



ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΔΗΜΟΚΡΑΤΙΑ
Εθνικόν και Καποδιστριακόν
Πανεπιστήμιον Αθηνών
— ΙΔΡΥΘΕΝ ΤΟ 1837 —

ΣΧΟΛΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΚΑΙ ΠΟΛΙΤΙΚΩΝ ΕΠΙΣΤΗΜΩΝ
ΤΜΗΜΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΕΠΙΣΤΗΜΩΝ

Πρόγραμμα Μεταπτυχιακών Σπουδών

«ΔΙΟΙΚΗΣΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΜΟΝΑΔΩΝ»

ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ

**Μελέτη της συσχέτισης της κεφαλαιακής διάρθρωσης και
κερδοφορίας των ελληνικών τραπεζών την περίοδο 2014-17**

ΑΝΔΡΙΤΣΟΣ ΗΛΙΑΣ

ΟΝΟΜΑ ΕΠΙΒΛΕΠΟΝΤΑ ΚΑΘΗΓΗΤΗ

ΤΟΥΝΤΑΣ ΚΑΝΝΕΛΟΣ

ΑΘΗΝΑ
ΜΑΪΟΣ, 2019

ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Η κεφαλαιακή διάθρωση και η κερδοφορία είναι δυο στοιχεία σημαντικά για τη βιωσιμότητα των τραπεζικών ιδρυμάτων. Σκοπός της παρούσας μελέτης είναι να εξετάσει την κεφαλαιακή διάθρωση, την κεφαλαιακή επάρκεια και τη διανομή μερισμάτων, των τεσσάρων ελληνικών συστημικών τραπεζών για την περίοδο 2014-17. Τα αποτελέσματα της μελέτης έδειξαν ότι οι ελληνικές συστημικές τράπεζες μετά την τελευταία ανακεφαλαιοποίηση το 2015 παρουσιάζουν αύξηση του δείκτη της κεφαλαιακής τους επάρκειας, ωστόσο, παρουσιάζουν ζημιές και δε διένειμαν μέρισμα.

Λέξεις- Κλειδιά

Κεφαλαιακή διάθρωση, μερισματική πολιτική, ελληνικές συστημικές τράπεζες

ABSTRACT

Capital structure and profitability are two important elements for the sustainability of banking institutions. The purpose of this study is to examine the capital structure, capital adequacy and dividend distribution of the four Greek systemic banks for the period 2014-17. The results of the study showed that the Greek systemic banks after the last recapitalization in 2015 show an increase in their capital adequacy ratio, however, they suffered losses and did not pay a dividend.

Keywords

Capital Structure, Dividend Policy, Greek Systemic Banks

ΚΑΤΑΛΟΓΟΣ ΠΙΝΑΚΩΝ ΚΑΙ ΔΙΑΓΡΑΜΜΑΤΩΝ

Σχήμα 1- Η θεωρία αντιστάθμισης της κεφαλαιακής δομής.....	19
Πίνακας 1- Δείκτες κεφαλαιακής επάρκειας των τεσσάρων συστημικών τραπεζών.....	54

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

ΠΕΡΙΛΗΨΗ.....	3
ABSTRACT	4
Κεφάλαιο 1	8
1.1.Εισαγωγή	8
1.2. Ερευνητικό πρόβλημα	9
1.3.Σκοπός μελέτης	10
1.4 Ερευνητικά ερωτήματα.....	11
1.5 Δομή μελέτης	11
Κεφάλαιο 2: Κεφαλαιακή διάρθρωση.....	13
2.1 Η έννοια της κεφαλαιακής διάρθρωσης.....	13
2.2.Θεωρίες κεφαλαιακής διάρθρωσης	15
2.2.1.Trade off model (μοντέλο αντιστάθμισης).....	18
2.2.2. Η υπόθεση pecking order (θεωρία ιεράρχησης)	21
2.2.3 Η θεωρία σηματοδότησης της κεφαλαιακής δομής.....	24
2.2.4 Η managerial opportunism hypothesis	26
2.2.5 Η θεωρία των Modigliani και Miller	28
2.3 Παράγοντες που επηρεάζουν την κεφαλαιακή διάρθρωση.....	31
2.3.1 Θεσμικοί, νομικοί και οικονομικοί παράγοντες	31
2.3.2.Μέγεθος	31
2.3.4. Κερδοφορία	34
2.3.4. Ενσώματα πάγια	35
2.3.5 Ηλικία	37
2.3.6 Προοπτικές ανάπτυξης.....	37
2.3.7 Εταιρικοί φόροι	39
2.3.8. Μερισματικές πολιτικές	40
2.3.9. Ομοιότητες στους καθοριστικούς παράγοντες της κεφαλαιακής δομής	41
Κεφάλαιο 3: Διανομή κερδών	43
3.1.Η έννοια της διανομής κερδών και η σημασία της μερισματικής πολιτικής	43
3.1.1.Προτιμήσεις επενδυτών	44

3.1.2.Επιλογές πολιτικής διανομής.....	45
3.2. Θεωρίες μερισματικής πολιτικής.....	47
3.2.1 Η θεωρία των Modigliani & Miller	47
3.2.2 Το μοντέλο του Lintner	49
3.2.3 Η μερισματική πολιτική από τη σκοπιά της θεωρίας αντιπροσώπευσης	50
Κεφάλαιο 4	52
Η κεφαλαιακή διάθρωση και η διανομή κερδών στις ελληνικές τράπεζες την περίοδο 2014-17	52
4.1 Η κεφαλαιακή διάθρωση των ελληνικών τραπεζών.....	52
4.2 Η διανομή κερδών των ελληνικών τραπεζών	62
Κεφάλαιο 5	63
Συμπεράσματα	63
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ	65
5.1 Brounen, D., Jong, A. and Koedijk, K. (2006). Capital structure policies in Europe: Survey evidence, <i>Journal of Banking & Finance</i> ,30 (5), 1409-1442.....	67

Κεφάλαιο 1

1.1.Εισαγωγή

Η κεφαλαιακή διάθρωση υποδηλώνει τον τρόπο χρηματοδότησης, συνήθως ένα μείγμα του δανείου και του μετοχικού κεφαλαίου, μέσω του οποίου χρηματοδοτείται μια επιχείρηση. Είναι ένα ενδιαφέρον θέμα για πολλούς ερευνητές, οι οποίοι επιχείρησαν να οριοθετήσουν τη σχέση μεταξύ κεφαλαιακής διάθρωσης και της κερδοφορίας των επιχειρήσεων. Η απόφαση για το πώς μια επιχείρηση θα χρηματοδοτηθεί υπόκειται τόσο στους μάνατζερς των επιχειρήσεων όσο και στους παρόχους κεφαλαίων προς την επιχείρηση. Εάν η χρηματοδότηση γίνεται με τη χρήση ενός λανθασμένου συνδυασμού χρέους και μετοχών, παρατηρείται ένα αρνητικό αποτέλεσμα στην απόδοση και ακόμη και στην αντοχή μιας επιχείρησης. Έτσι, προκειμένου να μεγιστοποιηθεί η αξία της επιχείρησης, τα διευθυντικά στελέχη πρέπει να εξετάσουν προσεκτικά την απόφαση για της κεφαλαιακής διάθρωσης, πράγμα που είναι πολύπλοκο έργο, μιας και η χρήση μόχλευσης ποικίλλει από τη μία επιχείρηση στην άλλη. Ως εκ τούτου, αυτό που συνήθως κάνουν οι μάνατζερς είναι να προσπαθήσουν να επιτύχουν τον καλύτερο συνδυασμό χρέους και μετοχών στην κεφαλαιακή τους διάθρωση.

Η παρούσα μελέτη επικεντρώνεται στη σχέση μεταξύ της κεφαλαιακής διάθρωσης και της κερδοφορίας των ελληνικών τραπεζών. Η κεφαλαιακή διάθρωση είναι ένα από τα πιο αινιγματικά θέματα στην εταιρική σχέση (Brounen and Eichholtz, 2001). Η έννοια γενικά περιγράφεται ως ο συνδυασμός του χρέους και του μετοχικού κεφαλαίου που κάνουν το συνολικό κεφάλαιο των επιχειρήσεων. Το ποσοστό του χρέους προς τα ίδια κεφάλαια είναι μια στρατηγική επιλογή των μάνατζερς. Η απόφαση για την κεφαλαιακή διάθρωση είναι ζωτικής σημασίας, αφού η κερδοφορία μιας επιχείρησης επηρεάζεται από την απόφαση αυτή. Κατά συνέπεια, όλο και περισσότερο συνειδητοποιείται ότι μια εταιρεία πρέπει να σχεδιάσει τη δομή της για να μεγιστοποιήσει τη χρήση των κεφαλαίων και να προσαρμοστεί πιο εύκολα στις μεταβαλλόμενες συνθήκες (Pandey, 2009).

Βασικά, οι τράπεζες συμμετέχουν στην οικονομική διαμεσολάβηση για την εξασφάλιση αποτελεσματικής κινητοποίησης και την εκταμίευση κεφαλαίων στον πραγματικό τομέα της οικονομίας. Αν και υπάρχουν άλλα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα που μπορούν να συμμετάσχουν στη διαδικασία διαμεσολάβησης, οι τράπεζες θεωρούνται οι σημαντικότεροι ενδιάμεσοι χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί. Ένας απώτερος στόχος μιας επιχείρησης είναι η μεγιστοποίηση του πλούτου ή της αξίας της (Miller and Modigliani, 1958, 1963, Miller, 1977). Στο τεκμηριωμένο άρθρο, που παρουσιάστηκε από τους Modigliani και Miller (1958), υποστήριξαν ότι η κεφαλαιακή δομή δε σχετίζεται με την αξία της επιχείρησης. Υπό την παρουσία του φόρου εισοδήματος των επιχειρήσεων και του κόστους του κεφαλαίου οι Modigliani και Miller (1963) ισχυρίστηκαν ότι η αγοραία αξία της επιχείρησης είναι που σχετίζεται θετικά με το ποσό του μακροπρόθεσμου χρέους που χρησιμοποιήθηκε στην κεφαλαιακή του διάρθρωση.

Η σχέση μεταξύ κεφαλαιακής διάρθρωσης και κερδοφορίας είναι αυτή που έτυχε ιδιαίτερης προσοχής στη χρηματοοικονομική βιβλιογραφία. Η μελέτη σχετικά με τις επιπτώσεις της κεφαλαιακής διάρθρωσης της κερδοφορίας βοηθά να εντοπιστούν πιθανά προβλήματα στην απόδοση και τη κεφαλαιακή διάρθρωση. Η σύγχρονη επιχείρηση πρέπει να ασκεί τις δραστηριότητές της σε ένα εξαιρετικά πολύπλοκο και ανταγωνιστικό επιχειρησιακό περιβάλλον. Ως εκ τούτου, αυτά τα είδη των ευρημάτων της έρευνας θα ωφεληθούν από την επιλογή της κεφαλαιακής διάρθρωσης να επιτύχει το βέλτιστο επίπεδο κερδοφορίας της επιχείρησης.

1.2. Ερευνητικό πρόβλημα

Σύμφωνα με τους Saeed et. al., (2014), η απόφαση μιας τράπεζας για την κεφαλαιακή διάρθρωση είναι παρόμοια με εκείνη μιας μη χρηματοοικονομικής εταιρείας, παρόλο που υπάρχουν σημαντικές διακλαδώσεις - διαφορές στην κεφαλαιακή διάρθρωση των επιχειρήσεων λόγω του μοναδικού χαρακτήρα της επιχειρηματικής δραστηριότητας κάθε

κλάδου και οι ενδοφωτιστικές διακυμάνσεις που αποδίδονται στις επιχειρήσεις και τον οικονομικό κίνδυνο της ατομικής επιχείρησης.

Οι περισσότερες μελέτες βρήκαν αρνητική σχέση μεταξύ της αποδοτικότητας και της μόχλευσης. Μέσα σε αυτό πλαίσιο, οι Titman και Wessels (1988) υποστηρίζουν ότι οι επιχειρήσεις με υψηλά επίπεδα κέρδους, διατηρούν σχετικά χαμηλότερα επίπεδα χρέους, δεδομένου ότι μπορεί τα κεφάλαια αυτά να προέρχονται από εσωτερικές πηγές. Επιπλέον, ο Kester (1986) βρήκε μια σημαντική αρνητική σχέση μεταξύ της σχέσης αποδοτικότητας και χρέους / περιουσιακών στοιχείων. Οι Rajan και Zingalas (1995) επιβεβαίωσαν επίσης μια σημαντική αρνητική συσχέτιση μεταξύ της κερδοφορίας και της μόχλευσης στη μελέτη τους. Παρά τα παραπάνω εμπειρικά έργα, ορισμένοι συγγραφείς έχουν διαφορετική άποψη. Αυτοί οι συγγραφείς παρατήρησαν μια θετική σχέση μεταξύ των επιπέδων κερδοφορίας και του χρέους στις μελέτες τους. Για παράδειγμα, οι Thies και Mauer (1996) σε μια ανάλυση παλινδρόμησης τεσσάρων μετρήσεων κερδοφορίας έναντι του λόγου του χρέους βρήκε σημαντικά θετική σχέση μεταξύ του χρέους και της κερδοφορίας. Από τις προηγούμενες συζητήσεις με βάση τη διαθέσιμη εμπειρική βιβλιογραφία, είναι ξεκάθαρο ότι τα αποτελέσματα από έρευνες σχετικά με τη σχέση μεταξύ της διάρθρωσης του κεφαλαίου και της κερδοφορίας είναι ασαφή και απαιτούν περισσότερη εμπειρική εργασία.

Ένα σημαντικό ερώτημα που αντιμετωπίζουν οι εταιρείες όσον αφορά την ανάγκη νέας χρηματοδότησης είναι αν θα αυξήσουν το χρέος ή τα ίδια κεφάλαια. Ως εκ τούτου, το κύριο πρόβλημα αυτής της έρευνας είναι να μελετήσει πώς επηρεάζει η κεφαλαιακή διάρθρωση την κερδοφορία των ελληνικών τραπεζών.

1.3.Σκοπός μελέτης

Για να μπορέσει μια τράπεζα να αναλάβει μια νέα επένδυση και τα αποδώσει τα κέρδη στους μετόχους της πρέπει να γνωρίζει και να αναλύσει την κεφαλαιακή της διάρθρωση αλλά και την πορεία των κερδών της για μια σειρά ετών. Για να βρει

χρηματοδότηση για νέες επενδύσεις πρέπει να αντλήσει κεφάλαια από διάφορες πηγές και πρώτα από όλα από τα ίδια κεφάλαιά της. Οπότε η διάθρωση των κεφαλαίων της είναι σημαντική να εξεταστεί. Ιδίως, μετά την ανακεφαλαιοποίηση των ελληνικών τραπεζών και την αρνητική κερδοφορία που καταγράφουν τα τελευταία χρόνια, είναι ενδιαφέρον να εξεταστεί πώς θα μπορέσουν να έχουν κεφαλαιακή επάρκεια αλλά και να ανατρέψουν τις ζημιές που εμφανίζουν.

Ο σκοπός της παρούσας μελέτης είναι να εξετάσει την εξέλιξη της κεφαλαιακής διάθρωσης και των κερδών των ελληνικών τραπεζών και πώς συνδέονται αυτά τα δυο ζητήματα μεταξύ τους τα 4 τελευταία έτη.

1.4 Ερευνητικά ερωτήματα

Τα ερευνητικά ερωτήματα είναι τα ακόλουθα:

1. Ποια είναι η σχέση μεταξύ της κεφαλαιακής διάθρωσης και της κερδοφορίας.
2. Να βρεθεί η βέλτιστη κεφαλαιακή διάθρωση που θα συνδέεται με την καλύτερη απόδοση.
3. Τι πρέπει να κάνουν οι ελληνικές τράπεζες για να αυξήσουν την κερδοφορία προσαρμόζοντας μια καλύτερη στρατηγική στο πλαίσιο της κεφαλαιακής διάθρωσης.

1.5 Δομή μελέτης

Στο πρώτο κεφάλαιο γίνεται μια εισαγωγή στη μελέτη και ορίζεται ο σκοπός της και τα ερευνητικά ερωτήματα που θα εξεταστούν.

Στο δεύτερο κεφάλαιο αναλύεται η έννοια της κεφαλαιακής διάθρωσης και παρουσιάζονται οι διάφορες θεωρίες που έχουν αναπτυχθεί.

Στο τρίτο κεφάλαιο αναλύεται της διανομής κερδών και η σημασία της μερισματικής πολιτικής καθώς και οι θεωρίες που έχουν αναπτυχθεί.

Στο τέταρτο κεφάλαιο αναλύεται η κεφαλαιακή διάθρωση και η διανομή των κερδών στις ελληνικές τράπεζες την περίοδο 2014-17.

Στο πέμπτο κεφάλαιο εξάγονται τα βασικά συμπεράσματα της μελέτης.

Κεφάλαιο 2: Κεφαλαιακή διάρθρωση

2.1 Η έννοια της κεφαλαιακής διάρθρωσης

Η κεφαλαιακή διάρθρωση υποδηλώνει τον τρόπο χρηματοδότησης, συνήθως ένα μείγμα των δανείων και του μετοχικού κεφαλαίου, μέσω του οποίου χρηματοδοτείται μια επιχείρηση. Εάν η χρηματοδότηση γίνεται με τη χρήση ενός λανθασμένου συνδυασμού χρέους και μετοχών, παρατηρείται αρνητικό αποτέλεσμα στην κερδοφορία και ακόμη και στη βιωσιμότητα μιας επιχείρησης. Έτσι, προκειμένου να μεγιστοποιηθεί η αξία της επιχείρησης αξία, οι μάνατζερς πρέπει να εξετάσουν προσεκτικά την απόφαση για την κεφαλαιακή διάρθρωση, η οποία είναι ένα πολύπλοκο καθήκον, όπως η χρήση της μόχλευσης ποικίλλει από τη μια επιχείρηση στην άλλη. Ως εκ τούτου, αυτό που οι μάνατζερς συνήθως κάνουν είναι να προσπαθήσουν να επιτύχουν τον καλύτερο συνδυασμό χρέους και ιδίων κεφαλαίων στη δομή κεφαλαίου τους (Abeywardhana, 2017).

Η κεφαλαιακή διάρθρωση αναφέρεται ως ο τρόπος συμμετοχής με τον οποίο η επιχείρηση χρηματοδοτείται μέσω χρεών, ιδίων κεφαλαίων και τίτλων. Είναι η σύνθεση του χρέους και των ιδίων κεφαλαίων που απαιτείται για μια επιχείρηση προκειμένου να χρηματοδοτήσει τα περιουσιακά της στοιχεία. Η κεφαλαιακή διάρθρωση μπορεί να είναι ένα μείγμα μακροπρόθεσμου χρέους μιας επιχείρησης, βραχυπρόθεσμου χρέους, κοινών μετοχών και προνομιούχων ιδίων κεφαλαίων. Το ποσοστό βραχυπρόθεσμου και μακροπρόθεσμου χρέους μιας εταιρείας λαμβάνεται υπόψη κατά την ανάλυση της κεφαλαιακής διάρθρωσης. Όταν οι αναλυτές αναφέρουν την κεφαλαιακή διάρθρωση, πιθανότατα αναφέρονται στην αναλογία χρέους / μετοχικού κεφαλαίου (D / E) μιας επιχείρησης, η οποία παρέχει μια εικόνα για το πόσο επικίνδυνη είναι μια εταιρεία. Συνήθως, μια εταιρεία που χρηματοδοτείται σε μεγάλο βαθμό από το χρέος έχει μια πιο επιθετική κεφαλαιακή διάρθρωση και ως εκ τούτου ενέχει μεγαλύτερο κίνδυνο για τους

επενδυτές. Αυτός ο κίνδυνος, ωστόσο, μπορεί να είναι η κύρια πηγή της ανάπτυξης της επιχείρησης (Abeywardhana, 2017).

Η έννοια της κεφαλαιακής διάρθρωσης έλαβε μεγάλη προσοχή μετά τους Modigliani και Miller (1958: 261), οι οποίοι κατέδειξαν στη μελέτη τους ότι η επιλογή μεταξύ χρέους και ιδίων κεφαλαίων δεν έχει ουσιαστικές επιπτώσεις στην αξία της επιχείρησης. Αυτή η πρόταση ισχύει πράγματι υποθέτοντας τέλειες κεφαλαιαγορές. Μια τέλεια αγορά είναι αυτή στην οποία δεν υπάρχουν τριβές, όπως τα έξοδα συναλλαγών και πτώχευσης. Ωστόσο, στον πραγματικό κόσμο, κάποιος μπορεί να αναρωτηθεί αν όλες οι κεφαλαιαγορές είναι τέλειες. Όταν εκτιμώνται οι ατέλειες της αγοράς, όπως τα έξοδα συναλλαγών και έξοδα πτώχευσης, η δομή του κεφαλαίου μπορεί να είναι σημαντική. Όπως επεσήμανε ο Strebulaev (2007: 1787), το μικρό κόστος προσαρμογής μπορεί να προκαλέσει μεγάλες διακυμάνσεις στην κεφαλαιακή δομή.

Οι επιχειρήσεις χρησιμοποιούν τη δομή κεφαλαίου συνήθως για να χρηματοδοτήσουν την επιχείρησή τους και να επεκταθούν. Η απόφαση αυτή είναι ζωτικής σημασίας για μια επιχείρηση, καθώς επηρεάζει άμεσα τον κίνδυνο και την απόδοσή της. Οι μελετητές σε όλο τον κόσμο έχουν κατανοήσει την κεφαλαιακή διάρθρωση σε διαφορετικά πλαίσια και με διαφορετικούς τρόπους. Οι Besley και Brigham (2008) εννοούσαν την κεφαλαιακή δομή ως το μείγμα μακροπρόθεσμου δανειακού κεφαλαίου, το προνομιούχο μετοχικό κεφάλαιο και την καθαρή αξία που χρησιμοποιείται ως μόνιμη μέθοδος για τη χρηματοδότηση από την επιχείρηση.

Η κεφαλαιακή διάρθρωση μιας επιχείρησης είναι πολύ σημαντική, καθώς σχετίζεται με την ικανότητα της επιχείρησης να καλύψει τις ανάγκες των ενδιαφερομένων μερών. Το Διοικητικό Συμβούλιο ή ο χρηματοοικονομικός διευθυντής μιας εταιρείας θα πρέπει πάντα να προσπαθεί να αναπτύξει μια κεφαλαιακή διάρθρωση που θα ωφελούσε τους μετόχους και ειδικότερα ομάδες όπως οι εργαζόμενοι, οι πελάτες, οι πιστωτές και η κοινωνία γενικά (Pandey, 2009).

Το χρέος είναι ένας από τους δύο βασικούς τρόπους με τους οποίους οι εταιρείες μπορούν να αντλήσουν κεφάλαια στις κεφαλαιαγορές. Οι εταιρείες επιθυμούν να

εκδώσουν χρέη λόγω των φορολογικών πλεονεκτημάτων. Οι πληρωμές τόκων εκπίπτουν της φορολογίας. Το χρέος επιτρέπει επίσης σε μια επιχείρηση να διατηρήσει την κυριότητα, σε αντίθεση με τα ίδια κεφάλαια. Επιπλέον, σε περιόδους χαμηλών επιτοκίων, τα δανειακά κεφάλαια βρίσκονται σε αφθονία και εύκολο για μια επιχείρηση να έχει πρόσβαση σε αυτά (Besley and Brigham, 2008).

Το μετοχικό κεφάλαιο είναι ακριβότερο από το χρέος, ειδικά όταν τα επιτόκια είναι χαμηλά. Εντούτοις, αντίθετα με το χρέος, τα ίδια κεφάλαια δε χρειάζεται να επιστραφούν εάν τα κέρδη μειωθούν. Από την άλλη πλευρά, τα ίδια κεφάλαια αντιπροσωπεύουν αξίωση για τα μελλοντικά κέρδη της εταιρείας.

Δείκτης Ξένων προς Ίδια Κεφάλαια ως Μέτρο Κεφαλαιακής Δομής

Τόσο χρέος όσο και ίδια κεφάλαια μπορούν να βρεθούν στον ισολογισμό. Τα περιουσιακά στοιχεία που περιλαμβάνονται στον ισολογισμό αγοράζονται με αυτό το χρέος και τα ίδια κεφάλαια. Οι εταιρείες που χρησιμοποιούν περισσότερο χρέη από τα ίδια κεφάλαια για τη χρηματοδότηση περιουσιακών στοιχείων έχουν υψηλό δείκτη μόχλευσης και επιθετική κεφαλαιακή διάρθρωση. Μια εταιρεία που πληρώνει για περιουσιακά στοιχεία με περισσότερη αξία από το χρέος έχει χαμηλό δείκτη μόχλευσης και συντηρητική κεφαλαιακή διάρθρωση. Αυτό σημαίνει ότι ένας υψηλός δείκτης μόχλευσης ή / και μια επιθετική κεφαλαιακή διάρθρωση μπορεί επίσης να οδηγήσει σε υψηλότερα ποσοστά ανάπτυξης, ενώ μια συντηρητική κεφαλαιακή διάρθρωση μπορεί να οδηγήσει σε χαμηλότερα ποσοστά ανάπτυξης. Ο στόχος της διοίκησης της εταιρείας είναι να βρει το βέλτιστο συνδυασμό χρέους και μετοχικού κεφαλαίου, που επίσης αναφέρεται ως η βέλτιστη κεφαλαιακή διάρθρωση (Besley and Brigham, 2008).

2.2.Θεωρίες κεφαλαιακής διάρθρωσης

Η μελέτη της κεφαλαιακής διάρθρωσης προσπαθεί να εξηγήσει πώς οι εισηγμένες επιχειρήσεις χρησιμοποιούν το μείγμα διαφόρων για τη χρηματοδότηση των επενδύσεων.

Οι Modigliani and Miller (1958: 201) κατέδειξαν ότι η κεφαλαιακή διάρθρωση είναι άσχετη με ορισμένες περιοριστικές παραδοχές. Από τότε, πολλοί ερευνητές έχουν προσεγγίσει τη μελέτη της εταιρικής κεφαλαιακής διάρθρωσης με λιγότερο περιοριστικές παραδοχές.

Οι Modigliani και Miller (1963: 433) στη συνέχεια διόρθωσαν την άνευ σημασίας πρόταση για φόρους της κεφαλαιακής δομής. Επειδή οι τόκοι για το χρέος είναι ένα εκπεπτό από τη φορολογία έξοδο, η επιχείρηση μειώνει αποτελεσματικά το φόρο της, αν αναλάβει περισσότερο χρέος. Δεδομένου ότι ο δείκτης χρέους προς ιδία κεφάλαια αυξάνεται, η αγοραία αξία της επιχείρησης αυξάνεται κατά την παρούσα αξία του ποσοστού φορολόγησης. Αυτό σημαίνει ότι το κόστος του κεφαλαίου δε θα αυξηθεί, ακόμα και αν η χρήση μόχλευσης αυξάνεται σε υπερβολικά επίπεδα. Ο Solomon (1963: 276) υποστηρίζει ότι σε μια ακραία θέση μόχλευσης, το κόστος του κεφαλαίου πρέπει να αυξηθεί. Αυτό οφείλεται στο γεγονός ότι τα υπερβολικά επίπεδα χρέους θα οδηγήσει τις αγορές να αντιδράσουν απαιτώντας υψηλότερα ποσοστά απόδοσης. Επομένως, για να ελαχιστοποιηθεί το σταθμισμένο μέσο κόστος κεφαλαίου, οι επιχειρήσεις θα αποφύγουν μια καθαρή θέση χρέους και θα αναζητήσουν ένα βέλτιστο συνδυασμό χρέους και ιδίων κεφαλαίων. Επιπλέον, ο Kim (1978: 45) παρατηρεί ότι κατά την περίοδο μεταξύ 1963 και 1970, οι μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις στις Ηνωμένες Πολιτείες χρηματοδοτήθηκαν μόνο από το ένα τρίτο του χρέους. Η διαπίστωση αυτή παρέχει έμμεσες αποδείξεις ότι, με την παρουσία φόρων, οι επιχειρήσεις θα αποφύγουν μια καθαρή θέση χρέους.

Ο Baxter (1967: 395) παρέχει δύο κύριους λόγους για το χαμηλό λόγοχρέους που παρατηρήθηκε σε εταιρείες. Πρώτον, το επιτόκιο του χρέους σχετίζεται θετικά με το δείκτη χρέους έναντι ιδίων κεφαλαίων. Αυτό σημαίνει ότι καθώς η επιχείρηση δανείζεται περισσότερο, οι πιστωτές θα απαιτήσουν υψηλότερο ποσοστό επιστροφής των δανειακών κεφαλαίων. Δεύτερον, τα υψηλότερα επίπεδα χρέους θα μπορούσαν να οδηγήσουν στην πιθανότητα αθέτησης των τόκων, οδηγώντας έτσι σε πτώχευση. Για τους λόγους αυτούς, οι επιχειρήσεις επιδιώκουν ένα επίπεδο χρηματοδότησης που

μεγιστοποιεί την εξοικονόμηση φόρων που προκαλείται από υψηλότερα επίπεδα χρέους και, ταυτόχρονα, ελαχιστοποιώντας τη δυνατότητα χρεοκοπίας.

Ωστόσο, αρκετές μελέτες επιβεβαίωσαν την ύπαρξη ενός βέλτιστου συνδυασμού χρέους-μετοχικού κεφαλαίου. Αυτό βασίζεται αποκλειστικά στην ύπαρξη ατελειών της αγοράς, όπως οι δαπάνες συναλλαγών και πιθανής πτώχευσης. Λίγα χρόνια αργότερα, ο Stiglitz (1972: 458) εξέτασε τις συνέπειες της χρεοκοπίας στην αξία της επιχείρησης και υποστηρίζει ότι με ορισμένες υποθέσεις υπάρχει μια βέλτιστη κεφαλαιακή δομή. Αυτό το επιχείρημα βασίζεται στη βάση ότι, ελλείψει πτώχευσης, τα ονομαστικά επιτόκια του χρέους είναι ανεξάρτητα από το δείκτη χρέους / ιδίων κεφαλαίων. Ωστόσο, όταν υπάρχει μια πιθανότητα πτώχευσης, τα ονομαστικά επιτόκια για την αύξηση του χρέους, καθιστώντας έτσι τα ομόλογα να είναι πιο επικίνδυνα. Ως εκ τούτου, η αγοραία αξία της επιχείρησης θα εξαρτηθεί από τη δυνατότητα πτώχευσης, ακόμη και αν το κόστος συναλλαγών αγνοήθηκε.

Οι Kraus και Litzenberger (1973: 911) εισάγουν τους εταιρικούς φόρους και τις κυρώσεις πτώχευσης σε ένα πρότυπο κρατικής προτίμησης της βέλτιστης χρηματοοικονομικής δομής, και επιβεβαιώνουν την ύπαρξη της βέλτιστης κεφαλαιακής διάρθρωσης. Κατ' αυτό τον τρόπο, ο Turnbull (1979: 939) δείχνει ότι η βέλτιστη κεφαλαιακή διάρθρωση μιας επιχείρησης που μεγιστοποιεί την αξία θα συμβεί πριν από την ικανότητα χρέους της επιχείρησης. Αυτό είναι το μέγιστο ποσό πίστωσης που μπορεί να παραταθεί από τους δανειστές.

Επιπλέον, οι Brennan και Schwartz (1978: 103) υποστηρίζουν ότι η πιθανότητα του κόστους πτώχευσης αυξάνει την αβεβαιότητα των μελλοντικών φορολογικών αποταμιεύσεων και αποδεικνύει ότι αυτή η αβεβαιότητα αρκεί για να επιφέρει μια βέλτιστη κεφαλαιακή διάρθρωση, ακόμη και αν το κόστος της πτώχευσης απομονώνεται από το μοντέλο τους.

Σύμφωνα με τον Miller (1988: 102), η πρόταση περί κεφαλαιουχικής δομής δεν είχε ως στόχο να υποδείξει ότι «... ο λόγος χρέους / μετοχικού κεφαλαίου ήταν απροσδιόριστος ...». Με δεδομένο ότι ο Myers (2001: 86) συνιστά ότι οι προτάσεις των

Modigliani και Miller (1958: 201) πρέπει να θεωρείται ως σημείο αναφοράς και όχι το ιδανικό τελικό αποτέλεσμα. Οι προτάσεις απλά αποδεικνύουν ότι η χρηματοδότηση δεν έχει σημασία, εκτός από τα συγκεκριμένα έξοδα συναλλαγής.

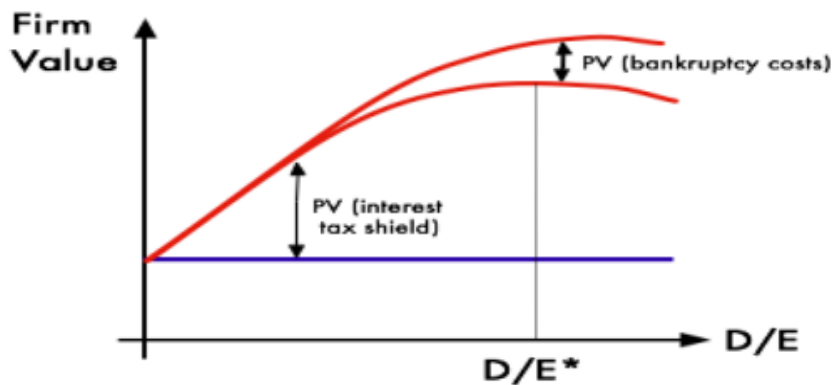
Συμπερασματικά, η βιβλιογραφία σχετικά με τη συζήτηση για την κεφαλαιακή διάθρωση προχώρησε από τις μη σχετικές προτάσεις των Modigliani και Miller (1958: 201) στα αντίθετα επιχειρήματα με βάση πιο ρεαλιστικές υποθέσεις. Η εισαγωγή των φόρων και των δαπανών πτώχευσης υποδηλώνουν την ύπαρξη μιας βέλτιστης κεφαλαιακής διάθρωσης, την οποία οι οικονομικοί θεωρητικοί απέτυχαν να προσδιορίσουν λόγω έλλειψης ακριβών μοντέλων κεφαλαιακής διάθρωσης. Οι μεγάλες ανταγωνιστικές θεωρίες της κεφαλαιακής διάθρωσης εξετάζονται παρακάτω.

2.2.1. Trade off model (μοντέλο αντιστάθμισης)

Η θεωρία αντιστάθμισης της κεφαλαιακής δομής προϋποθέτει ότι οι μάνατζερς προσπαθούν να εξισορροπήσουν τα οφέλη του ποσοστού φορολόγησης έναντι της παρούσας αξίας του ενδεχόμενου κόστους της χρηματοοικονομικής δυσφορίας (Myers 2001: 88). Αυτή η θεωρία προήλθε από τη μελέτη των Kraus και Litzenberger (1973: 911), οι οποίοι εισήγαγαν επίσημα το ποσοστό του φόρου που συνδέεται με το χρέος και το κόστος της οικονομικής δυσπραγίας σε ένα πρότυπο κρατικής προτίμησης. Σύμφωνα με το Chakraborty (2010: 296), η θεωρία αντιστάθμισης απαιτεί ότι θα πρέπει να υπάρχει κάποια μορφή βέλτιστης κεφαλαιακής διάθρωσης σύμφωνα με την ισορροπία μεταξύ της παρούσας αξίας του ποσοστού φορολόγησης και του κόστους της πτώχευσης. Τα έξοδα πτώχευσης μπορούν να ταξινομηθούν σε άμεσες και έμμεσες δαπάνες. Όπως προκύπτει από το Baxter (1967: 395), το άμεσο κόστος της πτώχευσης περιλαμβάνει, μεταξύ άλλων, τα διοικητικά και δικαστικά έξοδα μιας επιχείρησης που χρεοκοπείται. Από την άλλη, οι έμμεσες δαπάνες αφορούν τη μείωση της αγοραίας αξίας της επιχείρησης λόγω της αδυναμίας της επιχείρησης να εξυπηρετήσει τις υποχρεώσεις της. Σύμφωνα με τους Barclay και Smith (1999: 10), το έμμεσο κόστος της πτώχευσης μπορεί

να αποτελέσει σημαντικό μέρος της αγοραίας αξίας της εταιρείας. Τούτου λεχθέντος, το δίλημμα της θεωρίας της κεφαλαιακής δομής ήταν να προσδιοριστεί σε ποιο βαθμό μπορεί να χρησιμοποιηθεί το χρέος προκειμένου να αντισταθμιστούν οι φορολογικές επιπτώσεις στο βαθμό που ο κίνδυνος υπερβολικού χρέους αποφεύγεται. Το Σχήμα 1 απεικονίζει το συμβιβασμό που υπάρχει μεταξύ της παρούσας αξίας της φορολογικής επιδότησης που συνδέεται με την αύξηση της μόχλευσης και της παρούσας αξίας των δαπανών πτώχευσης. Αυτό παρέχει ένα σενάριο στο οποίο οι επιχειρήσεις θα επιδιώξουν τη βέλτιστη κεφαλαιακή δομή. Αυτό είναι το επίπεδο στο οποίο μεγιστοποιούνται τα φορολογικά οφέλη ελαχιστοποιώντας τον κίνδυνο πτώχευσης, που προκύπτει από τη χρήση υπερβολικού χρέους.

Σχήμα 1- Η θεωρία αντιστάθμισης της κεφαλαιακής δομής



Πηγή: Brealey et. al. (2007:504)

Υπάρχουν τέσσερις κύριες προγνώσεις της θεωρίας αντιστάθμισης. Πρώτον, η θεωρία της αντιστάθμισης προβλέπει ότι οι επιχειρήσεις θα έχουν στόχο δείκτη χρέους και ότι οι δείκτες αυτοί θα διαφέρουν από επιχείρηση επιχείρηση. Αυτή η πρόβλεψη επιβεβαιώνεται από τους Graham και Harvey (2001: 187) που αναφέρουν ότι η πλειοψηφία των επικεφαλής χρηματοοικονομικών υπαλλήλων συμφώνησαν ότι ακολουθούν το στόχο του χρέους.

Δεύτερον, η θεωρία αντιστάθμισης προβλέπει ότι θα είναι εταιρείες με σχετικά ασφαλή ενσώματα περιουσιακά στοιχεία λιγότερο εκτεθειμένες στο κόστος της χρηματοπιστωτικής δυσφορίας, και κατά συνέπεια, αναμένεται να δανειστούν περισσότερο. Αντιστρόφως, οι επιχειρήσεις με επικίνδυνα άυλα περιουσιακά στοιχεία θα είναι περισσότερο εκτεθειμένες στο κόστος της χρηματοοικονομικής δυσφορίας και αναμένεται να δανειστεί λιγότερα. Αυτή η πρόβλεψη επιβεβαιώνεται από τους Rajan και Zingales (1995: 1453) για επιχειρήσεις σε επτά ανεπτυγμένες χώρες.

Τρίτον, η θεωρία αντιστάθμισης προβλέπει ότι θα συνδέονται υψηλότεροι οριακοί φορολογικοί συντελεστές με ψηλότερα επίπεδα μόχλευσης. Αυτό οφείλεται στη φορολογική έκπτωση των τόκων. Χρησιμοποιώντας δοκιμές που βασίζονται σε διαχρονικές αποφάσεις οι MacKie-Mason (1990: 1471) αναφέρουν ότι οι εταιρείες που αντιμετώπιζαν με υψηλότερους οριακούς φορολογικούς συντελεστές είναι πιθανότερο να έχουν υψηλότερους δείκτες χρέους και επιχειρήσεις με χαμηλούς οριακούς φορολογικούς συντελεστές θα εκδώσουν περισσότερα κεφάλαια σε σχέση με το χρέος. Χρησιμοποιώντας δεδομένα για περισσότερες από 10.000 επιχειρήσεις, ο Graham (1996: 41) βρίσκει στατιστικά σημαντική θετική σχέση μεταξύ των λόγων χρέους και των οριακών φορολογικών συντελεστών.

Οι Fama και French (1998: 819) χρησιμοποιούν παλινδρομικές κατανομές για να προσδιορίσουν την επίδραση της φορολόγησης στην αξία της επιχείρησης. Δε βρίσκουν στοιχεία που να αποδεικνύουν ότι η προστασία των φορολογικών συντελεστών συμβάλλει στην αξία της επιχείρησης. Εάν συμβαίνει αυτό, ενδέχεται να μην υπάρχει κίνητρο για τις επιχειρήσεις να προσθέσουν περισσότερο χρέος για να επωφεληθούν από τη φορολογική προστασία. Σε ισορροπία, συνάγονται τα τεκμηριωμένα στοιχεία ότι οι φόροι φαίνεται να διαδραματίζουν μέτριο ρόλο στην εξήγηση της κεφαλαιακής διάθρωσης των επιχειρήσεων.

Τέλος, η θεωρία αντιστάθμισης προβλέπει ότι οι επιχειρήσεις με περισσότερο φορολογητέο εισόδημα και σχετικά λίγη προστασία από τη φορολογία φόρου εκτός του χρέους, όπως οι φορολογικές ελαφρύνσεις επενδύσεων και οι αποσβέσεις, θα έχουν

περισσότερα κίνητρα να δανειστούν (DeAngelo and Masulis, 1980: 4). Οι Brandley και συν. (1984: 873) βρίσκουν αντίθετες ενδείξεις στην πρόβλεψη αυτή. Αναφέρουν μια θετική σχέση ανάμεσα στις ασφάλειες για την απαλλαγή από το χρέος και τους σταθερούς δείκτες χρέους προς αξία. Αυτό το αποτέλεσμα επιβεβαιώνεται από το Chakraborty (2010: 310) για τις επιχειρήσεις στην Ινδία. Αυτή η θετική συσχέτιση θα μπορούσε επίσης να σημαίνει ότι οι επιχειρήσεις με υψηλές ασφάλειες φόρου εκτός του χρέους, όπως οι αποσβέσεις έχουν ενσώματα περιουσιακά στοιχεία στη θέση τους. Αυτό τους δίνει τη δυνατότητα να υποστηρίξουν μεγαλύτερο χρέος. Αντιθέτως, οι Titman και Wessels (1988: 13) αναφέρουν μια ασήμαντη αρνητική συσχέτιση μεταξύ της ασυνεχούς φορολογικής προστασίας και της μόχλευσης. Ομοίως, ο Ozkan (2001: 187) απασχολεί ένα μοντέλου δυναμικής κεφαλαιακής δομής για τις επιχειρήσεις στο Ηνωμένο Βασίλειο και αναφέρει μια σημαντική αρνητική σχέση μεταξύ της φορολογικής προστασίας και της μόχλευσης.

Συνοπτικά, υπάρχουν σημαντικές ενδείξεις για τις τρεις πρώτες βασικές προβλέψεις της θεωρίας αντιστάθμισης. Η τέταρτη πρόβλεψη υποστηρίζεται μετρίως. Οι περισσότερες μελέτες δείχνουν ότι οι επιχειρήσεις με τις περισσότερες ασφάλειες φόρου εκτός χρέους έχουν περισσότερο χρέος στην κεφαλαιακή τους δομή.

2.2.2. Η υπόθεση pecking order (θεωρία ιεράρχησης)

Η θεωρία της ιεράρχησης παίρνει τη θεωρία σηματοδότησης ένα βήμα παραπέρα προτείνοντας ότι το κόστος πληροφόρησης είναι αρκετά σημαντικό ώστε να δικαιολογεί τους μανάτζερς να εκδίδουν τον τίτλο με το μικρότερο κόστος πληροφόρησης (Barclay and Smith, 1999: 13). Αυτή η θεωρία προήλθε από τους Myers και Majluf (1984: 188) που αποδεικνύουν ότι ένα θέμα μετοχών γενικά γίνεται αντιληπτό αρνητικά από τους επενδυτές. Αυτό οφείλεται στο γεγονός ότι οι μανάτζερς τείνουν να εκδίδουν μετοχές όταν είναι υπερτιμημένες. Αναφερόμενη με απλούς όρους, η θεωρία της ιεράρχησης υποδηλώνει ότι για αποφευχθούν οι επιπτώσεις των νέων ζημιών από τις πληροφορίες, μια επιχείρηση είναι πιο πιθανό να εκδώσει χρέη από ό, τι μετοχικό κεφάλαιο. Αυτή η

πρόβλεψη εξαρτάται από την πεποίθηση των μάντζερς ότι οι τίτλοι της εταιρείας τους είναι υποτιμημένοι.

Η θεωρία της ιεράρχησης υπονοεί ότι οι μάντζερς θα ακολουθήσουν την πορεία της ελάχιστης αντίστασης και ότι θα μειώσουν την τάξη τους, επιλέγοντας να εκδώσουν τη φθηνότερη μορφή χρηματοδότησης. Σε αυτή την περίπτωση, οι εταιρείες θα επιλέξουν τα κέρδη εις νέον, καθώς δεν έχουν προβλήματα αρνητικής επιλογής. Όταν εξαντληθεί το διανεμηθέν κέρδος, τότε η επιχείρηση μπορεί να εκδώσει χρέος. Όταν δεν έχει νόημα να εκδίδει περισσότερο χρέος, το μετοχικό κεφάλαιο μπορεί να εκδοθεί ως πηγή χρηματοδότησης έσχατης λύσης (Pandley, 2009).

Η θεωρία της ιεράρχησης δείχνει ότι οι επιχειρήσεις με λίγες επενδυτικές ευκαιρίες και υψηλές ελεύθερες ταμειακές ροές θα έχουν χαμηλά ποσοστά χρέους. Αντίθετα, εταιρείες υψηλής ανάπτυξης με χαμηλές ελεύθερες ταμειακές ροές θα έχουν υψηλά ποσοστά χρέους. Ορισμένες μελέτες επιβεβαίωσαν την ύπαρξη της θεωρίας της ιεράρχησης. Οι Rajan και Zingales (1995: 1454) χρησιμοποιούν ένα σύνολο δεδομένων από επτά εκβιομηχανισμένες χώρες και βρίσκουν κάποια στοιχεία για τη θεωρία στα πλαίσια της αρνητικής συσχέτισης μεταξύ μόχλευσης και κερδοφορίας. Χρησιμοποιώντας δείγμα από 157 επιχειρήσεις στις Ηνωμένες Πολιτείες, οι Shyam-Sunder και Myers (1999: 219) βρίσκουν υποστήριξη για τις προβλέψεις της θεωρίας της ιεράρχησης. Αν και αυτό είναι ένα αποτέλεσμα επιρροής, ένα δείγμα 157 επιχειρήσεων είναι σχετικά μικρές σε σύγκριση με όλες τις εισηγμένες εταιρείες στις Ηνωμένες Πολιτείες.

Σύμφωνα με τους Frank και Goyal (2003: 218), αυτό εγείρει ερωτήματα ως προς το αν η θεωρία είναι ευρέως εφαρμόσιμη. Χρησιμοποιώντας δεδομένα ροής κεφαλαίων για μια ευρύτερη διατομή αμερικανικών εταιρειών, ανακαλύπτουν ότι τα καθαρά ίδια κεφάλαια παρακολουθούν το έλλειμμα χρηματοδότησης περισσότερο από τα θέματα του καθαρού χρέους. Αυτό το εύρημα προσφέρει αντίθετες ενδείξεις στις προβλέψεις της θεωρίας. Οι Helwege και Liang (1996: 429) παρέχουν μια άμεση δοκιμασία της θεωρίας της ιεράρχησης εξετάζοντας τις κεφαλαιακές δομές 500 μικρών επιχειρήσεων που

έγιναν δημόσιες το 1983. Διαπιστώνουν ότι η χρήση της εξωτερικής χρηματοδότησης δεν ακολουθεί τη θεωρία της ιεράρχησης.

Αντίθετα, οι Flannery και Rangan (2006: 478) υιοθετούν ένα μοντέλο μερικής προσαρμογής της σταθερής μόχλευσης από επιχειρήσεις από τη βάση δεδομένων Compustat (CRSP) και επιβεβαιώνουν την ύπαρξη της θεωρίας της ιεράρχησης. Οι Leary και Roberts (2010: 351) χρησιμοποιούν τεχνικές προσομοίωσης για να ελέγξουν την ακρίβεια της θεωρίας της ιεράρχησης. Εκτελούν την ανάλυσή τους επιτρέποντας την ικανότητα του χρέους να μεταβάλλεται με τις εναλλακτικές μεταβλητές που συνδέονται με τη θεωρία αντιστάθμισης. Διαπιστώνουν ότι η προγνωστική δύναμη της θεωρίας της ιεράρχησης αυξάνει σημαντικά με τη διακύμανση. Αυτό το εύρημα δείχνει ότι οι θεωρίες αντιστάθμισης και ιεράρχησης παίζουν σημαντικό ρόλο στην εξήγηση των αποφάσεων χρηματοδότησης.

Οι Seifert και Gonenc (2010: 11) παλινδρόμησαν τα καθαρά χρεόγραφα σε μια μεταβλητή δημοσιονομικού ελλείμματος για τις επιχειρήσεις σε 23 αναδυόμενες οικονομίες της αγοράς. Καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι η χρηματοδότηση της ιεράρχησης επικρατεί μόνο σε εκείνες τις αναδυόμενες αγορές όπου υπάρχουν ζητήματα ασυμμετρίας πληροφοριών και σημαντικών εξόδων γραφείου. Αυτό το εύρημα υποστηρίζει τη θεωρία ότι οι αποφάσεις χρηματοδότησης είναι συνάρτηση των επικρατουσών συνθηκών της αγοράς στις οποίες λειτουργούν οι επιχειρήσεις.

Στο μοντέλο Myers και Majluf (1984), οι εξωτερικοί επενδυτές μειώνουν με ορθολογικό τρόπο την τιμή της μετοχής της εταιρείας όταν οι μάνατζερς εκδίδουν μετοχικούς τίτλους αντί χρέος χωρίς κίνδυνο. Για να αποφευχθεί αυτή η έκπτωση, οι μάνατζερς αποφεύγουν τις μετοχές όποτε είναι δυνατόν. Το μοντέλο Myers και Majluf προβλέπει ότι οι μάνατζερς θα ακολουθήσουν μια ιεράρχηση, χρησιμοποιώντας πρώτα τα εσωτερικά κεφάλαια, στη συνέχεια θα χρησιμοποιήσουν το επικίνδυνο χρέος και τελικά θα καταφύγουν στο μετοχικό κεφάλαιο. Ελλείψει επενδυτικών ευκαιριών, οι επιχειρήσεις διατηρούν τα κέρδη τους και δημιουργούν χρηματοοικονομική χαλάρωση για να αποφύγουν την αναγκαστική είσπραξη εξωτερικών χρηματοδοτήσεων στο μέλλον.

Επιπλέον, οι Bessler και Drobetz (2011: 123) εξετάζουν τα αποτελέσματα των ασύμμετρων πληροφοριών για σταθερές αποφάσεις χρηματοδότησης και καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι η ασυμμετρία πληροφόρησης είναι ο πρωταρχικός οδηγός της δυναμικής συμπεριφοράς της ιεράρχησης. Συγκεκριμένα, η πιθανότητα εκδόσεων μετοχών τεκμηριώνεται ότι είναι πιο έντονη με μειωμένες ασυμμετρίες στις πληροφορίες.

Η θεωρία της ιεράρχησης θεωρεί ότι το δείκτη της αγοράς προς τη λογιστική αξία της μετοχής ως μέτρο ευκαιριών επένδυσης. Με αυτή την ερμηνεία, τόσο ο Myers (1984) όσο και οι Fama και French (2000) σημείωσαν ότι μια σύγχρονη σχέση μεταξύ του λόγου της αγοράς προς τη λογιστική αξία και της κεφαλαιακής διάθρησσης είναι δύσκολο να συμβιβαστεί με το μοντέλο στατικής κυκλικής διαλογής. Επανάληψη της στατικής έκδοσης επίσης υποδηλώνει ότι οι περίοδοι υψηλών επενδυτικών ευκαιριών θα τείνουν να πιέζουν υψηλότερα προς την ικανότητα δανεισμού. Στο βαθμό που ένας υψηλός λόγος της αγοράς προς τη λογιστική αξία παλαιότερα συμπίπτει πραγματικά με την υψηλή επένδυση παλαιότερα, ωστόσο, τα αποτελέσματα δείχνουν ότι αυτές οι περίοδοι τείνουν να ωθήσουν σε μείωση της μόχλευσης.

Από τα συζητηθέντα γεγονότα, φαίνεται ότι τα στοιχεία σχετικά με τη θεωρία της ιεράρχησης είναι ανάμεικτα, κυρίως λόγω της χρησιμοποιούμενης μεθοδολογίας και υπόκεινται σε αποφάσεις χρηματοδότησης σε διάφορους παράγοντες που μπορεί να επηρεάσουν διαφορετικά την κεφαλαιακή διάθρηση.

2.2.3 Η θεωρία σηματοδότησης της κεφαλαιακής δομής

Η θεωρία σηματοδότησης προέρχεται από τις ασυμμετρίες πληροφόρησης μεταξύ της διοίκησης της επιχείρησης και των μετόχων. Εάν οι διευθυντές πιστεύουν ότι οι επιχειρήσεις τους είναι υποτιμημένες, θα εκδώσουν χρέος πρώτα και στη συνέχεια θα εκδώσουν μετοχικό κεφάλαιο ως έσχατη λύση. Αντίθετα, αν πιστεύουν ότι οι επιχειρήσεις τους είναι υπερτιμημένες, θα εκδώσουν πρώτα κεφάλαια. Η θεωρία της

σηματοδότησης σχεδιάστηκε για πρώτη φορά από το Ross (1977: 23) που υποστηρίζει ότι αν οι διευθυντές έχουν εμπιστευτικές πληροφορίες, η επιλογή τους για την κεφαλαιακή διάθρωση θα σηματοδοτήσει πληροφορίες στην αγορά. Η μόχλευση μπορεί να επηρεαστεί από τη θεωρητική προϋπόθεση ότι οι αυξήσεις του χρέους είναι ένα θετικό σημάδι ότι οι διευθυντές είναι σίγουροι για τα μελλοντικά κέρδη. Οι συμβάσεις χρέους είναι δέσμευση των διευθυντών για να κάνουν μελλοντικές πληρωμές τόκων. Η μη αποπληρωμή του χρέους μπορεί να οδηγήσει σε πτώχευση. Αυτό σηματοδοτεί την εμπιστοσύνη στην αγορά ότι η επιχείρηση θα έχει επαρκείς ταμειακές ροές για την εξυπηρέτηση του χρέους.

Οι υποσχεθείσες πληρωμές τόκων είναι μια υποχρέωση και έχουν προτεραιότητα έναντι των μερισμάτων. Κατά συνέπεια, οι τιμές των μετοχών είναι πιο ευαίσθητες στις ανακοινώσεις χρηματοπιστωτικών δομών από τις τιμές των ομολόγων. Εάν οι διευθυντές είναι αισιόδοξοι για τις μελλοντικές προοπτικές της επιχείρησής τους, η τιμή της μετοχής της εταιρείας θα εμφανιστεί πιο υποτιμημένη από τις τιμές των ομολόγων (Rajan and Zignales, 1995).

Οι Bessler et. al. (2011) δοκιμάζει εμπειρικά τη θεωρία σηματοδότησης και βρίσκει μια μέση μείωση τρία τοις εκατό στην τιμή των μετοχών των επιχειρήσεων που ανακοίνωσαν νέες μετοχές. Σε αντίθεση, υπήρξε αμελητέα μείωση των τιμών των μετοχών μετά από ανακοινώσεις έκδοσης χρεογράφων. Επιπλέον, οι αυξήσεις του χρέους συσχετίστηκαν με αύξηση των αποδόσεων των τιμών μετοχών της περίπου 14 τοις εκατό για το χρέος για υποκατάσταση μετοχών.

Οι Barclay και Smith (1999: 4) ταξινομούν τις επιχειρήσεις των οποίων τα κέρδη αυξήθηκαν το επόμενο έτος ως υποτιμημένες επιχειρήσεις και εκείνες των οποίων τα κέρδη μειώθηκαν το επόμενο έτος ως υπερτιμημένες. Βρίσκουν μια πολύ μικρή στατιστικά σημαντική θετική συσχέτιση μεταξύ της μόχλευσης και των απροσδόκητων κερδών.

Η επίπτωση της θεωρίας σηματοδότησης είναι ότι οι εταιρικοί διευθυντές θα προσπαθήσουν να έχουν χρόνο με βάση την εκτίμηση της αγοράς των μετοχών τους από

την αγορά. Για παράδειγμα, οι Baker και Wurgler (2002: 1) αναφέρουν μια ισχυρή σχέση μεταξύ των σταθερών αποφάσεων χρηματοδότησης και των ιστορικών αξιών της αγοράς των ιδίων κεφαλαίων. Ωστόσο, οι Brounen et. al. (2006: 1435) δε βρίσκουν στοιχεία που να δείχνουν ότι οι Ευρωπαίοι διευθυντές σηματοδοτούν τις προσωπικές τους πληροφορίες για να επηρεάσουν την κεφαλαιακή δομή.

2.2.4 Η managerial opportunism hypothesis

Οι Jensen και Meckling (1976), αναφέρουν τον τρόπο καθορισμού των ατομικών δικαιωμάτων για να καθορίσουν την οικονομική αποτελεσματικότητα δίνοντας κίνητρα στους συμμετέχοντες σε κάθε οργανισμό. Αυτά τα δικαιώματα μπορούν γενικά να καθορίζονται μέσω διαπραγματεύσεων και σιωπηρών και ρητών συμβολαίων. Υποστηρίζουν επίσης ότι οι διευθυντές ενδέχεται να μη συμπεριφέρονται επαγρυπνά προκειμένου να μεγιστοποιήσουν το συμφέρον και τον πλούτο των μετόχων.

Ως λύση προτείνουν την αύξηση της ιδιοκτησιακής συμμετοχής και την ευθυγράμμιση των συμφερόντων των διευθυντών με τους μετόχους. Οι Fama και Jensen (1983) και ο Demsetz (1983) υποστηρίζουν ότι η ιδιοκτησία των μετόχων των διευθυντών μπορεί να επηρεάσει αντίστροφα τα προβλήματα της επιχείρησης. Ο Jensen (1986) εκφράζει τη σχέση των αρχών και των πρακτρων ως «μια σχέση γεμάτη με συγκρουόμενα συμφέροντα» και δηλώνει ότι οι διευθυντές έχουν κίνητρα για την ανάπτυξη της επιχείρησης πέραν του βέλτιστου μεγέθους της. Καθώς το μέγεθος μιας επιχείρησης αυξάνει επίσης αυξάνει τους πόρους υπό τον έλεγχο του διευθυντή που μπορεί να της δώσει περισσότερη δύναμη.

Η μόχλευση μπορεί να αυξήσει τη βραχυπρόθεσμη κερδοφορία της επιχείρησης, η οποία μπορεί με τη σειρά να αυξήσει την ανταμοιβή και την αποζημίωση για τους διευθυντές. Αυτό μπορεί κατά συνέπεια να παρέχει στους διευθυντές περισσότερη δύναμη και έλεγχο, που ενδεχομένως να οδηγήσει σε κατάχρηση των πόρων της επιχείρησης.

Πρόσφατες μελέτες, συμπεριλαμβανομένων των Berger et.al, (1997) και Barton και Gordon (1988) προσπάθησαν να διερευνήσουν τις διακυμάνσεις της κεφαλαιακής διάρθρωσης λόγω αλλαγών στην ιδιοκτησία των διευθυντών. Οι Brailsford et. al. (2002) δηλώνουν ότι οι αποφάσεις των διευθυντών αναφορικά με τις προοπτικές της κεφαλαιακής διάρθρωσης δε βασίζονται μόνο σε εσωτερικές και εξωτερικές αποφάσεις παραγόντων που επηρεάζουν το βασικό μέλημα του κινδύνου και του ελέγχου, αλλά οι αξίες, οι στόχοι, οι προτιμήσεις και οι επιθυμίες των διευθυντών ποτελούν επίσης σημαντικές εισροές στη χρηματοδότηση των αποφάσεων. Τα διευθυντικά στελέχη μπορούν να διατηρήσουν υψηλό επίπεδο χρέους προκειμένου να διογκώσουν την ισχύ της ψήφου τους σε μετοχές ή να διατηρήσουν χαμηλό επίπεδο χρέους προκειμένου να αποφύγουν την παρακολούθηση από τους πιστωτές.

Οι Jensen και Meckling (1976) εξήγησαν εξονυχιστικά τον διαχωρισμό της ιδιοκτησίας και του ελέγχου εξετάζοντας τα διάφορα έξοδα που σχετίζονται με τον οργανισμό που σχετίζονται με την εταιρική ιδιοκτησία (μετόχους) και τον εταιρικό έλεγχο (διευθυντές) στις σύγχρονες εταιρείες. Ορίζουν το κόστος των υπηρεσιών ως «τις δαπάνες παρακολούθησης από τον κύριο (ιδιοκτήτη), τις συνεπαγόμενες δαπάνες του πράκτορα (διευθυντές) και την υπολειμματική ζημία» στις σύγχρονες εταιρείες. Εξήγησαν ότι η ευκαιριακή συμπεριφορά των διευθυντών μπορεί να αποθαρρύνει τους πιθανούς επενδυτές. Οι πιθανοί επενδυτές μπορεί να αντιληφθούν ότι η διοίκηση θα μπορούσε να χρησιμοποιήσει εταιρικά κεφάλαια για τα δικά τους προνόμια χωρίς να λαμβάνουν υπόψη τους επενδυτές τους. Οι Jensen and Meckling (1976) καταλήγουν επίσης στο συμπέρασμα ότι η αύξηση της ιδιοκτησιακής συμμετοχής μεταβιβάζει τον έλεγχο από του εξωτερικούς μετόχους στους εσωτερικούς διευθυντές, οι οποίοι μπορούν να θέσουν το ζήτημα των διευθυντικών στελεχών.

Οι Grossman και Hart (1982) επισημαίνουν ότι η χρήση του χρέους με μόχλευση μπορεί να αυξήσει την αγοραία αξία της επιχείρησης. Οι ανησυχίες για τους διευθυντές του χρέους περιλαμβάνουν τον τρόπο με τον οποίο μπορούν να συμβάλουν στην ελαχιστοποίηση του κόστους χρηματοδότησης, διατηρώντας παράλληλα επαρκή επίπεδα ρευστότητας για να καλύψουν τις υποχρεωτικές πληρωμές. Επιπλέον, επισημαίνουν ότι

εάν οι διευθυντές του χρέους κατέχουν το μετοχικό μερίδιο, θα κάνουν ό, τι είναι δυνατόν για να αποτρέψουν την επιχείρηση από την πτώχευση και εργάζονται προς το καλύτερο συμφέρον των μετόχων, εξασφαλίζοντας παράλληλα τη δική τους δουλειά και τα σχετικά οφέλη.

Ελλείπει χρέους, δεν θα υπήρχε πίεση από την παρακολούθηση των πιστωτών και καμία απειλή πτώχευσης. Στην περίπτωση αυτή, δε θα υπήρχε καμία απειλή για τη δουλειά του διευθυντή και τις σχετικές παροχές. Κατά ειρωνικό τρόπο, αυτή η κατάσταση μπορεί να οδηγήσει τους διευθυντές να κατευθύνουν το εσωτερικό τους συμφέρον, χάνοντας κίνητρα για τη μεγιστοποίηση των αποδόσεων για όλους τους μετόχους. Αυτά τα επιχειρήματα εξουδετερώνουν την πρόταση των Modigliani και Miller που βασίζεται στις τέλει κεφαλαιαγορές με μηδενικό κόστος αντιπροσώπευσης, στην πραγματικότητα δεν υπάρχουν έξοδα πρακτόρευσης και άλλα συναφή έξοδα.

2.2.5 Η θεωρία των Modigliani και Miller

Η θεωρία της επιχειρηματικής χρηματοδότησης σε μια σύγχρονη έννοια ξεκινά με την πρόταση της κεφαλαιακής δομής των Modigliani και Miller (1958). Πριν από αυτούς δεν υπήρχε γενικά αποδεκτή θεωρία σχετικά με την κεφαλαιακή δομή κεφαλαίου. Οι Modigliani και Miller αρχίζουν υποθέτοντας ότι η επιχείρηση έχει ένα συγκεκριμένο σύνολο αναμενόμενων ταμειακών ροών. Όταν η επιχείρηση επιλέγει ένα ορισμένο ποσοστό του χρέους και των ιδίων κεφαλαίων για τη χρηματοδότηση των περιουσιακών στοιχείων της, το μόνο που κάνει είναι να διαιρέσει τις ταμειακές ροές μεταξύ των επενδυτών. Οι επενδυτές και οι επιχειρήσεις υποτίθεται ότι θα έχουν ισότιμη πρόσβαση στις χρηματοπιστωτικές αγορές, πράγμα που επιτρέπει τη μόχλευση. Ο επενδυτής μπορεί να δημιουργήσει οποιαδήποτε μόχλευση που ήταν επιθυμητή αλλά δεν προσφέρεται ή ο επενδυτής μπορεί να απαλλαγεί από κάθε μόχλευση που ανέλαβε η επιχείρηση, αλλά δεν ήθελε. Ως αποτέλεσμα, η μόχλευση της επιχείρησης δεν έχει επίδραση στην αγοραία αξία της επιχείρησης.

Ως προς το θέμα θεωρίας, η ανεξαρτησία της κεφαλαιακής δομής μπορεί να αποδειχθεί σε μια σειρά περιπτώσεων. Δείχνει ότι η αποτίμηση μιας επιχείρησης δεν έχει σχέση με την κεφαλαιακή διάρθρωσή της. Εάν μια επιχείρηση έχει υψηλή μόχλευση ή έχει χαμηλότερη συνιστώσα χρέους, δεν επηρεάζει την αγοραία αξία της. Αντίθετα, η αγοραία αξία μιας επιχείρησης εξαρτάται από τα λειτουργικά κέρδη της εταιρείας. Η προσέγγιση των Modigliani και Miller υπογραμμίζει περαιτέρω ότι η αγοραία αξία μιας επιχείρησης επηρεάζεται από τα έσοδα εκμετάλλευσης εκτός από τον κίνδυνο που ενέχει η επένδυση. Η θεωρία ανέφερε ότι η αξία της επιχείρησης δεν εξαρτάται από την επιλογή της κεφαλαιακής διάρθρωσης ή της απόφασης χρηματοδότησης της επιχείρησης.

Υπάρχουν δύο βασικά διαφορετικά είδη κεφαλαιακής διάρθρωσης. Το κλασικό σύστημα διαιτησίας που παρέχει ρυθμίσεις στις οποίες το arbitrage από τους επενδυτές διατηρεί την αξία του ανεξάρτητα από τη μόχλευση της. Εκτός από την αρχική μελέτη των Modigliani και Miller, σημαντικές συνεισφορές περιλαμβάνουν οι μελέτες των Hirshleifer (1966) και του Stiglitz (1969). Το δεύτερο είδος καταλήγει στο συμπέρασμα ότι «δεδομένης της επενδυτικής πολιτικής μιας επιχείρησης, η πληρωμή του μερίσματος που επιλέγει να ακολουθήσει δε θα επηρεάσει ούτε την τρέχουσα τιμή των μετοχών της ούτε τη συνολική απόδοση στους μετόχους» (Miller and Modigliani, 1961). Με άλλα λόγια, σε τέλειες αγορές, ούτε οι επιλογές της κεφαλαιακής δομής ούτε οι αποφάσεις για τη μερισματική πολιτική έχουν σημασία.

Οι προδιαγραφές της προσέγγισης των Modigliani και Miller:

- Δεν υπάρχουν φόροι.
- Το κόστος συναλλαγής για την αγορά και πώληση χρεογράφων καθώς και το κόστος πτώχευσης είναι μηδενικό.
- Υπάρχει συμμετρία πληροφοριών. Αυτό σημαίνει ότι ένας επενδυτής θα έχει πρόσβαση στις ίδιες πληροφορίες που θα έχει μια εταιρία και οι επενδυτές θα συμπεριφέρονται λογικά.
- Το κόστος δανεισμού είναι το ίδιο για τους επενδυτές καθώς και για τις εταιρείες.

- Δεν υπάρχουν κόστη, όπως προμήθεια αναδοχής, πληρωμή σε εμπορικούς τραπεζίτες, έξοδα διαφήμισης κλπ.
- Δεν υπάρχει φόρος εταιρικού μερίσματος.

Η προσέγγιση Modigliani και Miller υποδεικνύει ότι η αξία μιας επιχείρησης με μόχλευση (μιας επιχείρησης που έχει ένα μίγμα χρέους και μετοχών) είναι ίδια με την αξία μιας μη επιμετρημένης επιχείρησης (μιας επιχείρησης που χρηματοδοτείται εξ ολοκλήρου από τα ίδια κεφάλαια) εάν τα λειτουργικά κέρδη και οι μελλοντικές προοπτικές είναι ίδια. Δηλαδή, εάν ένας επενδυτής αγοράσει μετοχές μίας εταιρείας με μόχλευση, θα του κοστίσει το ίδιο με την αγορά των μετοχών μιας μη επιμετρημένης επιχείρησης.

Η έρευνα έχει δείξει ότι το θεώρημα Modigliani-Miller αποτυγχάνει υπό διάφορες συνθήκες. Τα πιο συχνά χρησιμοποιούμενα στοιχεία περιλαμβάνουν την εξέταση των φόρων, των δαπανών συναλλαγής, του κόστους πτώχευσης, των συγκρούσεων με τους φορείς, της δυσμενούς επιλογής, της έλλειψης διαχωρισμού μεταξύ της χρηματοδότησης και των πράξεων, χρονικά μεταβαλλόμενες ευκαιρίες για τις χρηματοπιστωτικές αγορές και αυτό που χρειάζεται είναι να διαχωριστούν οι ταμειακές ροές μεταξύ των επενδυτών. Τα εναλλακτικά μοντέλα χρησιμοποιούν διαφορετικά στοιχεία από αυτή τη λίστα. Δεδομένου ότι έτσι πολλά διαφορετικά συστατικά είναι διαθέσιμα, δεν αποτελεί έκπληξη το γεγονός ότι πολλές διαφορετικές θεωρίες έχουν προταθεί. Ωστόσο, το θεώρημα των Modigliani-Miller δεν παρέχει μια ρεαλιστική περιγραφή του τρόπου με τον οποίο οι επιχειρήσεις χρηματοδοτούν τις δραστηριότητές τους, παρέχει ένα μέσο της εύρεσης των λόγων για τους οποίους η χρηματοδότηση μπορεί να έχει σημασία. Η περιγραφή αυτή παρέχει μια λογική ερμηνεία σε μεγάλο μέρος της θεωρίας των εταιρικών οικονομικών. Κατά συνέπεια, επηρέασε την πρώιμη ανάπτυξη τόσο της θεωρίας αντιστάθμισης όσο και της θεωρίας ιεράρχησης.

2.3 Παράγοντες που επηρεάζουν την κεφαλαιακή διάθρωση

Η εταιρική χρηματοοικονομική βιβλιογραφία υποστηρίζει διάφορους παράγοντες που μπορούν να αποδοθούν στη διατομεακή διακύμανση της εταιρικής κεφαλαιακής διάθρωσης. Αυτή η ενότητα παρέχει μια ανάλυση της προηγούμενης εμπειρικής βιβλιογραφίας σχετικά με τους πιο σημαντικούς παράγοντες που συσχετίζονται με τη μόχλευση.

2.3.1 Θεσμικοί, νομικοί και οικονομικοί παράγοντες

Οι La Porta et. al. (1998: 1114) επεξεργάζονται την πρόσβαση στην εξωτερική χρηματοδότηση επηρεάζεται από το νομικό και οικονομικό περιβάλλον. Κατά συνέπεια, τα αδύναμα χρηματοπιστωτικά συστήματα αποτελούν σημαντικό εμπόδιο για την ανάπτυξη, καθώς οι επιχειρήσεις που δραστηριοποιούνται σε αυτό το περιβάλλον αποκτούν λιγότερη εξωτερική χρηματοδότηση. Οι Demirguc-Kunt και Maksimovic (1998: 2107) αποδίδουν τις διαφορές στην κεφαλαιακή διάθρωση στις διαφορές στην ανάπτυξη των χρηματιστηριακών αγορών και τραπεζών, καθώς και στις διαφορές στην υποκείμενη νομική δομή. Οι Fan et. al. (2008: 2) εξετάζουν διατομεακά τις επιχειρήσεις σε ένα ετερογενές δείγμα επιχειρήσεων σε 39 χώρες και καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι οι θεσμικές διαφορές είναι ένας σημαντικός καθοριστικός παράγοντας των επιλογών της κεφαλαιακής διάθρωσης σε σύγκριση με άλλους παράγοντες, όπως η βιομηχανία. Παραδείγματος χάριν, τεκμηριώνουν ότι οι επιχειρήσεις τείνουν να χρησιμοποιούν λιγότερο χρέος σε χώρες όπου τα μερίσματα φορολογούνται κατά προτίμηση.

2.3.2. Μέγεθος

Το μέγεθος μπορεί να θεωρηθεί ως επεξηγηματικός προβλεπόμενος παράγοντας για τις διακυμάνσεις της σταθερής μόχλευσης. Οι μεγαλύτερες επιχειρήσεις είναι πιο πιθανό

να αναλάβουν μεγαλύτερο χρέος από τις μικρότερες επιχειρήσεις. Οι Eriotis et. al. (2007: 325) υποστηρίζουν, πρώτον, ότι οι μεγαλύτερες επιχειρήσεις μπορούν να διαπραγματευτούν δάνεια με πιο ευνοϊκούς όρους. Αυτό τους επιτρέπει να αναλάβουν περισσότερο χρέος με χαμηλότερα επιτόκια. Δεύτερον, επειδή οι μεγαλύτερες επιχειρήσεις είναι λιγότερο επικίνδυνες από τις μικρότερες επιχειρήσεις, οι τράπεζες είναι πρόθυμες να δανειστούν περισσότερα κεφάλαια. Αυτό μειώνει την πιθανότητα αθέτησης. Ως εκ τούτου, είναι πιθανό να παρατηρηθεί μια θετική συσχέτιση μεταξύ του μεγέθους και της μόχλευσης. Αντίθετα, οι Drobetz και Wanzenreid (2006: 948) υποστηρίζουν ότι οι μεγάλες επιχειρήσεις έχουν επαρκή κάλυψη από τους αναλυτές και υπόκεινται σε χαμηλότερες δαπάνες για ασυμμετρικές πληροφορίες. Ως εκ τούτου, θα πρέπει να έχουν πρόσβαση σε αγορές μετοχών με σχετική ευκολία. Επιπλέον, το πάγιο κόστος που συνδέεται με τα θέματα μετοχών πρέπει να είναι μικρότερο για τις μεγάλες επιχειρήσεις. Από την άποψη αυτή, το μέγεθος πρέπει να συνδέεται αντιστρόφως με τη μόχλευση.

Οι εμπειρικές ενδείξεις σχετικά με το μέγεθος ως πιθανός καθοριστικός παράγοντας της σταθερής μόχλευσης είναι ανάμεικτες. Ο Marsh (1982: 121) εξετάζει την επιλογή του χρέους για εταιρείες στο Ηνωμένο Βασίλειο και αναφέρει μια θετική σχέση μεταξύ του μεγέθους της επιχείρησης και της μόχλευσης. Αυτή η άμεση σχέση επιβεβαιώνεται αργότερα από τους Bennet και Donnelly (1993: 52). Οι Booth et. al. (2001: 112) χρησιμοποιούν τον φυσικό λογάριθμο των πωλήσεων για τη μέτρηση της σπουδαιότητας του μεγέθους σε ένα δείγμα οικονομιών αναδυόμενων αγορών και βρίσκουν το μέγεθος να συσχετίζεται θετικά με τη μόχλευση για τις περισσότερες από τις χώρες του δείγματος. Από την άλλη πλευρά, οι Deesomsak et. al. (2004: 399) χρησιμοποιούν το φυσικό λογάριθμο του συνόλου των περιουσιακών στοιχείων και βρίσκουν ισχυρή και στατιστικά σημαντική θετική σχέση μεταξύ του μεγέθους και του δείκτη χρέους προς κεφάλαιο για επιχειρήσεις στην περιοχή της Ασίας.

Οι Huang and Song (2006: 28) χρησιμοποιούν το φυσικό λογάριθμο των πωλήσεων ως υποκατάστατο για το μέγεθος για Κινεζικές επιχειρήσεις και αναφέρουν ισχυρούς και σημαντικούς θετικούς συσχετισμούς μεταξύ του μεγέθους και της συνολικής μόχλευσης.

Οι Eriotis et. al. (2007: 328) χρησιμοποιούν επίσης το φυσικό λογάριθμο των πωλήσεων και επιβεβαιώνουν μια στατιστικά σημαντική θετική συσχέτιση μεταξύ του μεγέθους και της μόχλευσης των ελληνικών επιχειρήσεων. Εναλλακτικά, οι Jong et. al., (2008) χρησιμοποιούν τον λογάριθμο του συνολικού ενεργητικού για να εξετάσουν το μέγεθος. Επιβεβαιώνουν μια στατιστικά σημαντική θετική σχέση μεταξύ της μόχλευσης και του μεγέθους για τις επιχειρήσεις στη Νότιο Αφρική και τη Ζιμπάμπουε.

Οι Rajan και Zingales (1995: 1456) εξέτασαν διατομεακά τις επιχειρήσεις σε επτά εκβιομηχανισμένες οικονομίες και διαπίστωσαν ότι το μέγεθος συνδέεται αρνητικά με τη μόχλευση των επιχειρήσεων στη Γερμανία και τη Γαλλία. Η εύλογη εξήγηση γι' αυτή την αντίστροφη συσχέτιση βασίζεται στις ασυμμετρίες στην πληροφόρηση. Σύμφωνα με την υπόθεση pecking order, η ασυμμετρία των πληροφοριών μεταξύ των μεγάλων επιχειρήσεων και των κεφαλαιαγορών θα πρέπει να είναι χαμηλή, επιτρέποντας έτσι σε μεγαλύτερες επιχειρήσεις να εκδίδουν ενημερωτικά ευαίσθητα χρεόγραφα, όπως τα ίδια κεφάλαια με ευκολία. Αυτό τείνει να μειώσει τα επίπεδα χρέους σε σχέση με τα ίδια κεφάλαια.

Ο Chen (2004: 1347) χρησιμοποιεί το φυσικό λογάριθμο του συνολικού ενεργητικού και βρίσκει μια αρνητική σχέση μεταξύ του μεγέθους και του μακροπρόθεσμου δείκτη χρέους για τις κινεζικές επιχειρήσεις. Ο συγγραφέας υποστηρίζει ότι η αρνητική συσχέτιση μπορεί να οφείλεται στη φήμη των μεγαλύτερων επιχειρήσεων που τους επιτρέπει να έχουν πρόσβαση στις αγορές μετοχών με σχετική ευκολία και το γεγονός ότι η κινεζική κοινή αγορά ομολόγων είναι σχεδόν ανύπαρκτη. Ο Delcoure (2007: 411) παρουσιάζει μια παρόμοια αντίστροφη σχέση του μεγέθους, μετρούμενη με το φυσικό λογάριθμο του συνολικού ενεργητικού και τη μακροπρόθεσμη μόχλευση των επιχειρήσεων στις ευρωπαϊκές οικονομίες μετάβασης. Οι Nunkoo και Boateng (2010: 987) υπολόγισαν τους καθοριστικούς παράγοντες της κεφαλαιακής δομής για 835 канаδικές επιχειρήσεις. Έδειξαν, επίσης, μια αρνητική συσχέτιση μεταξύ μεγέθους, μετρούμενη από το φυσικό λογάριθμο των συνολικών πωλήσεων και το δείκτη μακροπρόθεσμου χρέους.

Συνοψίζοντας, η εικόνα που αναδύεται είναι ότι το μέγεθος τείνει να συσχετίζεται έντονα και θετικά με τη μόχλευση. Ωστόσο, σε μερικές μελέτες, η μακροπρόθεσμη μόχλευση διαπιστώνεται ότι αντιστρέφεται αντιστρόφως με τη μεταβλητή μεγέθους. Αυτό οφείλεται στις ασυμμετρίες χαμηλής πληροφόρησης που συνδέονται με τις μεγάλες επιχειρήσεις.

2.3.4. Κερδοφορία

Οι Myers και Majluf (1984: 188) προβλέπουν ότι πρέπει να υπάρχει μια αρνητική σχέση μεταξύ της σταθερής κερδοφορίας και της μόχλευσης. Υποστηρίζουν ότι προτιμούν οι επιχειρήσεις που είναι πιο κερδοφόρες να χρησιμοποιήσουν τα κέρδη εις νέον και συνεπώς θα έχουν χαμηλότερους δείκτες χρέους. Ωστόσο, η θεωρία trade-off θεωρεί ότι, προκειμένου να επωφεληθούν από το επιτόκιο που συνδέεται με μεγαλύτερη κερδοφορία, οι πιο κερδοφόρες επιχειρήσεις θα έχουν υψηλότερους δείκτες χρέους. Ομοίως, η θεωρία των ελεύθερων ταμειακών ροών υποθέτει ότι οι κερδοφόρες επιχειρήσεις θα πρέπει να εκδώσουν μεγαλύτερο χρέος. Η θεωρία pecking order υποθέτει ότι η κερδοφορία συνδέεται αντιστρόφως με τη μόχλευση. Αντίθετα, η θεωρία trade-off και η θεωρία των ελεύθερων ταμειακών ροών υποδηλώνουν ότι η κερδοφορία συνδέεται άμεσα με τη μόχλευση.

Ορισμένοι ερευνητές έχουν δοκιμάσει την επίδραση της κερδοφορίας στη σταθερή μόχλευση. Οι Kester (1996: 13) συγκρίνουν τη δομή του κεφαλαίου και της ιδιοκτησίας των μεταποιητικών επιχειρήσεων στις ΗΠΑ και την Ιαπωνία. Ο συγγραφέας διαπιστώνει ότι υπάρχει μια αρνητική σχέση μεταξύ της κερδοφορίας και της μόχλευσης, μετρούμενη σε όρους του συνολικού χρέους προς τη λογιστική αξία και την αγοραία αξία του μετοχικού κεφαλαίου. Οι Rajan και Zingales (1995: 1453) και Wald (1999: 174) αντλούν παρόμοια συμπεράσματα για τις Ηνωμένες Πολιτείες, το Ηνωμένο Βασίλειο και την Ιαπωνία.

Οι Booth και συν. (2001: 112) βρίσκουν αρνητική συσχέτιση μεταξύ της μόχλευσης και κερδοφορίας για ένα δείγμα επιχειρήσεων σε αναδυόμενες αγορές. Οι Mutenheri και Green (2003: 166) δε βρίσκουν μια σημαντική σχέση μεταξύ μόχλευσης και κερδοφορίας για τις επιχειρήσεις στη Ζιμπάμπουε. Στην πραγματικότητα, οι παρατηρούμενοι συντελεστές για τα μοντέλα σταθερών και τυχαίων αποτελεσμάτων είναι θετικοί. Ο Delcoure (2007: 411) αποκαλύπτει στατιστικά ισχυρούς και αρνητικούς συσχετισμούς μεταξύ της κερδοφορίας, μετρούμενη ως απόδοση του συνολικού ενεργητικού και όλα τα μέτρα της μόχλευσης.

Ο Strebulaev (2007: 1747) χρησιμοποιεί δυναμικά μοντέλα αντιστάθμισης με κόστος προσαρμογής και επίσης δείχνει ότι η κερδοφορία συνδέεται αντιστρόφως με τα μέτρα της λογιστικής αξίας και της αγοράς της μόχλευσης. Η σχέση για τις επιχειρήσεις στη Ζιμπάμπουε είναι μόνο αρνητική και σημαντική για το βραχυπρόθεσμο δημόσιο χρέος. Η μόνη εξαίρεση είναι η Νιγηρία όπου οι συντελεστές είναι θετικοί και σημαντικοί για το λόγο του συνολικού και του μακροπρόθεσμου χρέους. Αυτή η σχέση επιβεβαιώνει τις θεωρίες αντιστάθμισης και ελεύθερων ταμειακών ροών της κεφαλαιακής διάρθρωσης.

Τα στοιχεία που παρουσιάστηκαν δείχνουν ότι οι περισσότερες επιχειρήσεις τόσο στις ανεπτυγμένες όσο και τις αναπτυσσόμενες χώρες ακολουθούν μια τάξη κυρώσεων στις αποφάσεις χρηματοδότησής τους. Αυτά τα ευρήματα επιβεβαιώνουν τις προβλέψεις των Myers και Majluf (1984: 188).

2.3.4. Ενσώματα πάγια

Η γενική συναίνεση μεταξύ των ερευνητών είναι ότι τα ενσώματα περιουσιακά στοιχεία συνδέονται άμεσα με τη μόχλευση. Οι Jensen και Meckling (1976: 305) επισημαίνουν τη δυνατότητα των στρατηγικών μετατόπισης κινδύνου με τις οποίες τα διευθυντικά στελέχη μπορούν να στραφούν σε πιο επικίνδυνες επενδύσεις εις βάρος των ομολογιούχων. Αυτά τα έξοδα του χρέους μπορούν να μετριαστούν εάν η αξία των περιουσιακών στοιχείων είναι υψηλή. Ως εκ τούτου, η επαφή με τα περιουσιακά στοιχεία είναι πιθανό να συνδέεται θετικά με τη μόχλευση. Επιπλέον, σε περίπτωση πτώχευσης,

θα μπορούσε να αυξηθεί το ποσοστό των ενσώματων παγίων να ενισχύσει την αξία διάσωσης των περιουσιακών στοιχείων της επιχείρησης. Οι δανειστές είναι έτσι πρόθυμοι να χορηγήσουν δάνεια σε επιχειρήσεις με υψηλό ποσοστό ενσώματων περιουσιακών στοιχείων.

Οι Rajan και Zingales (1995: 1453) χρησιμοποιούν τόσο τις λογιστικές όσο και τις αγοραίες αξίες μόχλευσης και αναφέρουν μια θετική και σημαντική σχέση μεταξύ μόχλευσης και των ενσώματων περιουσιακών στοιχείων για τις επιχειρήσεις στις περισσότερες από τις χώρες που συμμετείχαν στο δείγμα. Οι Booth et. al. (2001: 112) παρατηρούν μια παρόμοια σχέση για ένα δείγμα αναδυόμενων οικονομιών της αγοράς.

Οι Gwatidzo και Ojah (2009: 15) χρησιμοποιούν σταθερά και τυχαία αποτελέσματα και επιβεβαιώνουν μια στατιστικά σημαντική θετική σχέση για τις επιχειρήσεις στη Νιγηρία και τη Νότια Αφρική που υποδηλώνει ότι οι χρηματοδότες σε αυτές τις χώρες απαιτούν ασφάλεια για να εκδώσουν μακροπρόθεσμο χρέος. Σε αντίθεση με τις προβλέψεις της θεωρίας, οι Sheikh και Wang (2011: 127) τεκμηριώνουν μια ισχυρή αρνητική συσχέτιση μεταξύ μόχλευσης βιβλίων και των ενσώματων περιουσιακών στοιχείων.

Συνολικά, τα εμπειρικά στοιχεία που συζητήθηκαν μέχρι τώρα παρέχουν ισχυρή υποστήριξη για το θετικό συσχετισμό μεταξύ της ενσωμάτωσης των περιουσιακών στοιχείων και της μόχλευσης που προβλέπουν οι θεωρητικοί της κεφαλαιακής δομής. Μια αρνητική συσχέτιση παρατηρείται μόνο σε εξαιρετικές περιπτώσεις. Αυτό συμβαίνει λόγω της επίδρασης του θεσμικού περιβάλλοντος στους παρόχους δανειακών κεφαλαίων.

2.3.5 Ηλικία

Η ηλικία διαδραματίζει σημαντικό ρόλο στην ικανότητα των επιχειρήσεων να αποκτούν χρέη. Μεγαλύτερες επιχειρήσεις θεωρούνται ότι είναι πιο σταθερές και επομένως πιο αξιόπιστες λόγω της ικανότητάς τους να επιβιώνουν για μεγαλύτερο χρονικό διάστημα. Ως εκ τούτου, η πρόβλεψη είναι ότι οι παλαιότερες επιχειρήσεις θα έχουν περισσότερο μακροπρόθεσμο χρέος στις κεφαλαιακές τους δομές. Ο Johnson (1997: 60) αναφέρει μια σημαντική θετική συσχέτιση μεταξύ της ηλικίας και του χρέους για ένα σύνολο επιχειρήσεων που προέρχονται από τη βάση δεδομένων Compustat. Αυτό υποδηλώνει ότι το κεφάλαιο φήμης που κατέχουν οι παλαιότερες επιχειρήσεις αρκεί για να εξασφαλίσει τον κίνδυνο της αδυναμίας πληρωμής του δημόσιου χρέους.

Οι Ojah και Manrique (2005: 463) τεκμηριώνουν μια θετική αλλά ασήμαντη επίδραση αυτής της μεταβλητής σχετικά με τις δομές του εταιρικού χρέους των ισπανικών επιχειρήσεων.

2.3.6 Προοπτικές ανάπτυξης

Οι θεωρίες δομών κεφαλαίου δείχνουν ότι οι ευκαιρίες ανάπτυξης συσχετίζονται με τη συμπεριφορά της σταθερής χρηματοδότησης. Η γενική συναίνεση μεταξύ των ερευνητών είναι ότι οι ευκαιρίες ανάπτυξης σχετίζονται αρνητικά με τη μόχλευση, κυρίως επειδή οι μελλοντικές προοπτικές ανάπτυξης είναι άυλες και επομένως δεν μπορούν εύκολα να εξασφαλιστούν (Barclay and Smith, 2005: 10). Ωστόσο, η επίδραση της ανάπτυξης εξαρτάται από το μέτρο που χρησιμοποιείται για τη συγκράτηση της ανάπτυξης. Ο Gupta (1969: 520) χρησιμοποιεί τον ετήσιο αυξημένο ρυθμό ανάπτυξης στις πωλήσεις και διαπιστώνει ότι οι ανεπτυγμένες επιχειρήσεις τείνουν να έχουν μεγαλύτερη μόχλευση από τις μη αναπτυσσόμενες επιχειρήσεις. Αυτό οφείλεται εν μέρει στην ικανότητά τους να έχουν πρόσβαση σε εξωτερική χρηματοδότηση με σχετικά μη περιορισμένο τρόπο.

Οι Titman και Wessels (1988: 4) χρησιμοποιούν την ποσοστιαία μεταβολή στο σύνολο των περιουσιακών στοιχείων και φθάνουν σε παρόμοιο συμπέρασμα για το λόγο του μακροπρόθεσμου χρέους προς τη λογιστική αξία των ιδίων κεφαλαίων. Αυτά τα αποδεικτικά στοιχεία είναι συνεπή με την πρόβλεψη ότι οι ανεπτυγμένες επιχειρήσεις προσδίδουν αξία στην επιχείρηση αυξάνοντας έτσι την ικανότητα δανεισμού της επιχείρησης. Ο Delcoure (2007: 414) συγκεντρώνει στοιχεία για τις επιχειρήσεις στις οικονομίες μετάβασεις της δυτικής Ευρώπης και δε βρίσκει στατιστικά σημαντική συσχέτιση μεταξύ των προοπτικών ανάπτυξης της εταιρείας και της μόχλευσης.

Αντίθετη άποψη επισημαίνεται από το Myers (1977: 150) που υποστηρίζει ότι οι επιχειρήσεις με δυναμική ανάπτυξη θα έχουν την τάση να έχουν χαμηλότερη μόχλευση. Αυτό οφείλεται στο γεγονός ότι οι επιχειρήσεις με προοπτικές άυλης ανάπτυξης θα αποφύγουν γενικά το χρέος για να μετριάσουν το πρόβλημα των πιθανών ζημιών λόγω ανεπάρκειας επενδύσεων που συνδέονται με την οικονομική δυσπραγία. Οι Eriotis et. al. (2007: 324) συμφωνούν με αυτή την άποψη, αναφέροντας ότι η ανάπτυξη προκαλεί διακυμάνσεις στην αξία της επιχείρησης. Μεγαλύτερες διακυμάνσεις ως εκ τούτου ερμηνεύονται ως υψηλού κινδύνου. Αυτό παρουσιάζει ένα σημαντικό εμπόδιο για τις ανεπτυγμένες επιχειρήσεις να αντλήσουν κεφάλαια με ευνοϊκότερους όρους. Οι Rajan και Zingales (1995: 1453) χρησιμοποιούν την αγορά για να αναλύσουν το δείκτη του συνόλου των περιουσιακών στοιχείων σε ευκαιρίες και βρίσκουν στοιχεία υποστηρίζοντας την πρόβλεψη του Myers (1977: 150). Αντίθετα, ο Al Najjar (2011: 12) θεωρεί θετική σχέση μεταξύ της μόχλευσης και των ευκαιριών ανάπτυξης (που μετράται από το λόγο της λογιστικής αξίας) για τις επιχειρήσεις της Ιορδανίας. Αυτό το εύρημα είναι αντίθετο με τις προβλέψεις του Myers (1977: 150), γεγονός που υποδηλώνει ότι οι ανεπτυγμένες εταιρείες στην Ιορδανία προτιμούν να χρηματοδοτούν επενδύσεις με χρέη.

Τα προηγούμενα στοιχεία δείχνουν ότι οι περισσότερες μελέτες που χρησιμοποιούν το ρυθμό ανάπτυξης των περιουσιακών στοιχείων για τις ευκαιρίες σταθερής ανάπτυξης τείνουν να παρουσιάζουν ισχυρούς θετικούς συσχετισμούς. Απο την άλλη, το μεγαλύτερο μέρος των μελετών που χρησιμοποιούν κάποια μορφή αγοράς για να αποτιμήσουν την αξία του ενεργητικού παρουσιάζουν αρνητικές συσχετίσεις μεταξύ της

ανάπτυξης και μόχλευσης. Αυτό οφείλεται στο γεγονός ότι η αύξηση της βάσης των περιουσιακών στοιχείων μιας εταιρείας παρέχει κίνητρο στους πιστωτές να προχωρήσουν σε δάνεια στις αναπτυσσόμενες επιχειρήσεις.

2.3.7 Εταιρικοί φόροι

Η εισαγωγή των φόρων στο μοντέλο Modigliani και Miller (1958: 261) χωρίς λόγο υποδηλώνει ότι οι εταιρικοί φόροι αποτελούν ζωτικό στοιχείο για τον προσδιορισμό της σταθερής μόχλευσης. Οι Modigliani και Miller (1963: 433) αποδεικνύουν ότι η φορολογική εξοικονόμηση παρακινούν τις επιχειρήσεις να αναλάβουν μεγαλύτερο χρέος. Ως εκ τούτου, υπάρχει μια θετική συσχέτιση μεταξύ του φόρου και της μόχλευσης. Οι περισσότερες μελέτες χρησιμοποιούν τη σχέση των φόρων που καταβάλλονται στο συνολικό φορολογητέο εισόδημα και τα εμπειρικά αποδεικτικά στοιχεία είναι πολύ αντιφατικά.

Οι Homaifar et. al. (1994: 1) δοκίμασαν τις προβλέψεις των Modigliani και Miller (1963: 433) σχετικά με τη φορολογική συνάφεια τόσο βραχυπρόθεσμα όσο και μακροπρόθεσμα. Καταγράφουν μια μακροχρόνια θετική σχέση μεταξύ της μόχλευσης και του φόρου των εταιρειών. Ωστόσο, καμία σημαντική σχέση δεν παρατηρείται σε σύντομο χρονικό διάστημα. Ο Graham (2001: 41) χρησιμοποιεί μια εξεζητημένη τεχνική προσομοίωσης σε μια προσπάθεια απόκτησης μιας ακριβέστερης μέτρησης του πραγματικού φορολογικού συντελεστή και καταλήγει στο συμπέρασμα ότι οι φόροι επηρεάζουν τη μόχλευση με θετικό τρόπο.

Ο Negash (2002: 26) υποστηρίζει ότι, όπου υπάρχει αλλαγή στο φορολογικό καθεστώς, η χρήση της προσομοίωσης για τον υπολογισμό του πραγματικού φορολογικού συντελεστή ενδέχεται να μην είναι κατάλληλος. Στη μελέτη του για τις επιχειρήσεις που λειτουργούν σε ένα φορολογικό καθεστώς όπου οι επιχειρήσεις δε φορολογούνται προοδευτικά, διαπιστώνει ότι οι φόροι είναι σχετίζονται αρνητικά με τη μόχλευση. Οι Frank και Goyal (2009: 15) επιβεβαιώνουν ισχυρούς αρνητικούς

συσχετισμούς για τα μέτρα λογιστικής αξίας της μόχλευσης. Ωστόσο, παρατηρούνται ισχυρές θετικές συσχετίσεις για την αγοραία αξία στο λόγο της μόχλευσης.

Συνοπτικά, φαίνεται ότι οι προσπάθειες προσδιορισμού της επίδρασης του φόρου στη μόχλευση έχουν δώσει αδιάσειστα αποτελέσματα. Ενώ η πρόβλεψη των Modigliani και Miller (1963: 433) είναι επιβεβαιωμένη από μερικές μελέτες, η αρνητική συσχέτιση που απεικονίζεται σε άλλες μελέτες δεν μπορεί να αγνοηθεί. Ως εκ τούτου, είναι αναγκαίο να επανεξετασθεί η συζήτηση για τον εταιρικό φόρο στο πλαίσιο της μη επιβολής δασμών.

2.3.8. Μερισματικές πολιτικές

Οι Miller και Modigliani (1961: 411) υποστήριξαν ότι η πολιτική των μερισμάτων δεν επηρεάζει την αξία της επιχείρησης ή το κόστος των ιδίων κεφαλαίων. Εάν αυτό είναι αληθές, τότε η μερισματική πολιτική δεν είναι σημαντική.

Σύμφωνα με αυτή την πρόταση, αρκετοί οικονομικοί θεωρητικοί έχουν υποστηρίξει διαφορετικά, ότι η πολιτική των μερισμάτων είναι σημαντική. Οι Lintner (1962: 243) και Gordon (1963: 264) υποστήριξαν ότι οι επενδυτές εκτιμούν το επόμενο δολάριο των μερισμάτων περισσότερο από τα μελλοντικά κεφαλαιακά κέρδη. Στην πραγματικότητα, η αντιληπτή επικινδυνότητα μιας επιχείρησης που καταβάλλει μερίσματα πρέπει να είναι χαμηλότερη από εκείνη της μη καταβολής μερίσματος. Συνεπώς, η απαιτούμενη απόδοση μιας επιχείρησης που καταβάλλει μερίσματα μειώνεται με την αύξηση των μερισμάτων. Αυτή η πρόταση έχει ονομαστεί θεωρία «bird-in-hand» θεωρία.

Από την άλλη πλευρά, η εισαγωγή ατελειών της αγοράς, όπως οι φόροι σε αυτήν τη συζήτηση, θα μπορούσε να επηρεάσει το επιχείρημα στην άλλη πλευρά. Οι Boyle και Eckhold (1997: 431) εξηγούν ότι εάν τα κεφαλαιακά κέρδη φορολογούνται χαμηλότερα από τα έσοδα από μερίσματα, τότε μια αύξηση στο μερίσμα θα μειώσει την μετά από φόρους απόδοση των μετόχων που μπορεί με τη σειρά τους θα απαιτήσουν υψηλότερο προ φόρων αναμενόμενο ποσοστό απόδοσης. Κατά συνέπεια, το αυξημένο κόστος των

ιδίων κεφαλαίων μπορεί να ωθήσει τις επιχειρήσεις να εκδίδουν περισσότερα χρέη σε σχέση με τα ίδια κεφάλαια. Σε αυτή την περίπτωση, η πληρωμή μερισμάτων μπορεί να συσχετίζεται θετικά με τη μόχλευση.

Εάν υπάρχει σχετική πολιτική διανομής, τότε η μεταγενέστερη μεταβολή στην αγοραία αξία των ιδίων κεφαλαίων πρέπει να επηρεάσει τη δομή του κεφαλαίου. Εάν ισχύει η θεωρία «bird-in-hand», μια αύξηση των μερισμάτων θα πρέπει να συνδέεται αντιστρόφως με το δείκτη χρέους. Το επιχείρημα που είναι σχετικό με το μέρισμα είναι σύμφωνο με την υπόθεση της ελεύθερης ταμειακής ροής του Jensen (1986: 323) που αυξάνει το μέρισμα και οι πληρωμές των τόκων χρέους μειώνουν τις ελεύθερες ταμειακές ροές της επιχείρησης. Κατά συνέπεια, οι επιχειρήσεις με υψηλότερες πληρωμές μερίσματος αναγκάζονται να αναζητήσουν εξωτερική χρηματοδότηση από τις κεφαλαιαγορές. Αν εκδίδεται περισσότερο χρέος, τότε η πληρωμή μερισμάτων μπορεί να σχετίζεται άμεσα με το δείκτη χρέους. Εάν υπάρχουν περισσότερα ίδια κεφάλαια που εκδίδονται, τότε η πληρωμή μερισμάτων μπορεί να σχετίζεται αντιστρόφως με το δείκτη χρέους.

Οι εμπειρικές ενδείξεις σχετικά με τη σχετικότητα της πολιτικής για τα μερίσματα έχουν δώσει τεκμηριωμένα στοιχεία στη θεωρία της σηματοδότησης των μερισμάτων, γεγονός που υποδηλώνει ότι οι αυξήσεις των μερισμάτων συνδέονται με τη διαχείριση της εμπιστοσύνης της μελλοντικής σταθερότητας των ταμειακών ροών. Συγκεκριμένα, οι John και Williams (1985: 1053) προβλέπουν μια θετική συσχέτιση μεταξύ των μερισμάτων και των μελλοντικών ταμειακών ροών. Αυτή η πρόβλεψη θα πρέπει να μεταφράζεται σε μια θετική συσχέτιση μεταξύ των μερισμάτων και του πλούτου των μετόχων.

2.3.9. Ομοιότητες στους καθοριστικούς παράγοντες της κεφαλαιακής δομής

Οι Rajan και Zingales (1995: 1422) παρατηρούν ότι οι μεταβλητές (ενσώματα περιουσιακό στοιχείο, ημερολόγιο πωλήσεων, η κερδοφορία και οι δείκτες αγοράς /

λογιστικής αξίας) που χρησιμοποιήθηκαν για τον προσδιορισμό της επιλογής της κεφαλαιακής διάθρωσης στις Ηνωμένες Πολιτείες συσχετίζονται παρομοίως στις άλλες επτά ανεπτυγμένες χώρες. Για παράδειγμα, η μόχλευση αυξάνεται με το μέγεθος σε όλες τις χώρες, με εξαίρεση τη Γερμανία. Μια εύλογη αιτία για αυτό το εύρημα είναι ότι οι μεγαλύτερες επιχειρήσεις έχουν μικρότερη πιθανότητα οικονομικής δυσφορίας. Οι Booth κ.ά. (2001: 117) πραγματοποιούν ανάλυση των καθοριστικών παραγόντων της κεφαλαιακής διάθρωσης σε κάθε χώρα μεταξύ των αναπτυσσόμενων χωρών και επιβεβαιώνουν ότι, παρά τις θεσμικές διαφορές, οι επιλογές χρηματοδότησης στις αναπτυσσόμενες χώρες επηρεάζονται επίσης από τις ίδιες μεταβλητές, όπως στις ανεπτυγμένες χώρες.

Συνοψίζοντας, τα τεκμηριωμένα στοιχεία δείχνουν ότι αυτά τα συγκεκριμένα χαρακτηριστικά, όπως το μέγεθος, η ηλικία, η κερδοφορία, η εμπιστοσύνη των περιουσιακών στοιχείων, οι προοπτικές ανάπτυξης, οι φόροι και η μερισματική πολιτική έχουν αντίκτυπο στη σταθερή χρηματοδότηση. Η κερδοφορία της επιχείρησης τείνει να είναι σχετίζεται αρνητικά με τη μόχλευση. Ωστόσο, όσον αφορά το μέγεθος, τα στοιχεία είναι αναμειγμένα και μερικές μελέτες αναφέρουν μια θετική σχέση μεταξύ μεγέθους και σταθερής μόχλευσης, ενώ άλλες υποδηλώνουν ότι υπάρχει αρνητική σχέση. Τα ενσώματα περιουσιακά στοιχεία φαίνεται να σχετίζονται που θετικά με τη μόχλευση και οι συντελεστές ανάπτυξης τείνουν να είναι αρνητικοί όταν χρησιμοποιείται ο δείκτης της αγοράς προς της λογιστική αξία ως υποκατάστατο για τις προοπτικές ανάπτυξης.

Κεφάλαιο 3: Διανομή κερδών

3.1. Η έννοια της διανομής κερδών και η σημασία της μερισματικής πολιτικής

Η μερισματική πολιτική μιας εταιρείας αναφέρεται γενικά σε μια σειρά αποφάσεων και σε μια σειρά οδηγιών που περιγράφουν τον τρόπο με τον οποίο η εταιρεία διαχειρίζεται τις διανομές κερδών ή περιουσιακών στοιχείων στους μετόχους της. Η πολιτική των μερισμάτων είναι σημαντική επειδή περιγράφει το μέγεθος, τη μέθοδο, τον τύπο και τη συχνότητα της διανομής των μερισμάτων. Στο υψηλότερο επίπεδο λήψης αποφάσεων, οι εταιρείες έχουν δύο βασικές επιλογές όσον αφορά το τι πρέπει να κάνουν με τα κέρδη τους: διατήρηση ή διανομή των κερδών.

Η διατήρηση των κερδών επιτρέπει τη χρήση τους για διάφορες επιχειρηματικές λειτουργίες, συμπεριλαμβανομένης της πρόσθετης επένδυσης για επέκταση και ανάπτυξη. Η κατανομή των πλεονασματικών κερδών στους μετόχους μπορεί να λάβει τη μορφή είτε επαναγοράς μετοχών είτε διανομής μερισμάτων.

Μόλις μια εταιρεία αποφασίσει για το τι θέλει να κάνει με τα υπερβολικά κέρδη, μπορεί να ξεκινήσει τη δημιουργία της πραγματικής πολιτικής για τα μερίσματα. Ενώ η μερισματική πολιτική μιας εταιρείας καθορίζει συγκεκριμένα τη διανομή των κερδών μιας εταιρείας στους υφιστάμενους μετόχους της, η μερισματική πολιτική μπορεί επίσης να χρησιμοποιηθεί ως ένα ισχυρό εργαλείο για την προσέλκυση νέων επενδυτών και την προσελκύνουσα προνομιακή μεταχείριση από τις χρηματοπιστωτικές και τις πιστωτικές αγορές.

Για να επιτύχουν αυτούς τους στόχους, οι εταιρείες πρέπει να εξετάσουν διάφορες πτυχές και περιορισμούς της διανομής των μερισμάτων πριν καταρτίσουν και εφαρμόσουν μια πολιτική μερισμάτων. Ορισμένες από αυτές τις εκτιμήσεις περιλαμβάνουν τη φορολογία, τους συμβατικούς περιορισμούς, τα πιθανά νομικά και κανονιστικά οδοφράγματα, τις μακροπρόθεσμες επιπτώσεις στις ταμειακές ροές και άλλα.

3.1.1. Προτιμήσεις επενδυτών

Άλλος προβληματισμός είναι ο αντίκτυπος της μερισματικής πολιτικής στον πλούτο και την ευημερία των υφιστάμενων κατόχων των κοινών μετοχών της εταιρείας. Ενώ αυτό μπορεί να φαίνεται ως ένα έγκυρο επιχείρημα, η διαπίστωση της προτίμησης των επενδυτών δεν είναι τόσο εύκολη όσο φαίνεται. Υπάρχουν τουλάχιστον τρεις σημαντικές φιλοσοφίες σχετικά με τις προτιμήσεις για τη μερισματική πολιτική.

Ορισμένοι επενδυτές προτιμούν να λαμβάνουν άμεσα τις διανομές τους μερίσματος αντί να αναβάλλουν στο μέλλον τα τρέχοντα έσοδα από μερίσματα για άγνωστο επίπεδο κεφαλαιουχικών κερδών ή ζημιών, ενώ κάποιοι επενδυτές αναφέρουν αυτήν την προσέγγιση ως τη θεωρία των «πτηνών στο χέρι» (bird in the hand), είναι κοινώς γνωστό ως μοντέλο έκπτωσης μερισμάτων ή μοντέλο του Gordon - ονομάστηκε από τον οικονομολόγο Myron J. Gordon ο οποίος επεκτάθηκε σε ένα πρότυπο πρότυπο για να αναπτύξει το μοντέλο του.

Εναλλακτικά, άλλοι επενδυτές συνυπογράφουν το Θεώρημα Modigliani-Miller - το οποίο ανέπτυξαν οι οικονομολόγοι Franco Modigliani και Merton Miller στη δεκαετία του 1950. Αυτό το θεώρημα ισχυρίζεται ότι η πολιτική μερισμάτων μιας εταιρείας δεν έχει καμία επίδραση στο επίπεδο των μακροπρόθεσμων κεφαλαιακών κερδών σε τέλειες συνθήκες της αγοράς. Οι υποστηρικτές αυτής της θεωρίας υποστηρίζουν ότι οι πληρωμές μερισμάτων μπορεί να είναι μια καλή στρατηγική διοίκησης μόνο εάν οι επενδυτικές ευκαιρίες με υψηλές πιθανές αποδόσεις δεν είναι διαθέσιμες.

Το τελευταίο σκέλος αφορά τα διαφορετικά επίπεδα φορολογίας των μερισμάτων σε διάφορες αγορές. Ορισμένες χώρες φορολογούν έσοδα από μερίσματα με τα συνηθισμένα επιτόκια, τα οποία μπορεί να είναι σημαντικά υψηλότερα από τα φορολογικά ποσοστά για τα κεφαλαιακά κέρδη. Σε αυτές τις περιπτώσεις, οι επενδυτές προτιμούν τα μερίσματα μετοχών, τα προγράμματα επαναγοράς μετοχών ή την επανεπένδυση των κερδών σε αναπτυξιακές ευκαιρίες, οι οποίες παρέχουν τη

δυνατότητα για πρόσθετα κεφαλαιακά κέρδη για τον παρατεταμένο χρονικό ορίζοντα. Ωστόσο, πολλές χώρες έχουν φορολογικές πολιτικές που επιτρέπουν τη φορολόγηση συγκεκριμένου μερίσματος τύπου μερίσματος με τους ίδιους ρυθμούς με τα κεφαλαιακά κέρδη, γεγονός που ανακουφίζει από τις ανησυχίες σχετικά με τις φορολογικές επιπτώσεις όταν οι εταιρείες επιλέγουν τι πρέπει να κάνουν με τα πλεονάζοντα κέρδη τους.

Μόλις οι ανώτατοι διευθυντές της εταιρείας αξιολογήσουν όλες τις σχετικές πτυχές της στρατηγικής διαχείρισης των κερδών τους, έχουν πολλές επιλογές από τις οποίες μπορούν να επιλέξουν τη μερισματική πολιτική της εταιρείας τους.

3.1.2.Επιλογές πολιτικής διανομής

1.Καθόλου μερίσματα είναι μια βιώσιμη πολιτική μερισμάτων και αυτή η πολιτική επιλογή ευθυγραμμίζεται με τις έννοιες του θεώρημα Modigliani-Miller. Στην περίπτωση αυτή, η εταιρεία δε διανέμει κανένα από τα κέρδη της ως μερίσματα στους μετόχους της. Αντ' αυτού, η διοίκηση της εταιρείας κατανέμει τυχόν πλεόνασμα κερδών προς επέκταση και μελλοντική ανάπτυξη.

2.Τακτική πολιτική διανομής μερισμάτων - ή σταθερή πολιτική μερισμάτων - οι εταιρείες διανέμουν μερίδια με συγκεκριμένο ρυθμό στους μετόχους τους σε προκαθορισμένα χρονικά διαστήματα. Οι τριμηνιαίες κατανομές των μερισμάτων είναι πολύ συχνές, επειδή ευθυγραμμίζονται με την τριμηνιαία εταιρική αναφορά οικονομικών αποτελεσμάτων. Ωστόσο, οι καταβολές μερισμάτων μπορούν επίσης να καταβάλλονται ετησίως, μηνιαία ή εξαμηνιαία. Επειδή αντικατοπτρίζει το χρονοδιάγραμμα αναφοράς των οικονομικών αποτελεσμάτων δύο φορές ανά έτος, πολλές ευρωπαϊκές εταιρείες προτιμούν το χρονοδιάγραμμα της εξαμηνιαίας διανομής.

Οι εταιρείες μπορούν να εφαρμόσουν αυτήν τη μερισματική πολιτική με διάφορους τρόπους (Besley and Brigham, 2008):

1. Πληρωμή ενός σταθερού ποσοστού μερισμάτων που σημαίνει ότι μια επιχείρηση διανέμει στους μετόχους ένα συγκεκριμένο μέρος των κερδών της. Γενικά, ένας συντελεστής αποπληρωμής μεταξύ 30% και 50% θεωρείται διατηρήσιμο επίπεδο. Το ποσό της διανομής των μερισμάτων είναι άμεσα αναλογικό με τα κέρδη της εταιρείας και επιτρέπει την ευκολία διαχείρισης, καθώς και την εσωτερική χρηματοδότηση με τα κέρδη εις νέον.

2. Ένα σταθερό μέρισμα που είναι κάτι παρόμοιο με την πρώτη πολιτική παραπάνω. Ωστόσο, αντί να πληρώνει ένα προκαθορισμένο μερίδιο των κερδών της εταιρείας, η πολιτική αυτή διανέμει ένα καθορισμένο ποσό μερισμάτων σε μετρητά. Αυτή η πολιτική επιτρέπει σε μεμονωμένους επενδυτές που αντλούν το μεγαλύτερο μέρος του εισοδήματός τους από τη διανομή μερισμάτων και να σχεδιάζουν σχετικά τα εισοδήματα και τις δαπάνες τους. Ωστόσο, καθώς οι καταβολές των μερισμάτων παραμένουν σταθερές ανεξάρτητα από το επίπεδο των κερδών, η πολιτική αυτή θα μπορούσε να προκαλέσει προβλήματα στη διοίκηση της εταιρείας να βρει αρκετά κεφάλαια για πληρωμές μερισμάτων εν μέσω διακυμάνσεων των κερδών.

3. Ο συνδυασμός των δύο πρώτων πολιτικών, η προσέγγιση αυτή απαιτεί από μια εταιρεία να δεσμευτεί να πληρώσει ένα μικρό ποσό ως κανονικό μέρισμα και να προσθέσει τυχόν επιπλέον μερίσματα εκτός από το κανονικό μερίδιο που επιτρέπεται από τα κέρδη. Αυτή η πολιτική επιτρέπει στη διοίκηση αρκετή ευελιξία για να λειτουργεί η επιχείρηση και εγγυάται στους επενδυτές ένα μέρος του κανονικού εισοδήματός τους από μερίσματα.

Η πολιτική της μη σταθερής καταβολής μερισμάτων χρησιμοποιείται γενικά όταν μια εταιρεία δεν έχει σταθερή εισροή ρευστών κεφαλαίων ή όταν τα κέρδη της εταιρείας δεν είναι αρκετά σταθερά ή κυμαίνονται πάρα πολύ για να επιτρέψουν οποιαδήποτε μορφή δέσμευσης για τακτικές διανομές μερισμάτων (Besley and Brigham, 2008).

Η ειδική πολιτική μερισμάτων μιας εταιρείας μεταφέρει πληροφορίες στους υφιστάμενους μετόχους και στους πιθανούς νέους επενδυτές σχετικά με την υγεία των τρεχουσών χρηματοοικονομικών στοιχείων της επιχείρησης. Επιπλέον, μια θετική

πολιτική μερισμάτων σε μεγάλες χρονικές περιόδους προσφέρει επίσης πληροφορίες σχετικά με μελλοντικές μελλοντικές προοπτικές μιας εταιρείας, τουλάχιστον βραχυπρόθεσμα (Besley and Brigham, 2008).

Οι επενδυτές μπορούν να ερμηνεύσουν τις ξαφνικές αλλαγές στις πληρωμές κατανομής των μερισμάτων ή τις αποκλίσεις από τις μακροχρόνιες πολιτικές μερισμάτων ως ενδείξεις πιθανών περιόδων ύφεσης και να εκποιήσουν τα κεφάλαιά τους από το απόθεμα της εταιρείας. Εναλλακτικά, η αύξηση των μερισμάτων πάνω από την αναμενόμενη αύξηση της πολιτικής θα μπορούσε να προσελκύσει νέους επενδυτές για να παράσχουν πρόσθετη χρηματοδότηση ή υπάρχοντες μετόχους για να αυξήσουν τις υπάρχουσες θέσεις τους.

Δεν υπάρχει καθολική πολιτική μερισμάτων. Το Διοικητικό Συμβούλιο και η ανώτατη διοίκηση κάθε εταιρείας πρέπει να καθορίσουν την πολιτική που ταιριάζει καλύτερα στο συγκεκριμένο σύνολο απαιτήσεων και περιορισμών. Ως εκ τούτου, κάθε εταιρεία θα πρέπει να αξιολογήσει πολλούς παράγοντες και τις δικές της μακροπρόθεσμες στρατηγικές πριν επιλέξει μια πολιτική μερισμάτων που είναι πιθανότερο να προσφέρει σταθερή ανάπτυξη για να ευχαριστήσει τους μετόχους της.

3.2. Θεωρίες μερισματικής πολιτικής

3.2.1 Η θεωρία των Modigliani & Miller

Οι Modigliani και Miller (1961: 411) υποστήριξαν ότι η πολιτική των μερισμάτων δεν επηρεάζει την αξία της επιχείρησης ή το κόστος των ιδίων κεφαλαίων. Εάν αυτό είναι αληθές, τότε η μερισματική πολιτική είναι ασήμαντη. Σύμφωνα με αυτή την πρόταση, αρκετοί οικονομικοί θεωρητικοί έχουν υποστηρίξει διαφορετικά, αυτή η πολιτική των μερισμάτων είναι σημαντική. Οι Lintner (1962: 243) και Gordon (1963: 264) υποστήριξαν οι επενδυτές εκτιμούν το επόμενο δολάριο των μερισμάτων περισσότερο από τα μελλοντικά κεφαλαιακά κέρδη. Στην πραγματικότητα, η αντιληπτή

επικινδυνότητα μιας εταιρείας που καταβάλλει μερίσματα πρέπει να είναι χαμηλότερη από εκείνη της μη καταβολής μερίσματος. Συνεπώς, η απαιτούμενη απόδοση μιας επιχείρησης που καταβάλλει μερίσματα μειώνεται με την αύξηση των μερισμάτων. Αυτή η πρόταση έχει ονομαστεί η θεωρία «bird-in-hand».

Υποθέσεις της θεωρίας των Modigliani και Miller:

1.Υπάρχει μια τέλεια κεφαλαιαγορά, δηλαδή οι επενδυτές είναι λογικοί και έχουν πρόσβαση σε όλες τις πληροφορίες χωρίς κόστος. Δεν υπάρχει κόστος συναλλαγής, κανένας επενδυτής δεν είναι αρκετά μεγάλος για να επηρεάσει την τιμή της αγοράς και οι τίτλοι είναι απεριόριστα διαιρεμένοι.

2.Δεν υπάρχουν φόροι. Τόσο τα μερίσματα όσο και τα κεφαλαιακά κέρδη φορολογούνται με τον ίδιο ρυθμό.

3.Θεωρείται ότι μια εταιρεία ακολουθεί μια συνεχή επενδυτική πολιτική. Αυτό σημαίνει ότι δεν υπάρχει μεταβολή στη θέση του επιχειρηματικού κινδύνου και του ποσοστού απόδοσης των επενδύσεων σε νέα έργα.

4.Δεν υπάρχει αβεβαιότητα σχετικά με τα μελλοντικά κέρδη, όλοι οι επενδυτές είναι σίγουροι για τις μελλοντικές επενδύσεις, τα μερίσματα και τα κέρδη της επιχείρησης, καθώς δεν υπάρχει κίνδυνος.

Κριτική της Υπόθεσης των Modigliani και Miller (Besley and Brigham, 2008):

1.Θεωρείται ότι υπάρχει μια τέλεια κεφαλαιαγορά, η οποία δεν συνεπάγεται φόρους, δεν υπάρχει επίπλευση και το κόστος συναλλαγής είναι εκεί, αλλά αυτά είναι αδιανόητα στις πραγματικές καταστάσεις ζωής.

2.Το κόστος αποπληρωμής πραγματοποιείται όταν το κεφάλαιο αυξάνεται από την αγορά και συνεπώς δεν μπορεί να αγνοηθεί από τότε που πρέπει να καταβληθεί η προμήθεια, οι χρηματιστηριακές και άλλες δαπάνες.

3. Το κόστος συναλλαγής πραγματοποιείται όταν οι επενδυτές πωλούν τους τίτλους τους. Πιστεύεται ότι σε περίπτωση που δεν καταβληθούν μερίσματα, οι επενδυτές μπορούν να πουλήσουν τους τίτλους τους για να πραγματοποιήσουν μετρητά. Αλλά, ωστόσο, υπάρχει ένα κόστος για την πραγματοποίηση της πώλησης τίτλων, δηλαδή οι επενδυτές στην επιθυμία του τρέχοντος εισοδήματος πρέπει να πουλήσουν μεγαλύτερο αριθμό μετοχών.

4. Υπάρχουν φόροι που επιβάλλονται στο μέρισμα και στα κεφαλαιουχικά κέρδη. Ωστόσο, ο φόρος που καταβάλλεται για το μέρισμα είναι υψηλός σε σύγκριση με τον φόρο που καταβάλλεται για τα κεφαλαιακά κέρδη. Ο φόρος επί των υπεραξιών είναι ένας αναβαλλόμενος φόρος, ο οποίος καταβάλλεται μόνο όταν πωλούνται οι μετοχές.

5. Η υπόθεση ορισμένων μελλοντικών κερδών είναι αβέβαιη. Το μέλλον είναι γεμάτο αβεβαιότητες και η πολιτική για τα μερίσματα επηρεάζεται από τις οικονομικές συνθήκες.

Έτσι, η προσέγγιση των Modigliani και Miller προτείνει ότι οι μέτοχοι είναι αδιάφοροι μεταξύ των μερισμάτων και των υπεραξιών, δηλαδή της αυξημένης αξίας των περιουσιακών στοιχείων.

3.2.2 Το μοντέλο του Lintner

Το 1956 ο John Lintner, καθηγητής Οικονομικών και Διοίκησης Επιχειρήσεων του Πανεπιστημίου του Χάρβαρντ, πρότεινε το μοντέλο Lintner για πολιτική εταιρικών μερισμάτων που επικεντρώθηκε σε δύο βασικές έννοιες: (1) το ποσοστό αποπληρωμής στόχου μιας εταιρείας και (2) την ταχύτητα με την οποία προσαρμόζονται τα τρέχοντα μερίσματα στόχος.

Ο ακόλουθος τύπος περιγράφει την πληρωμή μερισμάτων μιας ώριμης εταιρείας:

Μέρισμα $t = \kappa + PAC$ (Μέρισμα στόχου $t -$ Μέρισμα $t - 1$) + e_t :

Το μέρισμα t μεταβάλλεται από το προηγούμενο μέρισμα κατά την περίοδο $t - 1$

Ο $PAC < 1$ είναι ένας μερικός συντελεστής προσαρμογής

κ είναι μια σταθερά

e_t είναι ένας όρος σφάλματος

Από τον τύπο του Lintner, το διοικητικό συμβούλιο μιας εταιρείας (B of D) βασίζει έτσι τις αποφάσεις του για τα μερίσματα στο τρέχον καθαρό εισόδημα της επιχείρησης, αλλά τις προσαρμόζει για ορισμένες συστημικές κρίσεις και σταδιακά τις προσαρμόζει στις μεταβολές του εισοδήματος με την πάροδο του χρόνου.

Το μοντέλο του Lintner παραμένει το αποδεκτό σημείο εκκίνησης για την κατανόηση του τρόπου με τον οποίο συμπεριφέρονται τα μερίσματα των εταιρειών με την πάροδο του χρόνου. Ο Lintner παρατήρησε τις ακόλουθες σημαντικές πτυχές των εταιρικών πολιτικών μερισμάτων:

1. Οι εταιρείες τείνουν να καθορίζουν τους μακροπρόθεσμους δείκτες μερισμάτων προς κέρδη ανάλογα με το ποσό των θετικών έργων καθαρής και τρέχουσας αξίας (NPV) που έχουν στη διάθεσή τους.

2. Οι αυξήσεις των κερδών δεν είναι πάντοτε βιώσιμες. Ως αποτέλεσμα, η πολιτική για τα μερίσματα δεν θα αλλάξει ουσιαστικά έως ότου τα διευθυντικά στελέχη διαπιστώσουν ότι τα νέα επίπεδα κερδών είναι βιώσιμα.

3.2.3 Η μερισματική πολιτική από τη σκοπιά της θεωρίας αντιπροσώπευσης

Ένας κλάδος των θεωριών μερισμάτων έχει διερευνήσει αυτό το ζήτημα από την άποψη της σχέσης εκπροσώπησης που δημιουργήθηκε ως αποτέλεσμα του διαχωρισμού των συμφερόντων της διοίκησης και της ιδιοκτησίας σε επιχειρήσεις και αναλύει τη σύγκρουση συμφερόντων που υφίσταται μεταξύ των μερών της σχέσης εκπροσώπησης, που ονομάζεται «αντιπροσώπευση». Η θεμελιώδης υπόθεση αυτής της θεωρίας είναι η πρακτική των ατόμων να μεγιστοποιήσουν τα προσωπικά τους συμφέροντα, και

δεδομένου ότι η λειτουργία της χρησιμότητας των ατόμων δε συμπίπτουν αναγκαστικά μεταξύ τους, οι μάνατζερς δε ζητούν πάντα αναγκαστικά τα μέγιστα οφέλη για τους ιδιοκτήτες. Οι Jensen et. al. (1992) δήλωσαν ότι οι διευθυντές, μέσω του ελέγχου που διαθέτουν, μπορούν να διαθέσουν τους πόρους της εταιρείας στις δραστηριότητες που είναι αποκλειστικά προς τα δικά τους προσωπικά συμφέροντα και δεν οδηγούν απαραίτητα στο μέγιστο πλεονεκτήματα των ιδιοκτητών. Σύμφωνα με τη θεωρία της αντιπροσώπευσης οι ιδιοκτήτες έχουν επίγνωση αυτής της σύγκρουσης συμφερόντων και της πιθανότητας εμφάνισης ευκαιριακών συμπεριφορών από τη διοίκηση, χρησιμοποιώντας μια σειρά μηχανισμών εταιρικής διακυβέρνησης που προσπαθούν να μειώσουν τα προβλήματα της αντιπροσώπευσης, ευθυγραμμίζοντας τα συμφέροντα των μάνατζερς και των ιδιοκτητών.

Ο Jensen (1986) σημείωσε ότι οι μάνατζερς σε κάποιο βαθμό έχουν επίσης πολύ βέλτιστα κίνητρα για την ανάπτυξη της εταιρείας κάτω από τον έλεγχό τους, διότι θα αυξανόταν το μέγεθος της επιχείρησης να αυξήσουν τους πόρους που βρίσκονται υπό τον έλεγχό τους και, μαζί με τη φήμη τους, έχουν τη δυνατότητα ελιγμών. Ως εκ τούτου, αναμένεται ότι οι μάνατζερς θα αντισταθούν στη μείωση των ελεγχόμενων πόρων τους χρησιμοποιώντας τις αρχές τους. Το ερώτημα τώρα είναι εάν το μέρισμα μπορεί να βοηθήσει στην επίλυση των προβλημάτων αντιπροσώπευσης ή όχι. Σύμφωνα με τη θεωρία της αντιπροσώπευσης ένας από τους μηχανισμούς για τη μείωση των προβλημάτων της εκπροσώπησης μεταξύ των μάνατζερς και των ιδιοκτητών είναι το μέρισμα.

Κεφάλαιο 4

Η κεφαλαιακή διάρθρωση και η διανομή κερδών στις ελληνικές τράπεζες την περίοδο 2014-17

Στον πυρήνα της τρέχουσας οικονομικής κρίσης στην Ελλάδα βρίσκεται ο σύνδεσμος μεταξύ της αφερεγγυότητας της ελληνικής κυβέρνησης και των τραπεζών της χώρας. Πίσω από αυτό βρίσκεται μια ιστορία οικονομικής απεισκευσίας, προστασίας κεκτημένων συμφερόντων και υιοθέτησης αποτυχημένων πολιτικών στο όνομα της ιερότητας του χρέους στην ευρωζώνη. Πράγματι, η υιοθέτηση του κοινού νομίσματος οδήγησε στην πλήρη παραβίαση των κυριαρχικών και τραπεζικών κινδύνων που συνδέονται με τη μαζική αύξηση των ροών κεφαλαίων στην περιφέρεια της ευρωζώνης. Στην περίπτωση της Ελλάδας, οι γερμανικές και γαλλικές τράπεζες και, σε μικρότερο βαθμό, άλλα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα της ευρωζώνης δέχτηκαν σημαντική αύξηση στην έκθεση τους στους ομολόγους τους από την Ελλάδα. Η εισροή κεφαλαίων δημιούργησε μια ψευδαίσθηση ευημερίας με την ισχυρή, αλλά τελικά μη βιώσιμη, πιστωτική επέκταση.

Αφού μελετήθηκαν οι διαφορετικές θεωρίες για την κεφαλαιακή διάρθρωση και τη μερισματική πολιτική στο παρόν κεφάλαιο παρατίθενται και αναλύονται τα αποτελέσματα από την κεφαλαιακή διάρθρωση και τη διανομή των κερδών των τεσσάρων συστημικών τραπεζών, Eurobank, Alpha Bank, Εθνική Τράπεζα και Τράπεζα Πειραιώς για την περίοδο 2014-2017.

4.1 Η κεφαλαιακή διάρθρωση των ελληνικών τραπεζών

Η παλίρροια άλλαξε το 2008 και οι αγορές ξύπνησαν τους κινδύνους δανεισμού εντός της ζώνης του ευρώ. Σε αυτό το πλαίσιο, η επιδείνωση των συνθηκών χρηματοδότησης τόσο για την ελληνική κυβέρνηση όσο και για τις τράπεζες συνέχισε να ενισχύει ο ένας τον άλλον. Εάν οι ελληνικές τράπεζες χρεοκοπούσαν θα έπρεπε ο

δημόσιος τομέας να χρηματοδοτήσει την ανακεφαλαιοποίησή τους σε μια κατάσταση στην οποία η ίδια η κυβέρνηση αντιμετώπιζε υψηλά επίπεδα πιέσεων του χρέους και της χρηματοδότησης, εάν η κυβέρνηση κήρυττε αφερέγγυες της τράπεζες, η έκθεση των τραπεζών σε ομόλογα του Ελληνικού Δημοσίου (GGBs) θα τις καθιστούσε σε πτώχευση. Ένα μείγμα αυξανόμενων μη εξυπηρετούμενων δανείων (NPLs), υποβαθμίσεων πιστώσεων και μιας τράπεζας που τρέχει από φοβισμένους και καταλυμένους καταθέτες συνέβαλε περαιτέρω στην εξαιρετικά εύθραυστη θέση του ελληνικού τραπεζικού συστήματος (Τράπεζα της Ελλάδος, 2014).

Σε αυτό το πολύπλοκο σενάριο, τα θεσμικά όργανα της ευρωζώνης, και ειδικά η ΕΚΤ, αποφάσισαν να βασίσουν την πολιτική τους απάντηση στην κρίση με την άρρωστη ιδέα ότι όλα τα χρέη σε ευρώ πρέπει και πρέπει να επιστραφούν. Για την Ελλάδα, αυτό σήμαινε την έναρξη μιας καταστροφικής διάσωσης που σχεδιάστηκε με σαφή στόχο την προστασία των ιδιωτών πιστωτών τόσο της ελληνικής κυβέρνησης όσο και των τραπεζών εις βάρος των Ελλήνων και Ευρωπαίων φορολογουμένων. Η προσπάθεια να κρύψει την αφερέγγυότητα της κυβέρνησης και των τραπεζών μέσω της χορήγησης κεφαλαίων διάσωσης ύψους 110 δισ. Ευρώ τελικά απέτυχε και οδήγησε σε μια καθυστερημένη και ελλιπή διαδικασία αναδιάρθρωσης του χρέους το 2012. Με τη σειρά της, η εμπλοκή μεταξύ κυβέρνησης και τραπεζών προκάλεσε διαδικασία ενοποίησης και ανακεφαλαιοποίησης των τελευταίων. Για το σκοπό αυτό, η ελληνική κυβέρνηση διέθεσε μεταξύ 2009 και 2014 συνολικά 48,2 δισ. Ευρώ για την ανακεφαλαιοποίηση των τραπεζών, συν επιπλέον εγγυήσεις ύψους 84,4 δισ. Ευρώ (Επιτροπή Αλήθειας για το Χρέος Ελληνικό Κοινοβούλιο, 2015). Παρά την τεράστια αυτή εισροή δημόσιων πόρων, οι πιστώσεις δεν κατάφεραν να ανακάμψουν και οι τράπεζες εξακολουθούν να αντιπροσωπεύουν έλξη στην ανάπτυξη. Επιπλέον, στο πλαίσιο του τρίτου μνημονίου συμφωνίας, η ελληνική κυβέρνηση διέθεσε επιπλέον 25 δισ. Ευρώ για σκοπούς ανακεφαλαιοποίησης (European Commission, 2015).

Καθώς ο προηγούμενος γύρος της ανακεφαλαιοποίησης απέδειξε ότι αποτυχία είναι αμφίβολο αν μια περαιτέρω αύξηση των δημόσιων πόρων που διατίθενται για το σκοπό αυτό χωρίς αλλαγή στη συνολική πολιτική προσέγγιση θα είναι αρκετή για την

αποκατάσταση της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας. Η έναρξη της διαδικασίας αναδιάρθρωσης του χρέους που έλαβε χώρα το 2012, μία από τις προτεραιότητες του δεύτερου ΜΣ ήταν η διασφάλιση της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας. Για το σκοπό αυτό, το μνημόνιο συμφωνίας καθόρισε αυστηρούς στόχους όσον αφορά τους δείκτες CET1, προκειμένου να διασφαλιστεί η σωστή κεφαλαιοποίηση των τραπεζών ώστε να τους επιτρέψει, θεωρητικά, να αντιμετωπίσουν ταυτόχρονα τα μη εξυπηρετούμενα δάνεια καθώς και τις πιστωτικές ανάγκες της οικονομίας. Ζητήθηκε από τις τράπεζες να υποβάλουν σχέδιο προκειμένου να επιτευχθεί αναλογία CET1 10% έως το 2013 και τουλάχιστον 7% σε τριετές σενάριο προσομοίωσης ακραίων καταστάσεων (IMF, 2012). Από την άποψη αυτή, η πρόκληση ήταν να αντιμετωπιστεί ο αντίκτυπος της συμμετοχής του ιδιωτικού τομέα (PSI), που δόθηκε στην επιχείρηση αναδιάρθρωσης του χρέους, στις κρατικές ομολογίες των ελληνικών τραπεζών. Η ακαθάριστη ζημία που αναμενόταν τον Μάιο του 2012, μείον τις προβλέψεις για ζημίες στο PSI, ήταν 31,9 δισεκ. Ευρώ (Bank, 2012). Το ποσό αυτό αρκούσε για να εξαλειφθεί το ρυθμιστικό κεφάλαιο των κύριων τεσσάρων τραπεζών του συστήματος, καθώς και η υπολειτουργία των υπολοίπων τραπεζών (IMF, 2012). Τελικά, αφού ελήφθησαν υπόψη οι προβλέψεις των πιστωτικών ζημιών και οι ικανότητες παραγωγής κεφαλαίων των τραπεζών, αφιερώθηκε ένα αρχικό ποσό ύψους 40,5 δισ. Ευρώ για να διασφαλιστεί ότι ικανοποιήθηκαν οι κεφαλαιακές τους ανάγκες (Bank of Greece, 2012).

Στο πλαίσιο αυτό, είναι σημαντικό να σημειωθεί ότι το σχέδιο ανακεφαλαιοποίησης δε προέβλεπε κανένα μηχανισμό εγγύησης προκειμένου να μειωθεί η δέσμευση δημόσιων πόρων (Berdhidsky, 2015). Αυτός ο τύπος τραπεζικής εξυγίανσης συνεπάγεται την αναγνώριση των ζημιών που υπέστη το χρηματοπιστωτικό ίδρυμα καταγράφοντας τα ίδια κεφάλαια ή / και μετατρέποντας σε κοινές μετοχές ορισμένες υποχρεώσεις με βάση την αρχαιότητά τους, προτού επαναληφθεί η χρήση δημόσιων κεφαλαίων (CEPS, 2016). Δύο παραδείγματα μπορούν να χρησιμεύσουν για να καταδείξουν πώς λειτουργεί αυτός ο μηχανισμός στην πράξη. Σε μια περίπτωση, εάν οι ζημίες είναι ίσες με την κεφαλαιακή βάση της τράπεζας, οι αρχές θα μπορούσαν να εξαλείψουν τους υφιστάμενους μετόχους και να μετατρέψουν σε νέους μετόχους τους κατώτερους και ανώτερους ομολογιούχους

της τράπεζας. Με τον τρόπο αυτό, εάν προκύψουν νέες απώλειες, οι πρώην ομολογιούχοι / νέοι μέτοχοι βρίσκονται στην πρώτη γραμμή για να τις απορροφήσουν. Σε ένα πιο ακραίο σενάριο, εάν οι απώλειες είναι σε καταστροφική κλίμακα, μπορούν να διανεμηθούν καταγράφοντας όχι μόνο τους μετόχους αλλά και όλους τους ομολογιούχους και τους μη εξασφαλισμένους καταθέτες με συμμετοχές άνω των € 100.000. Το σαφές πλεονέκτημα αυτής της προσέγγισης είναι ότι μειώνει την ανάγκη δημόσιων κεφαλαίων για την ανακεφαλαιοποίηση των αφερέγγυων χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων με την κατανομή των περισσοτέρων απωλειών σε ιδιώτες μετόχους, πιστωτές και καταθέτες. Με αυτόν τον τρόπο, συμβάλλει στην αποδυνάμωση της δυναμικής κυριαρχίας των κυρίαρχων τραπεζών. Παρόλα αυτά, ακριβώς επειδή μεταδίδει τις απώλειες μέσω του συστήματος, ενδεχομένως καθιστώντας τους άλλους ιδιωτικούς πράκτορες αφερέγγυους, θα μπορούσε να προκαλέσει έναν οικονομικό πανικό.

Στη συγκεκριμένη περίπτωση των ελληνικών τραπεζών, αν η αναδιάρθρωση του δημόσιου χρέους θα είχε πραγματοποιηθεί στα τέλη του 2009, υπήρχαν αρκετά ισοδύναμα χρεωστικών ιδίων κεφαλαίων και ομολόγων στους ισολογισμούς τους για την απορρόφηση πλήρους διαγραφής των κρατικών χρεωστικών τίτλων μέσω ενός μηχανισμού ανάλυσης διάσωσης. Σε αυτό το εναλλακτικό χρονοδιάγραμμα, οι γαλλικές και γερμανικές τράπεζες θα πρέπει να αντιμετωπίσουν τις επακόλουθες ζημίες από τους ισολογισμούς τους, οι οποίες θα απαιτούσαν παρεμβάσεις από τις αντίστοιχες κυβερνήσεις τους. Αυτό ήταν ακριβώς το είδος της κατάστασης που οι κυβερνήσεις θέλησαν να αποφύγουν και οι οποίες οδήγησαν στην απόφαση διάσωση κυβερνητικών και τραπεζικών πιστωτών, ενώ παράλληλα επέκτεινε το νομοσχέδιο στον Έλληνα φορολογούμενο, προκειμένου να περιορίσει έναν πιθανό πανευρωπαϊκό οικονομικό πανικό. Το αν οι φόβοι αυτοί ήταν δικαιολογημένοι είναι αμφισβητήσιμο (Sandbu, 2015).

Επιπλέον, το θέμα των μη εξυπηρετούμενων δανείων αγνοήθηκε ως επί το πλείστον. Το μνημόνιο συμφωνίας περιορίστηκε να αναφέρει τις μελλοντικές αλλαγές στο νομικό πλαίσιο, προκειμένου να διευκολυνθεί, μεταξύ άλλων, η μεγιστοποίηση της ανάκτησης

περιουσιακών στοιχείων, εξαιρουμένων των συζητήσεων σχετικά με τις αλλαγές στο διοικητικό προσωπικό ή τη διάσωση στους εναπομείναντες ακάλυπτες πιστωτές.

Οι δείκτες κεφαλαιακής επάρκειας των τεσσάρων συστημικών τραπεζών εμφανίζονται στον πίνακα 1. Ο δείκτης αυτός αποτελεί το λόγο των εποπτικών ιδίων κεφαλαίων προς τα σταθμισμένα έναντι κινδύνων στοιχεία του ενεργητικού και τα εκτός ισολογισμού στοιχεία.

Πίνακας 1- Δείκτες κεφαλαιακής επάρκειας των τεσσάρων συστημικών τραπεζών

	2014	2015	2016	2017
Πειραιώς	14%	12,5%	17,5%	17,8%
Εθνική	11,2%	13,6%	14,6%	17%
Eurobank	10,8%	12,7%	16,7%	16,8%
Alpha Bank	11,9%	14,9%	17,1%	18,4%

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος

Η Τράπεζα Πειραιώς τα έτη 2014 και έπειτα εφάρμοσε το νέο ρυθμιστικό πλαίσιο ρποληττικής εποπτείας (CRD IV) των πιστωτικών ιδρυμάτων που λειτουργούν στην Ε.Ε. (βάσει του Κανονισμού 575/2013 της Ε.Ε. και της Οδηγίας 2013/36/ΕΕ) και πρέπει να προσαρμοστούν τα πιστωτικά ιδρύματα στα εξής:

- Να ενισχύσουν την ποιότητα των εποπτικών ιδίων κεφαλαίων και να δώσουν έμφαση στο Κεφάλαιο Κοινών Μετοχών της Κατηγορία 1 (CIET 1).
- Να υπάρχουν κατώτατες τιμές στους δείκτες της Κεφαλαιακής Επάρκειας.
- Να διατηρούν κεφαλαιακά αποθέματα ασφαλείας που αποτελούνται από τα CET και για τα οποία προβλέπεται μια μεταβατική περίοδος μέχρι το τέλος του 2018.
- Ένα όριο ελάχιστο στο 3% του δείκτη μόχλευσης.
- Να παρακολουθούν τον κίνδυνο ρευστότητας με τους δείκτες κάλυψης της ρευστότητας και της καθαρής σταθερής χρηματοδότησης.

Με βάση τους δείκτες κεφαλαιακής επάρκειας του πίνακα 1 η Τράπεζα Πειραιώς υπερκαλύπτει τις ελάχιστες εποπτικές απαιτήσεις και στόχος της παρακολούθησης του δείκτη είναι να περιοριστεί η υπερβάλλουσα μόχλευση από τα στοιχεία εντός και εκτός του ισολογισμού.

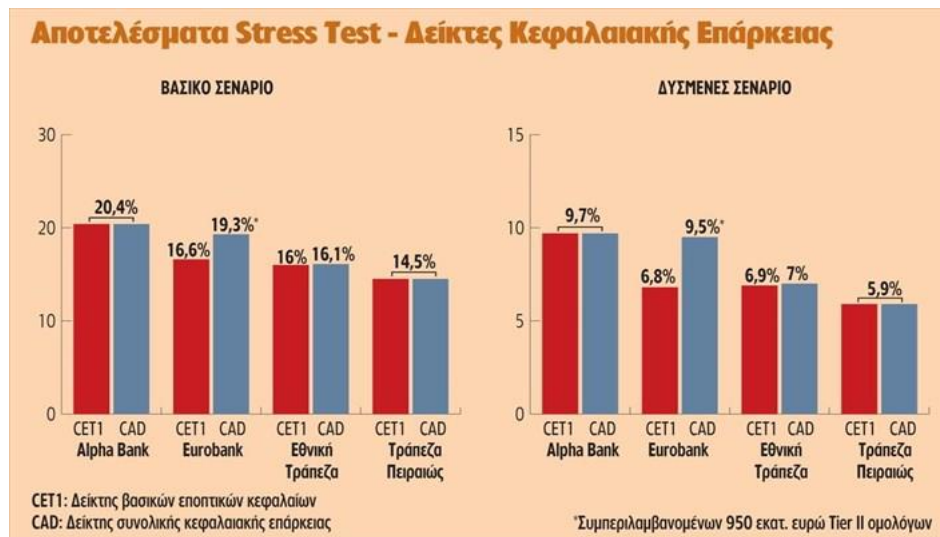
Αποτελέσματα της άσκησης προσομοίωσης ακραίων καταστάσεων ανά τράπεζα

Τράπεζα	Αρχικός δείκτης κεφαλαίου CET1 (στοιχεία τέλους 2017, τα οποία επαναδιατυπώθηκαν βάσει ΔΠΧΑ9)	Εκτιμώμενος δείκτης κεφαλαίου CET1 για το 2020 υπό το βασικό σενάριο	Εκτιμώμενος δείκτης κεφαλαίου CET1 για το 2020 υπό το δυσμενές σενάριο	Μείωση κεφαλαίου υπό το δυσμενές σενάριο
Alpha Bank	18,25%	20,37%	9,69%	-8,56 ποσοστιαίες μονάδες
Eurobank	17,93%	16,56%	6,75%	-8,68 ποσοστιαίες μονάδες
ΕΤΕ	16,48%	15,99%	6,92%	-9,56 ποσοστιαίες μονάδες
Τράπεζα Πειραιώς	14,85%	14,52%	5,90%	-8,95 ποσοστιαίες μονάδες

Πηγή: Ναυτεμπορική, 7/5/2018

Από τα stress tests των τεσσάρων συστημικών τραπεζών στο τέλος του 2017 προκύπτει ότι οι τράπεζες δεν έχουν ανάγκη για πρόσθετα κεφάλαια, μιας και οι ελάχιστοι δείκτες των εποπτικών τους κεφαλαίων, όπως ορίστηκαν στο δυσμενές σενάριο, κυμάνθηκαν μεταξύ 5,9% και 9,69%. Ανάμεσα στο βασικό και το δυσμενές σενάριο υπάρχει μια διαφορά των δεικτών κεφαλαιακής επάρκειας που μετράται κατά μέσο όρο σε 9%. Από τις παραδοχές που έγιναν κατά τη διάρκεια των stress tests όσον αφορά την πορεία του ΑΕΠ φαίνεται γιατί υπάρχουν διαφορές στις κεφαλαιακές ανάγκες των τραπεζών στο βασικό και το δυσμενές σενάριο. Οι παραδοχές λοιπόν αυτές προβλέπουν αύξηση του ΑΕΠ 2,4% το 2018, 2,5% το 2019 και 2,5% το 2020 στο βασικό σενάριο και ύφεση 1,3%, 2,1% το 2018 και 2019 και ανάπτυξη 0,2% το 2020 στο δυσμενές σενάριο. Οι διαφορές αυτές αποτελούν ένα μαξιλάρι κεφαλαίων 15,5δισ. ευρώ έτσι ώστε να καλυφθούν οι ανάγκες για το δυσμενές σενάριο από μια ύφεση της οικονομίας με τη δημιουργία νέων μη εξυπηρετούμενων δανείων, τη μείωση της κερδοφορίας των τραπεζών κλπ.

Έτσι λοιπόν ο δείκτης CET 1 το 2020, στο δυσμενές σενάριο, διαμορφώνεται σε 9,69% για την Alpha Bank, 6,75% για τη Eurobank, 6,92% για την Εθνική και 5,90% για την Πειραιώς, ενώ στο βασικό οι δείκτες διαμορφώνονται αντιστοίχως στο 20,37% για την Alpha Bank, 16,56% για τη Eurobank, 15,99% για την Εθνική και 14,52% για την Πειραιώς.



Πηγή: Ναυτεμπορική, 7/5/2018

Όσον αφορά την Τράπεζα Πειραιώς, ήδη υλοποιεί σχέδιο κεφαλαιακής ενίσχυσης και συνεχίζει να υπερτερεί απέναντι στις κεφαλαιακές απαιτήσεις και μειώνει τους κινδύνους στον ισολογισμό της. Η τράπεζα συνεχίζει να επικεντρώνεται στο πώς θα εφαρμόσει το στρατηγικό της σχέδιο «Ατζέντα 2020» με σκοπό να εξομαλύνει τον ισολογισμό της μέσα από στοχευμένες πρωτοβουλίες και να αποκαταστήσει την κερδοφορία της.

Η Εθνική Τράπεζα πούλησε την Εθνική Ασφαλιστική, οπότε αναμένεται πως τα πράγματα θα εξελιχθούν καλύτερα. Μετά το stress test δεν προκύπτει πως η τράπεζα έχει κάποιο κεφαλαιακό έλλειμμα και δε χρειάζεται να καταρτίσει κάποιο πλάνο για την κεφαλαιακή ενίσχυση ως αποτέλεσμα του stress test. Η επίδραση του δυσμενούς σεναρίου της άσκησης ανήλθε σε 9,6 ποσοστιαίες μονάδες, με τον δείκτη των Κύριων Βασικών Ιδίων Κεφαλαίων (CET1) να μειώνεται σε 6,9% το 2020.

Η Eurobank εμφανίζει μικρότερη επίπτωση από το δυσμενές σενάριο, αφού λήφθηκε υπόψη η πώληση της Bancpost που είναι η θυγατρική της στη Ρουμανία που θα ενίσχυε το δείκτη κεφαλαιακής επάρκειας με 40 μονάδες βάσης, καθώς με την πώληση η απομείωση του κεφαλαίου ήταν 3,4 δις.ευρώ (8,7%). Και για τη Eurobank τα αποτελέσματα του stress test έδειξαν πως δεν έχει κεφαλαιακό έλλειμμα και ανάγκη να υποβάλλει κάποιο σχέδιο για την κεφαλαιακή της ενίσχυση. Τα συνολικά κεφάλαια που έχει η τράπεζα και η συνολική της ισχυρή επίδοση στην αγορά της επιτρέπουν να εστιάσει στην αποδοτική εφαρμογή του επιχειρησιακού της σχεδιασμού με το να διαχειριστεί αποτελεσματικά και να μειώσει γρήγορα το απόθεμα των μη εξυπηρετούμενων δανείων της και να χρηματοδοτήσει τους πελάτες της, την οικονομία και άλλες χώρες στις οποίες δραστηριοποιείται.

Η Alpha Bank παρουσίασε καλύτερες επιδόσεις και δεν υπάρχει κεφαλαιακό έλλειμμα ούτε κεφαλαιακές ανάγκες, όπως έδειξε το αποτέλεσμα της άσκησης του stress test. Οπότε έχει ισχυρή κεφαλαιακή βάση και ικανότητα να επιτυγχάνει τους στρατηγικούς της στόχους. Η κεφαλαιακή της θέση είναι η υψηλότερη ανάμεσα στις τέσσερις συστημικές τράπεζες και αυτό τη βοηθά να εφαρμόσει το σχέδιό της για να μειωθούν τα Μη Εξυπηρετούμενα Ανοίγματα και να συμβάλει στο να ανακάμψει η ελληνική οικονομία και να ενισχύσει περαιτέρω την ανάπτυξη των ελληνικών επιχειρήσεων.

Στον παρακάτω πίνακα (2) απεικονίζονται τα αποτελέσματα χρήσεως των ελληνικών τραπεζών για τα έτη 2014 και 2015 ενώ ο πίνακας (3) απεικονίζει τα ίδια μεγέθη για τα έτη 2016 και 2017 (στοιχεία εννεαμήνου). Από αυτό είναι εμφανές ότι οι ελληνικές τράπεζες υπέστησαν τεράστιες ζημιές το διάστημα 2014-2016 ενώ μόλις το 2017 άρχισε κάπως να εξομαλύνεται η κατάσταση αφού κατάφεραν να περιορίσουν το μεγαλύτερο μέρος των ζημιών του 2016.

Πίνακας 2

**Πίνακας VII.1 Αποτελέσματα χρήσεως ελληνικών εμπορικών τραπεζών και τραπεζικών
ομίλων (εννεάμηνο 2014–εννεάμηνο 2015)**

(ποσά σε εκατ. ευρώ)

	Τράπεζες			Τραπεζικοί όμιλοι		
	Εννεάμηνο 2014	Εννεάμηνο 2015	Μεταβολή (%)	Εννεάμηνο 2014	Εννεάμηνο 2015	Μεταβολή (%)
Λειτουργικά έσοδα	5.185	5.242	1,1	7.978	7.663	-4,0
Καθαρά έσοδα από τόκους	4.392	4.427	0,8	6.417	6.347	-1,1
- Έσοδα από τόκους	8.156	7.378	-9,5	11.383	10.604	-6,8
- Έξοδα τόκων	3.764	2.952	-21,6	4.966	4.257	-14,3
Καθαρά έσοδα από μη τοκοφόρες εργασίες	792	815	2,9	1.562	1.316	-15,8
- Καθαρά έσοδα από προμήθειες	458	397	-13,4	1.066	993	-6,8
- Έσοδα από χρηματοοικονομικές πράξεις	69	-142	-	89	0	-
- Λοιπά έσοδα	265	560	111,1	407	322	-20,8
Λειτουργικά έξοδα	-3.178	-2.760	-13,1	-4.641	-4.300	-7,3
Δαπάνες προσωπικού	-1.796	-1.476	-17,8	-2.531	-2.240	-11,5
Διοικητικά έξοδα	-1.140	-1.078	-5,4	-1.689	-1.679	-0,6
Αποσβέσεις	-243	-207	-14,9	-421	-382	-9,2
Καθαρά έσοδα (λειτουργικά έσοδα – λειτουργικά έξοδα)	2.006	2.481	23,7	3.337	3.362	0,8
Προβλέψεις για τον πιστωτικό κίνδυνο	-6.115	-9.874	61,5	-6.994	-10.614	51,8
Λοιπές ζημιές απομείωσης ¹	-224	-1.135	407,0	-236	-1.055	346,5
Μη επαναλαμβανόμενα κέρδη/ζημιές	53	-156	-	135	-64	-
Κέρδη(+)/Ζημιές(-) προ φόρων	-4.280	-8.684	102,9	-3.758	-8.370	122,8
Φόροι	3.129	3.812	21,8	2.989	3.656	22,3
Κέρδη(+)/Ζημιές(-) από διακοπτόμενες δραστηριότητες	-57	-91	58,5	-236	-163	-30,9
Κέρδη(+)/Ζημιές(-) μετά από φόρους	-1.208	-4.963	310,8	-1.004	-4.877	385,8

Πηγή: Οικονομικές καταστάσεις ελληνικών εμπορικών τραπεζών.

¹ Απομείωση αξίας τίτλων, καθώς και ενσώματων και άυλων στοιχείων ενεργητικού.

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος (2017), Έκθεση Διοικητή 2015, διαθέσιμο στη σελ.

<https://www.bankofgreece.gr/BogEkdoseis/ekthdkth2015.pdf>

Πίνακας 3

Πίνακας VII.1 Αποτελέσματα χρήσεως των ελληνικών τραπεζικών ομίλων

(ποσά σε εκατ. ευρώ)

	Εννεάμηνο 2016	Εννεάμηνο 2017	Μεταβολή (%)
Λειτουργικά έσοδα	6.353	6.456	1,6
Καθαρά έσοδα από τόκους	5.250	5.166	-1,6
- Έσοδα από τόκους	7.357	6.832	-7,1
- Έξοδα τόκων	-2.107	-1.666	-20,9
Καθαρά έσοδα από μη τοκοφόρες εργασίες	1.103	1.290	17,0
- Καθαρά έσοδα από προμήθειες	774	918	18,5
- Έσοδα από χρηματοοικονομικές πράξεις	203	261	28,4
- Λοιπά έσοδα	125	112	-11,0
Λειτουργικά έξοδα	-3.353	-3.211	-4,2
Δαπάνες προσωπικού	-1.776	-1.656	-6,8
Διοικητικά έξοδα	-1.300	-1.279	-1,6
Αποσβέσεις	-277	-276	-0,3
Καθαρά έσοδα (λειτουργικά έσοδα – λειτουργικά έξοδα)	3.000	3.245	8,2
Προβλέψεις για τον πιστωτικό κίνδυνο	-2.677	-2.819	5,3
Λοιπές ζημιές απομείωσης ¹	-114	-116	1,6
Μη επαναλαμβανόμενα κέρδη/ζημιές	-61	-24	-60,8
Κέρδη προ φόρων	148	287	93,5
Φόροι	-58	-124	113,5
Κέρδη(+)/Ζημιές(-) από διακοπόμενες δραστηριότητες ²	-2.824	-243	-91,4
Κέρδη(+)/Ζημιές(-) μετά από φόρους	-2.734	-80	-97,1

Πηγή: Οικονομικές καταστάσεις τραπεζικών ομίλων.

1 Απομείωση αξίας τίτλων, καθώς και ενσώματων και άυλων στοιχείων ενεργητικού.

2 Οι ζημιές από διακοπόμενες δραστηριότητες απορρέουν κυρίως από την αποπένδυση των ελληνικών τραπεζών από θυγατρικές του εξωτερικού (π.χ. Finansbank το 2016).

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος (2017), Έκθεση Διοικητή 2017, διαθέσιμο στη σελ.

<https://www.bankofgreece.gr/BogEkdoseis/ekthdkth2017.pdf>

4.2 Η διανομή κερδών των ελληνικών τραπεζών

Ο Ν. 2190/1920 επιβάλλει περιορισμούς στη διανομή μερίσματος και συγκεκριμένα η παρ. 1 του άρθρου 44^α ορίζει πως δεν μπορεί να γίνει οποιαδήποτε διανομή στους μετόχους εφόσον, κατά την ημερομηνία λήξης της τελευταίας χρήσης, το σύνολο των ιδίων κεφαλαίων της εταιρίας, είναι ή μετά από τη διανομή αυτή θα γίνει κατώτερο από το ποσό του μετοχικού κεφαλαίου προσαυξημένου με τα αποθεματικά για τα οποία η διανομή τους απαγορεύεται από το νόμο ή το καταστατικό. Το ποσό αυτό του μετοχικού κεφαλαίου μειώνεται κατά το ποσό που δεν έχει ακόμη κληθεί να καταβληθεί.

Ακόμη, βάσει της παρ.2 του άρθρου 44 Ν. 2190/1920 το ποσό που διανέμεται στους μετόχους δεν μπορεί να υπερβαίνει το ποσό των αποτελεσμάτων της τελευταίας χρήσης που έληξε προσαυξημένο με τα κέρδη που προέρχονται από προηγούμενες χρήσεις και τα αποθεματικά για τα οποία επιτρέπεται και αποφασίστηκε από τη Γενική Συνέλευση η διανομή τους και μειωμένο κατά το ποσό των ζημιών προηγούμενων χρήσεων τα ποσά που επιβάλλεται να διατεθούν για το σχηματισμό αποθεματικών σύμφωνα με το νόμο και το καταστατικό.

Γενικά, οι τέσσερις συστημικές τράπεζες είχαν να πληρώσουν μερίσματα από το 2008. Η χρηματοπιστωτική κρίση και η δημοσιονομική κρίση οδήγησαν τις τράπεζες σε αδιέξοδο. Το μικρό μέρισμα που άρχισαν να πληρώνουν από το 2015 είχε περισσότερο συμβολικό παρά ουσιαστικό χαρακτήρα. Τα έτη 2014 έως 2017 η Γενική Συνέλευση και το ΔΣ των τεσσάρων συστημικών τραπεζών και με βάση τα άρθρα 1 και 2 του Ν. 2190/1920 αποφάσισαν τη μη διανομή μερίσματος.

Κεφάλαιο 5

Συμπεράσματα και προτάσεις για το μέλλον

Σκοπός της παρούσας μελέτης ήταν να εξετάσει την κεφαλαιακή διάρθρωση και τη διανομή των κερδών των τεσσάρων ελληνικών τραπεζών την περίοδο 2014-2017. Όσον αφορά την κεφαλαιακή διάρθρωση, οι παράγοντες που την επηρεάζουν στις συστημικές τράπεζες είναι η φορολογία, το μέγεθος, η κερδοφορία, το ποσοστό των μη εξυπηρετούμενων δανείων, ο κλάδος, τα κόστη χρηματοοικονομικής δυσπραγίας και τα κόστη αντιπροσώπευσης. Από τα αποτελέσματα της έρευνας προκύπτει ότι όσον αφορά την κεφαλαιακή διάρθρωση οι τέσσερις συστημικές τράπεζες την εξεταζόμενη περίοδο παρουσίασαν αύξηση των δεικτών κεφαλαιακής επάρκειας. Αυτό ήταν αποτέλεσμα των πολιτικών που ακολούθησαν για την πώληση των μη εξυπηρετούμενων δανείων και τη μείωσή τους με αποτέλεσμα τη μείωση των κεφαλαιακών τους υποχρεώσεων.

Σχετικά με τις θεωρίες της μερισματικής πολιτικής ταξινομούνται σε εκείνες που υποστηρίζουν πως η μερισματική πολιτική δεν επηρεάζει την αξία της επιχείρησης και σε εκείνες που υποστηρίζουν πως υφίσταται κάποια άριστη μερισματική πολιτική και πως τα μερίσματα είναι σημαντικά μιας και μεταφέρουν πληροφορίες. Αναφορικά με τη διανομή των κερδών, το μέρισμα αποτελεί το ποσό που πληρώνουν οι τράπεζες εξαρτάται από τα κέρδη που πέτυχαν. Ωστόσο, για την εξεταζόμενη περίοδο 2014 έως 2017 οι τέσσερις συστημικές τράπεζες είχαν ζημιές, με αποτέλεσμα να μη μοιράσουν μέρισμα, σύμφωνα με την ισχύουσα νομοθεσία. Επειδή δε διένειμαν μέρισμα δεν μπορεί να ειπωθεί πιο μοντέλο μερισματικής πολιτικής ακολουθεί η κάθε τράπεζα.

Η κεφαλαιακή διάρθρωση και η μερισματική πολιτική είναι αποφάσεις που συνδέονται μιας και μεταφέρουν πληροφορίες στους εξωτερικούς χρήστες, επηρεάζουν τις σχέσεις της αντιπροσώπευσης ανάμεσα στους μετόχους και τη διοίκηση, οι αποφάσεις που τις αφορούν δε λαμβάνονται ανεξάρτητα και επηρεάζονται από κοινούς παράγοντες. Και οι δύο επηρεάζονται από την εταιρική διακυβέρνηση που ακολουθεί η τράπεζα μιας και η συγκέντρωση της ιδιοκτησίας επηρεάζει τις αποφάσεις αναφορικά με τη διανομή του μερίσματος.

Μελλοντικά θα ήταν ενδιαφέρον να γίνει μια αντίστοιχη έρευνα σε δείγμα ευρωπαϊκών τραπεζών (π.χ.10) για το διάστημα 2008-2017 με στόχο τη συσχέτιση της κερδοφορίας τους και της κεφαλαικής τους διάθρωσης. Η συλλογή στοιχείων από ένα τέτοιο δείγμα για διάστημα 10ετίας θα έδινε πολύ μεγαλύτερη εγκυρότητα και αξιοπιστία στην έρευνα και θα βοηθούσε να κατανοήσουμε καλύτερα τη σχέση μεταξύ κεφαλαιακής διάθρωσης και κερδοφορίας σε έναν από τους πιο νευραλγικούς τομείς της οικονομίας.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

ΕΛΛΗΝΙΚΗ

Επιτροπή Αλήθειας για το Χρέος Ελληνικό Κοινοβούλιο. (2015). Επιτροπή Αλήθειας για το Δημόσιο Χρέος. Ανακτήθηκε από το <http://cadt.m.org/IMG/pdf/Report.pdf>

Ναυτεμπορική (2018) Ποια είναι τα επόμενα βήματα των 4 συστημικών τραπεζών, Αντλήθηκε από: <https://m.naftemporiki.gr/story/1347679/poia-einai-ta-epomena-bimata-ton-4-sustimikon-trapezon> (Πρόσβαση 18/5/2019)

Τράπεζα της Ελλάδος. (2014). *Το Χρονικό της Μεγάλης Κρίσης*, Η Τράπεζα της Ελλάδος 2008 - 2013. Ανακτήθηκε από το [http://www.bankofgreece.gr/BogEkdoseis/Το Χρονικό της Μεγάλης Κρίσης.pdf](http://www.bankofgreece.gr/BogEkdoseis/To%20Χρονικό%20της%20Μεγάλης%20Κρίσης.pdf)

ΞΕΝΟΓΛΩΣΣΗ

Abeywardhana DKY (2017) Capital structure theory: An overview. *Accounting and Finance Research*, 6: 133.

Al-Najar, B. (2011).The inter-relationship between capital structure and dividend policy: empirical evidence from Jordanian data, *International Review of Applied Economics*, Taylor & Francis Journals, 25(2), 209-224

Bailsford, T.J., Oliver, B.R. and Pua, S.L. (2002). On the relation between ownership structure and capital structure, *Accounting and Finance*, 42(1), 1-26

Baker, M. and Wurgler, J (2002). Market timing and Capital Structure, *Journal of Finance*, 57(1), 158-162

- Barclay, M. and Smith, C. (1999). The capital structure puzzle: another look at the evidence, *The Capital Structure Puzzle: Another Look at the Evidence*, *Journal of Applied Corporate Finance* 12(1), 8-20
- Barton, S. and Gordon, P.J. (1988). Corporate strategy and capital structure, *Strategic Management Journal*, 9(6), 101-128
- Baxter, N. (1967). Leverage, risk of ruin and the cost of capital, *Journal of Finance*, 22(3), 395-408
- Bennett, M. and Donnelly, R. (1993). The determinants of capital structure: some UK evidence. *British Accounting Review*. 25(1), 43-59.
- Berger, P. G., E. Ofek, and D.L.Yermack, (1997). Managerial Entrenchment and Capital Structure Decisions. *Journal of Finance*, 52:4, 1411-1438
- Bershidsky, L. (2015). How Greece's Bank Bailout Benefited Greeks - Bloomberg View. Αντλήθηκε από: <http://www.bloombergvie.com/articles/2015-07-07/how-greece-s-bank-bailout-benefited-greeks> (Πρόσβαση 15/5/2019)
- Besley, S. and Brigham, E.F. (2008). *Principles of Finance*, 4th edition, Natorp Boulevard: South-Western Cengage Learning
- Bessler, W., Drobetz, W. and Gruninger, M.C. (2011). Information Asymmetry and Financing Decisions, *International Review of Finance*, 11(1), 453-467
- Booth, L., et al. (2001) Capital Structures in Developing Countries. *The Journal of Finance*, 56, 87-130
- Boyle, G. and Eckhold, K. (1997). Capital structure choice an financial market liberalization, *Applied Financial Economics*, 7(4), 427-437
- Brennan, M. and Schwartz, E.S. (1978). Corporate Income Taxes, Valuation, and the Problem of Optimal Capital Structure, *The Journal of Business*, 51(1), 103-14

- Bradley, M., Gregg, A., Jarrell, E. and Kim, H. (1984). On the existence of an optimal capital structure: theory and evidence, *The Journal of Finance*, 39(3), 857-878
- Brounen, D. and Eichholtz, P. M. A. (2001). Capital structure theory: evidence from European property companies. *Real Estate Economics*, 29(4), 615-632.
- Brounen, D., Jong, A. and Koedijk, K. (2006). Capital structure policies in Europe: Survey evidence, *Journal of Banking & Finance*, 30 (5), 1409-1442
- Chakraborty, I (2010). Capital structure in an emerging stock market: The case of India, *Research in International Business and Finance*, 24(3), 295-314
- Chen, J. J. (2004). Determinants of capital structure of Chineselisted companies. *Journal of Business Research*. 57(12), 1341- 1351
- CEPS. (2016). European Bank Resolution: Making it work! Αντλήθηκε από: <https://www.ceps.eu/publications/european-bank-resolution-making-it-work> (Πρόσβαση 17/5/2019)
- DeAngelo, H. and Masulis, R.W., (1980). Optimal Capital Structure Under Corporate and Personal Taxation, *Journal of Financial Economics*, 8(1), 3-27
- Delcours, N., (2007). The determinants of capital structure in transitional economies, *International Review of Economics & Finance*, Elsevier, vol. 16(3), 400-417
- Deesomsak, R., Paudyal, K. and Pescetto, G. (2004). The determinants of capital structure: evidence from the Asia Pacific region. *Journal of Multinational Financial Management*, 14(4), 387-405
- Demirguc-Kunt, A. and Maksimovic, V. (1998). Law, Finance, and Firm Growth, *Journal of Finance*, 53(6), 2107-2137
- Drobtz, W. and Wanzenried, G. (2006). What determines the speed of adjustment to the target capital structure?, *Applied Financial Economics*, 16(13), 941-958
- Eriotis, N. and Vasiliou, D. (2007). How firm characteristics affect capital structure: An empirical study, *Managerial Finance*, 33(5), 321-331

- Fan, J. P.H., Rui, M., Mengxin, O.Z. (2008). Public governance and corporate finance: evidence from corruption cases. *Journal of Comparative Economics* 36, 343–364.
- Graham, J.R. and Harvey, C.R. (2001), The theory and practice of corporate finance: evidence from the field, *Journal of Financial Economics*, 60, 187-243
- IMF. (2012). Greece: Request for Extended Arrangement Under the Extended Fund Facility, IMF Country Report No. 12/57. Αντλήθηκε από: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2012/cr1257.pdf>
- European Commission. (2015). Greece Memorandum of Understanding for a three-year ESM programme. Retrieved from http://ec.europa.eu/economy_finance/assistance_eu_ms/greek_loan_facility/pdf/01_mou_20150811_en.pdf
- Fama, E.F. and Jensen, M. (1983). Separation of ownership and control, *Journal of Law and Economics*, 26(2), 301-25
- Fama, E.F. and French, K.R. (1998). Value versus Growth: The international evidence, *Journal Article*, 53(6), 1975-1999
- Flannery, M. and Rangan, K.P. (2006). Partial adjustment toward target capital structures, *Journal of Financial Economics*, 79(3), 469-506
- Frank, M. Z. and Goyal, V.K. (2003). Testing the pecking order theory of capital structure, *Journal of Financial Economics*, 2(3), 217-248
- Gordon, M.J. (1963). Optimal investment and financing policy, *Journal of Finance*, 18(2), 264-272
- Graham, J. and Campbel, H. (2001). The theory and practice of corporate finance: evidence from the field, *Journal of Financial Economics*, 60(2-3), 187-243
- Gupta, M. (1969). The Effect of Size, Growth, and Industry on the Financial Structure of Manufacturing Companies, *Journal of Finance*, 24(3), 517-29

Gwatidzo, T., and Ojah, K. (2009). Corporate capital structure determinants: Evidence from five African countries. *African Finance Journal*, 11:1–23.

Helwege, J. and Liang, N. (1996). Is there a pecking order? Evidence from a panel of IPO firms, *Journal of Financial Economics*, 40(3), 429-458

Hirshleifer, J. (1966). Investment Decision under uncertainty: applications of the state-preference approach, *The Quarterly Journal of Economics*, 80(2), 252–277

Homaifar, G., Zietz, J, and Benkato, O.M. (1994). An empirical model of capital structure: some new evidence, *Journal of Business Finance and Accounting*, 21(1): 1-14

Huang, G. and Song, F.M. (2006). The determinants of capital structure: Evidence from China, *China Economic Review*. 17(1), 14-36

IMF. (2012). Greece: Request for Extended Arrangement Under the Extended Fund Facility, IMF Country Report No. 12/57. Αντλήθηκε από: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2012/cr1257.pdf> (Πρόσβαση 15/5/2019)

Jensen, M. C. (1986). Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers. *AEA Papers and Proceedings*, 76 (2): 323–329.

Jensen, M. and Meckling, W.H. (1976). Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure, *Journal of Financial Economics*, 3(1), 305-360

Jensen, G., Solberg, D. and Zorn, T. (1992). Simultaneous Determination of Insider Ownership, Debt, and Dividend Policies. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 27: 247–263.

Johnson, S. (1997). An Empirical Analysis of the Determinants of Corporate Debt Ownership Structure, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 32(1), 47-69

- Johnson, K. and Williams, J. (1985). Dividends, Dilution and Taxes, *Journal of Finance*, 4(2), 1053-1070
- 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), 1954-1969
- Kester, C.W., (1996). Capital and Ownership Structure: A Comparison of United States and Japanese Manufacturing Corporations. *Financial Management*, 5-16
- Kim, H. E. (1978). A Mean-Variance Theory of Optimal Capital Structure and Corporate Debt Capacity, *Journal of Finance*, 33(1), 45-63
- Kraus, A. and Litzenberger, R.H. (1973). A state-preference model of optimal financial leverage, *Journal of Finance*, 911-22
- La Porta, R., Lopez de Silanes, F. and Shleifer, A. (1998). Corporate ownership around the world, *Harvard Institute of Economic Research Paper*, No1980
- Leary, M.T. and Roberts, M. (2010). The pecking order, debt capacity, and information asymmetry, *Journal of Financial Economics*, 95(3), 332-355
- Lintner, J. (1962) Dividends, Earnings, Leverage, Stock Prices and the Supply of Capital to Corporations. *The Review of Economics and Statistics*, 44, 243-269.
- MacKie-Mason (1990). Do taxes affect corporate financing decisions? *Journal of Finance*, 45(5), 1471-1493
- Marsh, P. (1982). The choice between equity and debt: an empirical study, *Journal of Finance*, 37(1), 121-44
- Miller, M.H. (1988). The Modigliani-Miller Propositions after Thirty Years, *Journal of Economic perspectives*, 2(4), 99-120

Modigliani, F., and M.H. Miller, (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *American Economic Review*, XLVIII:3, 261-297.

Modigliani, F., and M.H. Miller, (1963). Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction. *American Economic Review*, 53:3, 433-443.

Myers, S. C. (2001). Capital Structure, *Journal of economic perspectives*, 81-102

Myers, S. and Majluf, N.S. (1984) Corporate financing and investment decisions when firms have, *Journal of Financial Economics*, 13(2), 187-221

Mutenheri, E. and Mnangagwa, C. (2015). The determinants of capital structure in Zimbabwe during the Multicurrency regime, *Research Journal of Finance and Accounting*, 6(19), 104-108

Negash, M. (2002). Corporate tax and capital structure: some evidence and implications, *Investment Analysts Journal* 31 (56), 17-27

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

Ozkan, A. (2001). Determinants of Capital Structure and Adjustment to Long Run Target: Evidence From UK Company Panel Data, *Journal of Business Finance & Accounting*, 28 (1-2), 175-198

Pandley, I.M. (2009). Theories of capital structure: evidence from an emerging market, *Studies in Economics and Finance*, December

Rajan, R.G., and L. Zingales, (1995). What Do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data. *Journal of Finance*, 50:5, 1421-1460.

Ross, S. (1977). The RAND Corporation, The determination of Financial Structure: the Incentive- Signalling Approach, *The Bell Journal of Economics*, 8(1), 23-40

Saeed, M.M., Gull, A.A. and Rasheed, M.Y. (2014) Impact of Capital Structure on Banking Performance (A Case Study of Pakistan). *Institute of Interdisciplinary Business Research* 4: 393-403.

Sandbu, M. (2015). *Europe's Orphan: The Future of the Euro and the Politics of Debt*. London: Princeton University Press.

Seifert, B. and Gonenc, H. (2010). Pecking Order Behavior in Emerging Markets. *Journal of international financial management & accounting*, 21(1), 1-31.

Sheikh, N.A. and Wang, Z., (2012). Effects of corporate governance on capital structure: empirical evidence from Pakistan, *Corporate Governance: The international journal of business in society*, 2(5),629-641

Solomon, E. (1963). Leverage and the cost of capital, *Journal of Finance*, 18(2), 273-285

Stiglitz, J., (1972). Some Aspects of the Pure Theory of Corporate Finance: Bankruptcies and Take-Overs, *Bell Journal of Economics*, 3(2), 458-482

Strebulaev, I (2007). Do Tests of capital structure theory mean what they say?, *Journal of Finance*, 62(4), 62-57

Shyam-Sunder, L. and Myers, S. (1999). Testing static tradeoff against pecking order models of capital structure, *Journal of Financial Economics*, 51(2), 219-244

Thies, C.F., and M.S. Klock, (1992). Determinants of Capital Structure. *Review of Financial Economics*, 1(2), 40-53

Titman, S., and Wessels, R. (1988). The Determinants of Capital Structure Choice. *The Journal of Finance*, XLIII: 1, 1-19

Turnbull, S.M. (1979) Debt Capacity, *Journal of Finance*, 34(4), 931-40

Wald, J. K. (1999). How firm characteristics affect capital structure: An international comparison. *Journal of Financial Research*, 22(2), 161–187.

ΙΣΤΟΣΕΛΙΔΕΣ

Τράπεζα της Ελλάδος (2017), Έκθεση Διοικητή 2017, διαθέσιμο στη σελ.
<https://www.bankofgreece.gr/BogEkdoseis/ekthdkth2017.pdf>

Τράπεζα της Ελλάδος (2017), Έκθεση Διοικητή 2015, διαθέσιμο στη σελ.
<https://www.bankofgreece.gr/BogEkdoseis/ekthdkth2015.pdf>