης των θετικών κοστών προσαρμογής (Shyam-Sunder & Myers, 1999).

Επιπλέον, προσδιορίζεται και ένα υπόδειγμα συνδυαστικό, δηλαδή ένα υπόδειγμα που περιέχει και τα δύο υποδείγματα. Αυτό έχει ως εξής:

$$\Delta D_{it} = a_i + b_{po} Def_{it} + b_{to}(D_{it}^* - D_{it-1}) + z_{it} \quad (4)$$

Όπου D_{it} , D_{it}^* , Def_{it} , i και t όπως παραπάνω, ενώ z το σφάλμα της παλινδρόμησης. Σκοπός αυτού του συνδυαστικού υποδείγματος είναι να διερευνηθεί η ερμηνευτική ικανότητα των δύο θεωριών, όταν λαμβάνονται και οι δύο υπόψη. Έτσι, εάν για παράδειγμα η θεωρία ιεράρχησης χάσει τη στατιστική της σημαντικότητα όταν ληφθεί υπόψη και η θεωρία αντιστάθμισης, τότε η θεωρία αντιστάθμισης είναι κυρίαρχη. Από την άλλη μεριά, εάν οι συντελεστές και των δύο θεωριών παραμένουν στατιστικά σημαντικοί, τότε μέσω της μεταβολής του συντελεστή προσδιορισμού, μπορεί να εξαχθούν χρήσιμα συμπεράσματα για την ισχύ τους.

Τα παραπάνω μοντέλα προσδιορίζονται με τη μέθοδο των ελαχίστων τετραγώνων σε δεδομένα panel, ενώ το ποια θεωρία υπερισχύει της άλλης εξετάζεται μέσω των συντελεστών προσδιορισμού (R^2) και άλλων παραμέτρων των υποδειγμάτων, τα οποία εκτιμούν την ερμηνευτική τους ικανότητα. Επιπλέον, οι Shyam-Sunder και Myers (1999) προτείνουν δύο διαγνωστικούς ελέγχους προκειμένου να ενισχυθεί η ευρωστία των αποτελεσμάτων. Οι έλεγχοι αυτοί είναι οι εξής:

[1] *Διαφοροποίηση των Μοντέλων*: η εκτίμηση των δύο μοντέλων με διαφοροποιημένες μεταβλητές. Συγκεκριμένα, εκτιμώνται με τέσσερις διαφοροποιήσεις: (1) χρήση καθαρού χρέους αντί ακαθάριστου χρέους, (2) διαίρεση των μεταβλητών με τις πωλήσεις αντί του καθαρού συνολικού ενεργητικού, (3) χρησιμοποιώντας μοντέλο τυχαίων επιδράσεων, (4) χρησιμοποιώντας μοντέλο σταθερών επιδράσεων. Σε περίπτωση που τα στατιστικά αποτελέσματα δεν αλλάξουν σημαντικά, τα εκτιμώμενα μοντέλα είναι ισχυρά.

[2] *Διερεύνηση των Πραγματικών έναντι των Αναμενόμενων Χρηματοοικονομικών Ελλειμμάτων*: Η χρήση του πραγματικού ελλείμματος χρηματοδότησης μπορεί να παρέχει υψηλή ερμηνευτική ικανότητα στα εκτιμώμενα μοντέλα λόγω βραχυπρόθεσμων προσαρμογών και όχι λόγω προγραμματισμένης χρηματοδότησης. Συγκεκριμένα, οι Shyam-Sunder και Myers (1999) ισχυρίστηκαν ότι «η καλή προσαρμογή του υποδείγματος της θεωρίας ιεράρχησης έχει να κάνει περισσότερο με τις βραχυπρόθεσμες προσαρμογές παρά με την προγραμματισμένη χρηματοδότηση» Για να

ελέγξουν αυτό το ζήτημα, πρότειναν δύο μέτρα που μπορούν να εκφράσουν το αναμενόμενο έλλειμμα: (1) το έλλειμμα χρηματοδότησης του προηγούμενου έτους, (2) το έλλειμμα χρηματοδότησης υπολογιζόμενο με τις υστερήσεις των λειτουργικών ταμειακών ροών μετά από τόκους και φόρους και των μεταβολών στο καθαρό κεφάλαιο κίνησης. Η λογική των Shyam-Sunder και Myers (1999), όταν πρότειναν το δεύτερο μέτρο, είναι ότι οι πληρωμές μερισμάτων και οι κεφαλαιουχικές δαπάνες προγραμματίζονται από τους διαχειριστές στο τέλος κάθε έτους άρα είναι εκ των προτέρων γνωστά μεγέθη. Έτσι, τα υποδείγματα (1) και (3) προσδιορίζονται και πάλι με ανεξάρτητη μεταβλητή εκείνη του αναμενόμενου ελλείμματος. Σε περίπτωση που οι τιμές αυτού του αναμενόμενου ελλείμματος συμμορφώνονται με τις απαιτήσεις της μεθοδολογίας, το μοντέλο ιεράρχησης των πηγών χρηματοδότησης δεν καθοδηγείται απλώς από τις βραχυπρόθεσμες προσαρμογές.

Η συγκεκριμένη μεθοδολογία έχει επικριθεί ως προς συγκεκριμένα στοιχεία. Πρώτον, οι Frank και Goyal (2003) υποστήριξαν ότι η ερμηνευτική ικανότητα του μοντέλου της ιεράρχησης (Υπόδειγμα 1) εξαρτάται από το μέγεθος του δείγματος τόσο διαστρωματικά (αριθμός επιχειρήσεων) όσο και διαχρονικά (αριθμός ετών). Δεύτερον, οι Chrinko και Singha (2000) ανέφεραν ότι το ίδιο μοντέλο δεν μπορεί να λάβει υπόψη του πιθανά κρυμμένα κόστη του χρέους ή κρυμμένα οφέλη των ιδίων κεφαλαίων.

Τέλος, θα πρέπει να αναφερθεί ότι τη συγκεκριμένη μεθοδολογία ακολουθούν οι δύο πρώτες έρευνες της παρούσας διδακτορικής διατριβής. Σε αυτές αναζητείται, όπως θα φανεί παρακάτω, η ερμηνευτική ικανότητα των δύο θεωριών τόσο σε περιόδους κρίσης όσο και σε περιόδους «κανονικών» οικονομικών συνθηκών.

3.4.2 Δεύτερη Μεθοδολογική Προσέγγιση: Μεθοδολογία των Προσδιοριστικών Παραγόντων της Χρηματοοικονομικής Μόχλευσης

Με τη δεύτερη μεθοδολογία, αναζητείται η επίδραση διαφόρων χαρακτηριστικών των επιχειρήσεων και μακροοικονομικών μεταβλητών στη χρηματοοικονομική μόχλευση των εταιριών. Μέσω αυτών των επιδράσεων και λαμβάνοντας υπόψη τον τρόπο που αναμένεται να επιδρά η κάθε μεταβλητή στη χρηματοοικονομική μόχλευση βάσει των θεωριών της αντιστάθμισης και της ιεράρχησης των πηγών χρηματοδότησης είναι δυνατόν να εξαχθούν χρήσιμα συμπεράσματα για την ισχύ της κάθε θεωρίας. Η

συγκεκριμένη μεθοδολογία πραγματοποιείται στα πλαίσια της τρίτης έρευνας της παρούσης διδακτορικής διατριβής, όπου και αναζητείται ο διαχωρισμός της επίδρασης μεταξύ κρίσης από εκείνη των προγραμμάτων στήριξης.

Στα πλαίσια της βιβλιογραφικής ανασκόπησης, και συγκεκριμένα στην ενότητα 2.6, αναφέρθηκε η αναμενόμενη επίδραση των μεταβλητών των προοπτικών ανάπτυξης, της κερδοφορίας, του μεγέθους, της απτότητας, και της μη σχετιζόμενης με το χρέος φορολογικής εξοικονόμησης που δε σχετίζεται με το χρέος, σύμφωνα με τη θεωρία ιεράρχησης των πηγών χρηματοδότησης και σύμφωνα με τη θεωρία αντιστάθμισης. Το πρόσημο αυτών των επιδράσεων παρουσιάζονται συνοπτικά στον παρακάτω πίνακα.

Πίνακας 3- 1: Επίδραση διαφόρων Μεταβλητών στη Χρηματοοικονομική Μόγλευση των Εταιριών βάσει της Θεωρίας Αντιστάθμισης και της Θεωρίας Ιεράρχησης Πηγών Χρηματοδότησης

Χαρακτηριστικά	Αντιστάθμισης	Ιεράρχησης Πηγών Χρηματοδότησης
Προοπτικές Ανάπτυξης (<i>Gr</i>)	-	+
Κερδοφορία (<i>Pr</i>)	+	-
Μέγεθος (<i>Si</i>)	+	-
Απτότητα (<i>Ta</i>)	+	+
Φορολογική Εξοικονόμηση μη σχετιζόμενη με το χρέος (<i>NDTS</i>)	-	Καμία

Με βάση τις παραπάνω μεταβλητές, εκτιμήθηκαν οι ακόλουθες τρεις παλινδρομήσεις. Η πρώτη παλινδρόμηση αξιολογεί τον αντίκτυπο κάθε ανεξάρτητης μεταβλητής χωρίς να λαμβάνει υπόψη τις ειδικές οικονομικές συνθήκες που διαμορφώνονται από την ύπαρξη κρίσης ή τα προγράμματα χρηματοδότησης των EFSF / ESM. Η δεύτερη υπολογίζει τον αντίκτυπο λαμβάνοντας υπόψη μόνο τις ειδικές οικονομικές συνθήκες που διαμορφώνονται από τα χρηματοοικονομικά προγράμματα EFSF / ESM. Τέλος, η τρίτη εκτιμά τον αντίκτυπο λαμβάνοντας υπόψη τις ειδικές οικονομικές συνθήκες που διαμορφώνονται τόσο από τα χρηματοδοτικά προγράμματα EFSF / ESM όσο και από κάθε είδους οικονομική κρίση.

$$FL_{i,t} = b_0 + \sum_{j=1}^n v_j FL_{i,t-j} + a_1 Gr_{i,t} + a_2 Pr_{i,t} + a_3 Si_{i,t} + a_4 Ta_{i,t} + a_5 NDTS_{i,t} + a_6 Tr_{i,t} + a_7 Cr_{i,t} + \varepsilon_{1,i,t} \quad (5)$$

$$FL_{i,t} = b_0 + \sum_{j=1}^n v_j FL_{i,t-j} + a_1 Gr_{i,t} + a_2 Pr_{i,t} + a_3 Si_{i,t} + a_4 Ta_{i,t} + a_5 NDT S_{i,t} \quad (6)$$

$$+ a_6 Tr_{i,t} + a_7 Cr_{i,t} + b_1 D \cdot Gr_{i,t} + b_2 D \cdot Pr_{i,t} + b_3 D \cdot Si_{i,t} + b_4 D \cdot Ta_{i,t} + b_5 D \cdot NDT S_{i,t} + b_6 D \cdot Tr_{i,t} + b_7 D \cdot Cr_{i,t} + \varepsilon_{2,i,t}$$

$$FL_{i,t} = b_0 + \sum_{j=1}^n v_j FL_{i,t-j} + a_1 Gr_{i,t} + a_2 Pr_{i,t} + a_3 Si_{i,t} + a_4 Ta_{i,t} + a_5 NDT S_{i,t} \quad (7)$$

$$+ a_6 Tr_{i,t} + a_7 Cr_{i,t} + b_1 D \cdot Gr_{i,t} + b_2 D \cdot Pr_{i,t} + b_3 D \cdot Si_{i,t} + b_4 D \cdot Ta_{i,t} + b_5 D \cdot NDT S_{i,t} + b_6 D \cdot Tr_{i,t} + b_7 D \cdot Cr_{i,t} + c_1 D_{ifc} \cdot Gr_{i,t} + c_2 D_{ifc} \cdot Pr_{i,t} + c_3 D_{ifc} \cdot Si_{i,t} + c_4 D_{ifc} \cdot Ta_{i,t} + c_5 D_{ifc} \cdot NDT S_{i,t} + c_6 D_{ifc} \cdot Tr_{i,t} + c_7 D_{ifc} \cdot Cr_{i,t} + \varepsilon_{3,i,t}$$

Όπου i και t όπως παραπάνω και:

FL : Η μεταβλητή της χρηματοοικονομικής μόχλευσης. Η συγκεκριμένη μεταβλητή προσεγγίστηκε από δύο ευρέως χρησιμοποιημένους αριθμοδείκτες σε μελέτες τέτοιων περιπτώσεων. Πρόκειται για τους αριθμοδείκτες των συνολικών μακροπρόθεσμων δανειακών υποχρεώσεων προς το σύνολο του ενεργητικού (*FL1*: Moradi & Paulet, 2019; Daskalakis et al., 2017; Degryse et al., 2012) και του συνολικού χρέους προς το σύνολο του ενεργητικού (*FL2*: Liang et al., 2020; Doan et al., 2019; Daskalakis et al., 2017; Degryse et al., 2012).

Gr : Η μεταβλητή των προοπτικών ανάπτυξης. Προσεγγίστηκαν μέσω του ποσοστού ετήσιας μεταβολής των περιουσιακών στοιχείων. Αντίστοιχη προσέγγιση έχει ακολουθηθεί από παλαιότερες έρευνες, όπως των Nguyen et al. (2020), των Moradi και Paulet (2019), και των Degryse et al. (2012).

Pr : Η μεταβλητή της κερδοφορίας. Υπολογίστηκε ως το πηλίκο των κερδών προ τόκων και φόρων προς τα συνολικά περιουσιακά στοιχεία, δηλαδή ως την απόδοση των συνολικών κεφαλαίων (ROA). Ο συγκεκριμένος αριθμοδείκτης είναι ο πλέον διαδεδομένος σε τέτοιου είδους μελέτες. Ενδεικτικά και όχι περιοριστικά αναφέρονται οι ακόλουθες: Liang et al. (2020), Dommes et al. (2019), Ballios et al. (2016) και Gaud et al. (2005).

Si : Η μεταβλητή του μεγέθους της επιχείρησης. Προσδιορίζεται μέσω του φυσικού λογαρίθμου των συνολικών περιουσιακών στοιχείων, όπως έχουν κάνει οι Vo (2017), Danso και Adomako (2014), Moradi και Paulet (2019) και Hall et al. (2004).

Ta : Η μεταβλητή της απτότητας. Προσεγγίζεται από το άθροισμα των παγίων υλικών περιουσιακών στοιχείων και των αποθεμάτων προς το σύνολο των περιουσιακών στοιχείων. Αν και οι περισσότεροι συγγραφείς χρησιμοποιούν μόνο τα πάγια υλικά περιουσιακά στοιχεία προς το σύνολο των περιουσιακών στοιχείων όπως πρότειναν οι Rajan και Zingales (1995), στην παρούσα ακολουθείται η πρόταση των Kremper et al. (1999), καθώς και τα αποθέματα μπορούν να χρησιμοποιηθούν ως ενέχυρα ή εγγυήσεις. Τη μέθοδο αυτή έχουν ακολουθήσει και άλλοι ερευνητές (Vo, 2017; Adair & Adaskou, 2017; Ghazuan, 2013).

NDTS : Η μεταβλητή της φορολογική εξοικονόμηση που δε σχετίζεται με το χρέος. Υπολογίστηκε ως το πηλίκο των αποσβέσεων προς τα συνολικά περιουσιακά στοιχεία. Ο συγκεκριμένος αριθμοδείκτης προτάθηκε από τους DeAngelo και Masulis (1980), αλλά χρησιμοποιείται εκτεταμένα ακόμα και σήμερα (Moradi & Paulet, 2019; Daskalakis et al., 2017; Cortez & Suzanto, 2012).

Cr : Η μεταβλητή του κινδύνου χώρας. Δεν υπάρχει μία ενιαία αντιμετώπιση για την προσέγγιση του κόστους της χρηματοοικονομικής δυσπραγίας. Αρκετές μελέτες χρησιμοποιούν το μοντέλο Z του Altman, σύμφωνα με το οποίο παράγεται μία τιμή η οποία συνδέεται θετικά με την πιθανότητα πτώχευσης (Piauw & Jais, 2014; Mackie-Mason, 1990) ή άλλες αντίστοιχες μεθόδους (Adair & Adaskou, 2017). Ωστόσο, στα πλαίσια της παρούσας μελέτης, δεν επικεντρωνόμαστε στα πλαίσια του κόστους χρηματοοικονομικής δυσπραγίας της κάθε επιχείρησης, αλλά στη χρηματοοικονομική δυσπραγία που επιφέρει η χρηματοοικονομική κρίση στο σύνολο των επιχειρήσεων. Για το λόγο αυτό, προσεγγίζεται μέσω της μεταβολής στην πιστοληπτική ικανότητα μιας οικονομίας. Συγκεκριμένα, υπολογίστηκε ο ετήσιος μέσος όρος των αξιολογήσεων πιστοληπτικής ικανότητας των Standard and Poor's, Fitch και Moody για κάθε χώρα. Η αύξηση (μείωση) αυτής της μεταβλητής ερμηνεύεται ως αύξηση (μείωση) των επιτοκίων για επιχειρηματικά δάνεια με αποτέλεσμα την αύξηση (μείωση) κόστους χρηματοοικονομικής δυσχέρειας.

Tr : Η μεταβλητή των εταιρικών φορολογικών συντελεστών. Η φορολογική επιβάρυνση των εταιριών συνήθως προσεγγίζεται μέσω του αποτελεσματικού (effective) συντελεστή φορολόγησης, ο οποίος υπολογίζεται ως το πηλίκο των φόρων προς τα κέρδη προ τόκων (Le & Phan, 2017). Και πάλι, ωστόσο, στα πλαίσια της παρούσας διδακτορικής διατριβής, μας ενδιαφέρει η επίδραση των

θεσπισμένων από το κράτος (statutory) φορολογικών συντελεστών, καθώς ενδιαφερόμαστε να εξετάσουμε εάν η μεταβολή του επιδρά στη συμπεριφορά της κεφαλαιακής δομής των επιχειρήσεων (Cohn et al., 2020). Για το λόγο αυτό, χρησιμοποιήθηκε το άθροισμα των φορολογικών συντελεστών και του κόστους κοινωνικής ασφάλισης ως ποσοστό των εσόδων των επιχειρήσεων. Η αύξηση (μείωση) αυτής της μεταβλητής οδηγεί σε αύξηση (μείωση) της φορολογικής επιβάρυνσης των επιχειρήσεων.

Επιπλέον, χρησιμοποιούνται δύο ψευδομεταβλητές. Μέσω αυτών υλοποιείται η διάκριση μεταξύ των ετών με κανονικές οικονομικές συνθήκες, των ετών με οικονομική κρίση και των ετών κατά τη διάρκεια των οποίων οι οικονομίες στηρίζονται μέσω προγραμμάτων των EFSF/ESM. Η χρήση ψευδομεταβλητών για το συγκεκριμένο σκοπό έχει υλοποιηθεί και σε παλαιότερες έρευνες (Moradi & Paulet, 2019). Αυτές οι ψευδομεταβλητές περιγράφονται παρακάτω:

D : Η ψευδομεταβλητή για τα χρόνια που η οικονομία υποστηρίζεται από προγράμματα των EFSF/ESM. Η συγκεκριμένη ψευδομεταβλητή χρησιμοποιείται για τέσσερις χώρες (Κύπρος, Ελλάδα, Ιρλανδία και Πορτογαλία), στις οποίες η οικονομική κρίση κατέληξε σε έντονη κρίση χρέους, με αποτέλεσμα οι συγκεκριμένες χώρες να αναγκαστούν να υλοποιήσουν προγράμματα που υποστηρίχθηκαν από το Ευρωπαϊκό Ταμείο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας και/ή τον Ευρωπαϊκό Μηχανισμό Σταθερότητας, μέσω των οποίων άσκησαν αυστηρή περιοριστική δημοσιονομική πολιτική. Η εικονική μεταβλητή ισούται με 1 για τα έτη μετά την εισαγωγή των προγραμμάτων, διαφορετικά είναι 0.

D_{ifc} : Η ψευδομεταβλητή για τα έτη που η οικονομία πλήττεται από τις συνέπειες της χρηματοοικονομικής κρίσης του 2007. Η εικονική μεταβλητή είναι ίση με 1 όταν και ο ετήσιος ρυθμός οικονομικής ανάπτυξης είναι αρνητικός και η ψευδομεταβλητή των προγραμμάτων EFSF/ESM είναι μηδέν και 0 διαφορετικά.

Τα παραπάνω τρία δυναμικά μοντέλα εκτιμήθηκαν χρησιμοποιώντας τη Γενικευμένη Μέθοδο των Στιγμών προκειμένου να αντιμετωπιστούν πιθανά προβλήματα ενδογένειας (Roodman, 2009; Ullah et al., 2018). Τα προβλήματα ενδογένειας αναφέρονται σε παραλειπόμενες προβλέπουσες μεταβλητές, ταυτόχρονες αμφίδρομες επιδράσεις, και σφάλματα μέτρησης (Wooldridge, 2012). Η μεθοδολογία του System-GMM προτιμήθηκε από το Difference-GMM, δεδομένου ότι τα δεδομένα

αποτελούνται από ένα μεγάλο δείγμα επιχειρήσεων, αλλά σχετικά μικρής περιόδου (Arellano & Bover, 1995), ενώ ο αριθμός των υστερήσεων της εξαρτημένης μεταβλητής επιλέχθηκε έτσι ώστε να ικανοποιούνται ο έλεγχος της εγκυρότητας οργάνου των Sargan / Hansen και ο έλεγχος για σειριακή συσχέτιση δεύτερης τάξης (Arellano & Bond, 1991). Ταυτόχρονα, πραγματοποιήθηκαν έλεγχοι Wald για να εξεταστεί το πρόσημο των συντελεστών των μεταβλητών (Ghazouani, 2013; Degryse et al, 2012).

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4°. Εμπειρική Διερεύνηση

4.1 Κεφαλαιακή Δομή Ελληνικών Επιχειρήσεων και Κρίση

4.1.1 Σκοπός και Ερευνητικά Ερωτήματα

Η παρούσα μελέτη διερευνά εάν η θεωρία αντιστάθμισης ή η θεωρία ιεράρχησης πηγών χρηματοδότησης εξηγεί καλύτερα τις αποφάσεις περί κεφαλαιακής δομής 142 εισηγμένων μη χρηματοοικονομικών εταιρειών που διαπραγματεύονται στο Χρηματιστήριο Αθηνών για την περίοδο 2008-2014. Το αρχικό δείγμα αποτελούνταν από 159 εταιρείες, αλλά 17 από αυτές εξήχθησαν μετά από διαδικασία εντοπισμού και αποκλεισμού ακραίων σημείων (outliers). Η συνολική περίοδος διακρίνεται σε δύο υποπεριόδους: η πρώτη ξεκινά το 2008 και τελειώνει το 2010, ενώ η δεύτερη το 2011 έως το 2014. Σε αυτό το σημείο, πρέπει να αναφερθεί ότι το 2010 είναι το έτος που η Ελλάδα εισήλθε στο Μνημόνιο Κατανόησης με τη λεγόμενη «Τρόικα» (Ευρωπαϊκή Επιτροπή, Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα, Διεθνές Νομισματικό Ταμείο) για την αντιμετώπιση των επιπτώσεων της κρίσης χρέους. Η ερμηνευτική ικανότητα της κάθε θεωρίας κεφαλαιακής δομής εξετάζεται, εκτός από τη συνολική περίοδο, και σε κάθε μία από αυτές τις υποπεριόδους.

Συγκεκριμένα, τα ερευνητικά ερωτήματα που τίθενται από την παρούσα μελέτη είναι:

[1] Η θεωρία του ιεράρχησης εξηγεί τη συμπεριφορά της κεφαλαιακής δομής των ελληνικών επιχειρήσεων κατά τις τρεις εξεταζόμενες περιόδους;

[2] Η θεωρία αντιστάθμισης παρουσιάζει τη μεγαλύτερη ερμηνευτική δύναμη αναφερόμενη ως προς τις αποφάσεις κεφαλαιακής δομής των ελληνικών επιχειρήσεων;

[3] Ποια θεωρία ερμηνεύει καλύτερα την κεφαλαιακή δομή των ελληνικών εταιρειών;

4.1.2 Ερευνητικές Υποθέσεις

Ο τρόπος με τον οποίο οι κρίσεις επηρεάζουν τις αποφάσεις της κεφαλαιακής διάρθρωσης των εταιρειών είναι, σύμφωνα με τις δύο θεωρίες, διαφορετικός, καθώς οι θεωρίες αντιστάθμισης και ιεράρχησης έρχονται σε αντίθεση μεταξύ τους όσον

αφορά στην αλλαγή του δείκτη χρέους που προκαλεί μία κρίση. Συγκεκριμένα, όπως παρουσιάζεται παραπάνω, η θεωρία αντιστάθμισης ισχυρίζεται ότι, λόγω της αύξησης του κόστους πτώχευσης, οι επιχειρήσεις αναμένεται να μειώσουν τους δείκτες χρέους τους, ενώ λόγω της μείωσης των κερδών που παρακρατούνται, οι κεφαλαιακές ανάγκες των επιχειρήσεων θα αυξηθούν και αναμένεται, σύμφωνα με τη θεωρία ιεράρχησης, οι εταιρίες τελικά να αυξήσουν το χρέος τους.

Αυτές οι υποθέσεις, ωστόσο, λαμβάνουν υπόψη μόνο την αύξηση του κινδύνου στις αγορές και την πραγματική οικονομία και παραμελούν την περίπτωση μιας κρίσης χρέους όπως αυτή στην Ελλάδα. Στην περίπτωση της κρίσης χρέους, η κυβέρνηση πρέπει να εξισορροπήσει το δημοσιονομικό της έλλειμμα μειώνοντας τα έξοδά της και αυξάνοντας τα έσοδά της. Ως αποτέλεσμα, οι φορολογικοί συντελεστές αυξάνονται. Στην περίπτωση της Ελλάδας, η ελληνική κυβέρνηση έχει προχωρήσει σε αυξήσεις των φορολογικών συντελεστών πολλές φορές από το 2010 έως σήμερα. Η θεωρία αντιστάθμισης ισχυρίζεται ότι όταν αυξάνονται οι φορολογικοί συντελεστές, αυξάνεται επίσης η φορολογική εξοικονόμηση. Έτσι, σε μια οικονομία που υφίσταται κρίση χρέους, η βέλτιστη κεφαλαιακή διάρθρωση επηρεάζεται όχι μόνο αρνητικά από την αύξηση του κόστους πτώχευσης, αλλά και θετικά από την αύξηση των φορολογικών συντελεστών. Το μέγεθος αυτών των επιρροών θα καθορίσει την τελική αλλαγή του βέλτιστου δείκτη χρέους. Υποθέτοντας ότι ο αντίκτυπος του κόστους πτώχευσης είναι ισχυρότερος από τον αντίκτυπο των φορολογικών συντελεστών, ο βέλτιστος λόγος χρέους αναμένεται να μειωθεί. Από την άλλη πλευρά, υποθέτοντας ότι ο αντίκτυπος των φορολογικών συντελεστών είναι μεγαλύτερος από τον αντίκτυπο του κόστους πτώχευσης, ο βέλτιστος λόγος χρέους αναμένεται να αυξηθεί. Πιστεύουμε ότι η συνολική φορολογική επιβάρυνση των εταιριών έχει αυξηθεί υπερβολικά στην Ελλάδα. Ως αποτέλεσμα, αναμένουμε ότι ο δείκτης χρέους των ελληνικών εταιριών αυξήθηκε κατά τη διάρκεια της κρίσης. Αυτή η πρόταση αποτελεί την πρώτη μας υπόθεση:

1η Ερευνητική Υπόθεση: Ο δείκτης χρέους των ελληνικών εταιριών αυξήθηκε κατά τη διάρκεια της κρίσης.

Η παραπάνω υπόθεση είναι πιο σημαντική αν λάβουμε υπόψη το γεγονός ότι το ελληνικό τραπεζικό σύστημα περιόρισε την παροχή πιστώσεων και μείωσε τα κεφάλαια που ήταν διαθέσιμα για τις εταιρείες, όχι μόνο λόγω της έλλειψης

ρευστότητας στις ευρωπαϊκές αγορές και της κατάρρευσης της εμπιστοσύνης μεταξύ των ευρωπαϊκών τραπεζών (Fratzscher et al, 2016), αλλά και λόγω του τραπεζικού πανικού που εκδηλώθηκε στην Ελλάδα και επιδείνωσε την κεφαλαιακή τους επάρκεια (Odendahl, 2015). Ως αποτέλεσμα, για να επιτευχθεί μια αύξηση του δείκτη χρέους των ελληνικών εταιριών, θα πρέπει αυτές να έχουν καταβάλει σημαντική προσπάθεια. Δεδομένου του γεγονότος ότι οι τράπεζες δεν αναμένεται να δανείζουν σε ανασφαλείς εταιρείες, πιθανότατα πείστηκαν από τα αναμενόμενα μελλοντικά κέρδη που παρουσίασαν οι εταιρείες. Αυτή η πεποίθηση οδηγεί στη δεύτερη υπόθεση:

2η Ερευνητική Υπόθεση: Οι ελληνικές εταιρείες αναδιάταξαν την κεφαλαιακή τους δομή κατά τη διάρκεια της κρίσης σύμφωνα με τη θεωρία Αντιστάθμισης.

Από την άλλη πλευρά, οι οικονομικές συνθήκες της ελληνικής οικονομίας ήταν αρκετά σταθερές πριν από το 2010. Επομένως, δεν υπήρχε ανάγκη για ανακατανομή των κεφαλαίων, ενώ το τραπεζικό σύστημα διατήρησε την πιστωτική επέκταση σε σχεδόν σταθερό επίπεδο. Έτσι, ακόμη και αν υπήρχε η βέλτιστη κεφαλαιακή διάρθρωση, οι εταιρείες τη διατήρησαν αυξάνοντας το χρέος σύμφωνα με τα παρακρατούμενα κέρδη που έλαβαν. Ως αποτέλεσμα, η τρίτη υπόθεσή μας υποστηρίζει ότι και οι δύο θεωρίες υπάρχουν κατά την περίοδο πριν από την κρίση του χρέους.

3η Ερευνητική Υπόθεση: Και η θεωρία ιεράρχησης και η θεωρία αντιστάθμισης μπορούν να εξηγήσουν τις αποφάσεις της κεφαλαιακής διάρθρωσης των ελληνικών επιχειρήσεων πριν από την κρίση του χρέους.

4.1.3 Δεδομένα και Μεθοδολογία

Το σύνολο δεδομένων αποτελείται από 142 μη χρηματοοικονομικές ελληνικές εταιρείες που είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αθηνών. Οι μεταβλητές που χρησιμοποιήθηκαν στην ανάλυσή μας υπολογίστηκαν από τους λογαριασμούς ισολογισμού και καταστάσεων εισοδήματος, που αντλήθηκαν από τη βάση δεδομένων Hellastat, για την περίοδο 2008-2014.

Η μεθοδολογία που ακολουθείται είναι εκείνη των Shyam-Sunder και Myers (1999), που αναλύθηκε στην ενότητα 3.4.1. Τα εκτιμημένα υποδείγματα (1), (3) και (4) παρουσιάζονται στην επόμενη ενότητα. Ο Πίνακας 4-1 δείχνει τα περιγραφικά

στατιστικά στοιχεία των βασικών μεταβλητών των τριών υποδειγμάτων για το σύνολο των 142 μη χρηματοοικονομικών εταιρειών που είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αθηνών.

Πίνακας 4- 1: Περιγραφικά Στατιστικά Ελλείμματος Χρηματοδότησης και Δείκτη Χρέους

	Έτος							Περίοδος		
	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2008-2010	2011-2014	2008-2014
<i>Μακροπρόθεσμες Υποχρεώσεις προς Καθαρά Περιουσιακά Στοιχεία (D_{ii})</i>										
M.O.	27.62%	26.61%	25.84%	25.22%	24.93%	29.78%	33.61%	26.69%	28.39%	27.42%
T.A.	18.84%	19.50%	19.53%	19.86%	21.81%	35.33%	36.83%	19.26%	29.61%	24.91%
N	142	142	142	142	142	142	142	426	568	1136
<i>Έλλειμμα Χρηματοδότησης προς Καθαρά Περιουσιακά Στοιχεία (Def_{ii})</i>										
M.O.	18.01%	12.52%	15.23%	19.54%	-10.57%	93.08%	43.78%	15.25%	36.46%	27.37%
T.A.	30.25%	32.96%	35.63%	48.31%	682.84%	504.22%	198.95%	33.02%	437.08%	331.15%
N	142	142	142	142	142	142	142	426	568	994

Όπως φαίνεται από τον Πίνακα 4-1, ο μέσος όρος του μακροπρόθεσμου χρέους των επτά ετών ανέρχεται σε 27,42% ($\pm 24,91\%$). Συγκεκριμένα, κατά την πρώτη υποπερίοδο η μέση τιμή του δείκτη ανέρχεται σε 26,69% ($\pm 19,26\%$), ενώ κατά τη δεύτερη αυξάνεται σε 28,39% ($\pm 29,61\%$). Επιπλέον, κατά τη διάρκεια της δεύτερης περιόδου υπάρχει σταθερή ισχυρή ανοδική τάση, οδηγώντας τον δείκτη χρέους το 2014 στη μέγιστη αξία του, που ανέρχεται σε 33,61%. Από την άλλη πλευρά, ο δείκτης ελλείμματος χρηματοδότησης ανέρχεται κατά μέσο όρο σε 27,37% ($\pm 331,15\%$) για ολόκληρη την επταετή περίοδο, ενώ οι τιμές του είναι 15,25% ($\pm 33,02\%$) και 36,46% ($\pm 437,08\%$) για την περίοδο 2008-2010 και 2011-2014 αντίστοιχα. Αύξηση του λόγου παρατηρείται επίσης στη δεύτερη περίοδο, η οποία, ωστόσο, δεν εκφράζεται ως γενική τάση, καθώς σημειώνονται σημαντικές μεταβολές. Συγκεκριμένα, από τα αρνητικά επίπεδα το 2012 αυξάνεται έως και το επίπεδο του 100% περίπου το 2013 για να μειωθεί κατά περίπου 50% για το 2014. Η συσχέτιση των δύο μεταβλητών είναι επίσης ενδιαφέρουσα, ακόμα κι αν δεν εμφανίζεται στον πίνακα. Ο συντελεστής συσχέτισης κατά την συνολική περίοδο είναι 15,86% και στατιστικά σημαντικός σε επίπεδο σημαντικότητας 1%. Συγκεκριμένα, κατά την πρώτη υποπερίοδο ο συντελεστής ισούται με 11,82% ($p < 0,05$), ενώ στη δεύτερη υποπερίοδο είναι 17,70% ($p < 0,01$). Βάσει, λοιπόν, αυτών μπορούμε να προχωρήσουμε στις ακόλουθες παρατηρήσεις:

[1] Στην περίοδο πριν την κρίση, το μακροπρόθεσμο χρέος και το έλλειμμα χρηματοδότησης ως ποσοστά του συνόλου των καθαρών περιουσιακών στοιχείων

εμφανίζονται να παραμένουν σταθερά και μάλλον στο επιθυμητό επίπεδο, καθώς δεν συμβαίνουν σημαντικές αλλαγές, ενώ ο συσχετισμός τους είναι θετικός, αλλά ασθενής.

[2] Στην περίοδο της κρίσης, οι ίδιες μεταβλητές μεταβάλλουν τη συμπεριφορά τους. Συγκεκριμένα, το μακροπρόθεσμο χρέος προς σύνολο καθαρών περιουσιακών στοιχείων αυξάνεται σταδιακά, ενώ το έλλειμμα χρηματοδότησης αυξάνεται αλλά με σημαντικές διακυμάνσεις. Επιπλέον, ο θετικός αδύναμος συσχετισμός τους εμφανίζεται ενισχυμένος.

4.1.4 Αποτελέσματα Στατιστικής Ανάλυσης

4.1.4.1. Εκτίμηση των Βασικών Υποδειγμάτων

Ο Πίνακας 4-2 παρουσιάζει την εκτίμηση των τριών μοντέλων παλινδρόμησης για καθεμία από τις δύο υπό-περιόδους καθώς και για ολόκληρη την εξεταζόμενη περίοδο. Για κάθε μοντέλο, εκτός από τους συντελεστές του, παρουσιάζεται και ο συντελεστής προσδιορισμού R^2 .

Πίνακας 4- 2: Εκτιμημένα Υποδείγματα των θεωριών Αντιστάθμισης και Ιεράρχησης Πηγών Χρηματοδότησης βάσει της μεθοδολογίας Shyam-Sunder και Myers (1999) για δείγμα 142 μη χρηματοοικονομικών εισηγμένων ελληνικών επιχειρήσεων

<i>Εξαρτημένη Μεταβλητή</i>	Περίοδος		
	2008 - 2010	2011 - 2014	2008 – 2014
	Μεταβολή Μακροπρόθεσμων Υποχρεώσεων προς Καθαρά Περιουσιακά Στοιχεία (ΔDi)		
<i>Υπόδειγμα Ιεράρχησης Πηγών Χρηματοδότησης (Υπόδειγμα 1)</i>			
Σταθερός Όρος	0.013***	0.020*	0.012*
Συντελεστής Ιεράρχησης (b_{po})	0.341***	0.002	0.003
R^2	43.87%	0.09%	0.15%
<i>Υπόδειγμα Αντιστάθμισης (Υπόδειγμα 3)</i>			
Σταθερός Όρος	-0.004	0.012	0.005
Συντελεστής Προσαρμογής (b_{ta})	0.513***	0.805***	0.726***
R^2	31.09%	31.32%	30.29%
<i>Συνδυαστικό Υπόδειγμα (Υπόδειγμα 4)</i>			
Σταθερός Όρος	0.008**	0.012	0.005
Συντελεστής Ιεράρχησης (b_{po})	0.279***	0.001	0.001
Συντελεστής Προσαρμογής (b_{ta})	0.360***	0.805***	0.725***
R^2	57.71%	31.33%	30.32%

* $p < 0.10$ ** $p < 0.05$ *** $p < 0.01$

Ξεκινώντας με την πρώτη υποπερίοδο (2008-2010), η θεωρία της ιεράρχησης φαίνεται να εξηγεί ελαφρώς αποτελεσματικότερα τη συμπεριφορά της κεφαλαιακής δομής των επιχειρήσεων. Συγκεκριμένα, ο συντελεστής της θεωρίας ιεράρχησης είναι 0,341,

μικρότερος από τη μονάδα αλλά στατιστικά σημαντικός σε επίπεδο σημαντικότητας 1% ($p < 0,01$). Αντίστοιχα, ο συντελεστής προσαρμογής της θεωρίας αντιστάθμισης είναι ίσος με 0,513, στατιστικά σημαντικός στο ίδιο επίπεδο σημαντικότητας ($p < 0,01$), αλλά μικρότερος από τη μονάδα, γεγονός που αντικατοπτρίζει το θετικό κόστος προσαρμογής προς την βέλτιστη κεφαλαιακή δομή. Τέλος, ο συντελεστής της θεωρίας ιεράρχησης διατηρεί το μέγεθός του ($b_{PO}=0,279$, $p < 0,01$), ενώ ο συντελεστής προσαρμογής μειώνεται ($b_{TA}=0,360$, $p < 0,01$) στο μοντέλο της συνολικής παλινδρόμησης, αν και η ερμηνευτική δύναμη της παλινδρόμησης φαίνεται να βελτιώνεται. Αυτή η βελτίωση, ωστόσο, σε συνδυασμό με το γεγονός ότι τόσο ο συντελεστής προσαρμογής όσο και ο συντελεστής της θεωρίας ιεράρχησης παραμένουν σχετικά στο ίδιο επίπεδο, είναι επαρκείς ενδείξεις ώστε να μας επιτραπεί να υποθέσουμε ότι και οι δύο θεωρίες κεφαλαιακής διάρθρωσης είναι απαραίτητες έτσι ώστε να εξηγηθούν οι αποφάσεις κεφαλαιακής δομής των ελληνικών εταιριών. Αναλυτικότερα, η υποπερίοδος 2008-2010 φαίνεται να χαρακτηρίζεται και από τις δύο θεωρίες σύμφωνα με τις τιμές του R^2 . Κατά τη διάρκεια αυτής της περιόδου παρατηρούμε σημαντικά μεγαλύτερες τιμές του R^2 για την παλινδρόμηση που περιλαμβάνει και τις δύο ανεξάρτητες μεταβλητές. Συγκεκριμένα, $R^2_{BOTH}=57,71\% > R^2_{PO}=43,87\% > R^2_{TA}=31,09\%$. Συνεπώς, ούτε η θεωρία ιεράρχησης ούτε η θεωρία αντιστάθμισης αποτελεί την κυρίαρχη θεωρία που μπορεί να εξηγήσει τη συμπεριφορά της κεφαλαιακής δομής των ελληνικών εταιριών από το 2008 έως το 2010.

Κατά τη δεύτερη υποπερίοδο (2011-2014), η θεωρία αντιστάθμισης φαίνεται να προσαρμόζεται καλύτερα στην ερμηνεία των επιλογών κεφαλαιακής δομής. Συγκεκριμένα, ο συντελεστής της θεωρίας ιεράρχησης είναι μόλις 0,002, σημαντικά μικρότερος από τη μονάδα και όχι στατιστικά σημαντικός. Από την άλλη μεριά, ο συντελεστής προσαρμογής ισούται με 0,805, στατιστικά σημαντικός σε επίπεδο σημαντικότητας 1% ($p < 0,01$), αλλά και πάλι μικρότερος από τη μονάδα, γεγονός που αντικατοπτρίζει το θετικό κόστος προσαρμογής. Ταυτόχρονα, ο σταθερός συντελεστής του υποδείγματος της θεωρίας ιεράρχησης είναι ίσος με 0,02 και στατιστικά σημαντικός ($p < 0,10$), ενώ ο αντίστοιχος συντελεστής της θεωρίας αντιστάθμισης είναι 0,012 και όχι στατιστικά σημαντικός. Επομένως, η υποπερίοδος 2011-2014 φαίνεται να κυριαρχείται από τη θεωρία αντιστάθμισης. Αυτό προκύπτει και από τις τιμές του συντελεστή προσδιορισμού. Συγκεκριμένα, $R^2_{PO}=0,09\% < R^2_{TA}=31,32\%$, που σημαίνει

ότι η θεωρία αντιστάθμισης είναι η κυρίαρχη θεωρία που μπορεί να εξηγήσει τη συμπεριφορά της κεφαλαιακής δομής των ελληνικών εταιρειών από το 2010 έως το 2014. Το ίδιο συμπέρασμα συνάγεται και από το συνδυαστικό μοντέλο παλινδρόμησης, δεδομένου ότι ο συντελεστής προσαρμογής διατηρεί τα χαρακτηριστικά του ($b_{TA}=0,805$, $p<0,01$), ο συντελεστής της θεωρίας ιεράρχησης παραμένει στατιστικά μη σημαντικός και ο συντελεστής R^2 είναι σχεδόν ίσος με τον αντίστοιχο του μοντέλου αντιστάθμισης.

Τέλος, ο ίδιος πίνακας καταδεικνύει ότι η θεωρία της αντιστάθμισης φαίνεται να ταιριάζει καλύτερα στην εξήγηση των επιλογών της κεφαλαιακής διάρθρωσης κατά τη συνολική περίοδο 2008 - 2014. Ο συντελεστής ιεράρχησης είναι 0,003, σημαντικά μικρότερος από τη μονάδα και όχι στατιστικά σημαντικός, ενώ ο σταθερός όρος είναι ίσος με 0,012 και στατιστικά σημαντικός σε επίπεδο σημαντικότητας 10% ($p<0,10$). Αντίστοιχα, ο συντελεστής προσαρμογής είναι ίσος με 0,726, στατιστικά σημαντικός σε επίπεδο σημαντικότητας 1% ($p<0,01$), ενώ ο σταθερός όρος του μοντέλου είναι στατιστικά μη σημαντικός. Επιπλέον, η περίοδος 2008-2014 κυριαρχείται από τη θεωρία αντιστάθμισης, σύμφωνα και με τις τιμές του συντελεστή προσδιορισμού, αφού το $R^2_{PO}=0,15\% > R^2_{TA}=30,29\%$. Αυτό σημαίνει ότι το μοντέλο ιεράρχησης εξηγεί το 0,15% της μεταβλητότητας των μεταβολών των δεικτών των μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων προς το σύνολο των καθαρών περιουσιακών στοιχείων για τις ελληνικές εταιρίες, ενώ το μοντέλο αντιστάθμισης εξηγεί το 30,29%. Έτσι, από το 2008 έως το 2014, η κεφαλαιακή δομή των ελληνικών εταιρειών εξηγείται αποτελεσματικότερα από τη θεωρία αντιστάθμισης. Αυτό το συμπέρασμα υπονοείται επίσης από τις εκτιμήσεις του συνολικού μοντέλου παλινδρόμησης, καθώς ο συντελεστής προσαρμογής διατηρεί το μέγεθός του ($b_{TA}=0,725$, $p<0,01$), ενώ ο συντελεστής της θεωρίας ιεράρχησης δεν παραμένει σημαντικός και ο συντελεστής R^2 είναι σχεδόν στο ίδιο επίπεδο με τον αντίστοιχο του υποδείγματος της θεωρίας αντιστάθμισης.

Σύμφωνα, λοιπόν, με τα αποτελέσματα της εμπειρικής ανάλυσης, η θεωρία αντιστάθμισης φαίνεται να είναι καταλληλότερη για την εξήγηση του συνδυασμού των πηγών χρηματοδότησης των ελληνικών εταιρειών κατά την περίοδο 2008-2014, καθώς και κατά την περίοδο 2011-2014. Αντιθέτως, και οι δύο μέθοδοι εμφανίζονται απαραίτητες για την ερμηνεία της κεφαλαιακής δομής των εταιριών κατά την περίοδο 2008-2011. Ωστόσο, τα συμπεράσματα αυτά πρέπει να ελεγχθούν περαιτέρω. Αυτοί οι έλεγχοι εκτελούνται από τους διαγνωστικούς ελέγχους που ακολουθούν.

4.1.4.2. Πρώτος Διαγνωστικός Έλεγχος της μεθοδολογίας Shyam-Sunder και Myers (1999)

Τα αποτελέσματα αυτού του ελέγχου εμφανίζονται στον Πίνακα 4-3. Όπως φαίνεται από αυτόν, καμία από τις παραλλαγές δεν παράγει αποτελέσματα που είναι πραγματικά διαφορετικά από τα αποτελέσματα που έχουν ήδη περιγραφεί και συζητηθεί στον Πίνακα 4-2. Εναλλακτικά, τα αποτελέσματα του Πίνακα 4-3 είναι σχεδόν ταυτόσημα με τα αποτελέσματα του Πίνακα 4-2 όσον αφορά στο μέγεθος, τα πρόσημα και τη στατιστική σημαντικότητα των μεταβλητών. Ως αποτέλεσμα, μέχρι τώρα, τα εκτιμώμενα μοντέλα και τα συμπεράσματα που εξήχθησαν στην προηγούμενη ενότητα είναι ισχυρά.

Πίνακας 4- 3: Πρώτος Διαγνωστικός Έλεγχος της μεθοδολογίας Shyam-Sunder και Myers (1999) για δείγμα 142 μη χρηματοοικονομικών εισηγμένων ελληνικών επιχειρήσεων –Διαφοροποίηση των Υποδειγμάτων

<i>Εξαρτημένη Μεταβλητή</i>	Περίοδος			Περίοδος		
	2008 - 2010	2011 - 2014	2008 – 2014	2008 - 2010	2011 - 2014	2008 – 2014
	Μεταβολή Μακροπρόθεσμου Καθαρού Χρέους προς Καθαρά Περιουσιακά Στοιχεία (ΔND_{it})			Μεταβολή Μακροπρόθεσμων Υποχρεώσεων προς Κύκλο Εργασιών ($\Delta D_{it}/Sales_{it}$)		
<i>Υπόδειγμα Ιεράρχησης Πηγών Χρηματοδότησης (Υπόδειγμα 1)</i>						
Σταθερός Όρος	0.008	0.023*	0.010	3.452	-6.039*	-1.986
Συντελεστής Ιεράρχησης (b_{po})	0.408***	0.005	0.006**	2.316***	0.470***	1.444***
R ²	32.21%	0.04%	0.47%	57.27%	2.12%	21.13%
<i>Υπόδειγμα Αντιστάθμισης (Υπόδειγμα 3)</i>						
Σταθερός Όρος	-0.007	0.009	0.003	0.112	-1.575	1.589
Συντελεστής Προσαρμογής (b_{ta})	0.541***	0.780***	0.702***	1.767***	0.996***	1.058***
R ²	32.27%	30.93%	30.50%	21.62%	81.36%	49.60%
<i>Συνδυαστικό Υπόδειγμα (Υπόδειγμα 4)</i>						
Σταθερός Όρος	0.005	0.010	0.004	-0.500	-2.598	-2.624
Συντελεστής Ιεράρχησης (b_{po})	0.322***	0.003	0.004	2.091***	0.333***	1.198***
Συντελεστής Προσαρμογής (b_{ta})	0.427***	0.778***	0.699***	0.647***	0.991***	0.989***
R ²	50.87%	31.05%	30.66%	59.63%	82.42%	63.93%
	Μεταβολή Μακροπρόθεσμου Καθαρού Χρέους προς Καθαρά Περιουσιακά Στοιχεία (ΔD_{it})			Μεταβολή Μακροπρόθεσμου Καθαρού Χρέους προς Καθαρά Περιουσιακά Στοιχεία (ΔD_{it})		
<i>Εξαρτημένη Μεταβλητή</i>	Τυχαίες Επιδράσεις			Σταθερές Επιδράσεις		
Μέθοδος						
<i>Υπόδειγμα Ιεράρχησης Πηγών Χρηματοδότησης (Υπόδειγμα 1)</i>						
Σταθερός Όρος	0.013***	0.020	0.012	0.015***	0.020*	0.012*
Συντελεστής Ιεράρχησης (b_{po})	0.345***	0.002	0.003	0.398***	0.003	0.004
R ²	44.63%	0.07%	0.14%	65.53%	12.63%	7.62%
<i>Υπόδειγμα Αντιστάθμισης (Υπόδειγμα 3)</i>						
Σταθερός Όρος	-0.004	0.011	0.005	-0.007*	0.011	0.005
Συντελεστής Προσαρμογής (b_{ta})	0.551***	0.817***	0.733***	0.936***	0.865***	0.703***
R ²	33.18%	32.15%	30.89%	66.57%	45.10%	33.89%
<i>Συνδυαστικό Υπόδειγμα (Υπόδειγμα 4)</i>						
Σταθερός Όρος	0.008**	0.011	0.005	0.005*	0.011	0.005
Συντελεστής Ιεράρχησης (b_{po})	0.284***	0.001	0.001	0.271***	0.001	0.002
Συντελεστής Προσαρμογής (b_{ta})	0.421***	0.805***	0.725***	0.652***	0.864***	0.702***
R ²	62.49%	31.33%	30.32%	81.03%	45.10%	33.93%

* $p < 0.10$ ** $p < 0.05$ *** $p < 0.01$

4.1.4.3. Δεύτερος Διαγνωστικός Έλεγχος της μεθοδολογίας Shyam-Sunder και Myers (1999)

Η εκτίμηση των δύο μοντέλων με ανεξάρτητες μεταβλητές τα αναμενόμενα και όχι τα πραγματικά ελλείμματα χρηματοδότησης και ορισμένες παραλλαγές αυτών εμφανίζονται στον Πίνακα 4-4. Παρατηρείται ότι οι συντελεστές των αναμενόμενων ελλειμμάτων είναι μικρότεροι από τον πραγματικό συντελεστή της θεωρίας ιεράρχησης του Πίνακα 4-2, μια μεταβολή που αναμενόταν δεδομένου ότι δεν περιλαμβάνουν ορισμένα σημαντικά στοιχεία του ελλείμματος χρηματοδότησης, ενώ οι συντελεστές προσδιορισμού παραμένουν σε χαμηλά επίπεδα όπως ακριβώς και στο αρχικό μοντέλο. Ωστόσο, οι συντελεστές των αναμενόμενων ελλειμμάτων είναι στατιστικά σημαντικοί και θετικοί, ενώ οι σταθεροί συντελεστές είναι πραγματικά κοντά στο μηδέν. Ως αποτέλεσμα, το μοντέλο της θεωρίας ιεράρχησης, όπως εκτιμάται παραπάνω, έχει τη δυνατότητα να συλλάβει και να εκφράσει τις προγραμματισμένες οικονομικές ανάγκες των επιχειρήσεων. Παρόμοια αποτελέσματα εξάγονται μελετώντας τα αποτελέσματα για τα υποδείγματα που περιλαμβάνουν και τον συντελεστή προσαρμογής του μοντέλου αντιστάθμισης.

Πίνακας 4- 4: Δεύτερος Διαγνωστικός Έλεγχος της μεθοδολογίας Shyam-Sunder και Myers (1999) για δείγμα 142 μη χρηματοοικονομικών εισηγμένων ελληνικών επιχειρήσεων – Αναμενόμενα και όχι πραγματικά ελλείμματα χρηματοδότησης

Περίοδος	2008-2014			
Εξαρτημένη Μεταβλητή	Μεταβολή Μακροπρόθεσμων Υποχρεώσεων προς Καθαρά Περιουσιακά Στοιχεία (ΔDi)			
<i>Υπόδειγμα Ιεράρχησης Πηγών Χρηματοδότησης (Υπόδειγμα 1)</i>				
Σταθερός Όρος	0.008	0.012*	0.013*	0.013***
Συντελεστής Ιεράρχησης (b_{po}) για $E(Def_1)^a$	0.008***	0.007**		
Συντελεστής Ιεράρχησης για $Def_{it} - E(Def_1)^a$		$3.2 \cdot 10^{-10}***$		
Συντελεστής Ιεράρχησης (b_{po}) για $E(Def_2)^b$			$2.9 \cdot 10^{-10}***$	$2.9 \cdot 10^{-10}***$
Συντελεστής Ιεράρχησης για $Def_{it} - E(Def_{2,it-1})^b$				$1.8 \cdot 10^{-11}$
R ²	0.90%	4.11%	2.73%	2.74%
<i>Υπόδειγμα Αντιστάθμισης (Υπόδειγμα 3)</i>				
Σταθερός Όρος	0.004	0.006	0.006	0.006
Συντελεστής Προσαρμογής (b_{ta})	0.743***	0.724***	0.712***	0.704***
Συντελεστής Ιεράρχησης (b_{po}) για $E(Def_1)^a$	0.004	0.003		
Συντελεστής Ιεράρχησης για $Def_{it} - E(Def_1)^a$		$2.2 \cdot 10^{-10}***$		
Συντελεστής Ιεράρχησης (b_{po}) για $E(Def_2)^b$			$2.0 \cdot 10^{-10}***$	$2.1 \cdot 10^{-10}***$
Συντελεστής Ιεράρχησης για $Def_{it} - E(Def_{2,it-1})^b$				$2.9 \cdot 10^{-10}**$
R ²	29.72%	31.19%	31.54%	31.92%

* $p < 0.10$ ** $p < 0.05$ *** $p < 0.01$

^a $E(Def_1)$ είναι το αναμενόμενο έλλειμμα χρηματοδότησης εκφρασμένο ως το έλλειμμα χρηματοδότησης της προηγούμενης χρήσης [$E(Def_1) = Def_{it-1}$]

^b $E(Def_2)$ είναι το αναμενόμενο έλλειμμα χρηματοδότησης εκφρασμένο ως το έλλειμμα χρηματοδότησης με τις υστερημένες τιμές των λειτουργικών ταμειακών ροών και των μεταβολών στο καθαρό κεφάλαιο κίνησης

4.1.5 Συζήτηση Αποτελεσμάτων

Αρχικά, θα πρέπει να αναφερθεί ότι οι διαγνωστικοί έλεγχοι που διεξήχθησαν εξασφάλισαν σε μεγάλο βαθμό την αξιοπιστία των αποτελεσμάτων του Πίνακα 4-2. Σύμφωνα με αυτόν, η θεωρία αντιστάθμισης μπορεί να εξηγήσει αποτελεσματικά τις αποφάσεις κεφαλαιακής δομής των ελληνικών εταιριών τόσο για την περίοδο 2011-2014 όσο και για τη συνολική περίοδο από το 2008 έως το 2014. Σε συνδυασμό με την αύξηση της χρηματοοικονομικής μόχλευσης που προέρχεται από τον Πίνακα 4-1, οι ελληνικές εταιρείες φαίνεται να προσαρμόζουν την κεφαλαιακή δομή προκειμένου να επωφεληθούν από τη φορολογική εξοικονόμηση. Συνεπώς, επιτρέπεται να ισχυριστούμε ότι η φορολογική εξοικονόμηση του χρέους φαίνεται να έχει υψηλότερο αντίκτυπο από την αύξηση του κόστους χρηματοοικονομικής δυσπραγίας που το συνοδεύει. Από την άλλη πλευρά, κατά την περίοδο 2008-2010, οι σχετικές αποφάσεις εξηγούνται καλύτερα με το συνδυασμό των δύο θεωριών. Αυτά τα αποτελέσματα οδηγούν στην αποδοχή και των τριών υποθέσεων της παρούσας μελέτης.

Τα παραπάνω συμπεράσματα συμφωνούν με προηγούμενες μελέτες που διαπίστωσαν επίσης ότι οι δύο θεωρίες δεν είναι αμοιβαία αποκλειόμενες και ότι ο συνδυασμός τους μπορεί να παράσχει υψηλότερη ερμηνευτική ισχύ στην πρόβλεψη της κεφαλαιακής δομής των επιχειρήσεων (Serrrasqueiro & Caetano, 2015; Zhang & Kanazaki, 2007; Sogorb-Mira & Lopez-Gracia, 2003). Από την άλλη πλευρά, η παρούσα μελέτη αντιτίθεται στα συμπεράσματα των περισσότερων μελετών για τις ελληνικές εταιρείες που υποστήριξαν την ύπαρξη της υπόθεσης της ιεράρχησης (Agiormigiannakis et al, 2004; Daskalakis et al, 2003; Daskalakis & Psillaki, 2008; Daskalakis & Psillaki, 2009; Eriotis et al, 2007) και συντάσσεται με τους ερευνητές που ισχυρίστηκαν ότι υπάρχει μια βέλτιστη κεφαλαιακή δομή που επιδιώκουν οι ελληνικές εταιρείες (Vasiliou et al, 2009).

Λαμβάνοντας υπόψη το γεγονός ότι οι 142 εταιρείες που περιλαμβάνονται στη μελέτη μας αντιπροσωπεύουν ένα ικανοποιητικό δείγμα των μεγαλύτερων εταιρειών στην Ελλάδα, το γεγονός ότι η συμπεριφορά της κεφαλαιακής τους δομής εξηγείται και από τις δύο θεωρίες μέχρι το 2010, δηλαδή το έτος που η ελληνική οικονομία εισήλθε στο μνημόνιο κατανόησης, επιτρέπει να συμπεράνουμε ότι υπό «κανονικές» συνθήκες η κεφαλαιακή δομή των μεγαλύτερων εταιρειών δεν εξηγείται καλύτερα από καμία από τις δύο θεωρίες, αλλά και οι δύο μπορεί να συμβάλουν με διαφορετικό τρόπο. Όπως

αναφέρθηκε παραπάνω, σε «κανονικές» οικονομικές συνθήκες μπορεί να επιτευχθεί μια βέλτιστη κεφαλαιακή διάρθρωση προσαρμόζοντας τα φθηνά δανειακά κεφάλαια σε σταθερή αναλογία με την εσωτερική χρηματοδότηση που επιτυγχάνουν οι εταιρείες.

Κατά την περίοδο 2011-2014, οι αλλαγές που εισήγαγε το μνημόνιο κατανόησης (αυξήσεις στους εταιρικούς και προσωπικούς φορολογικούς συντελεστές), σε συνδυασμό με υψηλότερα επιτόκια για επιχειρηματικά δάνεια που οφείλονται στην έλλειψη πρόσβασης του ελληνικού τραπεζικού συστήματος στις διεθνείς χρηματοοικονομικές αγορές, οδήγησαν τις εταιρείες να προσαρμόσουν τις βέλτιστες κεφαλαιακές τους δομές (EC, 2010). Συγκεκριμένα, οι εταιρείες αποφάσισαν, ανεξάρτητα από το πόσο δύσκολος ήταν ο δανεισμός από τις τράπεζες λόγω των ειδικών συνθηκών του ελληνικού τραπεζικού συστήματος (έλλειψη ρευστότητας, πιθανότητα εκδήλωσης τραπεζικού πανικού), να αυξήσουν τον δείκτη χρέους τους προκειμένου να επωφεληθούν από την αυξημένη φορολογική εξοικονόμηση που προσέφερε το χρέος και να μην μειώσουν το χρέος προκειμένου να προστατευθούν από το κόστος χρηματοοικονομικής δυσπραγίας. Ως αποτέλεσμα, αυτό μπορεί να σημαίνει ότι το κόστος πτώχευσης επηρεάζει λιγότερο τις επιλογές κεφαλαιακής δομής σε σύγκριση με τη φορολογική εξοικονόμηση.

Έτσι, παρέχονται σε αυτήν τη μελέτη κάποιες ενδείξεις ότι όταν αλλάζουν οι οικονομικές συνθήκες, οι εταιρείες προσαρμόζουν τις κεφαλαιακές τους δομές σύμφωνα με τη θεωρία της αντιστάθμισης, ενώ όταν οι οικονομικές συνθήκες παραμένουν σταθερές, οι επιχειρήσεις συμπεριφέρονται σύμφωνα και με τις δύο. Αυτό το εύρημα υποδηλώνει ότι καμία από τις δύο θεωρίες από μόνη της δεν μπορεί να εξηγήσει τις επιλογές της κεφαλαιακής διάρθρωσης των επιχειρήσεων, όπως έχουν επισημάνει και προηγούμενες έρευνες (Rahman & Arifuzzaman, 2014; Serrasqueiro & Caetano, 2015; Zhang & Kanazaki, 2007)

4.2 Κεφαλαιακή Δομή Ευρωπαϊκών Επιχειρήσεων και Κρίση Χρέους

4.2.1 Σκοπός και Ερευνητικά Ερωτήματα

Ο Ευρωπαϊκός Μηχανισμός Σταθερότητας επηρεάζει τις συνθήκες μίας οικονομίας και μέσω αυτών τη συμπεριφορά της κεφαλαιακής δομής των επιχειρήσεων. Έτσι, στην

παρούσα μελέτη διερευνούμε ποια από τις δύο βασικές θεωρίες κεφαλαιακής δομής, η θεωρία αντιστάθμισης ή η θεωρία ιεράρχησης πηγών χρηματοδότησης, μπορεί να εξηγήσει καλύτερα τις αποφάσεις των διευθυντικών στελεχών σχετικά με τις κεφαλαιακές πηγές που χρησιμοποιούν πριν και μετά την αλλαγή των οικονομικών συνθηκών που προκαλεί ένα πρόγραμμα χρηματοοικονομικής υποστήριξης από τον Ευρωπαϊκό Μηχανισμό Σταθερότητας. Σε αυτό το πλαίσιο, τα ερευνητικά ερωτήματα που σχηματίζονται είναι:

[1] Μπορεί η θεωρία ιεράρχησης να εξηγήσει τη συμπεριφορά της κεφαλαιακής δομής της εταιρείας σε χώρες που υποστηρίζονται από τον Ευρωπαϊκό Μηχανισμό Σταθερότητας;

[2] Μπορεί η θεωρία αντιστάθμισης να εξηγήσει τη συμπεριφορά της κεφαλαιακής δομής των εταιριών σε χώρες που υποστηρίζονται από τον Ευρωπαϊκό Μηχανισμό Σταθερότητας;

[3] Υπάρχει κάποια αλλαγή στην ερμηνευτική δύναμη μιας θεωρίας κεφαλαιακής δομής που προκαλείται από την αλλαγή των οικονομικών συνθηκών που μπορεί να προκαλέσει ένα πακέτο οικονομικής βοήθειας από τον Ευρωπαϊκό Μηχανισμό Σταθερότητας;

[4] Ποιοι μπορεί να είναι οι λόγοι για μια πιθανή μετάβαση από τη μία θεωρία της κεφαλαιακής δομής προς την άλλη;

4.2.2 Ερευνητικές Υποθέσεις

Το κίνητρο για την παρούσα έρευνα παρείχε η έρευνα της ενότητας 4.1, η οποία παρείχε επαρκείς ενδείξεις ότι στην περίπτωση των ελληνικών εταιρειών οι δύο θεωρίες κεφαλαιουχικής δομής είναι συμπληρωματικές, ακόμη και αν διαπιστώθηκε ότι η θεωρία αντιστάθμισης ήταν κυρίαρχη μετά την οικονομική βοήθεια που έλαβε η ελληνική κυβέρνηση από τον Ευρωπαϊκό Μηχανισμό Σταθερότητας (2010-2014), ενώ, ταυτόχρονα, η υπόθεση της ιεράρχησης πηγών χρηματοδότησης ήταν απαραίτητη κατά την προηγούμενη περίοδο (2008-2010). Η μετατόπιση αυτή αποδόθηκε στο γεγονός ότι όταν αλλάζουν οι οικονομικές συνθήκες, οι εταιρείες προσαρμόζουν τις κεφαλαιακές τους δομές σύμφωνα με τη θεωρία της αντιστάθμισης, ενώ όταν οι

οικονομικές συνθήκες παραμένουν σταθερές, οι επιχειρήσεις συμπεριφέρονται σύμφωνα με τις δύο θεωρίες. Με βάση αυτά τα συμπεράσματα, διαμορφώθηκαν οι ακόλουθες τρεις ερευνητικές υποθέσεις:

1^η Ερευνητική Υπόθεση: Τόσο η θεωρία ιεράρχησης των πηγών χρηματοδότησης όσο και η θεωρία αντιστάθμισης μπορούν να εξηγήσουν εν μέρει μόνο τη συμπεριφορά της κεφαλαιακής δομής των επιχειρήσεων.

2^η Ερευνητική Υπόθεση: Η υπόθεση της ιεράρχησης των πηγών χρηματοδότησης μπορεί να εξηγήσει ένα περισσότερο σημαντικό μέρος της συμπεριφοράς της κεφαλαιακής δομής των επιχειρήσεων σε «κανονικές» οικονομικές συνθήκες.

3^η Ερευνητική Υπόθεση: Η θεωρία αντιστάθμισης μπορεί να εξηγήσει ένα πιο σημαντικό μέρος της συμπεριφοράς της κεφαλαιακής δομής των επιχειρήσεων σε μεταβαλλόμενες οικονομικές συνθήκες.

Οι παραπάνω ερευνητικές υποθέσεις στοχεύουν στην αποδοχή ή την απόρριψη των συμπερασμάτων που έχουν ήδη εξαχθεί στα πλαίσια της προηγούμενης έρευνας. Έτσι, η παρούσα μελέτη στοχεύει να επιβεβαιώσει την υπόθεση ότι η ενίσχυση της ισχύος της θεωρίας αντιστάθμισης μπορεί να αποδοθεί στις μεταβαλλόμενες οικονομικές συνθήκες που δημιουργούνται σε ένα μνημονιακό περιβάλλον, δηλαδή σε ένα περιβάλλον δημοσιονομικής κρίσης. Υπενθυμίζεται ότι η θεωρία αντιστάθμισης υποστηρίζει ότι, λόγω του αυξημένου κόστους χρηματοοικονομικής δυσπραγίας που προκύπτει κατά τη διάρκεια κρίσεων, οι εταιρείες πρέπει να μειώσουν τα επίπεδα χρέους τους για να φτάσουν στη βέλτιστη κεφαλαιακή τους δομή (Bradley et al., 1984). Ωστόσο, στην περίπτωση της ευρωπαϊκής κρίσης, οι τέσσερις χώρες που εξετάζονται, χρηματοδοτήθηκαν οικονομικά και έλαβαν αυστηρά μέτρα λιτότητας, συμπεριλαμβανομένων, σε ορισμένες περιπτώσεις, της αύξησης των συντελεστών φορολογίας των επιχειρήσεων. Σύμφωνα με την ίδια θεωρία, τα αυξημένα επίπεδα φορολογικών συντελεστών εταιρειών αναμένεται να αυξήσουν το πλεονέκτημα της φορολογικής εξοικονόμησης των τόκων, οδηγώντας τις εταιρείες να αυξήσουν τα επίπεδα χρέους τους για να ανταποκριθούν στη βέλτιστη κεφαλαιακή τους δομή. Έτσι, εάν το αποτέλεσμα της εξοικονόμησης φόρου είναι μεγαλύτερο από το αποτέλεσμα του κόστους χρηματοοικονομικής δυσπραγίας, το συνολικό αποτέλεσμα επίδρασης προς το χρέος των εταιρειών είναι θετικό σύμφωνα με τη θεωρία ανταλλαγής. Με αυτήν την αύξηση της χρηματοοικονομικής μόχλευσης, όμως, συμφωνεί και η θεωρία

ιεράρχησης, σύμφωνα με την οποία τα μειωμένα επίπεδα εσωτερικών ταμειακών ροών λόγω των μειωμένων κερδών ωθούν τις επιχειρήσεις σε εξωτερικά κεφάλαια. Έτσι, η τέταρτη και η πέμπτη υπόθεση δομούνται ακολούθως ως εξής:

4^η Ερευνητική Υπόθεση: Η οικονομική βοήθεια που λαμβάνεται από τον Ευρωπαϊκό Μηχανισμό Σταθερότητας επηρεάζει σημαντικά τη θεωρία της κεφαλαιακής δομής που ακολουθούν οι εταιρείες στις αποφάσεις χρηματοδότησης.

5^η Ερευνητική Υπόθεση: Στο πλαίσιο της θεωρίας της αντιστάθμισης, εάν το αποτέλεσμα της έκπτωσης του φόρου είναι υψηλότερο (χαμηλότερο) από το αποτέλεσμα του κόστους πτώχευσης, οι εταιρείες αναμένεται να αυξήσουν (να μειώσουν) τον δείκτη χρέους τους για να ανταποκριθούν στη βέλτιστη κεφαλαιακή τους διάρθρωση σε περιόδους κρίσης.

4.2.3 Δεδομένα και Μεθοδολογία

Η παρούσα μελέτη επικεντρώνεται στις εισηγμένες εταιρείες των χωρών που έλαβαν οικονομική βοήθεια από τον Ευρωπαϊκό Μηχανισμό Σταθερότητας. Αυτές οι χώρες ήταν η Κύπρος το 2013, η Ελλάδα το 2010, η Ιρλανδία το 2010 και η Πορτογαλία το 2011. Η Ισπανία έλαβε επίσης οικονομική βοήθεια, αλλά ήταν μόνο μερική και για αυτό το λόγο εξαιρείται. Τα λογιστικά δεδομένα αυτών των εταιρειών αντλήθηκαν από τη βάση δεδομένων Bloomberg για μια περίοδο που ξεκινά από το 2006 έως το 2016. Ο αρχικός αριθμός των εισηγμένων κυπριακών, ελληνικών, ιρλανδικών και πορτογαλικών εταιρειών ήταν 595, αλλά οι εταιρείες με ελλιπή δεδομένα κατά τη συνολική περίοδο εξαιρέθηκαν, καθώς σκοπός των συγγραφέων ήταν η δημιουργία ενός ισορροπημένου συνόλου δεδομένων panel, με αποτέλεσμα έναν τελικό αριθμό 135 εταιρειών. Από αυτές τις εταιρείες, 13 (9,63%) είναι κυπριακές, 70 (51,85%) είναι ελληνικές, 25 (18,52%) ιρλανδικές και 27 (20,00%) ήταν πορτογαλικές. Τα δεδομένα που προέκυψαν υπέστησαν επεξεργασία για την ανίχνευση και αντικατάσταση των ακραίων τιμών σε επίπεδο 5% (winsorization). Τέλος, η μεθοδολογία που εφαρμόστηκε είναι αυτή που πρότειναν οι Shyam-Sunder και Myers (1999) και περιγράφηκε στο πλαίσιο της ενότητας 3.4.1. Οι σχετικές παλινδρομήσεις και οι διαγνωστικοί έλεγχοι αυτών εκτελούνται ξεχωριστά για καθεμία από τις τέσσερις εξεταζόμενες χώρες για δύο περιόδους. Η πρώτη περίοδος αντιστοιχεί στην περίοδο που αρχίζει το 2006 και λήγει στο έτος που κάθε κυβέρνηση υπέγραψε το μνημόνιο

κατανόησης και η δεύτερη περίοδος ξεκινά το έτος μετά την υπογραφή του μνημονίου κατανόησης από την κυβέρνηση και λήγει το 2016. Υπενθυμίζεται ότι η Κύπρος, Η Ελλάδα, η Ιρλανδία και η Πορτογαλία υπέγραψαν τα μνημόνια τους το 2013, 2010, 2010 και 2011 αντίστοιχα. Ως αποτέλεσμα, διαμορφώνονται διαφορετικές περίοδοι για κάθε χώρα.

4.2.4 Αποτελέσματα Στατιστικής Ανάλυσης

4.2.4.1. Παρουσίαση των Οικονομιών της Κύπρου, της Ελλάδας, της Ιρλανδίας και της Πορτογαλίας: Οικονομικό Περιβάλλον και Κεφαλαιακή Δομή Επιχειρήσεων

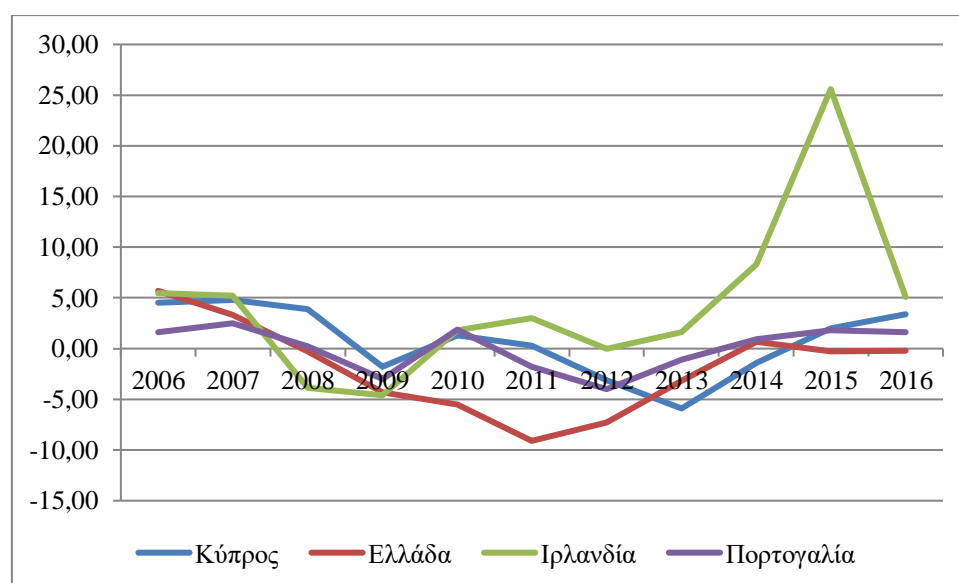
Στην παρούσα ενότητα παρουσιάζονται ορισμένα οικονομικά δεδομένα για το οικονομικό περιβάλλον καθεμίας από τις τέσσερις εξεταζόμενες χώρες, καθώς και ορισμένες έρευνες σχετικά με την κεφαλαιακή δομή των επιχειρήσεων σε αυτές. Συγκεκριμένα, ο Πίνακας 4-5 και τα Διαγράμματα 4-1 ως 4-4 παρουσιάζουν τη διαχρονική εξέλιξη του ετήσιου ποσοστού μεταβολής του πραγματικού Ακαθάριστου Εγχώριου Προϊόντος (Διάγραμμα 4-1), του θεσπισμένου εταιρικού φορολογικού συντελεστή (Διάγραμμα 4-2) και της συνολικής φορολογικής επιβάρυνσης (Διάγραμμα 4-3) ως ποσοστό των κερδών, καθώς και του ετήσιου επιτοκίου δανεισμού σε εταιρείες για διάρκεια άνω του 1 έτους (Διάγραμμα 4-4) για κάθε χώρα κατά την περίοδο 2006-2016.

Πίνακας 4- 5: Ετήσιος Ρυθμός Ανάπτυξης Πραγματικού ΑΕΠ (%), Φορολογικός Συντελεστής Κερδών, Συνολική Φορολογική Επιβάρυνση Επιχειρήσεων και Ετησιοποιημένο Επιτόκιο Δανεισμού για τις επιχειρήσεις σε Κύπρο, Ελλάδα, Ιρλανδία και Πορτογαλία (2006-2016)

		2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Ετήσιος Ρυθμός Ανάπτυξης Πραγματικού ΑΕΠ (%)	Κύπρος	4.5	4.8	3.9	-1.8	1.3	0.3	-3.1	-5.9	-1.4	2.0	3.4
	Ελλάδα	5.7	3.3	-0.3	-4.3	-5.5	-9.1	-7.3	-3.2	0.7	-0.3	-0.2
	Ιρλανδία	5.5	5.2	-3.9	-4.6	1.8	3.0	0.0	1.6	8.3	25.6	5.1
	Πορτογαλία	1.6	2.5	0.2	-3.0	1.9	-1.8	-4.0	-1.1	0.9	1.8	1.6
Φορολογικός Συντελεστής Κερδών (% κερδών)	Κύπρος	Μ/Δ	Μ/Δ	7.8	7.8	9.4	9.2	9.1	9.2	9.5	9.3	9.6
	Ελλάδα	16.9	16.4	14.1	14.1	14.1	13.5	11.2	11.2	19.0	19.7	22.4
	Ιρλανδία	11.9	11.9	12.0	12.1	11.8	12.0	12.0	12.2	12.4	12.4	12.4
	Πορτογαλία	15.3	14.9	14.4	14.4	15.1	15.2	14.5	15.0	15.0	13.5	12.5
Συνολική Φορολογική Επιβάρυνση (% κερδών)	Κύπρος	Μ/Δ	Μ/Δ	20.6	20.6	21.7	21.6	21.6	21.9	22.5	24.0	24.2
	Ελλάδα	49.5	48.9	46.7	46.7	46.7	45.9	44.1	44.0	50.7	49.6	50.7
	Ιρλανδία	25.4	25.4	25.5	25.6	25.4	25.5	25.6	25.9	26.0	26.0	26.0
	Πορτογαλία	43.8	42.9	42.5	42.3	42.6	42.6	41.9	42.2	42.3	40.9	39.8
Ετησιοποιημένο Επιτόκιο Δανεισμού Επιχειρήσεων (Διάρκεια > 1 έτος)	Κύπρος	Μ/Δ	Μ/Δ	6.3	6.0	5.8	6.3	6.5	6.2	5.8	4.9	4.2
	Ελλάδα	5.4	6.3	6.5	4.7	4.2	5.0	5.1	4.9	4.9	4.5	4.3
	Ιρλανδία	4.7	5.8	6.2	3.7	3.1	3.6	3.1	2.9	3.0	3.0	3.0
	Πορτογαλία	4.7	5.6	6.0	3.9	3.1	4.1	4.3	3.9	3.8	3.4	2.9

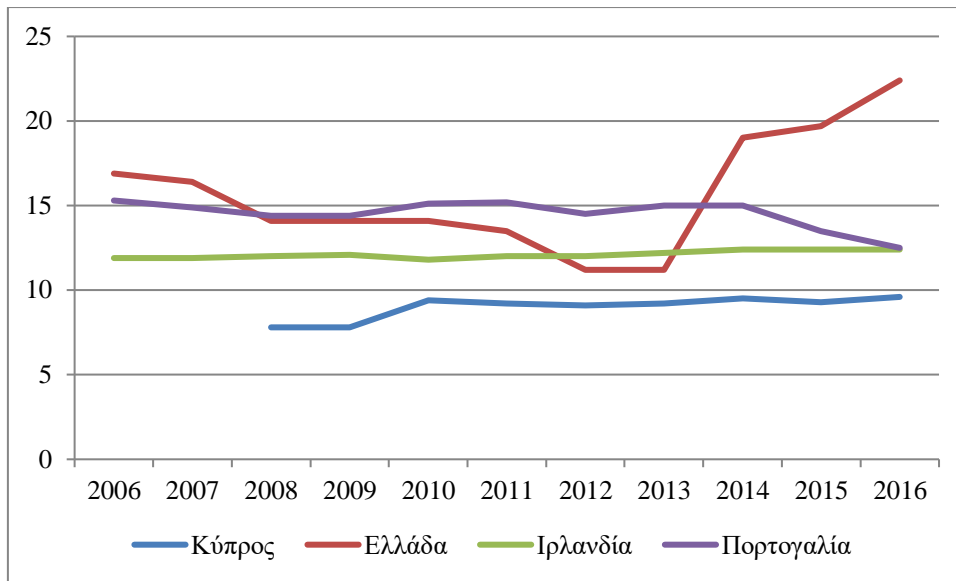
Πηγή: Βάση Δεδομένων Παγκόσμιας Τράπεζας και Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας

Σημείωση: Μ/Δ = Μη Διαθέσιμο



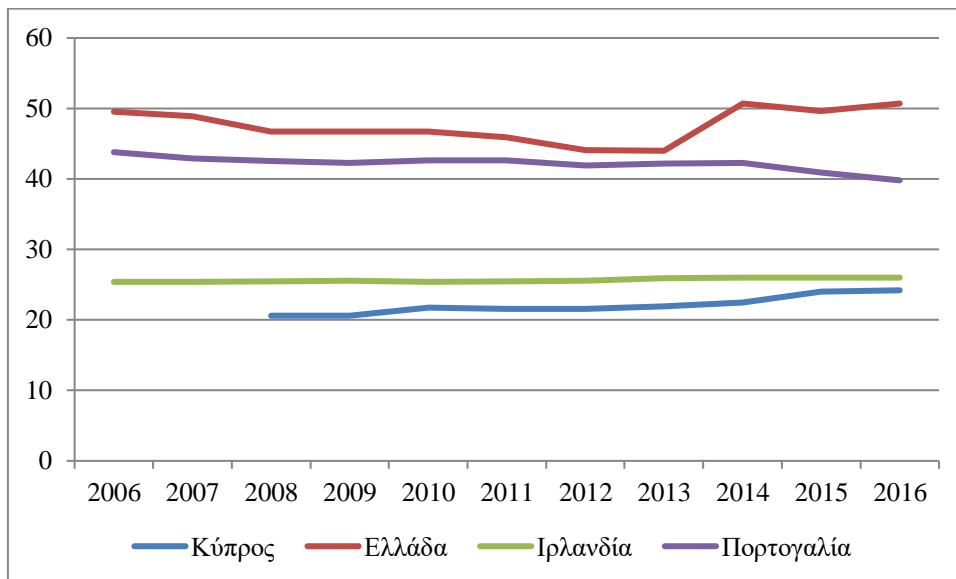
Πηγή: Παγκόσμια Τράπεζα

Διάγραμμα 4- 1: Ετήσιος Ρυθμός Ανάπτυξης Πραγματικού ΑΕΠ (%) σε Κύπρο, Ελλάδα, Ιρλανδία και Πορτογαλία (2006-2016)



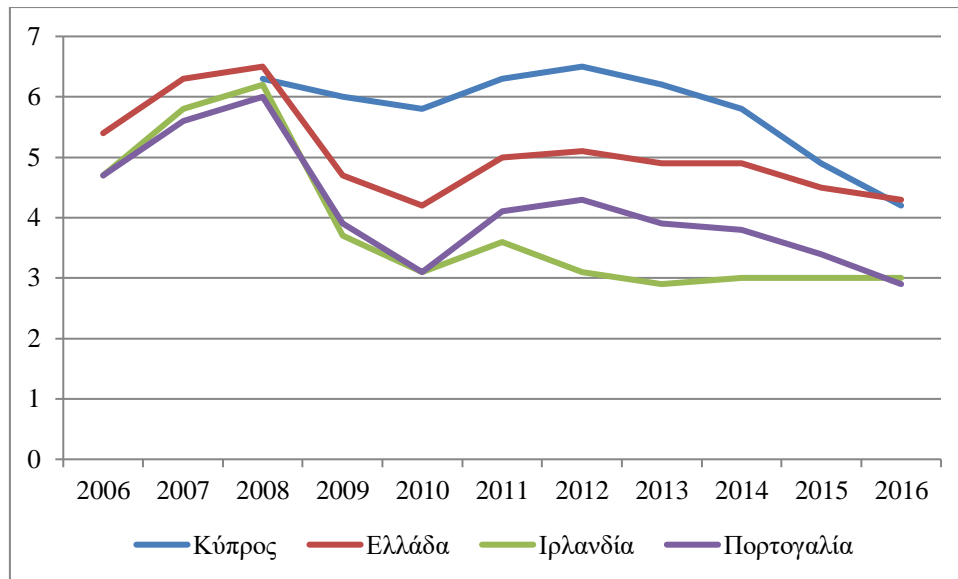
Πηγή: Παγκόσμια Τράπεζα

Διάγραμμα 4- 2: Φορολογικός Συντελεστής Κερδών για τις επιχειρήσεις σε Κύπρο, Ελλάδα, Ιρλανδία και Πορτογαλία (2006-2016)



Πηγή: Παγκόσμια Τράπεζα

Διάγραμμα 4- 3: Συνολική Φορολογική Επιβάρυνση Επιχειρήσεων σε Κύπρο, Ελλάδα, Ιρλανδία και Πορτογαλία (2006-2016)



Πηγή: Παγκόσμια Τράπεζα

Διάγραμμα 4- 4: Ετησιοποιημένο Επιτόκιο Δανεισμού για τις επιχειρήσεις σε Κύπρο, Ελλάδα, Ιρλανδία και Πορτογαλία (2006-2016)

Η **Κύπρος** είναι μια οικονομία που βασίζεται στους τουριστικούς, ναυτιλιακούς και χρηματοοικονομικούς τομείς. Εισήλθε στην Ευρωπαϊκή Ένωση το 2004 και στην Ευρωπαϊκή Νομισματική Ένωση το 2008. Η παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση του 2008 δεν επηρέασε σημαντικά την κυπριακή οικονομία. Ωστόσο, επηρεάστηκε σημαντικά από την οξεία οικονομική κρίση στην Ελλάδα, η οποία οδήγησε το κυπριακό τραπεζικό σύστημα σε ιδιαίτερα υψηλές απώλειες, το δημοσιονομικό έλλειμμα και το χρέος το 2011 στο 6,3% και 76% του ΑΕΠ αντιστοίχως. Η Κύπρος ζήτησε οικονομική βοήθεια από τα κράτη μέλη της Ευρωπαϊκής Ένωσης και εισήλθε στον Ευρωπαϊκό Μηχανισμό Σταθερότητας το 2013, λαμβάνοντας μια σειρά μέτρων που αποκατέστησαν την οικονομία και το τραπεζικό της σύστημα. Το επίπεδο του πακέτου οικονομικής βοήθειας ήταν ίσο με 10 δισ. Τα μέτρα λιτότητας και οι μεταρρυθμίσεις που έχουν εφαρμοστεί οδήγησαν την Κύπρο να ξεπεράσει όλες τις αρνητικές προοπτικές της οικονομικής ύφεσης σε σύντομο χρονικό διάστημα και να εξέλθει από το πρόγραμμα χρηματοδοτικής βοήθειας το 2016. Τα πρώτα σημάδια ανάκαμψης της κυπριακής οικονομίας ήταν ορατά από το 2015 και συνεχίστηκαν τα επόμενα χρόνια, με ρυθμό ανάπτυξης κοντά στο 4% το 2017 (Ioannou & Charalambous, 2017). Σύμφωνα με τον Πίνακα 4-5, η ετήσια μεταβολή (%) του Κυπριακού ΑΕΠ μειώθηκε απότομα από 4,5% το 2006 σε -5,9% το 2013, ενώ ο φορολογικός συντελεστής κερδών αυξήθηκε από 7,8% σε 9,2% αντίστοιχα, η συνολική

φορολογική επιβάρυνση από 20,6% σε 21,9% και το επιτόκιο μειώθηκε από 6,3% σε 6,2%. Από την άλλη πλευρά, ο ετήσιος ρυθμός μεταβολής (%) του Κυπριακού ΑΕΠ αυξήθηκε από -5,9% το 2013 σε 3,4% το 2016, ο φορολογικός συντελεστής κερδών συνέχισε να αυξάνεται στο 9,2%, η συνολική φορολογική επιβάρυνση ανήλθε σε 24,2%, ενώ το επιτόκιο μειώθηκε από 6,2% σε 4,2% αντίστοιχα. Οι σωρευμένες μεταβολές του φορολογικού συντελεστή κερδών, της συνολικής φορολογικής επιβάρυνσης και των επιτοκίων δανεισμού είναι ίσες με 17,95%, 6,31% και -2,68% αντίστοιχα για την περίοδο 2007-2013, με 4,35%, 10,50% και -31,28% για την περίοδο 2013-2016 και 23,08%, 17,48% και -33,12% για τη συνολική εξεταζόμενη περίοδο. Τέλος, η έλλειψη μελετών με αντικείμενο την ερμηνευτική ικανότητα της θεωρίας αντιστάθμισης και ιεράρχησης πηγών χρηματοδότησης όσον αφορά στις αποφάσεις κεφαλαιακής δομής των κυπριακών επιχειρήσεων είναι εντυπωσιακή. Ωστόσο, η πλειοψηφία των μελετών που καταφέραμε να βρούμε συμφωνούν με την κυρίαρχη θέση της υπόθεσης της ιεράρχησης (Mokhova & Zinecker, 2013; Machielsen, 2012).

Η **Ελλάδα** ήταν το σημαντικότερο πρόβλημα της Ευρωπαϊκής Νομισματικής Ένωσης στην αντιμετώπιση της παγκόσμιας χρηματοπιστωτικής κρίσης του 2008, καθώς το μακροοικονομικό περιβάλλον της μετέτρεψε μια χρηματοπιστωτική κρίση σε μια σοβαρή κρίση χρέους. Η Ελλάδα συμφώνησε με τους όρους τριών Μνημονίων Κατανόησης και έλαβε οικονομική υποστήριξη περίπου 302 δισεκατομμυρίων αναλαμβάνοντας την ευθύνη για την εφαρμογή αυστηρών μέτρων λιτότητας και αυστηρών μεταρρυθμίσεων του δημόσιου τομέα. Η πρώτη συνθήκη υπογράφηκε το 2010 όταν το δημοσιονομικό έλλειμμα της Ελλάδας το 2009 αυξήθηκε από 3,7% σε 15,1% με λόγο χρέους 126,8%. Η εφαρμογή των μέτρων λιτότητας σε συνδυασμό με τις αρνητικές προοπτικές της ελληνικής πραγματικής οικονομίας οδήγησε τη χώρα στην απότομη ύφεση με αποτέλεσμα την απώλεια περίπου του 25% του ακαθάριστου εγχώριου προϊόντος της (Nelson et al, 2017). Η Ελλάδα κατάφερε να αποχωρήσει από τα προγράμματα του Ευρωπαϊκού Μηχανισμού Σταθερότητας υπό συνθήκες αυστηρής παρακολούθησης το 2018. Σύμφωνα με τον Πίνακα 4-5, η ετήσια μεταβολή του ελληνικού ΑΕΠ (%) μειώθηκε απότομα από 5,7% το 2006 σε -5,5% το 2010, ενώ ο φορολογικός συντελεστής κερδών μειώθηκε από 16,9% σε 14,1% αντίστοιχα, η συνολική φορολογική επιβάρυνση από 49,5% σε 46,7% και το επιτόκιο από 5,4% σε 4,2%. Από την άλλη πλευρά, η ετήσια αύξηση του ελληνικού ΑΕΠ (%) ανήλθε από -5,5% το 2010 σε -0,2% το 2016, ο φορολογικός συντελεστής κερδών αυξήθηκε σε

22,4%, η συνολική φορολογική επιβάρυνση από 46,7% σε 50,7%, ενώ το επιτόκιο παρέμεινε σχεδόν σταθερό στα επίπεδα του 5% περίπου. Οι σωρευτικές μεταβολές του συντελεστή φορολογίας κερδών, της συνολικής φορολογικής επιβάρυνσης και των επιτοκίων δανεισμού είναι ίσες με -16,57%, -5,66% και -23,06% αντίστοιχα για την περίοδο 2006-2010, με 58,87%, 8,57% και 3,84% για την περίοδο 2010-2016 και 32,54%, 2,42% και -20,11% για τη συνολική εξεταζόμενη περίοδο. Τέλος, αρκετοί ερευνητές διερευνούν τη συμπεριφορά της κεφαλαιακής δομής των ελληνικών εταιρειών, οι περισσότεροι από τους οποίους συμφωνούν ότι η υπόθεση ιεράρχησης μπορεί να εξηγήσει καλύτερα τις αποφάσεις χρηματοδότησης των διευθυντών επιχειρήσεων (Balios et al, 2016; Dasilas & Papasyriopoulos, 2015; Noulas & Genimakis, 2011; Daskalakis & Psillaki, 2008, 2009; Eriotis et al., 2007; Agiormigiannakis et al., 2004; Daskalakis et al., 2003).

Η **Ιρλανδία** αποτελούσε ένα οικονομικό θαύμα για την Ευρωπαϊκή Ένωση. Από το 1998 έως το 2007, ο δείκτης χρέους της Ιρλανδίας μειώθηκε από 54% σε 25% μετά από αυστηρά ελεγχόμενη δημοσιονομική πολιτική με υψηλούς ρυθμούς ανάπτυξης. Όταν η Lehman Brothers κατέρρευσε τον Σεπτέμβριο του 2008, η συντριβή εξαπλώθηκε σε όλο τον κόσμο και οι ιρλανδικές τράπεζες βρέθηκαν ακάλυπτες. Η ιρλανδική κυβέρνηση ανέλαβε όλες τις υποχρεώσεις των ιρλανδικών τραπεζών που χρεοκόπησαν με αποτέλεσμα τα τραπεζικά χρέη μεταφέρθηκαν στον δημόσιο προϋπολογισμό και το έλλειμμα της Ιρλανδίας από σχεδόν μηδέν το 2007 έφτασε το 25% το 2010, ενώ το χρέος από 25% αυξήθηκε σε 96,2% το 2010. Έτσι, η Ιρλανδία ήταν το δεύτερο κράτος μέλος της Ευρωπαϊκής Ένωσης που ζήτησε οικονομική βοήθεια από την Ευρωπαϊκή Ένωση και σύναψε μνημόνιο. Υπέγραψε το Νοέμβριο του 2010 μνημόνιο κατανόησης που συνοδεύτηκε από χρηματοδότηση 85 δισεκατομμυρίων ευρώ, ποσό που αντιστοιχεί στο 58% του ΑΕΠ της. Τέλος, η Ιρλανδία ήταν επίσης η πρώτη χώρα που αποχώρησε από το μνημόνιο μέχρι το τέλος του 2013. Οι δράσεις που περιείχε το μνημόνιο που υλοποιήθηκε συνίστανται σε μέτρα λιτότητας, μεταρρυθμίσεις και αναδιάρθρωση τραπεζών (Whelan, 2014). Σύμφωνα με τον Πίνακα 4-5, η ετήσια αύξηση του ΑΕΠ της Ιρλανδίας μειώθηκε από 5,5% το 2006 σε 1,8% το 2010, με τη χαμηλότερη τιμή ίση με -4,6% το 2009, ενώ ο συντελεστής φορολόγησης κερδών μειώθηκε από 11,9% σε 11,8% αντίστοιχα, η συνολική φορολογική επιβάρυνση παρέμεινε σχεδόν σταθερή στο 25,4%. και το επιτόκιο από 4,7% μειώθηκε σε 3,1%. Από την άλλη πλευρά, ο ετήσιος ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ

της Ιρλανδίας (%) αυξήθηκε από 1,8% το 2013 σε 5,1% το 2016, ο φορολογικός συντελεστής κερδών αυξήθηκε σε 12,4%, η συνολική φορολογική επιβάρυνση σε 26,0%, ενώ το επιτόκιο μειώθηκε από 3,1% έως 3,0% αντίστοιχα. Οι αθροιστικές μεταβολές του φορολογικού συντελεστή κερδών, της συνολικής φορολογικής επιβάρυνσης και των επιτοκίων δανεισμού είναι ίσες με -0,84%, 5,08% και 4,20% αντίστοιχα για την περίοδο 2006-2010, ανήλθαν σε 0%, 2,36% και 2,36% για την περίοδο 2010-2016, και συνολικά για την 11ετή περίοδο σε -34,12%, -0,98% και -34,76%. Τέλος, όσον αφορά στην ικανότητα των θεωριών της κεφαλαιακής διάρθρωσης να εξηγήσουν την απόφαση των επιχειρήσεων σχετικά με τη χρηματοδότηση, οι σχετικές μελέτες δεν συμφωνούν εάν η υπόθεση της ιεράρχησης ή της αντιστάθμισης κατέχει την κυρίαρχη θέση (Mac an Bhaired & Lucey, 2010; Bancel & Mittoo, 2004).

Τέλος, η οικονομία της **Πορτογαλίας** ακολούθησε παράλληλη πορεία με εκείνη της ελληνικής οικονομίας μεταξύ 2000 και 2008, με το ΑΕΠ της να αυξάνεται σταθερά μέχρι την εποχή της οικονομικής κρίσης στην Ευρώπη. Από το 2008 έως το 2011, το ακαθάριστο εγχώριο προϊόν της Πορτογαλίας μειώθηκε σημαντικά καθώς η οικονομία της χώρας αντιμετώπισε πολλές παθογένειες όπως χαμηλές εξαγωγές, διαρθρωτικά προβλήματα, μείωση της εξωστρέφειας και χαμηλή βιομηχανοποίηση. Ο δείκτης χρέους αυξήθηκε από 50,4% το 1995 σε 120% το 2012, ένα χρόνο αφότου η κυβέρνησή της ζήτησε οικονομική βοήθεια από τον Ευρωπαϊκό Μηχανισμό Σταθερότητας. Η Πορτογαλία συμφώνησε με τους όρους ενός μνημονίου κατανόησης και έλαβε οικονομική υποστήριξη περίπου 26 δισεκατομμυρίων αναλαμβάνοντας την ευθύνη για την εφαρμογή των μέτρων λιτότητας και των μεταρρυθμίσεων του δημόσιου τομέα. Το μνημόνιο υπογράφηκε το 2011 όταν το δημοσιονομικό έλλειμμα της Πορτογαλίας για το 2010 ανήλθε στο 10,0%. Η Πορτογαλία αποχώρησε από το πρόγραμμα του Ευρωπαϊκού Μηχανισμού Σταθερότητας υπό συνθήκες επιτήρησης το 2014 (Lisi et al., 2019). Σύμφωνα με τον Πίνακα 4-5, η ετήσια αύξηση του ΑΕΠ της Πορτογαλίας μειώθηκε από 1,6% το 2006 σε -1,8% το 2011, ενώ ο φορολογικός συντελεστής κερδών μειώθηκε από 15,3% σε 15,2% αντίστοιχα, η συνολική φορολογική επιβάρυνση από 43,8% σε 42,6% και το επιτόκιο από 4,7% έως 4,1%. Από την άλλη πλευρά, η ετήσια αύξηση του ΑΕΠ της Πορτογαλίας ανήλθε από -1,8% το 2010 σε 1,6% το 2016, ο φορολογικός συντελεστής κερδών μειώθηκε σε 12,5%, η συνολική φορολογική επιβάρυνση σε 39,8%, ενώ το επιτόκιο σε 2,9%. Οι αθροιστικές μεταβολές του

φορολογικού συντελεστή κερδών, της συνολικής φορολογικής επιβάρυνσης και των επιτοκίων δανεισμού ισούνται με -0,65%, -2,74% και -13,22% αντίστοιχα για την περίοδο 2006-2011, σε -17,76%, -6,57% και -28,50% για την περίοδο 2011-2016, και -18,30%, -9,13% και -37,95% για τη συνολικά εξεταζόμενη περίοδο. Τέλος, η συμπεριφορά της κεφαλαιακής δομής των πορτογαλικών εταιρειών διερευνάται από πολλούς ερευνητές, η πλειοψηφία των οποίων συμφωνεί ότι η υπόθεση της ιεράρχησης μπορεί να εξηγήσει καλύτερα τις αποφάσεις χρηματοδότησης των διευθυντών των επιχειρήσεων (Nunes & Serrasqueiro, 2017; Pacheco, 2016). Ωστόσο, ορισμένοι άλλοι μελετητές καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι οι πορτογαλικές εταιρείες επιλέγουν το χρηματοοικονομικό τους μείγμα σύμφωνα με τη θεωρία αντιστάθμισης (Sardo & Serrasqueiro, 2017) ή ότι και οι δύο θεωρίες μπορούν να εξηγήσουν μερικώς μόνο τη συμπεριφορά κεφαλαιακής τους δομής (Pacheco and Tavares, 2017; Serrasqueiro και Caetano, 2015).

4.2.4.2. Εφαρμογή της Μεθοδολογίας Shyam-Sunder και Myers (1999) για τις εισηγμένες επιχειρήσεις της Κύπρου

Η κυβέρνηση της Κύπρου υπέγραψε το Μνημόνιο Κατανόησης με τον Ευρωπαϊκό Μηχανισμό Σταθερότητας το 2013. Έτσι, η πρώτη περίοδος διαρκεί από το 2006 έως το 2013, ενώ η δεύτερη από το 2014 έως το 2016. Ο Πίνακας 4-6 δείχνει την εκτίμηση των εξισώσεων (1) και (3) για τις Κυπριακές εταιρείες κατά τη διάρκεια αυτών των δύο περιόδων.

Κατά τη διάρκεια της πρώτης περιόδου (2006-2013), η υπόθεση της ιεράρχησης των πηγών χρηματοδότησης φαίνεται να εξηγεί μεγαλύτερο ποσοστό της μεταβλητότητας της χρηματοοικονομικής μόχλευσης σε σύγκριση με τη θεωρία αντιστάθμισης. Συγκεκριμένα, η θεωρία αντιστάθμισης παρουσιάζει στατιστικά σημαντικό συντελεστή ίσο με 0,568 ($p < 0,01$) και μη σημαντικό σταθερό συντελεστή ($p > 0,10$). Όσον αφορά τη θεωρία ιεράρχησης, ο συντελεστής της είναι ίσος με 0,911 και στατιστικά σημαντικός ($p < 0,01$), ενώ ο σταθερός συντελεστής μπορεί να θεωρηθεί μηδέν ($p > 0,10$). Η επεξηγηματική ισχύς της θεωρίας ιεράρχησης, όπως μπορεί να εκφραστεί από τον συντελεστή προσδιορισμού (R^2), είναι ίση με το 31,7% και είναι υψηλότερη από 17,4% που είναι η αντίστοιχη της θεωρίας ανταλλαγής. Ωστόσο, όταν οι δύο εξισώσεις υπολογίζονται ταυτόχρονα, ο συντελεστής προσδιορισμού είναι

σχεδόν ίσος με το άθροισμα των δύο μοντέλων, γεγονός που οδηγεί στο συμπέρασμα ότι και οι δύο παλινδρομήσεις είναι στατιστικά σημαντικές και ότι και οι δύο θεωρίες είναι παρούσες κατά την πρώτη αυτή περίοδο. Από την άλλη πλευρά, κατά τη διάρκεια της δεύτερης περιόδου (2014-2016), η επεξηγηματική ισχύς της αντιστάθμισης αυξάνεται απότομα στο 48,2%, ενώ αυτή της θεωρίας ιεράρχησης μειώνεται σημαντικά και ανέρχεται σε μόλις 3,7%. Οι σταθεροί συντελεστές των δύο μοντέλων παραμένουν στατιστικά μη σημαντικοί ($p > 0,10$), ο συντελεστής αντιστάθμισης παραμένει στατιστικά σημαντικός ($p < 0,10$) και ίσος με 0,998, ενώ ο συντελεστής της θεωρίας ιεράρχησης είναι ίσος με 0,167 και όχι στατιστικά σημαντικός ($p > 0,10$). Η προσθήκη των δύο παλινδρομήσεων σε μία επιβεβαιώνει την κυριαρχία της θεωρίας αντιστάθμισης έναντι της υπόθεσης της ιεράρχησης των πηγών χρηματοδότησης.

Πίνακας 4- 6: Εκτιμημένα Υποδείγματα των θεωριών Αντιστάθμισης και Ιεράρχησης Πηγών Χρηματοδότησης βάσει της μεθοδολογίας Shyam-Sunder και Myers (1999) για δείγμα 13 μη χρηματοοικονομικών εισηγμένων κυπριακών επιχειρήσεων

	Περίοδος	
	2006-2013	2014-2016
<i>Εξαρτημένη Μεταβλητή</i>	Μεταβολή Μακροπρόθεσμων Υποχρεώσεων προς Καθαρά Περιουσιακά Στοιχεία (ΔDi)	
<i>Υπόδειγμα Αντιστάθμισης (Υπόδειγμα 3)</i>		
Σταθερός Όρος	0.173	-0.066
Συντελεστής Προσαρμογής (b_{ta})	0.568***	0.998***
R ²	0.174	0.482
<i>Υπόδειγμα Ιεράρχησης Πηγών Χρηματοδότησης (Υπόδειγμα 1)</i>		
Σταθερός Όρος	0.130	0.021
Συντελεστής Ιεράρχησης (b_{po})	0.911***	0.167
R ²	0.317	0.037
<i>Συνδυαστικό Υπόδειγμα (Υπόδειγμα 4)</i>		
Σταθερός Όρος	0.164	-0.066
Συντελεστής Ιεράρχησης (b_{po})	0.941***	-0.001
Συντελεστής Προσαρμογής (b_{ta})	0.573***	0.999***
R ²	0.503	0.482

* $p < 0.10$ ** $p < 0.05$ *** $p < 0.01$

Ο Πίνακας 4-7 παρουσιάζει τα αποτελέσματα του πρώτου διαγνωστικού τεστ για κυπριακές εταιρείες. Αυτά τα αποτελέσματα δεν εμφανίζονται σημαντικά διαφορετικά σε όρους πρόσημου, μεγέθους και στατιστικής σημαντικότητας σε σύγκριση με αυτά που εμφανίζονται στον Πίνακα 4-6. Έτσι, σύμφωνα με το πρώτο διαγνωστικό τεστ, τα αποτελέσματα του Πίνακα 4-6, καθώς και τα συμπεράσματα που μπορούν να εξαχθούν από αυτόν, είναι εύρωστα.

Πίνακας 4- 7: Πρώτος Διαγνωστικός Έλεγχος της μεθοδολογίας Shyam-Sunder και Myers (1999) για δείγμα 13 μη χρηματοοικονομικών εισηγμένων κυπριακών επιχειρήσεων – Διαφοροποίηση των Υπόδειγμάτων

Περίοδος	2006-2013	2014-2016	2006-2013	2014-2016	2006-2013	2014-2016
Εξαρτημένη Μεταβλητή	Μεταβολή Μακροπρόθεσμων Υποχρεώσεων προς Κύκλο Εργασιών (ΔDi)		Μεταβολή Μακροπρόθεσμων Υποχρεώσεων προς Καθαρά Περιουσιακά Στοιχεία (ΔDi)		Μεταβολή Μακροπρόθεσμων Υποχρεώσεων προς Καθαρά Περιουσιακά Στοιχεία (ΔDi)	
	Καθόλου Επιδράσεις	Τυχαιές Επιδράσεις	Τυχαιές Επιδράσεις	Σταθερές Επιδράσεις	Σταθερές Επιδράσεις	Σταθερές Επιδράσεις
Μέθοδος	Καθόλου Επιδράσεις		Τυχαιές Επιδράσεις		Σταθερές Επιδράσεις	
<i>Υπόδειγμα Αντιστάθμισης (Υπόδειγμα 3)</i>						
Σταθερός Όρος	-0.004	-0.034	0.025	-0.066	0.175	-0.081*
Συντελεστής Προσαρμογής (b_{ta})	0.044	0.330**	0.099	0.996***	0.611	1.250***
R ²	0.001	0.140	0.009	0.512	0.317	0.732
<i>Υπόδειγμα Ιεράρχησης Πηγών Χρηματοδότησης (Υπόδειγμα 1)</i>						
Σταθερός Όρος	-0.029	0.008	0.088	0.021	0.129	0.034
Συντελεστής Ιεράρχησης (b_{po})	0.158***	0.166	1.134***	0.170	1.023***	0.245
R ²	0.141	0.014	0.414	0.040	0.430	0.174
<i>Συνδυαστικό Υπόδειγμα (Υπόδειγμα 4)</i>						
Σταθερός Όρος	-0.031	-0.010	0.164	-0.066	0.167*	-0.114**
Συντελεστής Ιεράρχησης (b_{po})	0.171***	0.174***	0.941***	-0.001	1.067***	-0.165
Συντελεστής Προσαρμογής (b_{ta})	0.081	0.394	0.573***	0.999***	0.638***	1.349***
R ²	0.153	0.231	0.503	0.482	0.633	0.750

* $p < 0.10$ ** $p < 0.05$ *** $p < 0.01$

Ο Πίνακας 4-8 εμφανίζει τα αποτελέσματα του δεύτερου διαγνωστικού ελέγχου. Χρησιμοποιώντας τις δύο μεταβλητές με τις οποίες προσεγγίζονται τα αναμενόμενα ελλείμματα, τα αποτελέσματα του Πίνακα 4-8 συμφωνούν με τα αποτελέσματα του Πίνακα 4-6, καθώς οι συντελεστές των δύο θεωριών κατά τη διάρκεια των δύο περιόδων είναι και πάλι παρόμοιοι. Συνεπώς, οι παλινδρομήσεις (1) και (3) για τις κυπριακές εταιρείες είναι σε θέση να συλλάβουν και να εκφράσουν τις προγραμματισμένες και όχι τις βραχυπρόθεσμες οικονομικές ανάγκες των επιχειρήσεων.

Πίνακας 4- 8: Δεύτερος Διαγνωστικός Έλεγχος της μεθοδολογίας Shyam-Sunder και Myers (1999) για δείγμα 13 μη χρηματοοικονομικών εισηγμένων κυπριακών επιχειρήσεων – Αναμενόμενα και όχι πραγματικά ελλείμματα χρηματοδότησης

Περίοδος	2006-2013				2014-2016			
	Μεταβολή Μακροπρόθεσμων Υποχρεώσεων προς Καθαρά Περιουσιακά Στοιχεία (ΔD_{it})				Μεταβολή Μακροπρόθεσμων Υποχρεώσεων προς Καθαρά Περιουσιακά Στοιχεία (ΔD_{it})			
<i>Υπόδειγμα Αντιστάθμισης (Υπόδειγμα 3)</i>								
Σταθερός Όρος	0.172	0.162	0.151	0.163	0.012	0.009	-0.041	-0.059
Συντ. Προσαρμογής (b_{1a})	0.602***	0.676***	0.628***	0.577***	0.861***	0.870***	1.123***	1.239***
Συντ. Ιεράρχησης (b_{po}) για $E(Def_1)^a$	0.066	1.168***			0.455***	0.437***		
Συντ. Ιεράρχησης για $Def_{it} - E(Def_1)^a$		0.969***				-0.019		
Συντ. Ιεράρχησης (b_{po}) για $E(Def_2)^b$			0.523***	0.935***			0.180*	0.111
Συντ. Ιεράρχησης για $Def_{it} - E(Def_{2,it-1})^b$				0.900***				0.180*
R ²	0.176	0.518	0.391	0.503	0.682	0.682	0.525	0.542
<i>Υπόδειγμα Ιεράρχησης Πηγών Χρηματοδότησης (Υπόδειγμα 1)</i>								
Σταθερός Όρος	0.159	0.146	0.098	0.137	0.082	0.100	-0.019	0.005
Συντ. Ιεράρχησης (b_{po}) για $E(Def_1)^a$	0.207*	0.733***			0.580***	0.686***		
Συντ. Ιεράρχησης για $Def_{it} - E(Def_1)^a$		0.898***				0.120		
Συντ. Ιεράρχησης (b_{po}) για $E(Def_2)^b$			0.428***	0.926***			-0.066	0.084
Συντ. Ιεράρχησης για $Def_{it} - E(Def_{2,it-1})^b$				1.012***				0.226
R ²	0.028	0.335	0.161	0.320	0.338	0.357	0.007	0.064

* $p < 0.10$ ** $p < 0.05$ *** $p < 0.01$

^a $E(Def_1)$ είναι το αναμενόμενο έλλειμμα χρηματοδότησης εκφρασμένο ως το έλλειμμα χρηματοδότησης της προηγούμενης χρήσης [$E(Def_1) = Def_{it-1}$]

^b $E(Def_2)$ είναι το αναμενόμενο έλλειμμα χρηματοδότησης εκφρασμένο ως το έλλειμμα χρηματοδότησης με τις υστερημένες τιμές των λειτουργικών ταμειακών ροών και των μεταβολών στο καθαρό κεφάλαιο κίνησης

4.2.4.3. Εφαρμογή της Μεθοδολογίας Shyam-Sunder και Myers (1999) για τις εισηγμένες επιχειρήσεις της Ελλάδας

Ο Πίνακας 4-9 παρουσιάζει την εκτίμηση των παλινδρομήσεων των δύο θεωριών, ενώ οι Πίνακας 4-10 και 4-11 εμφανίζουν τα αποτελέσματα του πρώτου και του δεύτερου διαγνωστικού ελέγχου αντίστοιχα. Αξίζει να σημειωθεί ότι η πρώτη περίοδος για την Ελλάδα ξεκινά το 2006 και τελειώνει το 2010 και η δεύτερη περίοδος διαρκεί από το 2011 έως το 2016.

Πίνακας 4- 9: Εκτιμημένα Υποδείγματα των θεωριών Αντιστάθμισης και Ιεράρχησης Πηγών Χρηματοδότησης βάσει της μεθοδολογίας Shyam-Sunder και Myers (1999) για δείγμα 70 μη χρηματοοικονομικών εισηγμένων ελληνικών επιχειρήσεων

<i>Εξαρτημένη Μεταβλητή</i>	Περίοδος	
	2006-2010	2011-2016
	Μεταβολή Μακροπρόθεσμων Υποχρεώσεων προς Καθαρά Περιουσιακά Στοιχεία (ΔDi)	
<i>Υπόδειγμα Αντιστάθμισης (Υπόδειγμα 3)</i>		
Σταθερός Όρος	0.021	-0.009
Συντελεστής Προσαρμογής (b_{ta})	0.759***	0.828***
R ²	0.204	0.250
<i>Υπόδειγμα Ιεράρχησης Πηγών Χρηματοδότησης (Υπόδειγμα 1)</i>		
Σταθερός Όρος	-0.069	-0.061
Συντελεστής Ιεράρχησης (b_{po})	0.810***	0.116
R ²	0.213	0.004
<i>Συνδυαστικό Υπόδειγμα (Υπόδειγμα 4)</i>		
Σταθερός Όρος	-0.046	0.000
Συντελεστής Ιεράρχησης (b_{po})	0.778***	0.104
Συντελεστής Προσαρμογής (b_{ta})	0.726***	0.826***
R ²	0.400	0.253

* $p < 0.10$ ** $p < 0.05$ *** $p < 0.01$

Σύμφωνα με τον Πίνακα 4-9, η θεωρία αντιστάθμισης είναι σε θέση να εξηγήσει το 20,4% της μεταβλητότητας του χρέους κατά την πρώτη περίοδο, ενώ η παλινδρόμηση της ιεράρχησης το 21,3%. Οι σταθεροί συντελεστές και των δύο παλινδρομήσεων είναι ίσοι με 0,021 και -0,069 αντίστοιχα και δεν είναι στατιστικά σημαντικοί ($p > 0,10$), ενώ οι συντελεστές των ανεξάρτητων μεταβλητών είναι ίσοι με 0,759 και 0,810 και στατιστικά σημαντικοί ($p < 0,01$). Η εκτίμηση του κοινού μοντέλου εξηγεί το 40,0% της συνολικής μεταβλητότητας, γεγονός που δείχνει ότι και οι δύο θεωρίες έχουν σημαντική ερμηνευτική ικανότητα. Από την άλλη πλευρά, κατά τη διάρκεια της δεύτερης περιόδου, το ποσοστό της μεταβλητότητας του χρέους που εξηγείται από τις δύο παλινδρομήσεις ανέρχεται σε 25,0% και 0,4% για την θεωρία ανταλλαγής και ιεράρχησης αντίστοιχως. Επιπλέον, οι σταθεροί συντελεστές και πάλι δεν είναι στατιστικά σημαντικοί ($p > 0,10$), ενώ ο συντελεστής του υποδείματος αντιστάθμισης είναι και πάλι στατιστικά σημαντικός ($p < 0,01$) και ισούται με 0,935. Ωστόσο, ο συντελεστής της θεωρίας ιεράρχησης είναι ίσος με 0,116, αλλά όχι στατιστικά σημαντικός ($p > 0,10$). Ως αποτέλεσμα, η θεωρία της ιεράρχησης έχει μηδενική επεξηγηματική ισχύ.

Σύμφωνα με τον Πίνακα 4-10, οι διαφοροποιημένες εκτιμήσεις των δύο υποδειγμάτων είναι σχεδόν ταυτόσημες. Ως αποτέλεσμα, το πρώτο διαγνωστικό τεστ υποστηρίζει ότι οι εκτιμήσεις του Πίνακα 4-9 για την Ελλάδα είναι εύρωστες.

Πίνακας 4- 10: Πρώτος Διαγνωστικός Έλεγχος της μεθοδολογίας Shyam-Sunder και Myers (1999) για δείγμα 70 μη χρηματοοικονομικών εισηγμένων ελληνικών επιχειρήσεων – Διαφοροποίηση των Υποδειγμάτων

Περίοδος	2006-2010	2011-2016	2006-2010	2011-2016	2006-2010	2011-2016
Εξαρτημένη Μεταβλητή	Μεταβολή Μακροπρόθεσμων Υποχρεώσεων προς Κύκλο Εργασιών (ΔDi)		Μεταβολή Μακροπρόθεσμων Υποχρεώσεων προς Καθαρά Περιουσιακά Στοιχεία (ΔDi)		Μεταβολή Μακροπρόθεσμων Υποχρεώσεων προς Καθαρά Περιουσιακά Στοιχεία (ΔDi)	
	Καθόλου Επιδράσεις	Τυχαίες Επιδράσεις	Τυχαίες Επιδράσεις	Σταθερές Επιδράσεις	Τυχαίες Επιδράσεις	Σταθερές Επιδράσεις
<i>Υπόδειγμα Αντιστάθμισης (Υπόδειγμα 3)</i>						
Σταθερός Όρος	0.028***	0.002	-0.020	-0.009	0.022	-0.011
Συντελεστής Προσαρμογής (b_{ta})	0.187***	0.186**	0.668***	0.828***	0.820***	0.861***
R ²	0.020	0.115	0.164	0.250	0.292	0.323
<i>Υπόδειγμα Ιεράρχησης Πηγών Χρηματοδότησης (Υπόδειγμα 1)</i>						
Σταθερός Όρος	0.004	0.032	-0.069	0.052	-0.088	0.051
Συντελεστής Ιεράρχησης (b_{po})	0.258***	0.529	0.810***	0.126	1.028***	0.122
R ²	0.148	0.009	0.213	0.004	0.336	0.064
<i>Συνδυαστικό Υπόδειγμα (Υπόδειγμα 4)</i>						
Σταθερός Όρος	0.009	0.032***	-0.046	0.000	-0.063	-0.003
Συντελεστής Ιεράρχησης (b_{po})	0.262***	0.524***	0.778***	0.104	0.991***	0.098
Συντελεστής Προσαρμογής (b_{ta})	0.210***	0.103*	0.726***	0.826***	0.784***	0.860***
R ²	0.173	0.152	0.400	0.253	0.541	0.325

* $p < 0.10$ ** $p < 0.05$ *** $p < 0.01$

Τέλος, σύμφωνα με τον Πίνακα 4-11, οι συντελεστές της θεωρίας ιεράρχησης και οι αντίστοιχοι της αντιστάθμισης παραμένουν θετικοί και οι περισσότεροι από αυτούς είναι στατιστικά σημαντικοί, ενώ οι σταθεροί συντελεστές είναι στατιστικά μη σημαντικοί, υποδηλώνοντας ότι τα αποτελέσματα του Πίνακα 4-9 εκφράζουν την προγραμματισμένη χρηματοδότηση και όχι βραχυπρόθεσμα προσαρμογές αυτής. Αυτά τα αποτελέσματα ενισχύουν την ευρωστία των εκτιμημένων υποδειγμάτων του Πίνακα 4-9.

Πίνακας 4- 11: Δεύτερος Διαγνωστικός Έλεγχος της μεθοδολογίας Shyam-Sunder και Myers (1999) για δείγμα 70 μη χρηματοοικονομικών εισηγμένων ελληνικών επιχειρήσεων – Αναμενόμενα και όχι πραγματικά ελλείμματα χρηματοδότησης

Περίοδος	2006-2010				2011-2016			
	Μεταβολή Μακροπρόθεσμων Υποχρεώσεων προς Καθαρά Περιουσιακά Στοιχεία (ΔD_{it})				Μεταβολή Μακροπρόθεσμων Υποχρεώσεων προς Καθαρά Περιουσιακά Στοιχεία (ΔD_{it})			
<i>Υπόδειγμα Αντιστάθμισης (Υπόδειγμα 3)</i>								
Σταθερός Όρος	0.021	-0.046	0.001	-0.046	0.019	0.027	-0.027	-0.012
Συντ. Προσαρμογής (b_{α})	0.704***	0.670***	0.819***	0.755***	0.826***	0.824***	0.806***	0.798***
Συντ.Ιεράρχησης (b_{ρ_0}) για $E(Def_1)^a$	0.144*	0.630***			0.293***	0.397***		
Συντ.Ιεράρχησης για $Def_{it} - E(Def_1)^a$		0.779***				0.104		
Συντ.Ιεράρχησης (b_{ρ_0}) για $E(Def_2)^b$			0.464***	0.869***			-0.194***	-0.057
Συντ.Ιεράρχησης για $Def_{it} - E(Def_{2,it-1})^b$				0.680***				-0.194***
R ²	0.211	0.407	0.293	0.412	0.270	0.273	0.264	0.271
<i>Υπόδειγμα Ιεράρχησης Πηγών Χρηματοδότησης (Υπόδειγμα 1)</i>								
Σταθερός Όρος	0.012	-0.058	-0.018	-0.070	0.069	0.080	0.017	0.032
Συντ.Ιεράρχησης (b_{ρ_0}) για $E(Def_1)^a$	0.387***	0.425***			0.302***	0.428***		
Συντ.Ιεράρχησης για $Def_{it} - E(Def_1)^a$		0.807***				0.126		
Συντ.Ιεράρχησης (b_{ρ_0}) για $E(Def_2)^b$			0.371***	0.842***			-0.285***	-0.106
Συντ.Ιεράρχησης για $Def_{it} - E(Def_{2,it-1})^b$				0.776***				0.225**
R ²	0.058	0.269	0.058	0.214	0.022	0.026	0.030	0.042

* $p < 0.10$ ** $p < 0.05$ *** $p < 0.01$

^a $E(Def_1)$ είναι το αναμενόμενο έλλειμμα χρηματοδότησης εκφρασμένο ως το έλλειμμα χρηματοδότησης της προηγούμενης χρήσης [$E(Def_1) = Def_{it-1}$]

^b $E(Def_2)$ είναι το αναμενόμενο έλλειμμα χρηματοδότησης εκφρασμένο ως το έλλειμμα χρηματοδότησης με τις υστερημένες τιμές των λειτουργικών ταμειακών ροών και των μεταβολών στο καθαρό κεφάλαιο κίνησης

4.2.4.4. Εφαρμογή της Μεθοδολογίας Shyam-Sunder και Myers (1999) για τις εισηγμένες επιχειρήσεις της Ιρλανδίας

Η ιρλανδική κυβέρνηση υπέγραψε το μνημόνιο συμφωνίας με τον Ευρωπαϊκό Μηχανισμό Σταθερότητας το 2010. Έτσι, η πρώτη περίοδος διαρκεί από το 2006 έως το 2010, ενώ η δεύτερη από το 2011 έως το 2016. Ο πίνακας 4-12 δείχνει την εκτίμηση των υποδειγμάτων (1), (3) και (4) για τις ιρλανδικές εταιρείες κατά τη διάρκεια αυτών των δύο περιόδων.

Πίνακας 4- 12: Εκτιμημένα Υποδείγματα των θεωριών Αντιστάθμισης και Ιεράρχησης Πηγών Χρηματοδότησης βάσει της μεθοδολογίας Shyam-Sunder και Myers (1999) για δείγμα 25 μη χρηματοοικονομικών εισηγμένων ιρλανδικών επιχειρήσεων

<i>Εξαρτημένη Μεταβλητή</i>	Περίοδος	
	2006-2010	2011-2016
	Μεταβολή Μακροπρόθεσμων Υποχρεώσεων προς Καθαρά Περιουσιακά Στοιχεία (ΔD_{it})	
<i>Υπόδειγμα Αντιστάθμισης (Υπόδειγμα 3)</i>		
Σταθερός Όρος	-0.286	0.026
Συντελεστής Προσαρμογής (b_{ta})	0.768***	0.857***
R ²	0.218	0.270
<i>Υπόδειγμα Ιεράρχησης Πηγών Χρηματοδότησης (Υπόδειγμα 1)</i>		
Σταθερός Όρος	-0.307	-0.003
Συντελεστής Ιεράρχησης (b_{po})	0.460**	0.497***
R ²	0.041	0.067
<i>Συνδυαστικό Υπόδειγμα (Υπόδειγμα 4)</i>		
Σταθερός Όρος	-0.332	-0.001
Συντελεστής Ιεράρχησης (b_{po})	0.454***	0.372***
Συντελεστής Προσαρμογής (b_{ta})	0.766***	0.815***
R ²	0.258	0.306

* $p < 0.10$ ** $p < 0.05$ *** $p < 0.01$

Κατά την πρώτη περίοδο (2006-2010), η υπόθεση αντιστάθμισης φαίνεται να εξηγεί μεγαλύτερο ποσοστό της μεταβλητότητας της χρηματοοικονομικής μόχλευσης σε σύγκριση με τη θεωρία ιεράρχησης. Συγκεκριμένα, η θεωρία αντιστάθμισης παρουσιάζει στατιστικά σημαντικό συντελεστή ίσο με 0,768 ($p < 0,01$) και μη στατιστικά σημαντικό σταθερό συντελεστή ($p > 0,10$). Όσον αφορά τη υπόθεση της ιεράρχησης, ο συντελεστής της είναι ίσος με 0,460 και στατιστικά σημαντικός ($p < 0,05$), ενώ ο σταθερός συντελεστής μπορεί να θεωρηθεί μηδέν ($p > 0,10$). Η επεξηγηματική ισχύς της θεωρίας ιεράρχησης, όπως μπορεί να μετρηθεί με τον συντελεστή προσδιορισμού, είναι ίση με το 4,1% και είναι σημαντικά χαμηλότερη από το 21,8% που είναι το επίπεδο της επεξηγηματικής ισχύος της θεωρίας αντιστάθμισης. Από την άλλη πλευρά, κατά τη διάρκεια της δεύτερης περιόδου (2011-2016), η επεξηγηματική ισχύς της θεωρίας αντιστάθμισης παραμένει σχεδόν στο ίδιο επίπεδο του 27,0%, ενώ η θεωρία ιεράρχησης αυξάνεται ελαφρώς αλλά και πάλι είναι πολύ χαμηλή, εφόσον διαμορφώνεται σε μόλις 6,7%. Οι σταθεροί συντελεστές των δύο μοντέλων παραμένουν στατιστικά μη σημαντικοί ($p > 0,10$), οι συντελεστές αντιστάθμισης και ιεράρχησης παραμένουν στατιστικά σημαντικοί ($p < 0,10$) και ίσος με 0,857 και 0,497 αντίστοιχα. Τα παραπάνω αποτελέσματα δείχνουν την κυριαρχία της θεωρίας της αντιστάθμισης έναντι της υπόθεσης της ιεράρχησης των πηγών χρηματοδότησης και στις δύο περιόδους στην ιρλανδική οικονομία.

Ο Πίνακας 4-13 παρουσιάζει τα αποτελέσματα του πρώτου διαγνωστικού ελέγχου για ιρλανδικές εταιρείες. Τα αποτελέσματα δεν εμφανίζονται σημαντικά διαφορετικά σε σύγκριση με τα αντίστοιχα του Πίνακα 4-12. Έτσι, τα συμπεράσματα που εξάγονται από αυτόν είναι ισχυρά.

Πίνακας 4- 13: Πρώτος Διαγνωστικός Έλεγχος της μεθοδολογίας Shyam-Sunder και Myers (1999) για δείγμα 25 μη χρηματοοικονομικών εισηγμένων ιρλανδικών επιχειρήσεων – Διαφοροποίηση των Υποδειγμάτων

Περίοδος	2006-2010	2011-2016	2006-2010	2011-2016	2006-2010	2011-2016
<i>Εξαρτημένη Μεταβλητή</i>	Μεταβολή Μακροπρόθεσμων Υποχρεώσεων προς Κύκλο Εργασιών (AD_{it})		Μεταβολή Μακροπρόθεσμων Υποχρεώσεων προς Καθαρά Περιουσιακά Στοιχεία (AD_{it})		Μεταβολή Μακροπρόθεσμων Υποχρεώσεων προς Καθαρά Περιουσιακά Στοιχεία (AD_{it})	
	Μέθοδος	Καθόλου Επιδράσεις	Τυχαίες Επιδράσεις	Τυχαίες Επιδράσεις	Σταθερές Επιδράσεις	Σταθερές Επιδράσεις
<i>Υπόδειγμα Αντιστάθμισης (Υπόδειγμα 3)</i>						
Σταθερός Όρος	0.002	0.018	-0.286	0.026	-0.289	0.026
Συντελεστής Προσαρμογής (b_{ta})	0.031***	0.562**	0.766***	0.857***	0.881***	0.863***
R ²	0.211	0.333	0.216	0.270	0.364	0.318
<i>Υπόδειγμα Ιεράρχησης Πηγών Χρηματοδότησης (Υπόδειγμα 1)</i>						
Σταθερός Όρος	-0.013	-0.025	-0.307	-0.003	-0.304	-0.009
Συντελεστής Ιεράρχησης (b_{po})	0.157***	0.337***	0.452**	0.497***	0.430*	0.581***
R ²	0.080	0.298	0.040	0.067	0.149	0.128
<i>Συνδυαστικό Υπόδειγμα (Υπόδειγμα 4)</i>						
Σταθερός Όρος	-0.012	-0.019	-0.332	-0.001	-0.326	-0.002
Συντελεστής Ιεράρχησης (b_{po})	0.198***	0.323***	0.454**	0.372***	0.366*	0.377**
Συντελεστής Προσαρμογής (b_{ta})	0.171	0.516***	0.766***	0.815***	0.868***	0.808***
R ²	0.284	0.407	0.258	0.306	0.386	0.346

* $p < 0.10$ ** $p < 0.05$ *** $p < 0.01$

Ο Πίνακας 4-8 εμφανίζει τα αποτελέσματα του δεύτερου διαγνωστικού ελέγχου. Οι εκτιμήσεις των συντελεστών λαμβάνοντας υπόψη τα αναμενόμενα ελλείμματα χρηματοδότησης οδηγούν στο συμπέρασμα ότι οι παλινδρομήσεις των δύο εταιριών για τις ιρλανδικές εταιρείες είναι σε θέση να συλλάβουν και να εκφράσουν τις προγραμματισμένες οικονομικές ανάγκες των επιχειρήσεων.

Πίνακας 4- 14: Δεύτερος Διαγνωστικός Έλεγχος της μεθοδολογίας Shyam-Sunder και Myers (1999) για δείγμα 25 μη χρηματοοικονομικών εισηγμένων ιρλανδικών επιχειρήσεων – Αναμενόμενα και όχι πραγματικά ελλείμματα χρηματοδότησης

Περίοδος	2006-2010				2011-2016			
	Μεταβολή Μακροπρόθεσμων Υποχρεώσεων προς Καθαρά Περιουσιακά Στοιχεία (ΔD_{it})				Μεταβολή Μακροπρόθεσμων Υποχρεώσεων προς Καθαρά Περιουσιακά Στοιχεία (ΔD_{it})			
<i>Υπόδειγμα Αντιστάθμισης (Υπόδειγμα 3)</i>								
Σταθερός Όρος	-0.299	-0.337	-0.273	-0.288	0.039	0.011	-0.065	0.074
Συντ. Προσαρμογής (b_{1a})	0.796***	0.779***	0.791***	0.788***	0.909***	0.864***	0.864***	0.873***
Συντ. Ιεράρχησης (b_{p0}) για $E(Def_{1t})^a$	0.130	0.505**			0.246*	0.508***		
Συντ. Ιεράρχησης για $Def_{it} - E(Def_{1t})^a$		0.444**				0.358***		
Συντ. Ιεράρχησης (b_{p0}) για $E(Def_{2t})^b$			0.437***	0.524***			0.471***	0.437***
Συντ. Ιεράρχησης για $Def_{it} - E(Def_{2,it-1})^b$				0.134				0.471***
R ²	0.221	0.258	0.304	0.306	0.284	0.318	0.363	0.364
<i>Υπόδειγμα Ιεράρχησης Πηγών Χρηματοδότησης (Υπόδειγμα 1)</i>								
Σταθερός Όρος	-0.224	-0.288	-0.249	-0.269	0.033	-0.006	0.072	0.049
Συντ. Ιεράρχησης (b_{p0}) για $E(Def_{1t})^a$	0.164*	0.263***			-0.038	0.445**		
Συντ. Ιεράρχησης για $Def_{it} - E(Def_{1t})^a$		0.497**				0.498***		
Συντ. Ιεράρχησης (b_{p0}) για $E(Def_{2t})^b$			0.403***	0.521**			0.460***	0.548**
Συντ. Ιεράρχησης για $Def_{it} - E(Def_{2,it-1})^b$				0.182				0.196
R ²	0.026	0.052	0.073	0.077	0.000	0.067	0.089	0.094

* $p < 0.10$ ** $p < 0.05$ *** $p < 0.01$

^a $E(Def_{1t})$ είναι το αναμενόμενο έλλειμμα χρηματοδότησης εκφρασμένο ως το έλλειμμα χρηματοδότησης της προηγούμενης χρήσης [$E(Def_{1t}) = Def_{it-1}$]

^b $E(Def_{2t})$ είναι το αναμενόμενο έλλειμμα χρηματοδότησης εκφρασμένο ως το έλλειμμα χρηματοδότησης με τις υστερημένες τιμές των λειτουργικών ταμειακών ροών και των μεταβολών στο καθαρό κεφάλαιο κίνησης

4.2.4.5. Εφαρμογή της Μεθοδολογίας Shyam-Sunder και Myers (1999) για τις εισηγμένες επιχειρήσεις της Πορτογαλίας

Ο Πίνακας 4-15 παρουσιάζει την εκτίμηση για τις παλινδρομήσεις των δύο θεωριών, ενώ ο Πίνακας 4-16 και ο Πίνακας 4-17 εμφανίζουν τα αποτελέσματα του πρώτου και του δεύτερου διαγνωστικού ελέγχου αντιστοίχως. Αξίζει να σημειωθεί ότι η πρώτη περίοδος για την Πορτογαλία ξεκινά το 2006 και τελειώνει το 2011. Έτσι, η δεύτερη περίοδος διαρκεί από το 2012 έως το 2016.

Πίνακας 4- 15: Εκτιμημένα Υποδείγματα των θεωριών Αντιστάθμισης και Ιεράρχησης Πηγών Χρηματοδότησης βάσει της μεθοδολογίας Shyam-Sunder και Myers (1999) για δείγμα 27 μη χρηματοοικονομικών εισηγμένων πορτογαλικών επιχειρήσεων

<i>Εξαρτημένη Μεταβλητή</i>	Περίοδος	
	2006-2013	2014-2016
	Μεταβολή Μακροπρόθεσμων Υποχρεώσεων προς Καθαρά Περιουσιακά Στοιχεία (ΔD_{it})	
<i>Υπόδειγμα Αντιστάθμισης (Υπόδειγμα 3)</i>		
Σταθερός Όρος	0.033	-0.053
Συντελεστής Προσαρμογής (b_{ta})	0.865 ^{***}	0.664 ^{***}
R ²	0.298	0.183
<i>Υπόδειγμα Ιεράρχησης Πηγών Χρηματοδότησης (Υπόδειγμα 1)</i>		
Σταθερός Όρος	0.009	0.011
Συντελεστής Ιεράρχησης (b_{po})	0.690 ^{***}	0.559 ^{***}
R ²	0.122	0.078
<i>Συνδυαστικό Υπόδειγμα (Υπόδειγμα 4)</i>		
Σταθερός Όρος	-0.015	0.017
Συντελεστής Ιεράρχησης (b_{po})	0.646 ^{***}	0.312 ^{**}
Συντελεστής Προσαρμογής (b_{ta})	0.843 ^{***}	0.588 ^{***}
R ²	0.404	0.209

* $p < 0.10$ ** $p < 0.05$ *** $p < 0.01$

Σύμφωνα με τον Πίνακα 4-15, η θεωρία αντιστάθμισης είναι σε θέση να εξηγήσει το 29,8% της μεταβλητότητας του χρέους κατά την πρώτη περίοδο, ενώ η παλινδρόμηση της θεωρίας ιεράρχησης 12,2%. Οι σταθεροί συντελεστές και των δύο παλινδρομήσεων είναι ίσοι με 0,033 και 0,009 αντίστοιχα και δεν είναι στατιστικά σημαντικοί ($p > 0,10$), ενώ οι συντελεστές των ανεξάρτητων μεταβλητών είναι ίσοι με 0,865 και 0,690 αντίστοιχως και στατιστικά σημαντικοί και οι δύο ($p < 0,01$). Η εκτίμηση ενός κοινού μοντέλου μπορεί να εξηγήσει το 40,4% της συνολικής διακύμανσης, το οποίο δείχνει ότι και οι δύο παλινδρομήσεις, και επομένως και οι δύο θεωρίες, έχουν σημαντική συμβολή στην ερμηνεία των αποφάσεων κεφαλαιακής δομής των εταιριών. Από την άλλη πλευρά, κατά τη διάρκεια της δεύτερης περιόδου, το ποσοστό της μεταβλητότητας του χρέους που εξηγείται από τις δύο παλινδρομήσεις ανέρχεται σε 18,3% και 7,8% για τις θεωρίες αντιστάθμισης και ιεράρχησης αντίστοιχα. Επιπλέον, οι σταθεροί συντελεστές και πάλι δεν είναι στατιστικά σημαντικοί ($p > 0,10$), ενώ οι συντελεστές ανεξάρτητων μεταβλητών και των δύο υποδειγμάτων είναι και πάλι στατιστικά σημαντικοί ($p < 0,01$) και ισούται με 0,664 και 0,559 αντίστοιχα. Ως αποτέλεσμα, οι δύο θεωρίες συνυπάρχουν και στις δύο περιόδους.

Σύμφωνα με τον Πίνακα 4-16, οι εκτιμήσεις των διαφοροποιήσεων των υποδειγμάτων (1), (3) και (4) καταδεικνύουν την ευρωστία των εκτιμήσεων του Πίνακα 4-15 για την Πορτογαλία.

Πίνακας 4- 16: Πρώτος Διαγνωστικός Έλεγχος της μεθοδολογίας Shyam-Sunder και Myers (1999) για δείγμα 27 μη χρηματοοικονομικών εισηγμένων πορτογαλικών επιχειρήσεων – Διαφοροποίηση των Υποδειγμάτων

Περίοδος	2006-2013	2014-2016	2006-2013	2014-2016	2006-2013	2014-2016
Εξαρτημένη Μεταβλητή	Μεταβολή Μακροπρόθεσμων Υποχρεώσεων προς Κύκλο Εργασιών (ΔDi)		Μεταβολή Μακροπρόθεσμων Υποχρεώσεων προς Καθαρά Περιουσιακά Στοιχεία (ΔDi)		Μεταβολή Μακροπρόθεσμων Υποχρεώσεων προς Καθαρά Περιουσιακά Στοιχεία (ΔDi)	
	Καθόλου Επιδράσεις	Τυχαίες Επιδράσεις	Τυχαίες Επιδράσεις	Τυχαίες Επιδράσεις	Σταθερές Επιδράσεις	Σταθερές Επιδράσεις
<i>Υπόδειγμα Αντιστάθμισης (Υπόδειγμα 3)</i>						
Σταθερός Όρος	0.014	0.027	0.034	-0.053	0.032	-0.049
Συντελεστής Προσαρμογής (b_{ta})	0.253**	0.743***	0.876***	0.664***	0.893***	0.771***
R ²	0.237	0.200	0.306	0.183	0.360	0.287
<i>Υπόδειγμα Ιεράρχησης Πηγών Χρηματοδότησης (Υπόδειγμα 1)</i>						
Σταθερός Όρος	-0.028*	0.045**	0.009	-0.012	0.003	0.008
Συντελεστής Ιεράρχησης (b_{po})	0.567***	0.545***	0.690***	0.514***	0.769***	0.673***
R ²	0.466	0.411	0.122	0.078	0.186	0.156
<i>Συνδυαστικό Υπόδειγμα (Υπόδειγμα 4)</i>						
Σταθερός Όρος	-0.027*	0.044**	-0.014	-0.016	-0.002	-0.005
Συντελεστής Ιεράρχησης (b_{po})	0.560***	0.469***	0.641***	0.321**	0.705***	0.372*
Συντελεστής Προσαρμογής (b_{ta})	0.206***	0.331*	0.850***	0.583***	0.864***	0.682***
R ²	0.490	0.443	0.408	0.211	0.467	0.312

* $p < 0.10$ ** $p < 0.05$ *** $p < 0.01$

Τέλος, σύμφωνα με τον Πίνακα 4-17, οι συντελεστές ιεράρχησης, αλλά και οι συντελεστές αντιστάθμισης, παραμένουν θετικοί και στατιστικά σημαντικοί με μη στατιστικά σημαντικούς σταθερούς όρους, υποδηλώνοντας ότι τα αποτελέσματα του Πίνακα 4-15 συλλαμβάνουν την προγραμματισμένη χρηματοδότηση. Συνεπώς, ενισχύεται η ευρωστία των εκτιμώμενων παλινδρομήσεων (1), (3) και (4).

Πίνακας 4- 17: Δεύτερος Διαγνωστικός Έλεγχος της μεθοδολογίας Shyam-Sunder και Myers (1999) για δείγμα 27 μη χρηματοοικονομικών εισηγμένων πορτογαλικών επιχειρήσεων – Αναμενόμενα και όχι πραγματικά ελλείμματα χρηματοδότησης

Περίοδος	2006-2013				2014-2016			
Εξαρτημένη Μεταβλητή	Μεταβολή Μακροπρόθεσμων Υποχρεώσεων προς Καθαρά Περιουσιακά Στοιχεία (ΔD_{it})				Μεταβολή Μακροπρόθεσμων Υποχρεώσεων προς Καθαρά Περιουσιακά Στοιχεία (ΔD_{it})			
<i>Υπόδειγμα Αντιστάθμισης (Υπόδειγμα 3)</i>								
Σταθερός Όρος	0.034	-0.014	0.026	-0.008	-0.006	0.016	-0.041	-0.016
Συντ. Προσαρμογής (b_{ta})	0.852***	0.812***	0.939***	0.905***	0.797***	0.738***	0.693***	0.590***
Συντ. Ιεράρχησης (b_{po}) για $E(Def_1)^a$	-0.066	0.511***			0.595***	0.774***		
Συντ. Ιεράρχησης για $Def_{it} - E(Def_1)^a$		0.670***				0.211		
Συντ. Ιεράρχησης (b_{po}) για $E(Def_2)^b$			0.543***	0.892***			0.103	0.314**
Συντ. Ιεράρχησης για $Def_{it} - E(Def_{2,it-1})^b$				0.482***				0.103
R ²	0.299	0.411	0.407	0.460	0.299	0.310	0.189	0.209
<i>Υπόδειγμα Ιεράρχησης Πηγών Χρηματοδότησης (Υπόδειγμα 1)</i>								
Σταθερός Όρος	0.064	0.010	0.059	0.016	-0.052	0.006	-0.078	-0.020
Συντ. Ιεράρχησης (b_{po}) για $E(Def_1)^a$	-0.296**	0.358*			0.378***	0.827***		
Συντ. Ιεράρχησης για $Def_{it} - E(Def_1)^a$		0.743***				0.484***		
Συντ. Ιεράρχησης (b_{po}) για $E(Def_2)^b$			0.408***	0.842***			-0.031	0.422***
Συντ. Ιεράρχησης για $Def_{it} - E(Def_{2,it-1})^b$				0.591***				0.605***
R ²	0.025	0.164	0.063	0.143	0.050	0.120	0.001	0.096

* $p < 0.10$ ** $p < 0.05$ *** $p < 0.01$

^a $E(Def_1)$ είναι το αναμενόμενο έλλειμμα χρηματοδότησης εκφρασμένο ως το έλλειμμα χρηματοδότησης της προηγούμενης χρήσης [$E(Def_1) = Def_{it-1}$]

^b $E(Def_2)$ είναι το αναμενόμενο έλλειμμα χρηματοδότησης εκφρασμένο ως το έλλειμμα χρηματοδότησης με τις υστερημένες τιμές των λειτουργικών ταμειακών ροών και των μεταβολών στο καθαρό κεφάλαιο κίνησης

4.2.5 Συζήτηση Αποτελεσμάτων

Στην Κύπρο, δεδομένων των αποτελεσμάτων, τόσο οι υποθέσεις αντιστάθμισης όσο και ιεράρχησης των πηγών χρηματοδότησης συμβάλλουν στην ερμηνεία της συμπεριφοράς της κεφαλαιακής δομής των εταιρειών κατά την πρώτη περίοδο (2006-2013), αλλά η υπόθεση της ιεράρχησης στην ασθενή της μορφή ($b_{PO}=0,911 < 1$) είναι η κυρίαρχη ($R^2_{PO}=0,317 > 0,174=R^2_{TO}$). Από την άλλη πλευρά, η επεξηγηματική ισχύς της θεωρίας ιεράρχησης σχεδόν μηδενίζεται κατά τη δεύτερη περίοδο και επικρατεί η θεωρία αντιστάθμισης ($R^2_{PO}=0,037 > 0,448=R^2_{TO}$). Προηγούμενες μελέτες υποστήριξαν ότι η υπόθεση της ιεράρχησης κατέχει κυρίαρχη θέση στην εξήγηση των αποφάσεων χρηματοδότησης των διαχειριστών των κυπριακών εταιρειών (Mokhona & Zinecker, 2013; Machielsen, 2012). Τα παρόντα αποτελέσματα συμφωνούν εν μέρει μαζί τους, καθώς η παρουσία της θεωρίας ιεράρχησης είναι έντονη κατά την πρώτη περίοδο. Έτσι, μπορεί να συναχθεί το συμπέρασμα ότι κατά τη διάρκεια «φυσιολογικών» οικονομικών συνθηκών οι Κύπριοι διευθυντές ενεργούν βάσει της θεωρίας ιεράρχησης. Ωστόσο, κατά τη δεύτερη περίοδο, όπου οι οικονομικές συνθήκες είναι ακραίες, η θεωρία αντιστάθμισης υπερέχει εκείνη της ιεράρχησης. Αυτή η

παρατήρηση δεν έρχεται σε αντίθεση με τα προηγούμενα αποτελέσματα γιατί καμία μελέτη δεν εξέτασε την κεφαλαιακή διάρθρωση των κυπριακών εταιρειών σε περιόδους κρίσης. Έτσι, φαίνεται ότι αυτές οι ακραίες οικονομικές συνθήκες οδήγησαν τις κυπριακές εταιρείες να ανακατευθύνουν τις επιλογές της κεφαλαιακής τους δομής σύμφωνα με τη θεωρία αντιστάθμισης.

Η Ελλάδα είναι η πρώτη χώρα που εισήλθε σε πρόγραμμα χρηματοοικονομικής βοήθειας του Ευρωπαϊκού Μηχανισμού Σταθερότητας και τα στατιστικά αποτελέσματα έδειξαν παρόμοια συμπεριφορά της κεφαλαιακής δομής των ελληνικών εταιρειών με αυτή των κυπριακών εταιρειών. Συγκεκριμένα, η υπόθεση της ιεράρχησης των πηγών χρηματοδότησης στην αδύναμη μορφή της ($b_{PO}=0,810 < 1$) είναι ελαφρώς καλύτερη από τη θεωρία αντιστάθμισης στην εξήγηση της συμπεριφοράς της κεφαλαιακής δομής των ελληνικών εταιρειών κατά την πρώτη περίοδο ($R^2_{PO}=0,213 > 0,204=R^2_{TO}$). Από την άλλη πλευρά, κατά τη δεύτερη περίοδο η ερμηνευτική ικανότητα της υπόθεσης της ιεράρχησης των πηγών χρηματοδότησης εξαλείφεται και αυτή της θεωρίας αντιστάθμισης αυξάνεται ($R^2_{PO}=0,004 < 0,250=R^2_{TO}$). Η πλειονότητα των προηγούμενων μελετών συμφωνεί με την ανωτερότητα της υπόθεσης ιεράρχησης για τις ελληνικές εταιρείες κατά τη διάρκεια «φυσιολογικών» οικονομικών συνθηκών (Daskalakis & Psillaki, 2008, 2009; Eriotis et al., 2007; Agiormigiannakis et al., 2004; Daskalakis et al., 2003), αλλά ακόμη και σε περιόδους κρίσης, υπάρχουν ερευνητές που καταλήγουν στο ίδιο συμπέρασμα (Balios et al, 2016; Dasilas & Papasyriopoulos, 2015; Noulas & Genimakis, 2011). Ωστόσο, προηγούμενες μελέτες έδειξαν ότι υπάρχουν στοιχεία που υποστηρίζουν την υπόθεση αντιστάθμισης (Vasiliou et al., 2006). Η παρούσα μελέτη καταλήγει στο συμπέρασμα ότι καμία από τις δύο εξεταζόμενες θεωρίες δεν μπορεί να ερμηνεύσει επαρκώς τις κινήσεις της κεφαλαιακής δομής των ελληνικών εταιριών κατά τη διάρκεια «φυσιολογικών» οικονομικών συνθηκών, αλλά η θεωρία αντιστάθμισης υπερέχει της θεωρίας ιεράρχησης σε περιόδους κρίσης.

Στην Ιρλανδία, μόνο η υπόθεση αντιστάθμισης φαίνεται να συμβάλλει στην ερμηνεία της συμπεριφοράς της κεφαλαιακής δομής των ιρλανδικών εταιρειών κατά τη διάρκεια της πρώτης (2006-2010) και της δεύτερης περιόδου (2011-2016), δεδομένου ότι η ερμηνευτική ικανότητα της θεωρίας ιεράρχησης σε ασθενή μορφή είναι σημαντικά χαμηλότερη από αυτή της θεωρίας αντιστάθμισης ($R^2_{PO}=0,041 < 0,218=R^2_{TO}$ για την πρώτη περίοδο, $R^2_{PO}=0,067 < 0,270=R^2_{TO}$ για τη δεύτερη περίοδο). Προηγούμενες

μελέτες δεν συμφωνούν ποια από τις δύο θεωρίες κατέχει την κυρίαρχη θέση στην ερμηνεία της συμπεριφοράς της κεφαλαιακής δομής των ιρλανδικών εταιριών (Mac an Bhaird & Lucey, 2010; Bancel & Mittoo, 2004). Αντιθέτως, η παρούσα μελέτη ισχυρίζεται ότι η κυρίαρχη θεωρία στις χρηματοδοτικές αποφάσεις των ιρλανδικών εταιριών είναι εκείνη της αντιστάθμισης ανεξάρτητα από τις επικρατούσες οικονομικές συνθήκες.

Τέλος, στην Πορτογαλία η υπόθεση της ιεράρχησης των πηγών χρηματοδότησης στην αδύναμη μορφή της ($b_{PO}=0,957 < 1$) είναι λιγότερο αποτελεσματική από την αντίστοιχη της θεωρίας αντιστάθμισης στην ερμηνεία της κεφαλαιακής δομής των πορτογαλικών εταιριών κατά την πρώτη περίοδο ($R^2_{PO}=0.122 < 0.298=R^2_{TO}$). Από την άλλη πλευρά, κατά τη δεύτερη περίοδο η κατάσταση αυτή δεν ανατρέπεται ($R^2_{PO}=0,078 < 0,183=R^2_{TO}$). Ωστόσο, και στις δύο περιόδους, οι συντελεστές των αντίστοιχων μοντέλων είναι στατιστικά σημαντικοί και θετικοί, γεγονός που μπορεί να οδηγήσει στο συμπέρασμα ότι και οι δύο θεωρίες είναι παρούσες στις αποφάσεις κεφαλαιακής δομής των πορτογαλικών εταιριών. Αυτό δεν είναι ένα απροσδόκητο συμπέρασμα, καθώς υπάρχουν προηγούμενες μελέτες που υποστήριζαν αυτήν τη συμπεριφορά (Pacheco and Tavares, 2017; Serrasqueiro and Caetano, 2015).

Ο Πίνακας 4-18 παρακάτω συνοψίζει τα παραπάνω συμπεράσματα για κάθε χώρα:

Πίνακας 4- 18: Σύνοψη των Συμπερασμάτων της 2^{ης} Έρευνας

	Πριν την Κρίση (Πρώτη Περίοδος)		Κατά τη Διάρκεια της Κρίσης (Δεύτερη Περίοδος)	
	Θεωρία		Θεωρία	
	Αντιστάθμισης	Ιεράρχησης	Αντιστάθμισης	Ιεράρχησης
Κύπρος	Ναι	Ναι	Ναι	Όχι
Ελλάδα	Ναι	Ναι	Ναι	Όχι
Ιρλανδία	Ναι	Όχι	Ναι	Όχι
Πορτογαλία	Ναι	Ναι	Ναι	Ναι

Σύμφωνα με τον Πίνακα 4-18, οι ελληνικές και κυπριακές εταιρείες άλλαξαν τον τρόπο με τον οποίο προσδιορίζουν την κεφαλαιακή τους δομή μετά το Μνημόνιο Συνεργασίας, ενώ τίποτα δεν φαίνεται να μεταβλήθηκε στις περιπτώσεις της Ιρλανδίας και της Πορτογαλίας. Συγκεκριμένα, η κεφαλαιακή διάρθρωση των ελληνικών και κυπριακών εταιριών μετατοπίστηκε από την υπόθεση ιεράρχησης προς τη θεωρία αντιστάθμισης. Επιπλέον, στην Κύπρο, την Ελλάδα και την Πορτογαλία, και οι δύο θεωρίες εφαρμόζονται κατά τη διάρκεια «κανονικών» οικονομικών συνθηκών, όπως

μπορούν να εκφραστούν από την πρώτη περίοδο. Τα παραπάνω αποτελέσματα οδηγούν σε μερική αποδοχή των ερευνητικών υποθέσεων 1, 2 και 3. Συγκεκριμένα, η ερευνητική υπόθεση 1 γίνεται αποδεκτή για την Κύπρο, την Ελλάδα και την Πορτογαλία, ενώ οι ερευνητικές υποθέσεις 2 και 3 γίνονται αποδεκτές για την Κύπρο και την Ελλάδα.

Οι λόγοι για τις παραπάνω διαφοροποιήσεις μπορούν να εντοπιστούν στο φορολογικό και επιτοκιακό περιβάλλον των τεσσάρων χωρών. Υπενθυμίζεται ότι οι φόροι εκφράζουν τη φορολογική εξοικονόμηση του χρέους και τα επιτόκια εκφράζουν το κόστος χρηματοοικονομικής δυσπραγίας που υποστηρίζεται από την υπόθεση αντιστάθμισης. Κατά τη διάρκεια της εξεταζόμενης περιόδου, ο φορολογικός συντελεστής αυξήθηκε κατά 23,08% στην Κύπρο και 32,54% στην Ελλάδα και η συνολική φορολογική επιβάρυνση κατά 17,48% και 8,57% αντίστοιχα. Ταυτόχρονα, οι μεταβολές στην Ιρλανδία και την Πορτογαλία ήταν ίσες με 4,20% και -18,3% για τον φορολογικό συντελεστή και 2,36% και -9,13% για τη συνολική φορολογική επιβάρυνση αντιστοίχως. Επιπλέον, τα επιτόκια των δανείων προς τις επιχειρήσεις με διάρκεια μεγαλύτερη του ενός έτους μειώθηκαν κατά 33,12% στην Κύπρο, 20,11% στην Ελλάδα, 34,76% στην Ιρλανδία και κατά 37,95% στην Πορτογαλία. Έτσι, η Κύπρος και η Ελλάδα, οι οποίες είναι οι δύο χώρες με τις υψηλότερες αυξήσεις της φορολογικής επιβάρυνσης ταυτόχρονα με μια μέτρια μείωση των επιτοκίων των δανείων, είναι οι χώρες στις οποίες παρατηρήθηκε μετατόπιση από τη θεωρία ιεράρχησης προς τη θεωρία αντιστάθμισης. Από την άλλη πλευρά, το φορολογικό περιβάλλον της Πορτογαλίας και της Ιρλανδίας άλλαξε ελαφρώς, ενώ τα επιτόκια μειώθηκαν γρήγορα. Αυτές οι παρατηρήσεις υποστηρίζουν ότι στην Ελλάδα και την Κύπρο τα πλεονεκτήματα της φορολογικής εξοικονόμησης αυξήθηκαν σημαντικά, ενώ το μειονέκτημα του κόστους της χρηματοοικονομικής δυσπραγίας μειώθηκε ελαφρώς ή μέτρια, ενώ στην Πορτογαλία και την Ιρλανδία το πλεονέκτημα της φορολογικής εξοικονόμησης του χρέους δεν μεταβλήθηκε σημαντικά, ενώ το μειονέκτημα του κόστους της χρηματοοικονομικής δυσπραγίας μειώθηκε εντονότερα. Οι παραπάνω εξελίξεις παρέχουν τους πιθανούς λόγους για τους οποίους υπάρχει αύξηση της ερμηνευτικής ισχύος της θεωρίας αντιστάθμισης στην Ελλάδα και την Κύπρο και όχι στην Ιρλανδία και την Πορτογαλία, ενώ επιβεβαιώνουν εν μέρει τις ερευνητικές υποθέσεις 4 και 5.

4.3 Προσδιοριστικοί Παράγοντες Κεφαλαιακής Δομής Ευρωπαϊκών Επιχειρήσεων σε περιόδους παροχής χρηματοοικονομικής υποστήριξης από τους οργανισμούς EFSF/ESM

4.3.1 Σκοπός και Ερευνητικές Υποθέσεις

Όπως φάνηκε από τις προηγούμενες έρευνες, οι οικονομικές συνθήκες επηρεάζουν τη συμπεριφορά της κεφαλαιακής δομής των επιχειρήσεων. Ιδιαίτερα, στην προηγούμενη έρευνα καταλήξαμε στο συμπέρασμα ότι στις χώρες που ήταν εντονότερη η κρίση χρέους (Ελλάδα και Κύπρος), η θεωρία αντιστάθμισης ενίσχυσε την ερμηνευτική της δύναμη, γεγονός που αποδόθηκε κυρίως στη μεταβολή του φορολογικού περιβάλλοντος. Στα πλαίσια αυτό, η παρούσα μελέτη διερευνά τον αντίκτυπο της οικονομικής κρίσης στην κεφαλαιακή δομή των επιχειρήσεων, καθώς και της εισόδου μίας οικονομίας σε πρόγραμμα σταθερότητας που χρηματοδοτείται από τον ΕΜΣ.

Ως αποτέλεσμα, ο στόχος της παρούσας μελέτης είναι διπλός. Πρώτον, αναζητούνται οι προσδιοριστικοί παράγοντες της κεφαλαιακής δομής και το άμεσο αποτέλεσμα τους σε αυτήν. Δεύτερον, διερευνάται η επίδραση που επιβάλλουν τα προγράμματα EFSF/ESM στις παραπάνω άμεσες επιδράσεις. Συγκεκριμένα, πέντε χαρακτηριστικά της επιχείρησης χρησιμοποιούνται ως προσδιοριστικοί παράγοντες της κεφαλαιακής δομής, ενώ δύο χαρακτηριστικά της οικονομίας της χώρας χρησιμοποιούνται ως μεταβλητές ελέγχου. Πρόκειται, αφενός, για την ανάπτυξη, το μέγεθος, την κερδοφορία, την απτότητα και τη μη σχετιζόμενη με το χρέος φορολογική εξοικονόμηση, και, αφετέρου, οι φορολογικοί συντελεστές και ο κίνδυνος χώρας. Η επίδραση καθενός από αυτά τα χαρακτηριστικά στην κεφαλαιακή δομή των επιχειρήσεων έχει συζητηθεί αναλυτικά στα πλαίσια της ενότητας 2.6. Ο τρόπος με τον οποίο αναμένεται να επηρεάσουν τα προγράμματα EFSF / ESM τις παραπάνω άμεσες επιδράσεις σύμφωνα με τις δύο θεωρίες κεφαλαιακής δομής, συζητείται παρακάτω. Υπενθυμίζεται ότι τα μέλη της ΕΕ που αποδέχονται ένα πρόγραμμα χρηματοδοτούμενο από τον ΕΜΣ αντιμετωπίζουν δύο άμεσες αλλαγές στην οικονομική κατάσταση: τη μείωση της αβεβαιότητας εξαιτίας της μείωσης του κινδύνου της χώρας, και την αύξηση της φορολογικής επιβάρυνσης στο πλαίσιο μιας αυστηρότερης δημοσιονομικής πολιτικής.

Σύμφωνα με τη θεωρία αντιστάθμισης, οι προοπτικές ανάπτυξης εκφράζουν τα αναμενόμενα επίπεδα κινδύνου χρηματοοικονομικής δυσπραγίας. Ως αποτέλεσμα, τα μειωμένα επίπεδα αβεβαιότητας αναμένεται να προκαλέσουν την εξασθένηση της επίδρασης των προοπτικών ανάπτυξης. Από την άλλη πλευρά, όσο μεγαλύτερο είναι το μέγεθος και όσο μεγαλύτερη είναι η απτότητα των επιχειρήσεων, τόσο χαμηλότερα είναι τα επίπεδα κινδύνου χρηματοοικονομικής δυσχέρειας. Έτσι, αναμένεται θετική επίδραση των προγραμμάτων ESM στην επίδραση αυτών των παραγόντων στη μόχλευση λόγω και των μειωμένων επιπέδων αβεβαιότητας. Ταυτόχρονα, η αύξηση των φορολογικών συντελεστών αυξάνει τη μη σχετιζόμενη με το χρέος φορολογική εξοικονόμηση με αποτέλεσμα την ενίσχυση του αποτελέσματός της, ενώ οι εταιρείες αναμένεται να επωφεληθούν από τις νέες φορολογικές συνθήκες που αμβλύνουν τη θετική σχέση μεταξύ κερδοφορίας και μόχλευσης. Κατά συνέπεια, διαμορφώνονται οι ακόλουθες υποθέσεις, σύμφωνα με τη θεωρία της αντιστάθμισης.

TO-RH1: Η αρνητική επίδραση των προοπτικών ανάπτυξης στη χρηματοοικονομική μόχλευση των επιχειρήσεων μειώνεται λόγω του χαμηλότερου επιπέδου αβεβαιότητας (Εναλλακτικά, αναμένεται μια θετική μεταβολή στην επίδραση της ανάπτυξης).

TO-RH2: Η θετική επίδραση της κερδοφορίας στη χρηματοοικονομική μόχλευση των εταιρειών μειώνεται λόγω των υψηλότερων επιπέδων φορολογικών συντελεστών (Εναλλακτικά, αναμένεται μια αρνητική μεταβολή στην επίδραση της κερδοφορίας).

TO-RH3: Η θετική επίδραση του μεγέθους στη χρηματοοικονομική μόχλευση των επιχειρήσεων αυξάνεται λόγω χαμηλότερων επιπέδων αβεβαιότητας (Εναλλακτικά, αναμένεται μια θετική μεταβολή στο αποτέλεσμα του μεγέθους).

TO-RH4: Η θετική επίδραση της απτότητας στη χρηματοοικονομική μόχλευση των εταιρειών αυξάνεται λόγω χαμηλότερων επιπέδων αβεβαιότητας (Εναλλακτικά, αναμένεται μια θετική μεταβολή στην επίδραση της απτότητας).

TO-RH5: Η αρνητική επίδραση της φορολογικής εξοικονόμησης στη χρηματοοικονομική μόχλευση των εταιρειών αυξάνεται λόγω των υψηλότερων επιπέδων φορολογικών συντελεστών (Εναλλακτικά, αναμένεται αρνητική μεταβολή στην επίδραση της NDTs).

Από την άλλη πλευρά, η θεωρία της ιεράρχησης των πηγών χρηματοδότησης αντιμετωπίζει την ανάπτυξη ως πιθανότητα υψηλότερης μελλοντικής κερδοφορίας. Το μειωμένο επίπεδο αβεβαιότητας αυξάνει την πιθανότητα υψηλότερης μελλοντικής ανάπτυξης με αποτέλεσμα την ενίσχυση του άμεσου αντίκτυπου της ανάπτυξης. Επιπλέον, το χαμηλότερο επίπεδο αβεβαιότητας επηρεάζει αρνητικά το επίπεδο της ασυμμετρίας της πληροφορίας. Έτσι, αναμένεται να αυξηθεί ο άμεσος αντίκτυπος της απτότητας στη χρηματοοικονομική μόχλευση των εταιρειών. Η κερδοφορία και το μέγεθος μειώνουν τις εξωτερικές χρηματοοικονομικές ανάγκες των επιχειρήσεων. Ωστόσο, η αύξηση των φορολογικών επιπέδων αναμένεται να αυξήσει την ανάγκη εξωτερικής χρηματοδότησης εντείνοντας τον αντίκτυπο αυτών των δύο παραγόντων. Τέλος, δεν αναμένεται καμία επίδραση της NDTS στη μόχλευση των επιχειρήσεων σε κανονικές οικονομικές συνθήκες. Κατά συνέπεια, σχηματίζονται οι ακόλουθες υποθέσεις, σύμφωνα με την υπόθεση της ιεράρχησης των πηγών χρηματοδότησης.

PO-RH1: Η θετική επίδραση των προοπτικών ανάπτυξης στη χρηματοοικονομική μόχλευση των επιχειρήσεων αυξάνεται λόγω του χαμηλότερου επιπέδου αβεβαιότητας (Εναλλακτικά, αναμένεται μια θετική μεταβολή στην επίδραση της ανάπτυξης).

PO-RH2: Η αρνητική επίδραση της αποδοτικότητας στη χρηματοοικονομική μόχλευση των εταιρειών μειώνεται λόγω υψηλότερων επιπέδων φορολογικών συντελεστών (Εναλλακτικά, αναμένεται θετική μεταβολή στην επίδραση της κερδοφορίας).

PO-RH3: Η αρνητική επίδραση του μεγέθους στη χρηματοοικονομική μόχλευση των εταιρειών μειώνεται λόγω υψηλότερων επιπέδων φορολογικών συντελεστών (Εναλλακτικά, αναμένεται θετική μεταβολή στο αποτέλεσμα του μεγέθους).

PO-RH4: Η θετική επίδραση της απτότητας στη χρηματοοικονομική μόχλευση των εταιρειών αυξάνεται λόγω χαμηλότερων επιπέδων αβεβαιότητας (Εναλλακτικά, αναμένεται μια θετική μεταβολή στην επίδραση της απτότητας).

Ο Πίνακας 2 συνοψίζει τις άμεσες επιπτώσεις των εταιρικών χαρακτηριστικών στη χρηματοοικονομική μόχλευση της εταιρείας που συζητήθηκαν στην ενότητα 2.6, καθώς και τις παραπάνω μεταβολές τους λόγω των προγραμμάτων χρηματοοικονομικής βοήθειας EFSF / ESM σύμφωνα με τις θεωρίες αντιστάθμισης και ιεράρχησης των πηγών χρηματοδότησης.

Πίνακας 4- 19: Άμεση Επίδραση των Εταιρικών Χαρακτηριστικών στην Κεφαλαιακή Δομή των επιχειρήσεων και η μεταβολή των άμεσων επιδράσεων λόγω των προγραμμάτων EFSF/ESM βάσει των θεωριών Αντιστάθμισης και Ιεράρχησης των Πηγών Χρηματοδότησης

Χαρακτηριστικά	Άμεση επίδραση των εταιρικών Χαρακτηριστικών		Μεταβολή της Άμεσης επίδρασης των εταιρικών χαρακτηριστικών λόγω των προγραμμάτων EFSF/ESM	
	Αντιστάθμισης	Ιεράρχησης Πηγών Χρηματοδότησης	Αντιστάθμισης	Ιεράρχησης Πηγών Χρηματοδότησης
Προοπτικές Ανάπτυξης (<i>Gr</i>)	-	+	+	+
Κερδοφορία (<i>Pr</i>)	+	-	-	+
Μέγεθος (<i>Si</i>)	+	-	+	+
Απτότητα (<i>Ta</i>)	+	+	+	+
Φορολογική Εξοικονόμηση μη σχετιζόμενη με το χρέος (<i>NDTS</i>)	-	Καμία	-	Καμία

4.3.2 Δεδομένα και Μεθοδολογία

Χρησιμοποιήθηκε η βάση δεδομένων του Bloomberg και ανακτήθηκαν λογιστικά δεδομένα για κυπριακές, ιρλανδικές, ελληνικές και πορτογαλικές εταιρείες για μια περίοδο που ξεκινά από το 2003 έως το 2016. Το 2016 αποτελεί τη λήξη της περιόδου της παρούσας μελέτης, εφόσον από το 2017 και έπειτα η Ευρωπαϊκή και, κυρίως η Ελληνική οικονομία φαίνεται να επανέρχεται σταδιακά σε φυσιολογικούς ρυθμούς. Για να γίνει διάκριση μεταξύ της επίδρασης των προγραμμάτων EFSF / ESM και των επιπτώσεων της διεθνούς χρηματοπιστωτικής κρίσης, αντίστοιχα δεδομένα συλλέχθηκαν για γαλλικές, γερμανικές, ιταλικές και ισπανικές εταιρείες, ενώ για τον μετριασμό μιας πιθανής μεροληψίας μεγέθους χώρας προστέθηκαν εσθονικές και αυστριακές εταιρείες. Τέλος, οι εταιρείες του χρηματοπιστωτικού τομέα και οι επιχειρήσεις κοινής ωφελείας εξαιρέθηκαν από το δείγμα. Το τελικό δείγμα αποτελείται από 2.086 επιχειρήσεις και απομονώθηκαν σε επίπεδο 1% οι ακραίες τιμές του (winsorization).

Η μεθοδολογία που ακολουθείται είναι εκείνη των προσδιοριστικών παραγόντων της χρηματοοικονομικής μόχλευσης, που αναλύθηκε στην ενότητα 3.4.2. Τα εκτιμημένα υποδείγματα (5), (6) και (7) παρουσιάζονται στην επόμενη ενότητα. Ο Πίνακας 4-20 δείχνει τα περιγραφικά στατιστικά στοιχεία των βασικών μεταβλητών των τριών υποδειγμάτων για το σύνολο των 2.086 εταιριών και την περίοδο 2003-2016, καθώς και κατά την περίοδο που οι οικονομίες στις οποίες δραστηριοποιούνται δε στηρίζονται και στηρίζονται από προγράμματα των EFSF/ESM. Σύμφωνα με αυτόν, όλοι οι δείκτες

μόχλευσης αυξάνονται κατά την περίοδο χρηματοοικονομικής στήριξης από τον EFSF / ESM, ενώ η ίδια μεταβολή παρατηρείται για την απτότητα και τον κίνδυνο χώρας. Από την άλλη πλευρά, η ανάπτυξη, η κερδοφορία και οι φορολογικοί συντελεστές μειώνονται.

Πίνακας 4- 20: Περιγραφικά Στατιστικά των Μεταβλητών για τις 2.086 μη-χρηματοοικονομικές και μη κοινής ωφέλειας εταιρίες της Ευρωζώνης

	Συνολικό Δείγμα			D = 0 (Περίοδος Μη χρηματοδότησης από EFSF/ESM)			D = 1 (Περίοδος Χρηματοδότησης από EFSF/ESM)		
	N	Μέσος Όρος	Τυπική Απόκλιση	N	Μέσος Όρος	Τυπική Απόκλιση	N	Μέσος Όρος	Τυπική Απόκλιση
FL1	26,999	0.1429	0.1529	25,187	0.1414	0.1511	1,812	0.1647	0.1747
FL2	26,999	0.2448	0.2135	25,187	0.2364	0.2043	1,812	0.3624	0.2904
Gr	26,999	0.0624	0.3185	25,187	0.0712	0.3221	1,812	-0.0599	0.2320
Pr	26,999	0.0226	0.1529	25,187	0.0236	0.1555	1,812	0.0089	0.1097
Si	26,999	5.4844	2.2691	25,187	5.4948	2.2847	1,812	5.3399	2.0345
Ta	26,999	0.3476	0.2416	25,187	0.3413	0.2388	1,812	0.4360	0.2624
NDTS	26,999	0.0393	0.0341	25,187	0.0398	0.0345	1,812	0.0323	0.0278
Tr	26,999	0.5952	0.1357	25,187	0.6071	0.1284	1,812	0.4298	0.1268
Cr	26,999	3.3272	4.0860	25,187	2.5069	2.5667	1,812	14.7287	4.2248

Σημείωση. FL1Μακροπρόθεσμο Χρέος προς Συνολικό Ενεργητικό, FL2Συνολικό Χρέος προς Συνολικό Ενεργητικό, GrΠροοπτικές Ανάπτυξης, PrΚερδοφορία, SiΜέγεθος, TaΑπτότητα, NDTSΜη σχετιζόμενη με το Χρέος Φορολογική Εξοικονόμηση, CrΚίνδυνος Χώρας, TrΦορολογική Επιβάρυνση.

4.3.3 Αποτελέσματα Στατιστικής Ανάλυσης

Οι Πίνακες 4-21 και 4-22 παρουσιάζουν τις εκτιμώμενες τρεις παλινδρομήσεις για τον αριθμοδείκτη του μακροπρόθεσμου χρέους προς τα συνολικά περιουσιακά στοιχεία και τον αριθμοδείκτη συνολικού χρέους προς τα συνολικά περιουσιακά στοιχεία ως εξαρτημένη μεταβλητή αντιστοίχως.

Σύμφωνα με τον Πίνακα 4-21,σε όλες τις περιπτώσεις, η απτότητα ($a_4 > 0$, $p < 0,01$) και οι προοπτικές ανάπτυξης ($a_1 > 0$, $p < 0,01$) επηρεάζουν θετικά τη μόχλευση, ενώ η κερδοφορία ασκεί αρνητική επίδραση ($a_2 < 0$, $p < 0,01$). Από τα χαρακτηριστικά της χώρας, ο αντίκτυπος των φορολογικών συντελεστών ($a_7 > 0$, $p < 0,01$) είναι θετικός. Η εκτίμηση του μοντέλου (6) δείχνει ότι η υποστήριξη EFSF / ESM αυξάνει την επίδραση της κερδοφορίας στη μόχλευση των επιχειρήσεων ($b_2 > 0$, $p < 0.10$) όταν δεν λαμβάνεται υπόψη καμία άλλη κρίση, ενώ το μοντέλο (7) δεν δείχνει καμία αλληλεπίδραση EFSF/ESM και εταιρικών χαρακτηριστικών όταν λαμβάνονται υπόψη οι κρίσεις. Όσον αφορά τους παράγοντες της χώρας, η επίδραση του κινδύνου χώρας μειώνεται ($b_7 < 0$,

$p < 0,10$) και της φορολογίας αυξάνεται ($b_6 > 0$, $p < 0,10$) στις περιπτώσεις και των δύο υποδειγμάτων

Πίνακας 4- 21: Εκτίμηση των Υποδειγμάτων με εξαρτημένη μεταβλητή τον αριθμοδείκτη Μακροπρόθεσμου Χρέους προς Συνολικό Ενεργητικό

Εξαρτημένη Μεταβλητή Υπόδειγμα	FL1: Μακροπρόθεσμο Χρέος προς Συνολικό Ενεργητικό		
	(5)	(6)	(7)
Gr	0.0333***	0.0298***	0.0350***
Pr	-0.0800***	-0.0925***	-0.0881***
Si	0.0044	0.0043	0.0031
Ta	0.1377***	0.1358***	0.1312***
NDTS	0.1405	0.1201	0.0848
Tr	0.4149***	0.2711**	0.2717**
Cr	-0.0005	-0.0006***	-0.0002
D x Gr		0.0450	0.0396
D x Pr		0.1520*	0.1439
D x Si		-0.0027	-0.0017
D x Ta		0.0200	0.0215
D x NDTS		0.0313	0.0837
D x Tr		0.1556**	0.1464**
D x Cr		-0.0034*	-0.0038**
D _{ifc} x Gr			-0.0235
D _{ifc} x Pr			-0.0069
D _{ifc} x Si			0.0022**
D _{ifc} x Ta			0.0014
D _{ifc} x NDTS			0.0828
D _{ifc} x Tr			-0.0209**
D _{ifc} x Cr			-0.0007
Έτος 2009	-0.0022	-0.0026	0.0049
Έτος 2010	-0.0039	-0.0044*	0.0005
Έτος 2011	-0.0051	-0.0058**	-0.0012
Έτος 2012	-0.0051	-0.0071**	-0.0026
Έτος 2013	-0.0002	-0.0030	0.0013
Έτος 2014	0.0042	0.0014	0.0062
Έτος 2015	0.0083**	0.0054	0.0100*
Έτος 2016	0.0046	0.0008	0.0052
Σταθερός Όρος	-0.2840***	-0.1989**	-0.1948**
Αριθμός Εταιριών		2,083	
Αριθμός Παρατηρήσεων		13,786	
AR(2) : p-value	0.1993	0.1799	0.1494
Sargen Έλεγχος : p-value	0.1355	0.1250	0.1009

* $p < 0,10$, ** $p < 0,05$, *** $p < 0,01$

Σημείωση 1. FL1 Μακροπρόθεσμο Χρέος προς Συνολικό Ενεργητικό, Gr Προοπτικές Ανάπτυξης, Pr Κερδοφορία, Si Μέγεθος, Ta Απτότητα, NDTS Μη σχετιζόμενη με το Χρέος Φορολογική Εξοικονόμηση, Cr Κίνδυνος Χώρας, Tr Φορολογική Επιβάρυνση, D ψευδομεταβλητή για τα έτη χρηματοοικονομικής υποστήριξης της οικονομίας από τον EFSF/ESM, D_ψ ψευδομεταβλητή τα έτη οποιασδήποτε άλλης οικονομικής κρίσης.

Σημείωση 2: Οι συντελεστές των υστερήσεων της Εξαρτημένης μεταβλητής παραλήφθηκε.

Πίνακας 4- 22: Εκτίμηση των Υποδειγμάτων με εξαρτημένη μεταβλητή τον αριθμοδείκτη Συνολικού Χρέους προς Συνολικό Ενεργητικό

Εξαρτημένη Μεταβλητή Υπόδειγμα	FL2: Συνολικό Χρέος προς Σύνολο Ενεργητικού		
	(5)	(6)	(7)
Gr	0.0473***	0.0494***	0.0491***
Pr	-0.2377***	-0.2257***	-0.2165***
Si	-0.0179**	-0.0182**	-0.0193**
Ta	0.2241***	0.2217***	0.2252***
NDTS	0.1462	0.1303	0.0984
Tr	0.2476**	0.3038**	0.3124***
Cr	0.0016**	0.0022***	0.0026**
D x Gr		-0.0142	-0.0123
D x Pr		-0.1875*	-0.2075**
D x Si		0.0011	0.0025
D x Ta		0.0106	-0.0037
D x NDTS		0.3588	0.4396*
D x Tr		-0.0753	-0.0837
D x Cr		0.0002	-0.0002
D _{ifc} x Gr			-0.0006
D _{ifc} x Pr			-0.0380
D _{ifc} x Si			0.0022**
D _{ifc} x Ta			-0.0144
D _{ifc} x NDTS			0.1333
D _{ifc} x Tr			-0.0153
D _{ifc} x Cr			-0.0007
Έτος 2009	-0.0226***	-0.0225***	0.0247***
Έτος 2010	-0.0261***	-0.0262***	-0.0017
Έτος 2011	-0.0165***	-0.0163***	0.0077*
Έτος 2012	-0.0215***	-0.0215***	0.0028
Έτος 2013	-0.0227***	-0.0224***	0.0019
Έτος 2014	-0.0161***	-0.0157***	0.0083
Έτος 2015	-0.0125***	-0.0120***	0.0119***
Έτος 2016	-0.0199***	-0.0189***	0.0050
Σταθερός Όρος	-0.0788	-0.1098	-0.1329
Αριθμός Εταιριών		2,083	
Αριθμός Παρατηρήσεων		13,786	
AR(2) : p-value	0.5470	0.5819	0.5636
Sargen Έλεγχος : p-value	0.2996	0.2918	0.2875

* $p < 0,10$, ** $p < 0,05$, *** $p < 0,01$

Σημείωση 1. FL2 Συνολικό Χρέος προς Συνολικό Ενεργητικό, Gr Προοπτικές Ανάπτυξης, Pr Κερδοφορία, Si Μέγεθος, Ta Απτότητα, NDTSΜη σχετιζόμενη με το Χρέος Φορολογική Εξοικονόμηση, Cr Κίνδυνος Χώρας, Tr Φορολογική Επιβάρυνση, D ψευδομεταβλητή για τα έτη χρηματοοικονομικής υποστήριξης της οικονομίας από τον EFSF/ESM, D_c ψευδομεταβλητή τα έτη οποιασδήποτε άλλης οικονομικής κρίσης.

Σημείωση 2: Οι συντελεστές των υστερήσεων της Εξαρτημένης μεταβλητής παραλήφθηκε.

Τα αποτελέσματα του Πίνακα 4-22 είναι παρόμοια με αυτά που παρουσιάζονται στον Πίνακα 4.21 με τις ακόλουθες διαφορές. Πρώτον, το μέγεθος της εταιρείας φαίνεται να επηρεάζει αρνητικά τον δείκτη μόχλευσης του συνολικού χρέους προς το σύνολο των περιουσιακών στοιχείων ($b_3 < 0$, $p < 0,05$). Δεύτερον, λαμβάνοντας υπόψη τις περιόδους

EFSF / ESM ή / και τις περιόδους κρίσης, ο κίνδυνος της χώρας επηρεάζει τη μόχλευση των επιχειρήσεων με θετικό τρόπο σε περιόδους κανονικών οικονομικών συνθηκών ($a_6 > 0$, $p < 0,05$). Τρίτον, υπάρχει θετικός αντίκτυπος της μη σχετιζόμενης με το χρέος φορολογικής εξοικονόμησης κατά την περίοδο χρηματοοικονομικής υποστήριξης από τον EFSF / ESM ($b_5 > 0$, $p < 0,10$). Τέταρτον, η επίδραση της κερδοφορίας κατά τις περιόδους EFSF / ESM φαίνεται να γίνεται περισσότερο αρνητική ($b_2 < 0,20$, $p < 0,10$).

Τέλος, ο Πίνακας 4-23 δείχνει τα αποτελέσματα των ελέγχων Wald σχετικά με τη στατιστική σημαντικότητα των συντελεστών. Σύμφωνα με αυτόν, μετά την αποδοχή ενός προγράμματος χρηματοοικονομικής βοήθειας EFSF / ESM, η αρνητική επίδραση της κερδοφορίας στη μόχλευση μακροπρόθεσμου χρέους, αλλά όχι στη συνολική μόχλευση χρέους, μηδενίζεται. Επιπλέον, ο αντίκτυπος της εντείνεται (γίνεται πιο αρνητικός) όσον αφορά τον αριθμοδείκτη συνολικού χρέους προς συνολικά περιουσιακά στοιχεία, αλλά εξασθενεί (μεταβάλλεται θετικά) στην περίπτωση του μακροπρόθεσμου χρέους προς συνολικά στοιχεία ενεργητικού. Το αρνητικό αποτέλεσμα του μεγέθους εμφανίζεται μόνο στην περίπτωση του συνολικού δείκτη χρέους, το οποίο παραμένει ισχυρό κατά την περίοδο υποστήριξης EFSF / ESM. Η απτότητα επηρεάζει θετικά και τους δύο δείκτες μόχλευσης ανεξάρτητα από τις οικονομικές συνθήκες. Όσον αφορά τον δείκτη συνολικού χρέους προς συνολικά περιουσιακά στοιχεία, το θετικό αποτέλεσμα των προοπτικών ανάπτυξης χάνει τη στατιστική του σημαντικότητα και ο αντίκτυπος της μη σχετιζόμενης με το χρέος φορολογικής εξοικονόμησης γίνεται θετικός κατά τη διάρκεια μιας περιόδου χρηματοδοτικής βοήθειας EFSF / ESM. Όσον αφορά τα ειδικά χαρακτηριστικά της χώρας, ο κίνδυνος της χώρας δεν επηρεάζει τη μακροπρόθεσμη μόχλευση, αλλά ασκεί θετική επίδραση στο συνολικό δείκτη χρέους. Ωστόσο, κατά τη διάρκεια της υποστήριξης EFSF / ESM, η πρώτη μετατρέπεται σε αρνητική και η δεύτερη μηδενίζεται. Ο αντίκτυπος των φορολογικών συντελεστών παραμένει θετικός ανεξάρτητα από τον δείκτη μόχλευσης ή τις οικονομικές συνθήκες. Τέλος, αξίζει να σημειωθεί ότι μόνο μία διαφορά εντοπίζεται όταν συγκρίνονται οι κανονικές οικονομικές συνθήκες με την περίοδο κρίσης. Αυτήν έγκειται στο γεγονός ότι η θετική επίδραση των προοπτικών ανάπτυξης στο δείκτη μακροπρόθεσμης μόχλευσης μειώνεται.

Πίνακας 4- 23: Αποτελέσματα Ελέγχων Waldγια τη στατιστική σημαντικότητα της επίδρασης των ανεξάρτητων μεταβλητών στη μόχλευση

Υπόδειγμα	(5)	(6)			(7)	
		Κανονικές Οικονομικές Συνθήκες	Κατά τη διάρκεια στήριξης από EFSF/ESM	Κανονικές Οικονομικές Συνθήκες	Κατά τη διάρκεια οικονομικής κρίσης	Κατά τη διάρκεια στήριξης από EFSF/ESM
Περίοδος	Σύνολο Δείγματος	D = 0	D = 1	D = D _c = 0	D _c = 1	D = 1
FL1: Μακροπρόθεσμο Χρέος προς Συνολικά Περιουσιακά Στοιχεία						
Gr	+	+	+	+		+
Pr	-	-		-	-	
Si						
Ta	+	+	+	+	+	+
NDTS						
Tr	+	+	+	+	+	+
Cr			-			-
FL2: Συνολικό Χρέος προς Συνολικά Περιουσιακά Στοιχεία						
Gr	+	+		+	+	
Pr	-	-	-	-	-	-
Si	-	-	-	-	-	-
Ta	+	+	+	+	+	+
NDTS			+			+
Tr	+	+	+	+	+	+
Cr	+	+		+	+	

Σημείωση 1. FL1 Μακροπρόθεσμο Χρέος προς Συνολικό Ενεργητικό FL2 Συνολικό Χρέος προς Συνολικό Ενεργητικό, Gr Προοπτικές Ανάπτυξης, Pr Κερδοφορία, Si Μέγεθος, Ta Απτότητα, NDTS Μη σχετιζόμενη με το Χρέος Φορολογική Εξοικονόμηση, Cr Κίνδυνος Χώρας, Tr Φορολογική Επιβάρυνση, D ψευδομεταβλητή για τα έτη χρηματοοικονομικής υποστήριξης της οικονομίας από τον EFSF/ESM, D_c ψευδομεταβλητή τα έτη οποιασδήποτε άλλης οικονομικής κρίσης.

4.3.4 Συζήτηση Αποτελεσμάτων

Η στατιστική ανάλυση υποδηλώνει ότι η θεωρία ιεράρχησης των πηγών χρηματοδότησης έχει σημαντικά υψηλότερη ερμηνευτική ικανότητα σε σύγκριση με τη θεωρία αντιστάθμιση στην εξήγηση των αποφάσεων χρηματοδότησης των εταιρειών. Ωστόσο, υπάρχουν επίσης ευρήματα που καμία θεωρία δεν μπορεί να εξηγήσει (Wong, 2017), όπως ο θετικός αντίκτυπος του NDTS κατά τη διάρκεια της περιόδου υποστήριξης EFSF / ESM, ή ευρήματα που μόνο η θεωρία αντιστάθμισης προβλέπει, όπως η αρνητική μεταβολή της επίδρασης της κερδοφορίας. Επομένως, είναι ασφαλές να συμπεράνουμε ότι η χρηματοοικονομική μόχλευση δεν μπορεί να ερμηνευθεί αποκλειστικά από τη θεωρία αντιστάθμισης ή τη θεωρία ιεράρχησης, αλλά και οι δύο θεωρίες είναι απαραίτητες (Banga & Gupta, 2017; Mc Namara et al, 2017; Ohman & Yazdanfar, 2017; Serrasqueiro & Caetano, 2015; Burgstaller & Wagner,

2015). Συγκεκριμένα, οι προοπτικές ανάπτυξης και η απτότητα επηρεάζουν θετικά τη χρηματοοικονομική μόχλευση των επιχειρήσεων, αλλά η επίδραση της κερδοφορίας και του μεγέθους αναδεικνύεται αρνητική. Έτσι, η παρούσα μελέτη παρέχει στοιχεία ότι το επίπεδο χρέους αυξάνεται όταν αυξάνονται οι προοπτικές ανάπτυξης (Frank & Goyal, 2003) και όταν αυξάνεται η απτότητα λόγω χαμηλότερων επιπέδων κόστους χρηματοοικονομικής δυσχέρειας (Frank & Goyal, 2003; Ebrahim et al., 2014). Από την άλλη μεριά, η χρηματοοικονομική μόχλευση μειώνεται όταν η κερδοφορία αυξάνεται λόγω των υψηλότερων διαθέσιμων εσωτερικών κεφαλαίων (Myers, 2001) και όταν το μέγεθος των επιχειρήσεων αυξάνεται λόγω χαμηλότερων επιπέδων κινδύνου (Gaud et al., 2007).

Οι παραπάνω επιδράσεις εμφανίζονται επίσης σε περιόδους κρίσεων με μία μόνο εξαίρεση: Η επίδραση των προοπτικών ανάπτυξης στη μακροπρόθεσμη μόχλευση μηδενίζεται κατά τη διάρκεια μιας περιόδου οικονομικής κρίσης. Από την άλλη μεριά, ορισμένες επιδράσεις μειώνονται ή ενισχύονται σε περίπτωση περιόδων υποστήριξης EFSF / ESM. Ποιοι είναι οι λόγοι για αυτό το αποτέλεσμα; Κατά τη διάρκεια μιας κρίσης, παρατηρείται αύξηση της αβεβαιότητας με αποτέλεσμα την αύξηση του κόστους τόσο του χρέους όσο και των ιδίων κεφαλαίων (Cetorelli & Goldberg, 2011). Ωστόσο, ένα πρόγραμμα EFSF / ESM μειώνει την αβεβαιότητα συνοδευόμενο από αυστηρά μέτρα δημοσιονομικής πολιτικής (αύξηση φόρων ή / και περικοπές δαπανών από την κυβέρνηση). Ως αποτέλεσμα, οι παράγοντες που αναστέλλουν τα παραπάνω αποτελέσματα πρέπει να αναζητηθούν σε αυτές τις αλλαγές. Ένας πιθανός λόγος θα μπορούσε να είναι η ανάγκη των επιχειρήσεων για αναδιοργάνωση. Ένα πρόγραμμα EFSF / ESM ενσωματώνει μέτρα που επηρεάζουν μια ποικιλία μακροοικονομικών και μικροοικονομικών μεταβλητών μέσω της εφαρμογής των διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων. Εκτός από τα επιτόκια και τους φορολογικούς συντελεστές, άλλες παράμετροι όπως το διαθέσιμο εισόδημα, οι συνήθειες κατανάλωσης, οι επενδυτικές διαδικασίες και οι αποταμιεύσεις επηρεάζονται από τις κυβερνητικές πολιτικές. Σε αυτό το ταχέως μεταβαλλόμενο περιβάλλον, η διοίκηση των επιχειρήσεων είναι υπεύθυνη για την επιβίωση των επιχειρήσεων με αποφάσεις που αφορούν την εφαρμογή των κατάλληλων προσαρμογών στις τιμές, το κόστος, τους μισθούς και τα έξοδα. Ως αποτέλεσμα, οι διαχειριστές πρέπει να αναδιοργανώσουν το τμήμα της λειτουργίας των επιχειρήσεων.

Υπό αυτό το πρίσμα, κάθε αλλαγή που προκαλούν τα προγράμματα EFSF / ESM συζητείται παρακάτω. Πρώτον, κατά την περίοδο της βοήθειας EFSF / ESM, η αρνητική επίδραση της κερδοφορίας στη μακροπρόθεσμη μόχλευση εξαφανίζεται και στην συνολική μόχλευση χρέους ενισχύεται. Εναλλακτικά, η χρηματοδοτική βοήθεια EFSF / ESM μεταβάλλει αρνητικά την επίδραση της κερδοφορίας στη συνολική μόχλευση, μεταβολή που είναι συνεπής με την ερευνητική υπόθεση TO-RH2, αλλά θετικά την αντίστοιχη επίδραση στη μακροπρόθεσμη μόχλευση. Προηγούμενοι ερευνητές διαπίστωσαν ότι η αύξηση της κερδοφορίας φαίνεται να οδηγεί τις εταιρείες να αυξήσουν το μακροπρόθεσμο χρέος, αλλά να μειώσουν το βραχυπρόθεσμο χρέος (Vo, 2017). Το αποτέλεσμα της αλληλεπίδρασης του EFSF / ESM μπορεί να εξηγηθεί βάσει αυτής της διαπίστωσης. Όσο πιο κερδοφόρα είναι μια εταιρεία, τόσο περισσότερο μειώνει το βραχυπρόθεσμο χρέος της λόγω της αύξησης των φορολογικών συντελεστών. Αυτή η αντίδραση των επιχειρήσεων προτάθηκε επίσης από τον D'Amato (2019). Ωστόσο, η ίδια προσαρμογή δεν είναι πιθανό να εφαρμοστεί για το μακροπρόθεσμο χρέος που χρησιμοποιείται συνήθως για μακροπρόθεσμες επενδύσεις, καθώς το πρόγραμμα EFSF / ESM μειώνει το επίπεδο αβεβαιότητας.

Δεύτερον, η θετική επίδραση της ανάπτυξης στο δείκτη συνολικού χρέους, ο οποίος είναι σύμφωνος με τη θεωρία ιεράρχησης, μειώνεται όταν μια οικονομία εισέλθει σε πρόγραμμα χρηματοδοτικής βοήθειας EFSF / ESM. Η ίδια αλλαγή δεν παρατηρείται στην περίπτωση του μακροπρόθεσμου δείκτη χρέους. Οι Moradi και Paulet (2019) δηλώνουν ότι οι μέτοχοι κατά τη διάρκεια της διεθνούς χρηματοπιστωτικής κρίσης φάνηκε να είναι υποχρεωμένοι να χρηματοδοτήσουν την ανάπτυξη των εταιρειών τους λόγω της αύξησης του κόστους κεφαλαίου στον τραπεζικό τομέα και των αρνητικών οικονομικών προοπτικών. Αυτό μπορεί επίσης να ισχύει στην περίπτωση προγραμμάτων EFSF / ESM. Δεδομένου ότι τα επιτόκια δανεισμού του τραπεζικού τομέα αναμένεται να προσαρμοστούν αργά, οι εταιρείες με υψηλές ευκαιρίες ανάπτυξης φαίνεται ότι αντιμετωπίζουν προβλήματα για να αποκτήσουν πρόσβαση σε βραχυπρόθεσμα κεφάλαια (ανεπαρκή κεφάλαια, ακριβό επιτόκιο) και να στρέφονται σε αυτοχρηματοδότηση.

Τρίτον, η μη σχετιζόμενη με το χρέος φορολογική εξοικονόμηση έχει θετική επίδραση στον αριθμοδείκτη συνολικού χρέους προς συνολικά περιουσιακά στοιχεία κατά τη διάρκεια της βοήθειας EFSF / ESM, μία μεταβολή που δεν αναμενόταν από καμία θεωρία κεφαλαιακής διάρθρωσης. Προηγούμενες έρευνες έχουν επίσης αντιμετωπίσει

αυτό το αποτέλεσμα και έχουν δοθεί δύο εξηγήσεις. Είτε η κερδοφορία των επιχειρήσεων είναι τόσο υψηλή που δικαιολογείται η πλήρης εκμετάλλευση της φορολογικής εξοικονόμησης που προέρχεται από το χρέος και εκείνης που δεν προέρχεται από αυτό είτε, λόγω των υψηλών φορολογικών συντελεστών, οι εταιρείες βρίσκουν νέους τρόπους για να μειώσουν τη φορολογική τους επιβάρυνση (Moradi & Paulet, 2019; Moradi & Paulet, 2015). Δεδομένου ότι κατά τη διάρκεια ενός προγράμματος EFSF / ESM, η κερδοφορία των επιχειρήσεων δεν αναμένεται να είναι σημαντικά υψηλή, είναι αρκετά ασφαλές να υποθέσουμε ότι οι εταιρείες αυξάνουν τις αποσβέσεις τους αντιδρώντας στην αύξηση των φόρων.

Όσον αφορά τις δύο μακροοικονομικές μεταβλητές, ο αντίκτυπος του κινδύνου χώρας και των φορολογικών συντελεστών της χώρας στη μόχλευση των εταιριών είναι ως επί το πλείστον θετικός. Ως εκ τούτου, η παρούσα μελέτη παρέχει στοιχεία που υποστηρίζουν την υπόθεση ότι καθώς οι οικονομικές συνθήκες μιας χώρας επιδεινώνονται, η χρηματοοικονομική μόχλευση των εταιριών αυξάνεται, όπως προβλέπει η θεωρία της αντιστάθμισης. Από την άλλη πλευρά, η λογική πίσω από τη θετική επίδραση των φορολογικών συντελεστών στη βέλτιστη κεφαλαιακή διάρθρωση των επιχειρήσεων μπορεί να παρέχεται και από τις δύο θεωρίες.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5°. Συμπεράσματα και Προτάσεις

5.1 Συμπεράσματα

Σκοπό της παρούσας διδακτορικής διατριβής αποτέλεσε η διερεύνηση της επίδρασης των μεταβαλλόμενων συνθηκών στην κεφαλαιακή δομή των επιχειρήσεων βάσει της θεωρίας αντιστάθμισης και της θεωρίας ιεράρχησης των πηγών χρηματοδότησης. Συγκεκριμένα, επιχειρήθηκε να εξεταστεί η συμπεριφορά της κεφαλαιακής δομής των Ελληνικών και Ευρωπαϊκών επιχειρήσεων κατά τη διάρκεια της παγκόσμιας χρηματοπιστωτικής κρίσης και να εντοπιστεί κατά πόσον η θεωρία ιεράρχησης των πηγών χρηματοδότησης ή η θεωρία αντιστάθμισης κατέχει κυρίαρχη θέση στην ερμηνεία αυτής της συμπεριφοράς. Επιπλέον, υλοποιήθηκε μία προσπάθεια απομόνωσης των επιπτώσεων της χρηματοοικονομικής κρίσης από τις αντίστοιχες της αντιμετώπισής της. Προς το σκοπό αυτό, υλοποιήθηκαν τρεις μελέτες, διαδοχικές χρονολογικά, χρησιμοποιώντας τη μεθοδολογία των Shyam-Sunder και Myers (1999), καθώς και εκείνη της διερεύνησης των προσδιοριστικών παραγόντων της χρηματοοικονομικής μόχλευσης. Για τον προσδιορισμό της κρίσης σε όλες τις μελέτες χρησιμοποιήθηκε η χρονολογία εισόδου μίας οικονομίας σε πρόγραμμα στήριξης από τον Ευρωπαϊκό Μηχανισμό Σταθερότητας.

Η πρώτη μελέτη εστίασε στην κεφαλαιακή δομή των ελληνικών επιχειρήσεων και στην επίδραση που άσκησε η παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση χρησιμοποιώντας τη μεθοδολογία των Shyam-Sunder και Myers (1999). Το δείγμα της αποτελούνταν από 142 ελληνικές εταιρίες μη χρηματοοικονομικού τομέα που ήταν εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αθηνών για την περίοδο 2008-2014. Τα αποτελέσματα της κατέδειξαν ότι:

[A] Ούτε η θεωρία αντιστάθμισης ούτε η θεωρία ιεράρχησης των πηγών χρηματοδότησης μπορούν να εξηγήσουν συνολικά τη συμπεριφορά της κεφαλαιακής δομής των ελληνικών εταιρειών κατά την περίοδο 2008-2014. Συγκεκριμένα, η θεωρία αντιστάθμισης είναι περισσότερο κατάλληλη για την επεξήγηση των επιλογών χρηματοδότησης των εταιρειών κατά την περίοδο 2008-2014 συνολικά, καθώς και για την περίοδο μετά την κρίση (2011-2014), ενώ ο συνδυασμός της θεωρίας ιεράρχησης

και της θεωρίας αντιστάθμισης έχει περισσότερη επεξηγηματική ισχύ κατά την περίοδο πριν την κρίση (2008-2010).

[B] Η παραπάνω συμπεριφορά εξηγείται εν μέρει λαμβάνοντας υπόψη ότι το Μνημόνιο Κατανόησης μεταξύ ελληνικής κυβέρνησης και θεσμών, βάσει του οποίου ενισχύθηκε η οικονομία της χώρας από τον πρόδρομο μηχανισμό του Ευρωπαϊκού Μηχανισμού Σταθερότητας (Ευρωπαϊκό Ταμείο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας) υπεγράφη από την ελληνική κυβέρνηση το 2010. Η υλοποίηση του μνημονίου άλλαξε τόσο πολύ τις οικονομικές συνθήκες που οδήγησαν τις ελληνικές εταιρείες να αναπροσαρμόσουν την κεφαλαιακή τους δομή. Από την άλλη πλευρά, η θεωρία της ιεράρχησης έχει σημαντική ερμηνευτική ισχύ κατά την περίοδο που οδήγησε στην κρίση, πράγμα που σημαίνει ότι αυτή η συγκεκριμένη θεωρία υπάρχει στα πλαίσια της ελληνικής πραγματικότητας σε περιόδους που χαρακτηρίζονται από σταθερές οικονομικές συνθήκες. Έτσι, η έρευνα παρείχε ενδείξεις που υποστηρίζουν ότι οι θεωρίες δεν είναι αμοιβαία αποκλειόμενες, αλλά συμπληρωματικές όσον αφορά την εξήγηση των αποφάσεων περί κεφαλαιακής δομής σε «κανονικές» τουλάχιστον οικονομικές συνθήκες. Από την άλλη πλευρά, οι εταιρείες προσαρμόζουν τις κεφαλαιακές τους δομές σύμφωνα με τη θεωρία της ανταλλαγής, όταν οι οικονομικές συνθήκες αλλάζουν γρήγορα.

Η συγκεκριμένη μελέτη κατέληξε προτείνοντας ως θέμα για μελλοντική έρευνα τη συμπεριφορά της κεφαλαιακής δομής των επιχειρήσεων σε άλλες χώρες που προχώρησαν σε υλοποίηση προγραμμάτων του Ευρωπαϊκού Μηχανισμού Σταθερότητας με σκοπό να διερευνηθεί κατά πόσον οι εταιρείες σε αυτές τις χώρες τείνουν να παρουσιάζουν μία αντίστοιχη συμπεριφορά. Αυτό ακριβώς αποτέλεσε και το αντικείμενο της δεύτερης μελέτης. Συγκεκριμένα, εξέτασε τη συμπεριφορά της κεφαλαιακής διάρθρωσης σε χώρες που έχουν λάβει οικονομική βοήθεια από τον Ευρωπαϊκό Μηχανισμό Σταθερότητας κατά τις περιόδους πριν και μετά την υπογραφή του αντίστοιχου Μνημονίου Συνεργασίας. Αυτές οι χώρες ήταν η Κύπρος, η Ελλάδα, η Ιρλανδία και η Πορτογαλία, ενώ η Ισπανία εξαιρέθηκε λόγω της μερικής μόνο στήριξής της από τον μηχανισμό. Η μεθοδολογία που χρησιμοποιήθηκε ήταν και πάλι αυτή των Shyam-Sunder και Myers(1999) και το δείγμα αποτελούνται από 595 επιχειρήσεις των χωρών αυτών (13 κυπριακές, 70 ελληνικές, 25 ιρλανδικές και 27 πορτογαλικές) σε ισορροπημένα δεδομένα panel για την περίοδο 2006-2016. Σύμφωνα με τα αποτελέσματα, πριν από την κρίση, οι εταιρείες της Κύπρου, της Ελλάδας και

της Πορτογαλίας παρουσιάζουν συμπεριφορά που είναι σύμφωνη και με τη θεωρία ιεράρχησης των πηγών χρηματοδότησης και με τη θεωρία αντιστάθμισης, ενώ η συμπεριφορά των ιρλανδικών εταιριών ήταν σύμφωνη κατά κύριο λόγο με τη θεωρία αντιστάθμισης. Μετά την κρίση, η θεωρία της αντιστάθμισης είναι κυρίαρχη σε Κύπρο και Ελλάδα, ενώ δεν εντοπίστηκε κάποια μεταβολή στην ισχύ των δύο θεωριών για τις ιρλανδικές και τις πορτογαλικές εταιρείες. Τα αποτελέσματα αυτά παρέχουν αρχικά επιπλέον ενδείξεις υπέρ της άποψης ότι οι δύο θεωρίες είναι συμπληρωματικές. Επιπλέον, η μελέτη προσπάθησε να συνδέσει τις παρατηρούμενες διαφορές με τις μεταβαλλόμενες οικονομικές συνθήκες που δημιούργησε η υλοποίηση του προγράμματος στήριξης. Οι χώρες στις οποίες παρατηρήθηκε ενίσχυση της θεωρία αντιστάθμισης ήταν η Ελλάδα και η Κύπρος, των οποίων τα φορολογικά περιβάλλοντα ήταν εκείνα που επιδεινώθηκαν περισσότερο μεταξύ των τεσσάρων εξεταζόμενων χωρών. Έτσι, η παρούσα μελέτη κατέληξε στον ισχυρισμό ότι μια σοβαρή επιδείνωση του φορολογικού περιβάλλοντος για τις εταιρείες τις οδηγεί στην προσαρμογή των κεφαλαιακών τους δομών σύμφωνα με την αντιστάθμιση. Αυτό σημαίνει ότι το μεταβαλλόμενο φορολογικό περιβάλλον οδηγεί τις επιχειρήσεις να καθορίσουν ένα νέο επίπεδο της βέλτιστης κεφαλαιακής τους διάρθρωσης. Με την επίτευξη αυτού του επιπέδου, επιστρέφουν και πάλι στις αρχές της υπόθεσης της ιεράρχησης των πηγών χρηματοδότησης.

Γνωρίζοντας τον κίνδυνο της τελευταίας πρότασης, δηλαδή ότι το μεταβαλλόμενο οικονομικό περιβάλλον προκαλεί αλλαγές στις βέλτιστες κεφαλαιακές δομές των εταιριών που, μετά την επίτευξή τους, χρηματοδοτούνται σύμφωνα με το παράδειγμα της θεωρίας ιεράρχησης, προτάθηκε η διερεύνηση της συμπεριφοράς της κεφαλαιακής δομής των επιχειρήσεων μετά την εξομάλυνση των οικονομικών συνθηκών. Έτσι, η τρίτη και τελευταία έρευνα επιχείρησε να διακρίνει μεταξύ περιόδων με «κανονικές» οικονομικές συνθήκες και περιόδων κρίσης. Περαιτέρω, διέκρινε μεταξύ περιόδων χρηματοπιστωτικής κρίσης και περιόδων αντιμετώπισής της. Συγκεκριμένα, εξετάστηκαν πέντε εταιρικοί προσδιοριστικοί παράγοντες της κεφαλαιακής δομής των επιχειρήσεων (προοπτικές ανάπτυξης, κερδοφορία, μέγεθος, απτότητα και μη σχετιζόμενη με το χρέος φορολογική εξοικονόμηση) σε δέκα χώρες μέλη της Ευρωζώνης, προκειμένου να προσδιοριστεί ο αντίκτυπος τους στη χρηματοοικονομική μόχλευση των επιχειρήσεων, καθώς και ο τρόπος που αυτός μεταβάλλεται σε συνθήκες προγραμμάτων χρηματοοικονομικής στήριξης των EFSF / ESM. Τα αποτελέσματα

έδειξαν ότι υπερισχύει η θεωρία ιεράρχησης. Ωστόσο, μια λεπτομερής εξέταση των αποτελεσμάτων δείχνει ότι παρά την επικράτηση της θεωρίας της ιεράρχησης, η θεωρία αντιστάθμισης είναι επίσης απαραίτητη για την πλήρη κατανόηση των αποφάσεων χρηματοδότησης των επιχειρήσεων. Επιπλέον, μία οικονομική κρίση γενικά αλλάζει την ένταση αλλά όχι το πρόσημο των επιδράσεων των χαρακτηριστικών των επιχειρήσεων στην κεφαλαιακή δομή. Ωστόσο, όταν υλοποιούνται προγράμματα χρηματοοικονομικής υποστήριξης από τους οργανισμούς EFSF / ESM, παρατηρούνται αλλαγές στα αποτελέσματα τριών χαρακτηριστικών των εταιριών. Κατά την περίοδο της βοήθειας από τους EFSF / ESM, η αρνητική επίδραση της κερδοφορίας στη μακροπρόθεσμη μόχλευση εξαφανίζεται και στο συνολικό χρέος ενισχύεται, ο θετικός αντίκτυπος της ανάπτυξης στον συνολικό δείκτη χρέους μειώνεται και η μη σχετιζόμενη με το χρέος φορολογική εξοικονόμηση αποκτά θετική επίδραση στο συνολικό χρέος. Αυτές οι αλλαγές μπορεί να εξηγηθούν από το γεγονός ότι οι εταιρείες έχουν κίνητρα να προχωρήσουν σε αναδιοργάνωση λόγω τριών περιβαλλοντικών παραγόντων: αυξημένα επίπεδα φορολογικών συντελεστών, μειωμένα επίπεδα αβεβαιότητας, απροθυμία των δανειστών να παρέχουν νέα κεφάλαια.

Συνοψίζοντας, τα συμπεράσματα της παρούσας διδακτορικής διατριβής είναι τα εξής. Πρώτον, τόσο στην Ελλάδα όσο και στις υπόλοιπες χώρες διαφαίνεται ότι η ερμηνεία της συμπεριφοράς της κεφαλαιακής δομής απαιτεί τις προβλέψεις τόσο της θεωρίας αντιστάθμισης όσο και της θεωρίας ιεράρχησης των κεφαλαίων. Δεύτερον, σε περιόδους κρίσης η θεωρία αντιστάθμισης φαίνεται να ενισχύει την ερμηνευτική της ικανότητα, ενώ η ισχύς της θεωρίας ιεράρχησης εξασθενεί. Τρίτον, σε περιόδους αντιμετώπισης της κρίσης, οι επιχειρήσεις εμφανίστηκαν να αναπροσδιορίζουν την κεφαλαιακή τους δομή με παρόμοιο τρόπο με αυτό που κάνουν και με την υπόλοιπη λειτουργία τους.

5.2 Περιορισμοί και Προτάσεις

Το σύνολο των παραπάνω μελετών, βασίστηκαν στην υπόθεση ότι μόνο οι χώρες που εισήλθαν σε ευρωπαϊκά προγράμματα στήριξης του Ευρωπαϊκού Ταμείου Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας ή/και Ευρωπαϊκού Μηχανισμού Σταθερότητας έλαβαν σκληρά μέτρα για την αντιμετώπιση της παγκόσμιας χρηματοοικονομικής

κρίσης και της κρίσης χρέους στην οποία η πρώτη μετεξελίχθηκε. Αυτή η υπόθεση αποτελεί τον σημαντικότερο περιορισμό της έρευνας. Μια καλύτερη διάκριση μπορεί να χρησιμοποιηθεί σε μελλοντικές μελέτες. Επιπλέον, το σύνολο των δειγμάτων αποτελείται μόνο από εισηγμένες εταιρείες. Ως αποτέλεσμα, η μελέτη επικεντρώνεται σε μεγάλες επιχειρήσεις. Μια παρόμοια μελέτη για μικρές και μεσαίες επιχειρήσεις θα ήταν ενδιαφέρουσα και χρήσιμη. Τέλος, ενδιαφέρον θα είχε μία μελέτη στην οποία θα εξεταζόταν το ίδιο αντικείμενο, αλλά με τη χρήση ερωτηματολογίου, προκειμένου να βρεθούν οι άμεσες επιπτώσεις της κρίσης και των μέτρων αντιμετώπισής της στις αποφάσεις χρηματοδότησης που λαμβάνουν τα διοικητικά στελέχη. Μία τέτοια έρευνα θα μπορούσε να υλοποιηθεί με ερωτηματολόγιο (όπως των Graham και Harvey (2001)).

BIBΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

- Abdeljawad, I., Mat-Nor, F., Ibrahim, I., and Abdul-Rahim, R. (2013). Dynamic capital structure trade-off theory: Evidence from Malaysia. *International Review of Business Research Papers*, 9 (6), pp. 102-110.
- Adair, P., and Adaskou, M. (2017). The capital structure of French SMEs and impact of the financial crisis: A dynamic panel data analysis (2002-2010). In: *Word Finance Conference*. [online] Sardinia Italy: HAL archives-ouvertes. Available at: <https://hal-upec-upem.archives-ouvertes.fr/hal-01667313/document> [Accessed 10 September 2020].
- Agiormigiannakis, G., Asteriou, D., and Voulgaris, F. (2004), Size and Determinants of Capital Structure in the Greek Manufacturing Sector. *International Review of Applied Economics*, 18 (2), pp. 247-262.
- Akerlof, G. (1970). The market for 'Lemons': Quality uncertainty and the market mechanism. *Quarterly Journal of Economics*, 84 (3), pp. 488-500.
- Al-Ababneh, M.M. (2020). Linking ontology, epistemology and research methodology. *Science & Philosophy*, 8 (1), pp. 75-91.
- Alifani, G.A. and Nugroho, A.B. (2013). Proving Modigliani and Miller theories of capital structure: The research on Indonesia's cigarette companies. *International Journal of Economic Sciences*, 2 (3), pp. 1-20.
- Al-Kahani, N. and Al-Eraij, M. (2018). Does capital structure matter? Reflection on capital structure irrelevance theory: Modigliani-Miller theorem (MM 1958). *International Journal of Financial Services Management*, 9 (1), pp. 39-46.
- Allini, A., Rakha, S., McMillan, D.G. and Caldarelli, A. (2018). Pecking order and market timing theory in emerging markets: The case of Egyptian firms. *Research in International Business and Finance*, 44 (April), pp. 297-308.
- Archbold, S., and Lazaridis, I. (2010). Capital Structure Decisions and Decision Making: Survey Evidence from the UK and Greece. In: *17th Annual Conference 2010 of Multinational Finance Society*. [online] Barcelona: Multinational Finance Society.

Available at: <https://eprints.kingston.ac.uk/id/eprint/18509/1/Archbold-S-18509.pdf>
[Accessed 10 September 2019].

Arellano, M. and Bond, S. (1995). Some tests of specification for panel data: Monte Carlo evidence and an application to employment equations. *Review of Economic Studies*, 58 (2), pp. 277-297.

Arellano, M., and Bover, O. (1995). Another look at the instrumental variable estimation of error-components models. *Journal of econometrics*, 68 (1), pp. 29-51.

Athanasoglou, P. P., Asimakopulos, I., and Siriopoulos, K. (2006). External Financing, Growth and capital structure of the firms listed on the Athens Exchange. *Economic Bulletin*, 26, pp. 59-77.

Atiyet, B.A. (2012). The Pecking Order Theory and the Static Trade Off Theory: Comparison of the Alternative Explanatory Power in French Firms. *Journal of Business Studies Quarterly*, 4 (1), pp. 1-14.

Audretsch, D. B. (1995). Innovation, growth and survival. *International journal of industrial organization*, 13 (4), pp. 441-457.

Aybar-Arias, C., Casino-Martínez, A., and López-Gracia, J. (2012). On the adjustment speed of SMEs to their optimal capital structure. *Small business economics*, 39 (4), pp. 977-996.

Baker, M. and Wurgler, J. (2002). Market Timing and Capital Structure. *The Journal of Finance*, 57 (1), pp. 1-32.

Balios, D., Daskalakis, N., Eriotis, N., and Vasiliou, D. (2016). SMEs capital structure determinants during severe economic crisis: The case of Greece. *Cogent Economics & Finance*, 4 (1), pp. 1145535.

Bancel, F., and Mittoo, U.R., (2004). The determinants of capital structure choice: A survey of European firms. AFA 2003 Washington DS Meeting, Available at: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=299172 [Accessed 20 October 2018].

- Banga, C., and Gupta, A. (2017). Effect of firm characteristics on capital structure decisions of Indian SMEs. *International Journal of Applied Business and Economic Research*, 15 (10), pp. 281-301.
- Barjarmovic, A. (2017). Firm-specific determinants of capital structure—Case of firms in Bosnia and Herzegovina. *Advances in Business-Related Scientific Research Journal*, 8 (2), pp. 13-24.
- Berger, A.N. and Udell, P. (2006). Capital structure and firm performance: A new approach to testing agency theory and an application to the banking industry. *Journal of Banking and Finance*, 30 (4), pp. 1065-1102.
- Booth, L., Aivazian, V., Demirguc-Kunt, A., and Maksimovic, V. (2001). Capital structures in developing countries. *The journal of finance*, 56 (1), pp. 87-130.
- Bradley, M., Jarrell, G. and Kim, E.H. (1984). On the Existence of an Optimal Capital Structure: Theory and Evidence. *The Journal of Finance*, 39 (3), pp. 857-878.
- Brealey, A., Myers, S.C., and Allen, F. (2011), *Principles of Corporate Finance*, 10th edition, New York: McGraw-Hill.
- Burgstaller, J., and Wagner, E. (2015). How do family ownership and founder management affect capital structure decisions and adjustment of SMEs?. *The Journal of Risk Finance*, 16 (1), pp. 73-101.
- Campello, M. (2006). Asset Tangibility and Corporate Performance Under External Financing. Available at: <https://ssrn.com/abstract=889682> [Accessed 10 August 2020].
- Campello, M., Graham, J.R., and Harvey, C.R. (2010). The real effects of financial constraints: evidence from a financial crisis. *Journal of Financial Economics*, 97 (3), pp. 470-487.
- Carlsson, B. (1989). Flexibility and the theory of the firm. *International journal of industrial organization*, 7 (2), pp. 179-203.
- Cetorelli, N. and Goldberg, L. S. (2011). Global Banks and International Shock Transmission: Evidence from the Crisis, *IMF Economic Review*, 59 (1), pp. 41–76.

Chandra, T., Junaedi. A.T., Wijaya, E., Suharti, S., Mimelientesa, I. and Ng, M. (2019). The effect of capital structure on profitability and stock returns: Empirical analysis of firms listed in Kompas 100. *Journal of Chinese Economic and Foreign Trade Studies*, 12 (2), pp. 74-89.

Chatzinas, G, Markopoulou, M., and Papadopoulos, D. (2009). Initial Public Offerings underpricing in Greek Stock Exchange of Athens. *Investment management and financial innovations*, 6 (3), pp. 254-263.

Chechet, I.L. and Olayiwola, A.B. (2014). Capital Structure and Profitability of Nigerian Quoted Firms: The Agency Cost Theory Perspective. *American International Journal of Social Sciences*, 3 (1), pp. 139-158.

Chen, J.J. (2004). Determinants of capital structure of Chinese-listed companies, *Journal of Business Research*, 57 (12), pp. 1341-1351.

Chen, L.J., and Chen, S.Y. (2011). How the pecking-order theory explain capital structure. *Journal of International Management Studies*, 6 (3), pp. 92-100.

Chipeta, C. and Deressa, C. (2016). Firm and country specific determinants of capital structure in Sub Saharan Africa. *International Journal of Emerging Markets*, 11 (4), pp. 649-673.

Chipeta, C., and McClelland, D. (2018). In search of conclusive evidence on the trade-off and pecking order theories of capital structure: Evidence from the Johannesburg Stock Exchange. *Investment Analysts Journal*, 47 (1), pp. 15-30.

Chrinko, R. S., and Singha, A. R. (2000). Testing static tradeoff against pecking order models of capital structure: A critical comment. *Journal of Financial Economics*, 58, pp. 417-425.

Cohn, J., Titman, S. and Twite, G. (2020). Capital Structure and Investor-Level Taxes: Evidence from a Natural Experiment in Europe. Available at: SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2941957> [Accessed 10 August 2020].

Cortez, M.A., and Suzanto, S. (2012). The determinants of corporate capital structure: Evidence from Japanese manufacturing companies, *Journal of International Business Research*, 11 (3), pp. 121-134.

Crotty, M. (1998). *The foundations of social research. Meaning and perspective in the research process*. London: Sage Publication.

D'Amato, A. (2019). Capital structure, debt maturity, and financial crisis: empirical evidence from SMEs. *Small Business Economics*, pp. 1-23.

Dang, H.N., Vu, V.T.T., Ngo, X.T. and Hoang, H.T.V., (2019). Study the Impact of Growth, Firm Size, Capital Structure, and Profitability on Enterprise Value: Evidence of Enterprises in Vietnam. *Corporate Accounting and Finance*, 30 (1), pp. 144-160.

Dang, T.L., Huynh, T.H.H., Nguyen, M.T., and Nguyen, T.M.H. (2017). The firm information environment and capital structure: international evidence. *Applied Economics*, 49 (44), pp. 4482-4500.

Danso, A., and Adomako, S. (2014). The financing behavior of firms and financial crisis. *Managerial finance*, 40 (12), pp. 1159-1174.

Dasilas, A., and Papasyriopoulos, N. (2015). Corporate governance, credit ratings and the capital structure of Greek SME and large listed firms. *Small Business Economics*, 45 (1), pp. 215-244.

Daskalakis, N., and Psillaki, M. (2008). Do country or firm factors explain capital structure? Evidence from SMEs in France and Greece. *Applied financial economics*, 18 (2), pp. 87-97.

Daskalakis, N., and Psillaki, M. (2009). Are the determinants of capital structure country or firm specific?. *Small Business Economics*, 33 (3), pp. 319-333.

Daskalakis, N., Balios, D., and Dalla, V. (2017). The behavior of SMEs' capital structure determinants in different macroeconomic states. *Journal of Corporate Finance*, 46 (October), pp. 248-260.

Daskalakis, N., Eriotis, N., and Vasilioy, D., (2003). The determinants of capital structure: evidence from the Greek market'. Second Annual Meeting of the Hellenic Finance and Accounting Association (HFAA), Athens, Greece.

de C. Barros, L.A.B., da Silveira, A.D.M., and Famá, R. (2005). Does capital structure matter? Revisiting Modigliani and Miller's empirical work using Latin American and North American data. *Latin American Business Review*, 5 (3), pp. 43-64.

De Jong, A., Kabir, R., and Nguyen, T.T. (2008). Capital structure around the world: The roles of firm-and country-specific determinants. *Journal of Banking & Finance*, 32 (9), pp. 1954-1969.;

De Jong, A., Verbeek, M., and Verwijmeren, P. (2011). Firms debt-equity decisions when the static tradeoff theory and the pecking order theory disagree. *Journal of Banking & Finance*, 35 (5), pp. 1303-1314.

DeAngelo, H. and Masulis, R.W. (1980). Optimal capital structure under corporate and personal taxation. *Journal of Financial Economics*, 8 (1), pp. 3-29.

Degryse, H., de Goeij, P., and Kappert, P. (2012). The impact of firm and industry characteristics on small firms' capital structure. *Small Business Economics*, 38 (4), pp. 431-447.

Demirguc-Kunt, A., Martinez-Peria, M. S., and Tressel, T. (2015). *The Impact of the Global Financial Crisis on Firms Capital Structure*. The World Bank, Available at: <https://elibrary.worldbank.org/doi/abs/10.1596/1813-9450-7522> [Accessed 20 October 2018].

Dewaelheyns, N., Van Hulle, C., and Van Landuyt, Y. (2019). Employment protection and SME capital structure decisions. *Journal of Small Business Management*, 57 (4), pp. 1232-1251.

Dhawan, R. (2001). Firm size and productivity differential: theory and evidence from a panel of US firms. *Journal of economic behavior & organization*, 44 (3), pp. 269-293.

Dierker, M., Lee, I., and Seo, S.W. (2019). Risk changes and external financing activities: Tests of the dynamic trade-off theory of capital structure. *Journal of Empirical Finance*, 52 (June), pp. 178-200.

Dietrich, D. (2007). Asset tangibility and capital allocation. *Journal of Corporate Finance*, 13 (5), pp. 995-1007.

Doan, T.T.T. (2019). Firm-specific factors as determinants of capital structure: Evidence from an emerging country. *International Journal of Economics and Management Systems*, 4, pp. 298-304.

Dommes, K., Schmitt, M., and Steurer, E. (2019). Capital Structures in German Small and Mid Caps: Does Trade-Off or Pecking Order Theory Explain Current Reality Better?. *Journal of Financial Risk Management*, 8 (3), pp. 147-162.

Donaldson, G. (1961). *Corporate Debt Capacity*, Cambridge, MA: Harvard University Press.

Doukas, J.A., Guo, J., and Zhou, B. (2011). 'Hot' debt markets and capital structure. *European Financial Management*. 17 (1), pp. 46-99.

Downs, T.W. (1993). Corporate Leverage and Nondebt Tax Shields: Evidence on Crowding-Out. *The Financial Review*, 28 (4), pp. 549-583.

Drobetz, W., Gounopoulos, D., Merikas, A. and Schoeder, H. (2013). Capital structure decisions of globally-listed shipping companies. *Transportation Research Part E*, 52 (June), pp. 49-76.

Easterby-Smith, M., Thorpe, R., and Lowe, A. (1999). *Management research: An introduction*. London: SAGE Publication.

Ebrahim, M.S., Girma, S., Shah, M.E., and Williams, J. (2014). Dynamic capital structure and political patronage: The case of Malaysia, *International Review of Financial Analysis*, 31 (January), pp. 117-128

EC, (2010). The economic adjustment program for Greece. *European Commission – Economic and Financial Affairs, Occasional Papers*, 61 (May), Available at: ec.europa.eu/economy_finance/publications [Accessed 10 August 2015].

Epure, M. and Guash, M. (2020). Debt signaling and outside investors in early stage firms. *Journal of Business Venturing*, 35 (2), pp. 1-21.

Eriotis, N., Vasiliou, D., and Ventoura-Neokosmidi, Z. (2007). How firm characteristics affect capital structure: an empirical study. *Managerial Finance*. 33 (5), pp. 321-331.

Faccio, M. and Xu, J. (2015). Taxes and Capital Structure. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 50 (3), pp. 277-300.R

Fama, E.F. and Miller, M.H. (1972). *The Theory of Finance*, New York: Holt, Rinehart and Winston.

Fama, E.F., and French, K.R. (2002). Testing trade-off and pecking order predictions about dividends and debt. *The review of financial studies*, 15 (1), pp. 1-33.

Farah, M., and Supartika, N. (2016). Factors affecting profitability of small medium enterprises (SMEs) firm listed in Indonesia Stock Exchange. *Journal of Economics, Business and Management*, 4 (2), pp. 132-137.

Fauzi, F., Basyith, A., and Idris, M. (2013). The determinants of capital structure: An empirical study of New Zealand-listed firms. *Asian Journal of Finance & Accounting*, 5 (2), p. 1.

Fischer, E.O., Heinkel, R., and Zechner, J. (1989). Dynamic capital structure choice: Theory and tests. *The Journal of Finance*, 44 (1), pp. 19-40.

Flannery, M.J., and Rangan, K.P. (2006). Partial adjustment toward target capital structures. *Journal of financial economics*, 79 (3), pp. 469-506.

Fleckenstein, M., Longstaff, F.A. and Strebulaev, I.A. (2019). Corporate taxes and capital structure: A long-term historical perspective. *Critical Finance Review*, 8, pp. 1-38.

Frank, M.Z., and Goyal, V.K. (2009). Capital structure decisions: which factors are reliably important?. *Financial management*, 38 (1), pp. 1-37.

Frank, M.Z., and Goyal, V.K., (2003). Testing the pecking order theory of capital structure. *Journal of Financial Economics*, 67 (2), pp. 217-248.

Fratzscher, M., Duca, M. L., and Straub, R. (2016). ECB unconventional monetary policy: Market impact and international spillovers. *IMF Economic Review*, 64 (1), pp. 36-74.

Fredrick, I. and Osazemen, E. (2018). Capital structure and corporate financial distress of manufacturing firms in Nigeria. *Journal of Accounting and Taxation*, 10 (7), pp. 78-84.

- Gao, W., and Zhu, F. (2015). Information asymmetry and capital structure around the world. *Pacific-Basin Finance Journal*, 32 (April), pp. 131-159.
- Gaud, P., Hoesli, M., and Bender, A. (2007). Debt-equity choice in Europe. *International Review of Financial Analysis*, 16 (3), pp. 201-222.
- Gaud, P., Jani, E., Hoesli, M., and Bender, A. (2005). The capital structure of Swiss companies: an empirical analysis using dynamic panel data. *European financial management*, 11 (1), pp. 51-69.
- Ghazouani, T. (2013). The capital structure through the trade-off theory: Evidence from Tunisian firm. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 3 (3), pp. 625-636.
- Graham, J.R., and Harvey, C.R. (2001). The theory and practice of corporate finance: Evidence from the field. *Journal of financial economics*, 60 (2-3), pp. 187-243.
- Graham, J.R., Lemmon, M.L., and Schallheim, J.S. (1998). Debt, leases, taxes, and the endogeneity of corporate tax status. *The journal of finance*, 53 (1), pp. 131-162.
- Grinblatt, M. and Titman, S. (2002). *Financial Market and Corporate Strategy*, 2nd ed. New York: The McGraw-Hill Companies.
- Guner, A. (2016). The Determinants of Capital Structure Decisions: New Evidence from Turkish Companies. *Procedia Economics and Finance*, 38, pp. 84-89.
- Gupta, P.D., Guha, S., and Krishnaswami, S.S. (2013). Firm growth and its determinants. *Journal of innovation and entrepreneurship*, 2 (1), 15.
- Hall, G.C., Hutchinson, P.J., and Michaelas, N. (2004). *Determinants of capital structures of European SMEs*. *Journal of Business Finance and Accounting*, 31 (5/6), pp. 711-728.
- Harris, M. and Raviv, A. (1990). The theory of capital structure. *Journal of Finance*, 46 (1), pp. 127-145.
- Harrison, B., and Widjaja, T. W. (2014). The determinants of capital structure: Comparison between before and after financial crisis. *Economic Issues*, 19 (2), pp. 55-82.

Hassan, L, and Samour, S. (2015). Capital Structure and Firm Performance: Did the Financial Crisis Matter? – A cross-industry study, *Master Thesis in Department of Business Studies*, University of Uppsala.

Hovakimian, A., Opler, T., and Titman, S. (2001). The debt-equity choice. *Journal of Financial and Quantitative analysis*, 36 (1), pp. 1-24.;

Hussey, J., and Hussey, R. (1997). *Business Research*. London: Palgrave.

Inman, R.P. (1995). How to have a fiscal crisis: lessons from Philadelphia. *The American Economic Review*, 85 (2), pp. 378-383.

Ioannou, G.I., and Charalambous, G. (2017). The social and political impact of the Cyprus economic crisis (2010-2017). *Study of Friedrich Ebert Stiftung*, Available at: https://www.fescyprus.org/fileadmin/user_upload/documents/CyprusEconomicCrisis_en_v03_DIGITAL_002_.pdf [Accessed 29 October 2018].

Iqbal, A., and Kume, O. (2014). Impact of financial crisis on firms' capital structure in UK, France, and Germany. *Multinational Finance Journal*, 18 (3/4), pp. 249-280.

Jahanzeb. A., Rehman, S.U., Bajuri, N.H., Karami, M. and Ahmadi nousaabad, A. (2014). Trade-Off Theory, Pecking Order Theory and Market Timing Theory: A Comprehensive Review of Capital Structure Theories. *International Journal of Management and Commerce Innovations*, 1 (1), pp. 11-18.

Jarallah, S., Saleh, A.S., and Salim, R. (2019). Examining pecking order versus trade-off theories of capital structure: New evidence from Japanese firms. *International Journal of Finance & Economics*, 24 (1), pp. 204-211.

Jensen, M. and Meckling, N. (1976). The theory of the firm: managerial behavior, agency cost and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3 (October), pp. 305-360.

Jensen, M.C. (1986). Agency Costs and Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers. *The American Economic Review*, 76 (2), pp. 323-329.

Jibran, S., Wajid, S.A., Waheed, I., and Muhammad, T.M. (2012). Pecking at pecking order theory: Evidence from Pakistan's non-financial sector. *Journal of Competitiveness*, 4 (4), pp. 86-95.

Jumreornvong, S., Chakreyavanich, C., Treepongkaruna, S. and Jiraporn, P. (2018). Capital Adequacy, Deposit Insurance and the Effect of Their Interaction on Bank Risk. *Journal of Risk and Financial Management*, 11 (4), pp. 79-96.

Kanatani, M. and Yaghoubi, R. (2017). Determinants of Corporate Capital Structure in New Zealand. *The Applied Management Review*, 1 (1), pp. 1-9.

Kim, H., Heshmati, A., and Aoun, D. (2006). Dynamics of capital structure: The case of Korean listed manufacturing companies. *Asian Economic Journal*, 20 (3), pp. 275-302.

Kindleberger, C.P.(1996). *Manias, Panics, and Crashes: A History of Financial Crises*. New York: John Wiley & Sons.

Klein, P.G. and Wuebker, R. (2017). Corporate diversification and innovation: Managerial myopia or inefficient internal capital markets?. Available at: <https://ssrn.com/abstract=2951411>[Accessed 01 August 2020].

Kocchar, R. (1996). Explaining firm capital structure: The role of agency theory vs. transaction cost economics. *Strategic Management Journal*, 17 (9), pp. 713-728.

Koch, P.D. and Shenoy, C. (1999). The Information Content of Dividend and Capital Structure Policies. *Financial Management*, 28 (4), pp. 16-35.

Kremp, E., Stoss, E., and Gerdesmeier, D. (1999). Estimation of a Debt Function: Evidence From French and German Firm Panel Data. In: A. Sauve, and M. Scheuer, eds., *Corporate Finance in Germany and France: A Joint Research Project of Deutsche Bundesbank and the Banque de France*, Available at: www.ssrn.com [Accessed 01 September 2019].

Kyriazopoulos, G. (2017). Corporate governance and capital structure in the periods of financial distress. Evidence from Greece. *Investment management and financial innovations*, 14 (1), pp. 254-262.

Lara, J.M.G., Osma, B.G. and Penalva, F. (2016). Accounting conservatism and firm investment efficiency. *Journal of Accounting and Economics*, 61 (1), pp. 221-238.

- Le, T.P.V., and Phan, T.B.N. (2017). Capital structure and firm performance: Empirical evidence from a small transition country. *Research in international business and finance*, 42 (December), pp. 710-726.
- Leary, M.T., and Roberts, M.R. (2005). Do firms rebalance their capital structures?. *The journal of finance*, 60 (6), pp. 2575-2619.
- Liang, C.C., Liu, Y., Troy, C., and Chen, W.W. (2020). Firm Characteristics and Capital Structure: Evidence from ASEAN-4 Economies. *Advances in Pacific Basin Business, Economics and Finance*. 8 (September), pp. 149-162.
- Lisboa, I. (2017). Capital structure of exporter SMEs during the financial crisis: Evidence from Portugal. *European Journal of Management Studies*, 22 (1), pp. 25-49.
- Lisi, M., Llamazares, I., and Tsakatika, M. (2019). Economic crisis and the variety of populist response: evidence from Greece, Portugal and Spain. *West European Politics*, 42 (6), pp. 1284-1309.
- Lopez-Gracia, J. and Sogorb-Mira, F. (2003). Pecking Order Versus Trade-Off: An Empirical Approach to the Small and Medium Enterprise Capital Structure. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=393160> [Accessed 15 July 2015]
- López-Gracia, J., and Sogorb-Mira, F. (2008). Testing trade-off and pecking order theories financing SMEs. *Small Business Economics*, 31 (2), 117-136.
- Mac an Bhaird, C., and Lucey, B. (2010). Determinants of capital structure in Irish SMEs. *Small Business Economics*, 35 (3), pp. 357-375.
- Machielsen, B. (2012). 'Empirical evidence on the existence of a pecking order: A study about whether the pecking order theory is an accurate means to describe the incremental financing practices by firm in the European Union', *Bachelor Thesis in the area of Business Administration of Twente University*, Available at: https://essay.utwente.nl/63784/1/BSc_Bas_Machielsen_s1131044.pdf [Accessed 29 October 2018].
- Mackie-Mason, J.K. (1990). Do taxes affect corporate financing decisions?. *Journal of Finance*, 45 (5), pp/ 1471-1491.

- Malinic, D., Dencic-Mihajlov, K., and Ljubenovic, E. (2013). The determinants of capital structure in emerging capital markets: Evidence from Serbia. *European Research Studies*, 16 (2), pp. 98-119.
- Mans, N., and Erasmus, P.D. (2011). The combined effect of changes in the South African business environment on capital structure. *Management Dynamics: Journal of the Southern African Institute for Management Scientists*, 20 (1), pp. 19-31.
- Marsh, P. (1982). The choice between equity and debt: An empirical study. *The Journal of finance*, 37 (1), pp. 121-144.
- Marshall, A., McCann, L. and McColgan, P. (2019). The market reaction to debt announcements: UK evidence surrounding the global financial crisis. *The British Accounting Review*, 51 (1), pp. 92-109.
- Martinez, L.B., Scherger, V., and Guercio, M.B. (2019). SMEs capital structure: trade-off or pecking order theory: a systematic review. *Journal of Small Business and Enterprise Development*, 26 (1), pp. 105-132.
- Mc Namara, A., Murro, P., and O'Donohoe, S. (2017). Countries lending infrastructure and capital structure determination: The case of European SMEs. *Journal of Corporate Finance*, 43 (April), pp. 122-138.
- Migliori, S., Maturo, F., and Paolone, F. (2018). Capital structure determinants in family firms: An empirical analysis in context of crisis. *International Business Research*, 11 (4), pp. 65-83.
- Miglo, A. (2016). Asymmetric Information and Capital Structure. In *Capital Structure in the Modern World* (pp. 45-67). Cham: Palgrave Macmillan,.
- Miglo, A. (2017). Timing of earnings and capital structure. *The North American Journal of Economics and Finance*, 40 (April), pp. 1-15.
- Mihalca, G., and Antal, R. (2009). An empirical investigation of the trade-off and pecking order hypotheses on Romanian market. In *ASMDA. Proceedings of the International Conference Applied Stochastic Models and Data Analysis* (Vol. 13, p. 109). Vilnius: Gediminas Technical University, Department of Construction Economics & Property, pp. 109-114.

- Miller, E.M. (1977). Risk, uncertainty, and divergence of opinion. *The Journal of Finance*, 32 (4), pp. 1151-1168.
- Miller, M.H. and Scholes, M.S. (1978). Dividends and taxes. *Journal of Financial Economics*, 6 (4), pp. 333-364.
- Mishkin, F.S. (2015). *Μακροοικονομική: Πολιτική και Πρακτική*. (Μτφ.: Απέργης, Α., Κύρτσου, Α., και Οικονομίδης Γ.) Αγία Παρασκευή Αττικής: Εκδόσεις Utopia.
- Modigliani, F. and Miller, M. (1958). The cost of capital, corporation finance and theory of investment. *American Economic Review*, 48 (3), pp. 261-297.
- Modigliani, F. and Miller, M. (1963). Taxes and the cost of capital: a correction. *American Economic Review*, 53 (3), pp. 433-443.
- Mokhova, N., and Zinecker, M. (2013). The determinants of capital structure: The evidence from the European Union. *Acta Universitatis Agriculturae et Silviculturae Mendelianae Brunensis*, 61 (7), pp. 2533-2545.
- Moore, W. (1986). Asset Composition, Bankruptcy Costs, and the Firm's Choice of Capital Structure. *Quarterly Review of Economics and Business*, 26 (4), pp. 51-61.
- Moradi, A., and Paulet, E. (2015). A causal loop analysis of the austerity policy adopted to address the Euro crisis-effects and side effects. *International Journal of Applied Decision Sciences*, 8 (1), pp. 1-20.
- Moradi, A., and Paulet, E. (2019). The firm-specific determinants of capital structure—An empirical analysis of firms before and during the Euro Crisis. *Research in International Business and Finance*, 47 (January), pp. 150-161.
- Morresi, O. and Naccarato, A. (2016). Are Family Firms Different in Choosing and Adjusting Their Capital Structure? An Empirical Analysis through the Lens of Agency Theory. *International Journal of Economics and Finance*, 8 (7), pp. 216-232.
- Mostarac, E., and Petrovic, S. (2013). Determinants of capital structure of Croatian enterprises before and during the financial crisis. *UTMS Journal of Economics*, 4 (2), pp. 153-162.

- Mouton, M., and Smith, N. (2016). Company determinants of capital structure on the JSE LTD and the influence of the 2008 financial crisis. *Journal of Economic and Financial Sciences*, 9 (3), pp. 789-806.
- Moyo, V., Wolmarans, H., and Brummer, L. (2013). Dynamic capital structure determinants: Some evidence from South African firms. *Journal of Economics and Financial Sciences*, 6 (3), pp. 661-682.
- Muigai, R.G. and Muriithi, J.G. (2017). The Moderating Effect of Firm Size on the Relationship Between Capital Structure and Financial Distress of Non-Financial Companies Listed in Kenya. *Journal of Finance and Accounting*, 5 (4), pp. 151-158.
- Mustaruddin, M., Dinata, A., Wendy, W., and Azazi, A. (2017). Asymmetric Information and Capital Structure: Empirical Evidence from Indonesia Stock Exchange. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 7 (6), pp. 8-15.
- Myers, S.C. (1977). Determinants of corporate borrowing. *Journal of Financial Economics*, 5 (2), pp. 147-175.
- Myers, S.C. (1984). The Capital Structure Puzzle. *The Journal of Finance*, 39 (3), pp. 574 – 592.
- Myers, S.C. (2001). Capital Structure. *Journal of Economics Perspectives*, 15 (2), pp. 81-102.
- Myers, S.C. and Majluf, N.S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13 (2), pp. 187-221.
- Nelson, R.M., Belkin, P., and Jackson, J.K. (2017). The Greek debt crisis: Overview and implications for the United States. *Congressional Research Service, No R44155*, Available at: <https://fas.org/sgp/crs/row/R44155.pdf> [Accessed 28 October 2018].
- Ngah-Kiing Lim, E., Das, S. S., and Das, A. (2009). Diversification strategy, capital structure, and the Asian financial crisis (1997–1998): Evidence from Singapore firms. *Strategic Management Journal*, 30 (6), pp. 577-594.

Nguyen, H.M., Vuong, T.H.G., Nguyen, T.H., Wu, Y.C., and Wong, W.K. (2020). Sustainability of Both Pecking Order and Trade-off Theories in Chinese Manufacturing Firms. *Sustainability*, 12 (9), pp. 3883.

Ning, X. (2020). CEO Power, Firm Characteristics and Capital Structure: Some Empirical Evidence. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3583951> [Accessed 15 June 2020]

Niu, X. (2008). Theoretical and practical review of capital structure and its determinants. *International Journal of Business and Management*, 3 (3), pp. 133-139.

Noulas, A. G., and Genimakis, G. (2014). How do CFOs make capital structure decisions? A survey of Greek listed companies. *Studies in Economics and Finance*. 31 (1), pp. 72-87.

Noulas, A., and Genimakis, G. (2011). The determinants of capital structure choice: evidence from Greek listed companies. *Applied Financial Economics*, 21 (6), pp. 379-387.

Nunes, P. M., and Serrasqueiro, Z. (2014). Financing behavior of Portuguese SMEs in hotel industry. *International Journal of Hospitality Management*, 43 (October), pp. 98-107.

Nunes, P.M., and Serrasqueiro, Z. (2015). Profitability determinants of Portuguese knowledge-intensive business services: Empirical evidence using panel data models. *Applied Economics Letters*, 22 (1), pp. 51-56.

Nunes, P.M., and Serrasqueiro, Z. (2017). Short-term debt and long-term debt determinants in small and medium-sized hospitality firms. *Tourism Economics*, 23 (3), pp. 543-560.

Nunkoo, P., and Boateng, A. (2010). The empirical determinants of target capital structure and adjustment to long-run target: Evidence from Canadian firms. *Applied Economic Letters*, 17 (10), pp. 983-990.

Odendahl, C., (2015). How to keep Greece in. *Centre for European Reform Bulletin*, 3 (August/September) Available at:

https://www.cer.org.uk/sites/default/files/publications/attachments/pdf/2015/bulletin_103_co_article1-11726.pdf [Accessed 28 December 2016).

Öhman, P., and Yazdanfar, D. (2017). Short-and long-term debt determinants in Swedish SMEs. *Review of Accounting and Finance*, 16 (1), pp. 106-124.

Oktavina, M., Manalu, S., and Yuniarti, S. (2018). Pecking order and trade-off theory in capital structure analysis of family firms in Indonesia. *Jurnal Keuangan dan Perbankan*, 22 (1), pp. 73-82.

Oliveira, M., Kadapakkam, R.-R., Beyhaghi, M. (2017). Effects of customer financial distress on supplier capital structure. *Journal of Corporate Finance*, 42, pp. 131-149.

Pacheco, L. (2016). Capital structure and internationalization: The case of Portuguese industrial SMEs. *Research in International Business and Finance*, 38 (September), pp. 531-545.

Pacheco, L., and Tavares, F. (2017). Capital structure determinants of hospitality sector SMEs. *Tourism Economics*, 23 (1), pp. 113-132.

Padron, Y.G., Apolinario, R.M.C., Santana, O.M., Conception, M., Martel, V., and Sales, L.J. (2005). Determinant factors of leverage: an empirical analysis of Spanish corporations. *Journal of Risk Finance*, 6 (1), pp. 60-68.

Piaw, L.L.T., and Jais, M. (2014). The capital structure of Malaysian firms in the aftermath of Asian Financial Crisis 1997. *Journal of Global Business & Economics*, 8 (1), pp. 1-20.

Pollitt, C. (2010). Cuts and reforms – public services as we move into a new era. *Society and Economy*, 32 (1), pp. 17-31.

Popescu, L. and Visinescu, S. (2009). A review of the capital structure theories. *Annals of Faculty of Economics*, 3 (1), pp. 315-320.

Proença, P., Laureano, R.M., and Laureano, L. M. (2014). Determinants of capital structure and the 2008 financial crisis: evidence from Portuguese SMEs. *Procedia-Social and Behavioral Sciences*, 150 (1), pp. 182-191.

Rahman, M.A., and Arifuzzaman, S.M. (2014). Testing the trade off and pecking order models of capital structure. *Journal of Economics and Finance*, 5 (6), pp. 8-14.

Rajan, R.G., and Zingales, L. (1995). What do we know about capital structure? Some evidence from international data. *Journal of Finance*, 50 (5), pp. 1421-1460.

Ramalho, J.J., Rita, R.M., and da Silva, J.V. (2018). The impact of family ownership on capital structure of firms: Exploring the role of zero-leverage, size, location and the global financial crisis. *International Small Business Journal*, 36 (5), pp. 574-604.

Randma-Liiv, T., and Kickert, W. (2017). The impact of the fiscal crisis on public administration reforms: Comparison of 14 European countries. *Journal of Comparative Policy Analysis: Research and Practice*, 19 (2), pp. 155-172.

Remenyi, D., Williams, B., Money, A., and Swartz, E. (2005). *Doing research in business and management: An introduction to process and method*. 1st ed. London: SAGE Publication.

Robson, C. (2002). *Real world research*. 2nd ed. Malden: Blackwell Publishing Ltd.

Rodrigues, S. V., de Moura, H. J., Santos, D. F. L., and Sobreiro, V. A. (2017). Capital structure management differences in Latin American and US firms after 2008 crisis. *Journal of Economics, Finance and Administrative Science*, 22 (42), pp. 51-74.

Roodman, D. (2009). A note on the theme of too many instruments. *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, 71 (1), pp. 135-158.

Ross, S. (1985). Debt and taxes and uncertainty. *Journal of Finance*, 40 (3), pp. 637-657.

Ross, S.A. (1977). The determination of financial structure: the incentive signaling approach. *The bell journal of economics*, 8 (1), pp. 23-40.

Rossi, M. (2014). Capital structure of small and medium enterprises: the Italian case. *International journal of globalization and small business*, 6 (2), pp. 130-144.

Rossi, M., Lombardi, R., Nappo, F., and Trequattrini, R. (2015). The capital structure choices of agro-food firms: evidence from Italian SMEs. *International Journal of Management Practice*, 8 (3), pp. 172-186.

- Runger, S., Niemann, R. and Haring, M. (2019). Investor taxation, firm heterogeneity and capital structure choice. *International Tax and Public Finance*, 26 (4), pp. 719-757.
- San Martin, P. and Saona, P. (2017). Capital structure in the Chilean corporate sector: Revisiting the stylized facts. *Research in International Business and Finance*, 40 (April), pp. 163-174.
- Sardo, F., and Serrasqueiro, Z. (2017). Does dynamic trade-off theory explain Portuguese SME capital structure decisions?. *Journal of Small Business and Enterprise Development*, 24 (3), pp. 485-502.
- Saunders, M., Lewis, P., and Thornhill, A. (2003). *Research methods for business students*. 3rd ed. Harlow: Pearson Education Limited.
- Saunders, M., Lewis, P., and Thornhill, A. (2009). *Research methods for business students*. 5th ed. Harlow: Pearson Education Limited.
- Scott, J.H. (1977). Bankruptcy, Secured Debt and Optimal Capital Structure. *Journal of Finance*, 32 (1), pp. 1-19.
- Sekaran, U. (2003). *Research methods for business: A skill building approach*. New York: John Wiley & Sons.
- Sergiescu, L., and Vaidean, V.-L. (2014). Determinant factors of the capital structure of a firm – an empirical analysis. *Procedia Economics and Finance*, 15, pp. 1447-1457.
- Serrasqueiro, Z., and Caetano, A. (2015). Trade-Off Theory versus Pecking Order Theory: capital structure decisions in a peripheral region of Portugal. *Journal of Business Economics and Management*, 16 (2), pp. 445-466.
- Serrasqueiro, Z., Nunes, P.M., and da Rocha Armada, M. (2016). Capital structure decisions: old issues, new insights from high-tech small-and medium-sized enterprises. *The European Journal of Finance*, 22 (1), pp. 59-79.
- Shahar, H.K., Adzis, A.A., and Baderi, N. (2016). The relationship between ownership structure, firm specific characteristics and capital Structure: Evidence from Malaysian middle-capital public listed firms. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 6 (3S), pp. 36-43.

- Sheikh, J., Shakeel, A.W., Iqbal, W., and Tajir, M.M. (2012). Pecking at pecking order theory: evidence from Pakistan's non-financial sector. *Journal of Competitiveness*, 4 (4), pp. 86-95.
- Shyam-Sunder, L., and Myers, S. C. (1999). Testing static tradeoff against pecking order models of capital structure. *Journal of financial economics*, 51 (2), pp. 219-244.
- Singala, S., and Kumar, R. (2012). The global financial crises with a focus on the European sovereign debt crisis. *ASCI Journal of Management*, 42 (1), pp. 20-36.
- Smart, B.S., Megginson, L.W. and Gitman, J.L. (2004). *Corporate Finance*, Ohio USA: Thomson South – Western.
- Stradomski, M., and Schmidt, K. (2020). Firm specific determinants of capital structure in European advanced developing countries. *Bank i Kredyt*, 51 (3), pp. 263-292.
- Stulz, R. (1990). Managerial discretion and optimal financing policies. *Journal of financial Economics*, 26 (1), pp. 3-27.
- Sundaresan, S., Wang, N. and Yang, J. (2015). Dynamic Investment, Capital Structure, and Debt Overhang. *The Review of Corporate Finance Studies*, 4 (1), pp. 1-42.
- Suto, M. (2003). Capital structure and investment behavior of Malaysian firms in the 1990s: A study of corporate governance before the crisis. *Corporate Governance: An International Review*, 11 (1), pp. 25-39.
- Titman, S., and Tsyplakov, S. (2007). A dynamic model of optimal capital structure. *Review of Finance*, 11 (3), pp. 401-451.
- Titman, S., and Wessels, R. (1988). The determinants of capital structure choice. *The Journal of finance*, 43 (1), pp. 1-19.
- Trinh, H.T., Kakinaka, M., Kim, D., and Jung, T.Y. (2017). Capital structure and investment financing of small and medium-sized enterprises in Vietnam. *Global Economic Review*, 46 (3), pp. 325-349.
- Tripathy, N., and Asija, A. (2017). The impact of financial crisis on the determinants of capital structure of listed firms in India. *Journal of International Business and Economy*, 18 (1), pp. 101-121.

- Ullah, S., Akhtar, P., and Zaefarian, G. (2018). Dealing with endogeneity bias: The generalized method of moments (GMM) for panel data. *Industrial Marketing Management*, 71, pp. 69-78.
- Utterback, J. M. (1994). Radical innovation and corporate regeneration. *Research Technology Management*, 37 (4), p. 10.
- Uyar, A., and Guzelyurt, M.K. (2015). Impact of firm characteristics on capital structure choice of Turkish SMEs. *Managerial Finance*, 41 (3), pp. 286-300.
- Van Hoang, T.H., Gurau, C., Lahiani, A. and Seran, T-L. (2018). Do crises impact capital structure? A study of France micro-enterprises, *Small Business Economics*, 50 (1), pp. 181-199.
- Vasiliou, D., Daskalakis, N., and Eriotis, N. (2009). Testing the pecking order theory: the importance of methodology. *Qualitative Research in Financial Markets*, 1 (2), pp. 85-96.
- Vatanu, S. (2012). Trade-off versus pecking order theory in listed companies around the world. *Annals of the University of Petrosani, Economics*, 12 (2), pp. 285-292.
- Vijayakumar, A. (2011). An empirical investigation of the trade-off and pecking order hypotheses on Indian automobile firms. *International journal of research in commerce, economics & management*, 1 (5), pp. 94-100.
- Vo, X. V. (2017). Determinants of capital structure in emerging markets: Evidence from Vietnam. *Research in International Business and Finance*, 40 (April), 105-113.
- Voulgaris, F., Asteriou, D., and Agiomirgianakis, G. (2002). Capital structure, asset utilization, profitability and growth in the Greek manufacturing sector. *Applied economics*, 34 (11), pp. 1379-1388.
- Voulgaris, F., Asteriou, D., and Agiomirgianakis, G. (2004). Size and determinants of capital structure in the Greek manufacturing sector. *International Review of Applied Economics*, 18 (2), pp. 247-262.
- Wang, Z. (2013). The pecking order hypothesis of static tradeoff theory: research on capital structure based on a UK sample. University of Twente Student Theses, Available at: <http://essay.utwente.nl/64435/> [Accessed 15 July 2015].

- Whelan, K. (2014). Ireland's economic crisis: The good, the bad and the ugly. *Journal of Macroeconomics*, 39 (March), 424-440.
- Wiagustini, N.L.P., Ramantha, I.W., Sedana, I.B.P., and Rahyuda, H. (2017). Indonesia's Capital Structure: Pecking Order Theory or Trade-Off Theory. *International Journal of Applied Business and Economic Research*, 15 (16), pp. 119-131.
- Williamson, O. E. (1967). Hierarchical control and optimum firm size. *Journal of political economy*, 75 (2), pp. 123-138.
- Wooldridge, J.M. (2012). *Introductory econometrics: A modern approach*. Boston: Cengage Learning.
- Wruck, K.H. (1990). Financial distress, reorganization, and organizational efficiency. *Journal of Financial Economics*, 27 (2), pp. 419-444.
- Xiang, D., and Worthington, A. (2015). Finance-seeking behavior and outcomes for small-and medium-sized enterprises. *International Journal of Managerial Finance*, 11 (4), pp. 513-530.
- Yazdanfar, D. (2013). Profitability determinants among micro firms: evidence from Swedish data. *International Journal of Managerial Finance*, 9 (2), pp. 150-160.
- Yazdanfar, D., and Öhman, P. (2015). Debt financing and firm performance: an empirical study based on Swedish data. *The Journal of Risk Finance*, 16 (1), pp. 102-118.
- Yazdanfar, D., and Öhman, P. (2016). Capital structure dynamics among SMEs: Swedish empirical evidence. *The Journal of Risk Finance*, 17 (2), 245-260.
- Yazdanfar, D., Öhman, P., and Homayoun, S. (2019). Financial crisis and SME capital structure: Swedish empirical evidence. *Journal of economic studies*, 46 (4), pp. 925-941.
- Zhang, R., and Kanazaki, Y. (2007). Testing the static tradeoff against pecking order models of capital structure in Japanese firms. *International Journal of Accounting & Information Management*, 15 (2), pp. 24-36.

Zhang, X., and Mirza, S. S. (2015). Determinants of capital structure of firms in pre-post financial crisis: Evidence from China. *Research Journal of Finance and Accounting*, 6 (12), pp. 33-51.

Zhou, Q., Tan, K. J. K., Faff, R. and Zhu, Y. (2016). Deviation from target capital structure, cost of equity and speed of adjustment. *Journal of Corporate Finance*, 39, pp. 99-120.

Κυριαζόπουλος, Π.Γ., και Σαμαντά, Ε. (2011). *Μεθοδολογία Έρευνας Εκπόνησης Διπλωματικών Εργασιών*. Αθήνα: Σύγχρονη Εκδοτική.

Επίσημη Ιστοσελίδα του Ευρωπαϊκού Μηχανισμού Στήριξης:
https://www.esm.europa.eu/assistance/lending-toolkit#lending_toolkit