



**ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ
Μ.Π.Σ. ΣΤΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ
ΑΝΑΛΥΣΗ ΓΙΑ ΣΤΕΛΕΧΗ**

**Η ΕΠΙΠΤΩΣΗ ΤΗΣ ΔΑΝΕΙΑΚΗΣ ΜΟΧΛΕΥΣΗΣ, ΤΩΝ
ΕΥΚΑΙΡΙΩΝ ΑΝΑΠΤΥΞΗΣ, ΤΟΥ ΜΕΓΕΘΟΥΣ ΤΗΣ
ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ ΚΑΙ ΤΗΣ ΠΑΡΑΓΩΓΙΚΟΤΗΤΑΣ ΣΤΗΝ ΑΞΙΑ
ΤΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ.**

Τριμερίτη Κασσιανή

Επιβλέπων Καθηγητής: Νικόλαος Απέργης

ΠΕΙΡΑΙΑΣ 2008

Η ΕΠΙΠΤΩΣΗ ΤΗΣ ΔΑΝΕΙΑΚΗΣ ΜΟΧΛΕΥΣΗΣ, ΤΩΝ ΕΥΚΑΙΡΙΩΝ ΑΝΑΠΤΥΞΗΣ, ΤΟΥ
ΜΕΓΕΘΟΥΣ ΤΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ ΚΑΙ ΤΗΣ ΠΑΡΑΓΩΓΙΚΟΤΗΤΑΣ ΣΤΗΝ ΑΞΙΑ ΤΗΣ
ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ.

Περιεχόμενα

I. Εισαγωγή	σελ. 2
II. Θεωρητική Προσέγγιση.....	σελ. 4
1. Πρόταση I (1958) και Πρόταση II (1963) από τους Miller και Modigliani και Πρόταση III (1977) του Miller.....	σελ. 4
2. Εξισορροπητικό Υπόδειγμα (Trade – Off Model).....	σελ. 7
3. Κοινωνική Ιεραρχία της Χρηματοδότησης (Pecking Order Theory).....	σελ. 8
4. Η θεωρία της Ασύμμετρης Πληροφόρησης (Asymmetric Information Theory).....	σελ. 9
5. Η θεωρία Σήματος (Signaling Theory).....	σελ. 9
6. Tobin’s q Model.....	σελ. 10
III. Βιβλιογραφία – Έρευνα	σελ. 12
IV. Στόχος, Υπόδειγμα και Μεταβλητές.....	σελ. 20
V. Εμπειρική Ανάλυση και Δεδομένα.....	σελ. 25
1. Εμπειρική Ανάλυση.....	σελ. 26
1.1. Ηνωμένες Πολιτείες Αμερικής.....	σελ. 26
1.2. Ηνωμένο Βασίλειο.....	σελ. 28
1.3. Ιαπωνία.....	σελ. 29
2. Δεδομένα – Μέθοδος	σελ. 30
3. Περιγραφική Στατιστική.....	σελ. 32
3.1. Ηνωμένες Πολιτείες Αμερικής.....	σελ. 32
3.2. Ηνωμένο Βασίλειο.....	σελ. 34
3.3. Ιαπωνία.....	σελ. 37
VI. Εμπειρικά Αποτελέσματα.....	σελ. 40
1. Ηνωμένες Πολιτείες Αμερικής.....	σελ. 40
2. Ηνωμένο Βασίλειο.....	σελ. 42
3. Ιαπωνία.....	σελ. 43
VII. Συμπεράσματα – Επιδράσεις.....	σελ. 45
Βιβλιογραφία.....	Σελ. 47

I. ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Η κεφαλαιακή διάρθρωση μιας επιχείρησης αποτελεί ένα από τα σημαντικότερα και ταυτόχρονα πολυπλοκότερα θέματα της σύγχρονης Χρηματοοικονομικής Ανάλυσης. Εάν θέλαμε να δώσουμε ένα ορισμό της κεφαλαιακής διάρθρωσης μιας επιχείρησης, θα μπορούσαμε να πούμε ότι αποτελεί τον τρόπο χρηματοδότησης της επιχείρησης. Αυτή η χρηματοδότηση μπορεί να γίνει με δυο τρόπους: είτε με εσωτερικές πηγές χρηματοδότησης π.χ. παρακρατηθέντα κέρδη, αποσβέσεις κ.α., είτε με εξωτερικές πηγές χρηματοδότησης π.χ. έκδοση ομολογιών (Bonds), τραπεζικά δάνεια (Notes), αύξηση μετοχικού κεφαλαίου (I.P.O.), παραστατικά απόκτησης μετοχών (warrants). Είναι γεγονός ότι η βέλτιστη κεφαλαιακή διάρθρωση δεν έχει ακόμη ορισθεί, αν και η πραγματοποιηθείσα έρευνα που έχει παρουσιαστεί μέχρι σήμερα, έχει οδηγήσει σε σημαντικά συμπεράσματα σε σχέση με τους παράγοντες που επηρεάζουν την κεφαλαιακή διάρθρωση.

Η θεωρία της κεφαλαιακής διάρθρωσης έχει ως σκοπό την εύρεση του άριστου συνδυασμού των πηγών χρηματοδότησης, ο οποίος να μεγιστοποιεί την τιμή της κοινής μετοχής και κατά συνέπεια και την συνολική αξία μιας εταιρίας. Πολλές είναι οι θεωρίες που προσπαθούν να εξηγήσουν την επιλογή μεταξύ των μορφών χρηματοδότησης, το λεγόμενο **“capital structure puzzle”**. Μέσα στα πλαίσια της θεωρίας της κεφαλαιακής διάρθρωσης, σημαντικό ρόλο καταλαμβάνει η έννοια της χρηματοοικονομικής μόχλευσης (leverage), της οποίας η επίδραση είναι πάρα πολύ σημαντική τόσο για την απόδοση όσο και για τον επιχειρηματικό κίνδυνο τον οποίο μια εταιρεία αναλαμβάνει.

Με τον όρο χρηματοοικονομική μόχλευση εννοείται η διαδικασία ανάληψης χρέους με σκοπό τη συνέχιση ή διεύρυνση μιας επιχειρηματικής δραστηριότητας. Μια εταιρεία θεωρείται ότι κάνει ιδιαίτερη χρήση της χρηματοοικονομικής μόχλευσης εάν στηρίζεται σε μεγάλο βαθμό σε χρηματοδότηση μέσω χρέους σε σχέση με την χρηματοδότηση μέσω έκδοσης μετοχών (equity). Στις εταιρείες, η μόχλευση εκτιμάται με τον λόγο του χρέους προς τα ίδια κεφάλαια, ο οποίος υπολογίζεται διαιρώντας το μακροπρόθεσμο χρέος με τα ίδια κεφάλαια. Όσο περισσότερο μακροπρόθεσμο είναι το χρέος, τόσο μεγαλύτερη είναι η χρηματοοικονομική μόχλευση και τόσο υψηλότερος είναι ο κίνδυνος πτώχευσης της εταιρίας.

Στην παρούσα εργασία θα εξετάσουμε το θέμα της επίπτωσης της δανειακής μόχλευσης στην αξία των επιχειρήσεων. Συγκεκριμένα θα δούμε τον τρόπο που η μόχλευση επηρεάζει την ανάπτυξη της επιχείρησης, σε σχέση με την απόδοση που αυτή έχει μέσω του μοντέλου Tobin's q καθώς και σε συνάρτηση με το μέγεθος της επιχείρησης.

Στο δεύτερο μέρος αναλύονται οι βασικές θεωρίες της κεφαλαιακής διάρθρωσης των επιχειρήσεων καθώς και η οικονομική εξήγηση και χρησιμότητα του μοντέλου Tobin's q ενώ στη συνέχεια περιγράφονται τα ευρήματα ερευνών που έχουν γίνει μέχρι σήμερα σε σχέση με τη δανειακή μόχλευση, την ανάπτυξη, το μέγεθος της επιχείρησης και την παραγωγικότητα. Επίσης, υπάρχει εκτενής συζήτηση και ανάλυση του τρόπου επίδρασης αυτών των μεταβλητών στην οικονομική κατάσταση και στην αξία της επιχείρησης, σύμφωνα με την υπάρχουσα βιβλιογραφία και θεωρητική έρευνα.

Στο τέταρτο μέρος περιγράφεται αναλυτικά ο στόχος της παρούσας έρευνας και περιγράφεται τόσο το υπόδειγμα που θα χρησιμοποιηθεί για την εμπειρική ανάλυση των δεδομένων όσο και οι μεταβλητές αυτού. Επιπλέον, διατυπώνονται οι υποθέσεις που χρησιμοποιούνται και οι αναμενόμενες θεωρητικές σχέσεις ανάμεσα στις μεταβλητές, οι οποίες έχουν διεξοδικά αναλυθεί στο προηγούμενο κεφάλαιο και τις οποίες καλείται η μελέτη αυτή να επιβεβαιώσει ή να ανατρέψει.

Στη συνέχεια αναφέρονται εμπειρικά στοιχεία σε σχέση με την υπάρχουσα κατάσταση που επικρατεί στις τρεις υπό εξέταση χώρες – Ηνωμένες Πολιτείες της Αμερικής, Ηνωμένο Βασίλειο και Ιαπωνία – όσον αφορά την δανειακή μόχλευση. Η εμπειρική αυτή ανάλυση δίνει μια σαφή εικόνα σε σχέση με τον τρόπο που αντιμετωπίζεται η δανειακή μόχλευση από τις επιχειρήσεις στα τρία αυτά διαφορετικά οικονομικά περιβάλλοντα. Στη συνέχεια του κεφαλαίου δίνονται ακριβείς πληροφορίες και περιγράφονται διεξοδικά τα δεδομένα που χρησιμοποιήθηκαν, όπως και με ποια μέθοδο αυτά αναλύθηκαν και αξιολογήθηκαν.

Στο έκτο κεφάλαιο περιγράφονται και αναλύονται τα οικονομετρικά αποτελέσματα της μελέτης για την σχέση που υπάρχει ανάμεσα στις υπό εξέταση μεταβλητές και την αξία της επιχείρησης και για τις τρεις χώρες της έρευνας. Τέλος, η έρευνα αυτή κλείνει με την διατύπωση συμπερασμάτων και συνεπειών από όλη την προηγούμενη συζήτηση και περιγραφή θεωριών και εμπειρικών δεδομένων.

II. ΘΕΩΡΗΤΙΚΗ ΠΡΟΣΕΓΓΙΣΗ

Σύμφωνα με τις έρευνες που έχουν πραγματοποιηθεί κατά τις τελευταίες δεκαετίες όσον αφορά την κεφαλαιακή διάρθρωση των επιχειρήσεων, έχουν εξαχθεί διάφορα συμπεράσματα σχετικά με τους παράγοντες που επηρεάζουν την κεφαλαιακή διάρθρωση. Ωστόσο, δεν έχει εξαχθεί κάποιο ασφαλές συμπέρασμα όσον αφορά το πόσο πρέπει να δανειζεται μία επιχείρηση. Παρόλη την διερεύνηση του θέματος για την άριστη αναλογία δανεισμού και ιδίων κεφαλαίων, δεν έχει υπάρξει μια γενικευμένη θεωρία σε παγκόσμιο επίπεδο που να υπαγορεύει την ακριβή αναλογία αυτής. Αντιθέτως, υπάρχουν πολλές διαφορετικές προσεγγίσεις που δίνουν απάντηση στο ερώτημα αυτό, κάνοντας, όμως, συγκεκριμένες υποθέσεις που σε κάποιες περιπτώσεις είναι εξωπραγματικές.

Η βασική θεωρία για την άριστη κεφαλαιακή διάρθρωση έγινε από τους Modigliani – Miller. Βασιζόμενοι στα ευρήματα αυτής της πρωτοποριακής έρευνας για τα δεδομένα της εποχής, και άλλοι επιστήμονες επέκτειναν την ανάλυση και προσπάθησαν να ανακαλύψουν διαφορετικούς μηχανισμούς και σχέσεις σε πάνω σε αυτό το αντικείμενο. Έτσι, σημαντικές θεωρίες που θα αναλυθούν παρακάτω είναι το Εξισορροπητικό Υπόδειγμα (Trade – Off Model) , η Κοινωνική Ιεραρχία της Χρηματοδότησης (Pecking Order Theory), η θεωρία της Ασύμμετρης Πληροφόρησης (Asymmetric Information Theory), η θεωρία Σήματος (Signaling Theory) όπως και η θεωρία σχετικά με την απόδοση της επιχείρησης, μέσω του μοντέλου Tobin's q.

1. Πρόταση I (1958) και Πρόταση II (1963) από τους Miller και Modigliani και Πρόταση III (1977) του Miller.

Μία βασική θεωρητική προσέγγιση της κεφαλαιακής διάρθρωσης έχει πραγματοποιηθεί από τους Miller και Modigliani, οι οποίοι με τις εργασίες που δημοσίευσαν επηρέασαν τον τρόπο με τον οποίο οι άνθρωποι σκέφτονταν την χρηματοδοτική μόχλευση μέχρι τότε. Η έρευνα και τα συμπεράσματά τους βασίζονται σε μια σειρά από περιοριστικές υποθέσεις:

- α. Οι επιχειρήσεις μπορούν να ομαδοποιηθούν σε κατηγορίες ως προς τον επιχειρηματικό κίνδυνο, άρα προϋποθέτουν την λειτουργία των επιχειρήσεων σε καθεστώς Τέλειας Αγοράς.
- β. Όλοι οι επενδυτές έχουν τις ίδιες εκτιμήσεις για τα κέρδη των επιχειρήσεων.
- γ. Δεν υπάρχουν έξοδα συναλλαγών, ούτε και έξοδα αντιπροσώπευσης.
- δ. Ο δανεισμός δεν έχει κίνδυνο, δηλαδή και οι επιχειρήσεις και οι ιδιώτες μπορούν να δανειστούν απεριόριστα ποσά στο ίδιο επιτόκιο άνευ κινδύνου.

ε. Όλες οι δανειακές ροές είναι στο διηνεκές (perpetuities), πράγμα που σημαίνει ότι ο δανεισμός εκδίδεται στο διηνεκές, άρα οι επιχειρήσεις διαχρονικά έχουν μηδενική ανάπτυξη και τα αναμενόμενα κέρδη προ φόρων και τόκων είναι σταθερά διαχρονικά.

στ. Στην Πρόταση I, κύρια υπόθεση είναι η απουσία φορολογίας, ενώ στην εργασία που ακολούθησε την έλαβαν υπόψη τους.

Ειδικότερα, σύμφωνα με την Πρόταση I των Miller και Modigliani (Net Operating Income Approach – 1958), ανεξαρτήτως της επιλογής μεταξύ των μορφών χρηματοδότησης, η αξία μιας εταιρίας είναι περιορισμένη και παραμένει σταθερή, δηλαδή η σύνθεση της χρηματοδότησης της επιχείρησης δεν επηρεάζει την αγοραία αξία της επιχείρησης. Ως εκ τούτου, δεν υπάρχει τέλειος συνδυασμός δανείων και ιδίων κεφαλαίων αφού είναι αδιάφορη η κεφαλαιακή διάρθρωση που θα έχει η εταιρεία. Σύμφωνα με την Πρόταση I, η αξία της επιχείρησης προσδιορίζεται από τα πραγματικά περιουσιακά της στοιχεία και όχι από τις μετοχές που εκδίδει.

Με την Πρόταση II των Miller και Modigliani (Net Income Approach – 1963), η οποία είναι αποτέλεσμα της Πρότασης I, λαμβάνεται υπόψη η φορολογία των επιχειρήσεων και υποστηρίζεται ότι η απαιτούμενη απόδοση των Ιδίων Κεφαλαίων αυξάνεται ανάλογα με την αύξηση του δανεισμού έτσι ώστε να μην μεταβάλλεται το Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίου (Weighted Average Cost of Capital – WACC). Οι νόμοι για την φορολογία των επιχειρήσεων ευνοούν την χρηματοδότησή τους με δανεισμό έναντι της χρηματοδότησης με ίδια κεφάλαια και με αυτό τον τρόπο τα οφέλη της χρηματοδοτικής μόχλευσης υπερβαίνουν τους κινδύνους εφόσον περισσότερα κέρδη προ φόρων και τόκων πηγαίνουν στους επενδυτές και λιγότερα σε φόρους όταν χρησιμοποιείται μόχλευση. Άρα, υποστηρίζεται ότι οι επιχειρήσεις θα πρέπει να χρησιμοποιούν σχεδόν 100% τον δανεισμό ως τρόπο χρηματοδότησης, αφού ο κίνδυνος του κεφαλαίου αυξάνεται ανάλογα με τον δείκτη «Δάνεια / Ίδια Κεφάλαια», οδηγώντας έτσι σε μεγιστοποίηση της απαιτούμενης απόδοσης από τους επενδυτές.

Επιπρόσθετα, ο Miller δημοσίευσε μια τρίτη έρευνα το 1977, η οποία επεκτείνοντας τις προηγούμενες δύο προσέθεσε την υπόθεση για την ύπαρξη φορολογίας και για τις επιχειρήσεις αλλά και την ύπαρξη προσωπικής φορολογίας. Στα αποτελέσματα αυτής της τρίτης έρευνας, περιγράφεται ότι η προσωπική φορολογία μειώνει το πλεονέκτημα του επιχειρηματικού δανεισμού αφού από την μια πλευρά η επιχειρηματική φορολογία ευνοεί τη χρηματοδότηση με δανεισμό ενώ από την άλλη η προσωπική φορολογία ευνοεί την χρηματοδότηση με μετοχές. Οπότε, η χρησιμοποίηση χρηματοδότησης με δανεισμό εξακολουθεί να διατηρεί πλεονεκτήματα τα οποία όμως είναι λιγότερα από την περίπτωση της ύπαρξης μόνο φορολογίας επιχειρήσεων. Όμως, και σε αυτή την περίπτωση οι επιχειρήσεις θα πρέπει να συνεχίσουν να χρησιμοποιούν 100% δανεισμό.

Οι δύο Προτάσεις των Miller και Modigliani όπως και η τρίτη του Miller, ουσιαστικά υποστηρίζουν ότι η επιλογή συνδυασμού δανείων και ιδίων κεφαλαίων είναι ανεξάρτητη και δεν επηρεάζει την αξία της επιχείρησης, με αποτέλεσμα να υπάρχει πλήρης διαχωρισμός των επενδυτικών αποφάσεων από τις αποφάσεις χρηματοδότησης.

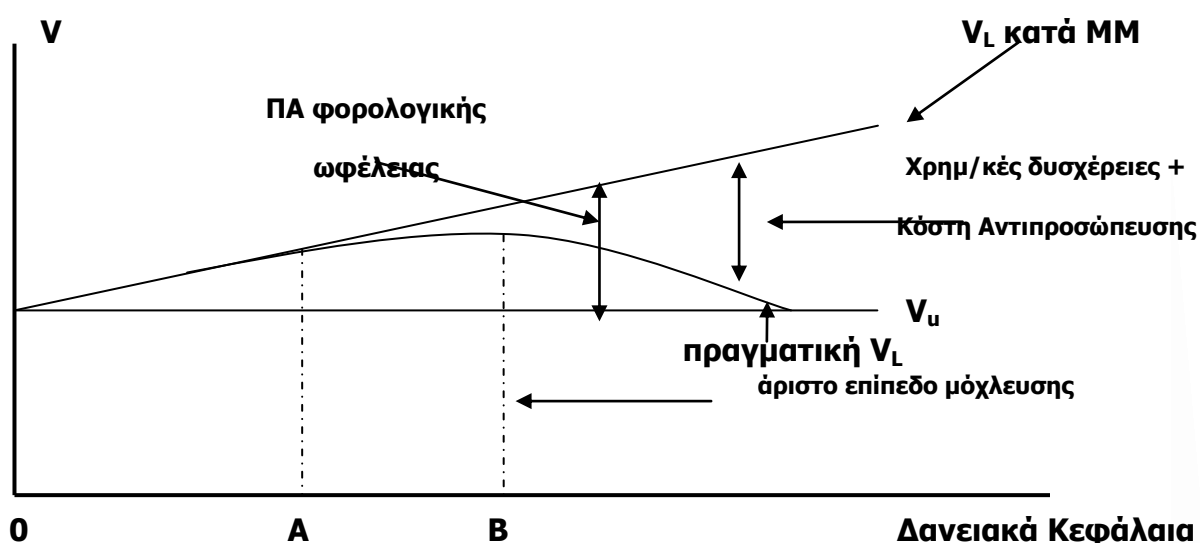
Η θεωρία που προηγήθηκε της θεωρίας των Miller και Modigliani ήταν η παραδοσιακή θεωρία, σύμφωνα με την οποία το κόστος κεφαλαίου τείνει να μειώνεται όσο αυξάνεται το επίπεδο του δανεισμού στην κεφαλαιακή διάρθρωση της επιχείρησης, αλλά το ίδιο αυξάνεται μόνο όταν ξεπερνάται ένα μη ανεκτό επίπεδο κινδύνου. Σύμφωνα λοιπόν με αυτή την πρόταση, το κόστος κεφαλαίου και το κόστος δανεισμού αυξάνουν σημαντικά. Ωστόσο, αυτή η θεωρία ισχύει και γίνεται αποδεκτή μόνο κάτω από την υπόθεση της ύπαρξης ατελειών στην αγορά.

Είναι γεγονός ότι η προσέγγιση των Miller και Modigliani από την στιγμή που υιοθετεί εξωπραγματικές και τόσο περιοριστικές υποθέσεις, καταλήγει σε συμπεράσματα τα οποία δεν ανταποκρίνονται στην πραγματικότητα. Υιοθετείται η υπόθεση της τέλει αγοράς, πράγμα που σημαίνει ότι υπάρχει τέλεια πληροφόρηση, δεν υπάρχουν φόροι, δεν υπάρχει κόστος μεταβιβάσεων, ενώ δεν υπάρχει και κόστος χρεοκοπίας. Στην πράξη, καθώς οι επιχειρήσεις χρησιμοποιούν όλο και περισσότερη χρηματοδότηση με δανεισμό, αντιμετωπίζουν μεγαλύτερη πιθανότητα μελλοντικών χρηματοδοτικών δυσκολιών πράγμα που συμβάλει στην πραγματοποίηση χαμηλότερων πωλήσεων, χαμηλότερων κερδών προ τόκων και φόρων, μείωση της τιμής των μετοχών και ομολογιών όπως και αύξηση του κόστους χρεοκοπίας. Επιπλέον, το κόστος αντιπροσώπευσης δηλαδή το κόστος άσκησης ελέγχου της συμπεριφοράς των διοικήσεων από τη δράση υπέρ ιδίου οφέλους από δανειστές και μετόχους, μειώνει επίσης την τιμή των μετοχών και των ομολογιών. Με άλλα λόγια, αφού οι χρηματοδοτικές δυσκολίες και το κόστος αντιπροσώπευσης αυξάνονται καθώς αυξάνεται και η χρηματοδοτική μόχλευση, αυτά τα κόστη μειώνουν την αξία της δανειακής χρηματοδότησης. Οι Modigliani και Miller αγνόησαν αυτά τα κόστη από την ανάλυσή τους, επομένως οι θεωρίες τους δείχνουν την αξία της επιχείρησης να αυξάνεται συνεχώς μαζί με την μόχλευση.

Όλα αυτά τα στοιχεία κάνουν φανερό ότι οι επιχειρήσεις είναι αδύνατο να ακολουθήσουν τις θεωρίες των Modigliani και Miller για χρηματοδότηση εξ'ολοκλήρου με δανεισμό. Αυτό, βέβαια, δεν μειώνει την αξία και την σπουδαιότητα αυτών των ερευνών. Οι μεταβολές που έφεραν στην χρηματοδοτική πολιτική των επιχειρήσεων είναι σπουδαίες και αυτό επιβεβαιώνεται από το γεγονός ότι μετά την δημοσίευση αυτών των εργασιών, οι δείκτες δανειακής επιβάρυνσης των επιχειρήσεων αυξήθηκαν.

2. Εξισορροπητικό Υπόδειγμα (Trade – Off Model).

Το εξισορροπητικό Υπόδειγμα υποστηρίζει ότι οι επιχειρήσεις μπορούν να επιτύχουν ένα βέλτιστο δείκτη δανειακής επιβάρυνσης, συγκρίνοντας τις θετικές και τις αρνητικές πλευρές του δανεισμού και ότι η κεφαλαιακή διάρθρωση βασίζεται στην ανταλλαγή (trade – off) μεταξύ φορολογικών ωφελειών και εξόδων χρεοκοπίας από δανεισμό. Η θετική πλευρά του δανεισμού είναι το γεγονός ότι οι τόκοι που πληρώνει η επιχείρηση στους πιστωτές εκπίπτουν από την φορολογία δηλαδή η κυβέρνηση επιδοτεί μέρος των πληρωμών προς τους πιστωτές. Από την άλλη πλευρά, η αρνητική πλευρά του δανεισμού είναι το κόστος όσον αφορά την πιθανότητα



$$V_L = V_U + \text{ΠΑ Φορολογικών Ωφελειών} - \text{ΠΑ Χρηματοοικονομικών Δυσχερειών} - \text{ΠΑ Κόστους Αντιπροσώπευσης}.$$

χρεωκοπίας και εμφάνισης χρηματοοικονομικών δυσκολιών. Σύμφωνα με την συγκεκριμένη θεωρία, η εταιρεία βρίσκει το σημείο ισορροπίας της θετικής και της αρνητικής πλευράς και καταλήγει στο βέλτιστο δείκτη δανειακής επιβάρυνσης. Κάθε εταιρεία με βάση τις ανάγκες, την στρατηγική αλλά και την οικονομική της κατάσταση διαμορφώνει τον δικό της βέλτιστο δείκτη δανειακής επιβάρυνσης. Ο βέλτιστος δείκτης δανειακής επιβάρυνσης θα είναι μία συνάρτηση του τύπου των περιουσιακών στοιχείων της εταιρείας και της ικανότητας της επιχείρησης να εκμεταλλεύεται την φορολογική ελάφρυνση που προκύπτει από το δανεισμό.

Έτσι, οι εταιρείες οι οποίες διαθέτουν υλικά και εύκολα μεταβιβάσιμα περιουσιακά στοιχεία, αναμένεται να έχουν υψηλότερη δανειακή επιβάρυνση. Τέτοιου είδους εταιρείες είναι οι αεροπορικές, οι εταιρείες λιανικών πωλήσεων και οι τράπεζες. Αντίθετα, εταιρείες οι

οποίες διαθέτουν πολλά άυλα περιουσιακά στοιχεία, τα οποία μπορούν να χάσουν την αξία τους σε περίπτωση χρηματοοικονομικών δυσκολιών, θα έχουν χαμηλή δανειακή επιβάρυνση. Τέτοιες εταιρείες είναι οι φαρμακευτικές, οι υψηλής τεχνολογίας και οι εταιρείες λογισμικού.

3. Κοινωνική Ιεραρχία της Χρηματοδότησης (Pecking Order Theory) – Donaldson (1961).

Η θεωρία της Κοινωνικής Ιεραρχίας της Χρηματοδότησης (Pecking Order Theory) βασίζεται σε εμπειρικά στοιχεία όσον αφορά τη συμπεριφορά της διοίκησης των επιχειρήσεων, σύμφωνα με την οποία υπάρχει μία ιεραρχία στις πηγές χρηματοδότησης της επιχείρησης. Πιο συγκεκριμένα, η πρώτη επιλογή είναι η χρηματοδότηση με εσωτερικά κεφάλαια, η αυτοχρηματοδότηση, όπως είναι τα παρακρατηθέντα κέρδη, η δεύτερη επιλογή είναι η εξωτερική χρηματοδότηση με δανεισμό, ενώ τελευταία επιλογή είναι η χρηματοδότηση με εξωτερικά κεφάλαια δηλαδή με έκδοση νέων κοινών μετοχών.

Οι επιχειρήσεις θεωρούν ως καλύτερη επιλογή την εσωτερική χρηματοδότηση, γιατί με αυτό τον τρόπο μπορούν να αντληθούν κεφάλαια χωρίς η επιχείρηση να στέλνει κάποιο μήνυμα στην αγορά. Επιπλέον, η αυτοχρηματοδότηση έχει το μικρότερο δυνατό κόστος από οποιαδήποτε άλλη επιλογή εξωτερικής χρηματοδότησης, αφού ο κίνδυνος είναι ο μικρότερος δυνατός.

Αν απαιτείται εξωτερικός δανεισμός δίνεται προτεραιότητα στην λήψη δανείου, στην συνέχεια στην έκδοση υβριδικών ομολόγων, όπως είναι τα μετατρέψιμα ομόλογα, και τελευταία επιλογή είναι η χρηματοδότηση με ίδια κεφάλαια, όπως είναι η έκδοση νέων μετοχών. Αυτό συμβαίνει διότι πηγαίνοντας από την πρώτη προς την τελευταία επιλογή, είναι πολύ πιο έντονα τα σήματα που δίνονται στην αγορά, σε σχέση με την ανάγκη χρηματοδότησης της επιχείρησης, γεγονός που δεν επιθυμούν οι διοικήσεις να συμβαίνει. Η συμπεριφορά αυτή ερμηνεύεται από την υπάρχουσα ασύμμετρη πληροφόρηση μεταξύ των διευθυντών και των μετόχων, καθώς λόγω της ασύμμετρης πληροφόρησης οι διοικήσεις προτιμούν την χρήση των αποθεματικών κεφαλαίων, ενώ δευτερευόντως προτιμάει το δανεισμό από την έκδοση κοινών μετοχών οι οποίες είναι πιθανό να είναι υποτιμημένες. Σύμφωνα με την "Pecking order theory", σε αντίθεση με την "Trade-off theory", δεν υπάρχει σαφώς καθορισμένος δείκτης δανειακής επιβάρυνσης.

4. Η θεωρία της Ασύμμετρης Πληροφόρησης (Asymmetric Information Theory) - Myers (1977).

Ο όρος “ασύμμετρη πληροφόρηση” αναφέρεται στο γεγονός ότι στην αγορά οι επενδυτές δεν έχουν όμοιες προσδοκίες, ούτε και ενεργούν με τον ίδιο τρόπο. Επιπλέον, τα στελέχη έχουν πρόσβαση σε περισσότερες πληροφορίες από τους επενδυτές, άρα έχουν καλύτερη πληροφόρηση, και άρα βρίσκονται σε πλεονεκτικότερη θέση. Επομένως, οι χρηματοδοτικές αποφάσεις μεταφράζονται από τους επενδυτές ως σήματα (signals) των προσδοκιών των στελεχών για το μέλλον. Ο Myers έκανε την υπόθεση ότι όλοι οι συμμετέχοντες έχουν ομοιογενείς προσδοκίες (homogeneous expectations) και πληροφόρηση μέσα στα πλαίσια της αγοράς.

Στην αντίθετη περίπτωση, η οποία και ισχύει, οι επενδυτές γνωρίζουν ότι τα στελέχη θα εκδώσουν κοινές μετοχές μόνο όταν δεν υπάρχει άλλη εναλλακτική λύση ή όταν οι μετοχές είναι υπερτιμημένες. Οι επενδυτές το γνωρίζουν αυτό, οπότε η διάθεση νέων μετοχών αντιμετωπίζεται από την αγορά σαν αρνητικό μήνυμα για τις μελλοντικές προοπτικές της, οπότε η τιμή της μετοχής πέφτει, άρα και η αξία της επιχείρησης.

Φυσικά τα στελέχη δεν επιθυμούν να συμβεί κάτι τέτοιο, οπότε οι επιχειρήσεις προσπαθούν και επιθυμούν να διατηρούν αχρησιμοποίητα περιθώρια δανεισμού παρά να προβούν στην ανακοίνωση έκδοσης νέων μετοχών.

5. Η θεωρία Σήματος (Signaling Theory) - Spence (1973).

Η θεωρία Σήματος (Signaling Theory) έχει τις ρίζες της στην ιδέα και την θεωρία της Ασύμμετρης Πληροφόρησης και περιγράφει ότι σε μερικές οικονομικές συναλλαγές υπάρχουν ατέλειες στην πρόσβαση των πληροφοριών που δημιουργούν αναταράξεις στην ομαλή λειτουργία των αγορών. Το θέμα της ασύμμετρης πληροφόρησης μπορεί να αντιμετωπιστεί όταν τα δύο εμπλεκόμενα μέρη που συμμετέχουν στην συναλλαγή ανταλλάσσουν με τις πράξεις τους κάποιες πληροφορίες. Το ένα από τα εμπλεκόμενα μέρη, με τις κινήσεις και τις πράξεις του δίνει πληροφορίες στο δεύτερο μέρος, στέλνει δηλαδή κάποιο σήμα το οποίο αποκαλύπτει κάποιο μέρος ωφέλιμης πληροφόρησης στο άλλο μέρος. Το μέρος που λαμβάνει αυτό το σήμα, πρέπει να ερμηνεύσει με κατάλληλο τρόπο αυτή την συμπεριφορά και να πράξει και αυτό ανάλογα, συνήθως με το να προσφέρει μια τιμή παραπάνω από αυτή που θα προσέφερε εάν δεν είχε λάβει το σήμα, την παραπάνω πληροφόρηση.

Οι Ross (1977) και οι Leland και Pyle (1977), ήταν οι πρώτοι που επέκτειναν την θεωρία Σήματος και την εφάρμοσαν στην κεφαλαιακή διάρθρωση των επιχειρήσεων. Σύμφωνα με αυτή την θεωρία, εάν η αξία μιας εταιρείας είναι υπερτιμημένη, τότε οι μέτοχοι θα ήθελαν να

έχουν συνεργάτες να μοιραστούν το κόστος της επικείμενης πτώσης της αξίας της επιχείρησης, που θα συμβεί όταν η αγορά συνειδητοποιήσει την υπετιμημένη τιμή που έχει αυτή την στιγμή η εταιρεία. Από την άλλη πλευρά, όταν η αξία μιας εταιρείας είναι υποτιμημένη, οι τωρινοί μέτοχοι προτιμούν να εκμεταλλευτούν αποκλειστικά την αναμενόμενη αύξηση της τιμής των μετοχών της εταιρείας τους και θα προτιμήσουν την χρηματοδότηση από εσωτερικά κεφάλαια ή κεφάλαια από δανεισμό.

Ετσι, οι μάνατζερ ενεργώντας προς το συμφέρον των μετόχων η σύναψη δανείου θα αποτελέσει καλό σημάδι για τους επενδυτές ενώ η έκδοση νέων μετοχών θα αποτελέσει κακό σημάδι προς την αγορά.

6. Tobin's q Model - Tobin (1969).

Ένα από τα σημαντικότερα μέτρα της απόδοσης μιας επιχείρησης είναι το κλάσμα q , το οποίο ορίζεται ως ο λόγος της συνολικής χρηματιστηριακής αξίας της επιχείρησης προς το συνολικό κόστος αντικατάστασης του ενεργητικού της επιχείρησης και ανάλογα με την τιμή που αυτό το μέτρο σε σχέση με μια επιχείρηση, δείχνει κατά πόσο ή και αν μια επένδυση είναι αποδοτική. Συγκεκριμένα, μια χαμηλή τιμή, ανάμεσα στο 0 και το 1, δείχνει ότι το κόστος αντικατάστασης του ενεργητικού της επιχείρησης είναι μεγαλύτερο από την αξία της μετοχής της, ενώ μια μεγάλη τιμή, μεγαλύτερη του 1, υπονοεί ότι η μετοχή της επιχείρησης είναι πιο ακριβή από το κόστος αντικατάστασης του ενεργητικού της. Με άλλα λόγια, στην πρώτη περίπτωση η μετοχή είναι υποτιμημένη ενώ στην δεύτερη η μετοχή είναι υπερτιμημένη.

Το συγκεκριμένο μέτρο της αξίας και απόδοσης των μετοχών της επιχείρησης χρησιμοποιείται ως το βασικότερο κριτήριο επιλογής επενδυτικών αποφάσεων στο μοντέλο του Tobin. Εάν μια επιχείρηση αξίζει περισσότερο από την αξία της όπως αυτή προσδιορίζεται από το πόσο θα χρειαζόταν για να φτιαχτεί από την αρχή, τότε επιπλέον κέρδη μπορούν να πραγματοποιηθούν και τα κέρδη αυτά υπερβαίνουν το ελάχιστο επίπεδο κερδών που χρειάζεται η επιχείρηση να διατηρεί για να εξακολουθήσει να δραστηριοποιείται μέσα στον κλάδο.

Το πλεονέκτημα χρήσης του Tobin's q είναι η αποφυγή του δύσκολου προβλήματος υπολογισμού τόσο των επιτοκίων απόδοσης των επενδύσεων όσο και των οριακών κοστών. Από την άλλη πλευρά, για να έχει νόημα το q , χρειάζεται ακριβή μέτρηση τόσο της χρηματιστηριακής αξίας της επιχείρησης όσο και του κόστους αντικατάστασης των στοιχείων του ενεργητικού της. Ο υπολογισμός της αγοραίας χρηματιστηριακής αξίας δεν είναι τόσο δύσκολο να γίνει, αρκεί να προστεθούν οι αξίες των μετοχών και ομολογιών που η επιχείρηση έχει εκδώσει. Όμως, είναι πολύ πιο δύσκολο να υπολογιστεί το κόστος αντικατάστασης του ενεργητικού, εκτός αν υπάρχουν αγορές που προσφέρουν

μεταχειρισμένο εξοπλισμό. Επιπλέον, τα κόστη για διαφήμιση και προβολή όπως και έρευνας και ανάπτυξης, αποτελούν σημαντικό κομμάτι της επιχείρησης τα οποία ενδέχεται να είναι δύσκολο να υπολογιστούν. Στην πράξη, για τον υπολογισμό του ποσοστού q , οι ερευνητές αγνοούν αυτού του είδους τα στοιχεία του ενεργητικού και για αυτο τον λόγο η τιμή του q συνήθως ξεπερνά το 1.

III. ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ – ΕΡΕΥΝΑ

Για κάποιους η κεφαλαιακή διάρθρωση δεν θεωρείται σημαντικό θέμα, αφού από την στιγμή που μια επιχείρηση έχει καλές προοπτικές ανάπτυξης και κάνει σωστές επενδυτικές επιλογές, θα έχει πάντα χρήματα, οπότε δεν παίζει ρόλο ο τρόπος με τον οποίο αυτή έχει δομήσει τα κεφάλαια και τα περιουσιακά της στοιχεία. Όμως, και κάτω από αυτή την προσέγγιση εξακολουθεί η επίπτωση της δανειακής μόχλευσης στις επενδύσεις και παραπέρα στην αξία των επιχειρήσεων, να είναι κεντρικό και σημαντικό ζήτημα στην χρηματοοικονομική ανάλυση.

Έχει γίνει μεγάλη και ικανοποιητική, τόσο θεωρητική όσο και εμπειρική έρευνα, όσον αφορά τον τρόπο σύνδεσης και τον μηχανισμό αλληλεπίδρασης ανάμεσα στην δανειακή μόχλευση μιας επιχείρησης και του κόστους αντιπροσώπευσης (agency problem). Το θέμα του κόστους αντιπροσώπευσης (agency problem) πηγάζει από την ύπαρξη της ασύμμετρης πληροφόρησης στις αγορές. Σύμφωνα με την θεωρία, η διαφοροποίηση κινήτρων και η ύπαρξη ασύμμετρης πληροφόρησης παίζουν ρόλο στον καθορισμό της κεφαλαιακής δομής μιας επιχείρησης, ενώ με την σειρά της η ασύμμετρη πληροφόρηση υπάρχει λόγω της ύπαρξης καλύτερων πληροφοριών από τα άτομα που βρίσκονται σε άμεση επαφή και σχέση με την επιχείρηση, τα οποία έχουν πρόσβαση σε εσωτερική πληροφόρηση. Ο Myers (1977) στην ερευνά του ασχολήθηκε με το θέμα του κόστους αντιπροσώπευσης και το συνέδεσε άμεσα τόσο με το θέμα της κεφαλαιακής δομής όσο και με τις ευκαιρίες ανάπτυξης μιας επιχείρησης. Η έρευνά του υπήρξε καθοριστική για την χρηματοοικονομική ανάλυση, αφού εξέτασε την επίδραση της ασύμμετρης πληροφόρησης στους εμπλεκόμενους, δηλαδή μετόχους και δανειστές.

Ο όρος “ασύμμετρη πληροφόρηση” αναφέρεται στο γεγονός ότι στην αγορά οι επενδυτές δεν έχουν όμοιες προσδοκίες, ούτε και ενεργούν με τον ίδιο τρόπο. Επιπλέον, τα στελέχη έχουν πρόσβαση σε περισσότερες πληροφορίες από τους επενδυτές, άρα έχουν καλύτερη πληροφόρηση, και άρα βρίσκονται σε πλεονεκτικότερη θέση. Οι Jensen και Meckling (1976) αναφέρονται σε δύο είδη κόστους αντιπροσώπευσης: το πρώτο ανάμεσα σε μάνατζερ και εξωτερικούς μετόχους (κόστος αντιπροσώπευσης των Ιδίων Κεφαλαίων - agency cost of equity) και το δεύτερο ανάμεσα σε μετόχους και δανειστές (κόστος αντιπροσώπευσης δανεισμού - agency cost of debt). Το πρώτο εμφανίζεται λόγω της ασύμμετρης πληροφόρησης, αφού οι μέτοχοι δεν είναι ενήμεροι για τις πραγματικές επενδυτικές ευκαιρίες της εταιρείας και οι ίδιοι προσπαθούν να διατηρήσουν τον έλεγχο και να ενημερωθούν όσο το δυνατό περισσότερο. Όμως, αυτές οι ενέργειες των μετόχων κοστίζουν και έτσι κάνει την εμφάνισή του το κόστος αντιπροσώπευσης.

Από την άλλη πλευρά, τα στελέχη της διοίκησης έχουν ως πρωταρχικό σκοπό να εξυπηρετήσουν τα δικά τους συμφέροντα, τα οποία συνήθως είναι διαφορετικά από την μεγιστοποίηση της αξίας της επιχείρησης, οπότε η σύγκρουση συμφερόντων είναι αναπόφευκτη. Ένας ικανοποιητικός τρόπος εξισορρόπησης αυτής της σύγκρουσης είναι μέσω του δανεισμού κεφαλαίων. Το χρέος μειώνει τα διαθέσιμα κεφάλαια που έχει η διοίκηση στην διάθεσή της, μετά την ανάληψη των επενδυτικών αποφάσεων, αφού το χρέος προϋποθέτει υποχρεωτικές τακτικές πληρωμές τόκων. Με αυτό τον τρόπο το χρέος μπορεί να χρησιμοποιηθεί σαν μηχανισμός για την μείωση του κόστους αντιπροσώπευσης. Επιπλέον, κάθε φορά που η εταιρεία συνάπτει δάνειο, οι δανειστές αναλύουν την εταιρεία πολύ προσεκτικά, έτσι ώστε να έχουν πολύ καθαρή άποψη για την οικονομική κατάσταση στην οποία βρίσκεται η εταιρεία, όσο και για τους όρους σύναψης αυτού. Ωστόσο, η βέλτιστη κεφαλαιακή διάρθρωση προσδιορίζεται από την εξισορρόπηση του κόστους αντιπροσώπευσης του δανεισμού και των πλεονεκτημάτων του χρέους και τελικά η επιχείρηση θα επιλέξει το ποσό του δανεισμού το οποίο θα ελαχιστοποιήσει το συνολικό κόστος αντιπροσώπευσης.

Μεγάλη συζήτηση έχει γίνει για τον “πειθαρχικό” ρόλο του χρέους (Discipline role of debt – Berger, Ofek και Udell – 1997). Η επίπτωση του χρέους στην αξία αναμένεται να επιδρά διαφορετικά σε επιχειρήσεις με διαφορετικές ευκαιρίες ανάπτυξης όπως και διαφορετικά επίπεδα κόστους αντιπροσώπευσης. Έτσι, οι εταιρείες με χαμηλή ανάπτυξη δανείζονται περισσότερο και τα στελέχη της διοίκησης αναγκάζονται να μειώσουν την κατανάλωση από την στιγμή που θα πρέπει να είναι ακριβείς και έγκαιροι στην πληρωμή των υποχρεώσεών τους, ενώ στις εταιρείες με υψηλή ανάπτυξη, οι θέσεις και τα συμφέροντα των μετόχων και την διοίκησης ταυτίζονται σε μεγαλύτερο βαθμό οπότε και προσδιορίζεται ένα άριστο ποσό χρέους σε χαμηλότερο επίπεδο για την επιχείρηση. Αυτή η επίδραση του χρέους στην δημιουργία αξίας στις χαμηλά αναπτυσσόμενες εταιρείες όσο και στον περιορισμό της αξίας στις υψηλά αναπτυσσόμενες εταιρείες, είναι συμπέρασμα πολλών ερευνών και μελετητών (McConnell και Servaes, 1995; Barclay, Marx and Smith, 2003; Alonso et al, 2005).

Όταν υπάρχει χρέος σε μια επιχείρηση, οι επιλογές για ανάπτυξη δεν εφαρμόζονται, διότι αυτές οι αποφάσεις θα έπρεπε να χρηματοδοτηθούν από Ίδια Κεφάλαια, τα οποία όμως οι επενδυτές δεν είναι διατεθειμένοι να διαθέσουν. Όμως, ακόμα κι αν το χρέος δημιουργεί πιθανά κίνητρα για υποεπένδυση (underinvestment), η επίδραση αυτή μπορεί να αποδυναμωθεί με διορθωτικές κινήσεις από την επιχείρηση όπως και από την μείωση του χρέους, αρκεί να υπάρχουν και να αναγνωρίζονται νωρίς μελλοντικές ευκαιρίες ανάπτυξης. Η μείωση της μόχλευσης είναι μια θετική κίνηση που γίνεται από την διοίκηση, όταν υπάρχουν

αξιόλογες προγραμματισμένες ευκαιρίες ανάπτυξης, οπότε η επίδραση αυτής της μείωσης στην ανάπτυξη γίνεται λιγότερο σημαντική. Επιπλέον, εμπειρικές έρευνες (Jung, Kim and Stulz, 1996; Berger, Ofek and Yermack, 1997; Booth et al, 2001) έχουν δείξει την αρνητική σχέση μεταξύ μόχλευσης και ανάπτυξης επειδή η διοίκηση (managers) αναμένει να εκμεταλλευτεί μελλοντικές ευκαιρίες επενδύσεων και η μόχλευση αποκαλύπτει, δίνει το σήμα για τις πληροφορίες της διοίκησης όσον αφορά αυτές τις ευκαιρίες στην αγορά.

Μια άλλη πλευρά του θέματος του κόστους αντιπροσώπευσης, είναι το λεγόμενο πρόβλημα της υπερεπένδυσης (overinvestment problem), όπου εξετάζεται η σύγκρουση ανάμεσα στην διοίκηση και τους μετόχους, που προέρχεται από τον διαχωρισμό της ιδιοκτησίας και του ελέγχου. Από την μια πλευρά η διοίκηση (managers) επιθυμεί να αναπτύξει το μέγεθος της επιχείρησης, ακόμα και αν αυτό σημαίνει ότι θα πρέπει να αναληφθούν όχι και όσο επιτυχημένα επενδυτικά σχέδια, τα οποία όμως θα μειώσουν την απόδοση και τα κέρδη των μετόχων. Η ικανότητα της διοίκησης να ακολουθήσει τέτοιου είδους στρατηγική, περιορίζεται από την διαθεσιμότητα ή όχι ελεύθερων ταμειακών ροών, και αυτή η διαθεσιμότητα μπορεί να περιοριστεί ακόμα παραπάνω μέσω της υποχρέωσης για την πληρωμή του χρέους. Η ανάληψη δανειακών υποχρεώσεων από την εταιρεία, αναγκάζει την διοίκηση να πληρώνει χρήματα τόσο για το κεφάλαιο όσο και για τους τόκους, δεσμεύοντας με αυτό τον τρόπο πόρους που σε διαφορετική περίπτωση θα χρησιμοποιούνταν για την ανάληψη όχι και τόσο επιτυχημένων επενδυτικών σχεδίων. Επιπλέον, η μόχλευση είναι μόνο ένας μηχανισμός για την λύση αυτού του θέματος της υπερεπένδυσης, και αποκαλύπτει την αρνητική σχέση ανάμεσα στην μόχλευση και την επένδυση σε εταιρείες με χαμηλές ευκαιρίες ανάπτυξης.

Μια εταιρεία που έχει σημαντικές ευκαιρίες ανάπτυξης θα διαμορφώσει ένα χαμηλό επίπεδο χρέους στην κεφαλαιακή της διάρθρωση. Από την άλλη πλευρά, μια επιχείρηση της οποίας η αξία αναμένεται να παραμείνει σταθερή στο μέλλον, έχει συγκεκριμένες και αναμενόμενες ταμειακές ροές και οι κεφαλαιακές της απαιτήσεις μπορούν να χρηματοδοτηθούν με δανεισμό πιο εύκολα σε σχέση με μια επιχείρηση με δυναμική ανάπτυξης (Myers, 1977). Η ανάπτυξη είναι ένα χαρακτηριστικό που παρατηρείται σε μικρές εταιρείες ενώ οι μεγαλύτερες εταιρείες αναμένεται να αναλαμβάνουν μεγαλύτερο ποσό χρέους και να περιλαμβάνουν μικρότερο κίνδυνο (Marsh, 1982; Bennett και Donnelly, 1993).

Στην μέχρι τώρα βιβλιογραφία, υπάρχει διαφοροποίηση στα ευρήματα για εταιρείες με υψηλό q σε σχέση με αυτές με χαμηλό q , πράγμα που υποδεικνύει ότι το ποσοστό q χρησιμοποιείται ως αντιπροσωπευτικό μέτρο για την κατηγοριοποίηση των εταιρειών σε σχέση με την απόδοσή τους. Οι εταιρείες με υψηλό q , έχουν μεγάλες ευκαιρίες ανάπτυξης και

μεγέθυνσης αφού οι προσδοκίες τους για καθαρά κέρδη και ταμειακές ροές είναι μεγάλες, οπότε με αυτό τον τρόπο μειώνεται ο κίνδυνος σε σχέση με την ικανότητα ρευστότητας της επιχείρησης στις κεφαλαιακές αγορές. Για αυτές τις εταιρείες η μόχλευση δεν αποτελεί εμπόδιο για την ανάλυση επενδυτικών σχεδίων, αφού μια επιχείρηση με ισχυρή προοπτική ανάπτυξης μπορεί εύκολα να επαναχρηματοδοτηθεί και να κεφαλαιοποιήσει χρήματα, μέσω του χρηματιστηρίου.

Το νεοκλασικό μοντέλο επενδύσεων όπως πρώτα προτάθηκε από τον Jorgensen (1963) και μετά εξελίχθηκε από τους Tobin & Brainard (1968) και κατέληξε στο Tobin's q model (1969) καθορίζει σαν επίπεδο επένδυσης το μέσο q statistic. Οι Lucas and Prescott (1971), Abel (1980), Hayashi (1982) πρότειναν ότι σαν κριτήριο επιλογής θα πρέπει να λαμβάνεται το οριακό q το οποίο ορίζεται ως ο λόγος των αναμενόμενων οριακών αποδόσεων της επένδυσης προς τα τρέχοντα οριακά κόστη της επένδυσης. Παρ'όλο που το οριακό q δεν είναι μετρήσιμο, ο Hayashi υποστήριξε πως κάτω από συγκεκριμένες συνθήκες, όπως το να μην υπάρχει η δύναμη της αγοράς, το οριακό και το μέσο q είναι ίσα. Τα εμπειρικά όμως αποτελέσματα δεν ήταν ικανοποιητικά καθώς υπήρχαν μεγάλες δυσκολίες να προβλεφθούν οι μελλοντικές αξίες των επιχειρήσεων.

Οι Thomadakis (1977), Lindenburg και Ross (1981), Smirlock et al. (1984) και άλλοι ερεύνησαν την σχέση του Tobin's q σε σχέση με την διάρθρωση της αγοράς μέσα στις οποίες δραστηριοποιούνται οι επιχειρήσεις. Οι Lindenburg και Ross (1981) μέσα από την έρευνά τους ανακάλυψαν ότι το κλάσμα q των επιχειρήσεων είναι σταθερό μέσα στον χρόνο και ότι οι εταιρείες με υψηλό q τείνουν να έχουν μοναδικά προϊόντα και τρόπους παραγωγής, στοιχεία που συνεισφέρουν στην υψηλή συγκέντρωση κερδών, και μάλιστα σε επίπεδο παραπάνω από το ελάχιστο ποσό που θα χρειαζόταν η επιχείρηση να διατηρήσει για την συνέχιση των εργασιών της στο βραχυπρόθεσμο διάστημα. Από την άλλη πλευρά, οι επιχειρήσεις με χαμηλό q είναι αυτές που δραστηριοποιούνται σε σχετικά ανταγωνιστικές ή πολύ στενά εποπτευόμενες αγορές. Επιπλέον, οι ίδιοι βρήκαν μεγάλο βαθμό συσχέτισης μεταξύ του περιθωρίου τιμής και κόστους και αντίστοιχα χαμηλή συσχέτιση μεταξύ q και των ποσοστών συγκέντρωσης.

Η μόχλευση βρίσκεται σε αρνητική σχέση με ευκαιρίες μεγέθυνσης (Stulz, 1990), όμως αυτό μπορεί να αποδειχθεί θετικό για τους μετόχους εταιρειών χαμηλής απόδοσης (low q), λόγω του ότι το χρέος υποχρεώνει τα στελέχη να εκμεταλλεύονται και να διαχειρίζονται πιο προσεκτικά τις ελεύθερες ταμειακές ροές. Ξεκινώντας από την αρνητική σχέση ανάμεσα στη δανειακή μόχλευση και την επικείμενη ανάπτυξη των επιχειρήσεων και καθώς όλο και περισσότεροι επιστήμονες ασχολήθηκαν με αυτό το θέμα, τα ευρήματα αποδεικνύουν ότι η

αρνητική αυτή σχέση έχει δυνατή ισχύ μόνο σε επιχειρήσεις με χαμηλό q , αφού αυτές δεν έχουν αξιόλογες επενδυτικές ευκαιρίες γνωστές στους επενδυτές της αγοράς ή έχουν καλές επενδυτικές ευκαιρίες στο περιβάλλον που δραστηριοποιούνται οι οποίες όμως δεν αξιοποιούνται, και άρα οι επικερδείς ευκαιρίες ανάπτυξης είναι λιγότερες (Lang, Olef and Stulz, 1996).

Πολλές έρευνες έχουν ασχοληθεί και έχουν ερευνήσει τον ξεχωριστό ρόλο των ευκαιριών ανάπτυξης στην ανάλυσή τους. Οι McConnell και Servaes (1995) ερευνήσαν τις σχέσεις ανάμεσα στην αξία της επιχείρησης και την δανειακή μόχλευση για εταιρείες χαμηλής και υψηλής ανάπτυξης και βρήκαν την αρνητική σχέση που υπάρχει ανάμεσα στην αξία της επιχείρησης για υψηλά αναπτυσσόμενες εταιρείες, ενώ για τις εταιρείες χαμηλής ανάπτυξης ανακάλυψαν την θετική συσχέτιση αυτών των δύο μεταβλητών. Στην έρευνα των Lang et al. (1996) εξετάζονται οι επιδράσεις των ευκαιριών ανάπτυξης μεταξύ της μόχλευσης και των μελλοντικών επενδύσεων και ανακαλύπτεται η αρνητική συσχέτιση που υπάρχει μόνο όμως για τις εταιρείες με χαμηλής ανάπτυξης. Επιπλέον, οι Jung et al. (1996) στην έρευνά τους διατυπώνουν ξεκάθαρα ότι οι διαφοροποιήσεις απόψεων σε σχέση με την επιλογή χρηματοδοτικών αποφάσεων, είναι πιο πιθανό να συμβούν σε εταιρείες χαμηλής ανάπτυξης, οι οποίες επιλέγουν περισσότερο την έκδοση νέων μετοχών, ακόμα και αν έχουν ανεκμετάλετα δανειακά κεφάλαια, και επενδύουν περισσότερο από άλλες εταιρείες που χρησιμοποιούν την ίδια πολιτική έκδοσης νέων μετοχών.

Η αρνητική επίδραση της μόχλευσης στην ανάπτυξη, αυξάνει την αξία της επιχείρησης μέσω του περιορισμού των επιλογών της διοίκησης (managers), έτσι ώστε να μην αναλαμβάνονται χαμηλής απόδοσης επενδυτικά σχέδια (Jensen, 1986; Stulz, 1990), οπότε να πέσει στην παγίδα να επενδύσει σε αυτά, τη στιγμή που δεν θα έπρεπε. Το γεγονός ότι η μόχλευση μειώνει την ανάπτυξη τέτοιων εταιρειών συμβαδίζει με την θεωρία του Myers (1977), ο οποίος μελέτησε την επίδραση της σύγκρουσης συμφερόντων που δημιουργούνται από το επίπεδο χρέους μιας επιχείρησης τόσο στους μετόχους όσο και στην διοίκησή της, στην προσπάθεια σχεδιασμού ενός άριστου επενδυτικού πλάνου.

Συμπερασματικά, η μόχλευση έχει τόσο θετικές όσο και αρνητικές επιδράσεις στην αξία της επιχείρησης και η βέλτιστη διάρθρωση χρέους καθορίζεται από την εξισορρόπηση του κόστους αντιπροσώπευσης και άλλων κόστων χρέους ως μέσο προσδιορισμού των υποεπενδυτικών και υπερεπενδυτικών προβλημάτων. Συγκεκριμένα, όταν οι επιχειρήσεις έχουν πλεόνασμα ταμειακών ροών, το χρέος υποχρεώνει τη διοίκηση να πληρώσει χρήματα που σε άλλη περίπτωση θα είχαν επενδυθεί σε επενδυτικά σχέδια με αρνητική καθαρή παρούσα αξία. Παρόλα αυτά, οι επιχειρήσεις με μεγάλο επίπεδο μόχλευσης, παρακινούνται

να απορρίπτουν σχέδια που έχουν θετική καθαρή παρούσα αξία, εάν τα πλεονεκτήματα που λαμβάνονται από το επενδυτικό σχέδιο συγκεντρώνονται στους μετόχους, χωρίς ταυτόχρονα να αυξάνεται ο πλούτος των επενδυτών. Ωστόσο, όπως και οι McConnell και Servaes (1995) πρότειναν, η λύση στο πρόβλημα της υποεπένδυσης (underinvestment) βρίσκεται κοντά στην λύση του προβλήματος της υπερεπένδυσης (overinvestment).

Οι Jung, Kim και Stulz (1996) δείχνουν στην έρευνά τους ότι το βέλτιστο επίπεδο μόχλευσης είναι στο σημείο εκείνο όπου το οριακό κόστος αντιπροσώπευσης του δανεισμού, το οποίο αυξάνεται μαζί με την μόχλευση, ισούται με το οριακό κόστος αντιπροσώπευσης της συμπεριφοράς της διοίκησης, το οποίο μειώνεται σε σχέση με την μόχλευση. Οι Hovakimian, Opler και Titman (2001) αναφέρουν ότι οι επιχειρήσεις θα πρέπει να χρησιμοποιούν σχετικά περισσότερο ποσό χρέους για να χρηματοδοτήσουν το ενεργητικό τους, και σχετικά περισσότερα Ίδια Κεφάλαια για να χρηματοδοτήσουν επενδυτικές ευκαιρίες.

Ακόμα παραπέρα, οι Barclay, Morellec και Smith (2001) στην έρευνά τους δείχνουν ότι το επίπεδο των επιλογών ανάπτυξης αυξάνεται, τα κόστη υποεπένδυσης του χρέους αυξάνονται και την ίδια στιγμή τα πλεονεκτήματα της ύπαρξης χρέους στην αντιμετώπιση του προβλήματος των ελεύθερων ταμειακών ροών μειώνονται. Επιπρόσθετα, οι ίδιοι προτείνουν ότι η ικανότητα ανάληψης χρέους σε σχέση με την ανάληψη επενδυτικών επιλογών, είναι σε αρνητική συσχέτιση.

Το μέγεθος μιας επιχείρησης αποτελεί μια από τις σημαντικότερες και ταυτόχρονα “παρεξηγημένες” μεταβλητές προς ανάλυση. Είναι τόσο κοινότυπη η χρήση της, ως μεταβλητή στις χρηματοοικονομικές εμπειρικές αναλύσεις, που λαμβάνει πολύ μικρή ή σχεδόν καθόλου σημαντική θέση, παρόλο που στην πραγματικότητα αποτελεί μια από τις πιο σημαντικές παραμέτρους των επιχειρήσεων στην προσπάθεια να ερμηνευτούν και να ανακαλυφθούν σχέσεις και μηχανισμοί.

Οι περισσότερες έρευνες δείχνουν την θετική συσχέτιση ανάμεσα στην μόχλευση και το μέγεθος της επιχείρησης. Αυτό δεν είναι και πολύ δύσκολο να το αντιληφθεί κάποιος, αν το σκεφτεί πολύ απλά με την κοινή λογική. Οι μεγαλύτερες εταιρείες έχουν πολύ χαμηλά κόστη άντλησης ξένων κεφαλαίων και άρα οι εταιρείες αυτές είναι σε θέση έχουν πρόσβαση σε εξωτερική χρηματοδότηση με πολύ χαμηλά κόστη για κάθε δολλάριο που δανείζεται. Επιπλέον, οι επιχειρήσεις αυτές είναι σε θέση να διαφοροποιούν τις πηγές χρηματοδότησής τους, ενώ την ίδια στιγμή, το μέγεθος είναι σημαντικό στοιχείο για την αποδοτικότητα. Μια επιχείρηση μεγάλου μεγέθους, θεωρείται ότι είναι μικρότερου κινδύνου, εφόσον είναι αρκετά δύσκολο να χρεωκοπήσει και να ρευστοποιηθεί ή ακόμα και όταν βρεθεί σε δύσκολη θέση είναι σε θέση να αντιστρέψει το αρνητικό κλίμα, λόγω της μεγάλης αξίας του ενεργητικού της.

Τέλος, το μέγεθος του σφάλματος στο επίπεδο της ασύμμετρης πληροφόρησης ανάμεσα σε μετόχους και κεφαλαιακές αγορές μπορεί να είναι μικρότερο για τις μεγάλες εταιρείες, για παράδειγμα επειδή έχουν να αντιμετωπιστούν περισσότεροι προσεκτικοί και αξιολόγοι επενδυτές παρά κερδοσκόποι.

Ο Marsh (1982) στην έρευνά του βρίσκει ότι οι μεγάλες εταιρείες επιλέγουν συχνότερα μακροπρόθεσμα δάνεια, την στιγμή που οι μικρές επιχειρήσεις επιλέγουν βραχυπρόθεσμα δάνεια. Οι μεγάλες εταιρείες απολαμβάνουν τα πλεονεκτήματα των οικονομιών κλίμακας όταν συνάπτουν μακροπρόθεσμα δάνεια και επιπλέον κάνουν χρήση της δαπραγματευτικής τους δύναμης πάνω στους δανειστές τους. Έτσι, το κόστος σύναψης δανείου και έκδοσης νέων μετοχών είναι σε αρνητική σχέση με το μέγεθος της εταιρείας. Από την άλλη πλευρά, το μέγεθος της επιχείρησης είναι αντιπροσωπευτικό στοιχείο για την πληροφόρηση που έχουν οι επενδυτές. Οι μεγάλες εταιρείες τείνουν να δίνουν περισσότερες πληροφορίες στους εξωτερικούς επενδυτές από τις μικρές σύμφωνα με την έρευνα των Fama και Jensen (1983) ενώ οι Rajan και Zingales (1995) παραθέτουν την άποψη ότι οι μεγάλες εταιρείες αποκαλύπτουν περισσότερες κρυφές πληροφορίες στους εξωτερικούς επενδυτές από τις μικρές. Συνολικά, η ύπαρξη λιγότερων προβλημάτων ασύμμετρης πληροφόρησης στις μεγάλες εταιρείες θα έπρεπε να σημαίνει την ύπαρξη μεγαλύτερου ποσοστού Ιδίων Κεφαλαίων παρά δανεισμού, δηλαδή μικρότερο ποσοστό μόχλευσης, όμως εμπειρικές μελέτες δείχνουν την θετική συσχέτιση μεταξύ της μόχλευσης και του μεγέθους της εταιρείας (Marsh, 1982; Wald, 1999; Booth et al., 2001), περισσότερο λόγω του γεγονότος ότι οι μεγάλες εταιρείες είναι διαφοροποιημένες, οπότε έχουν περισσότερες σταθερές ταμειακές ροές.

Φαίνεται ξεκάθαρα ότι η αξία της επιχείρησης επηρεάζεται σε μεγάλο βαθμό από το θέμα της κεφαλαιακής διάρθρωσης, από το ποσοστό δηλαδή των κεφαλαίων που η εταιρεία δανείζεται για να λειτουργήσει, να αναπτυχθεί και να επενδύσει. Επιπλέον, είναι φανερό ότι επηρεάζονται και άλλα σημαντικά στοιχεία της επιχείρησης και με διαφορετικό τρόπο μέσω αυτής της διαδικασίας. Στις μέχρι τώρα έρευνες στοιχεία όπως το μέγεθος της επιχείρησης, η δανειακή μόχλευση, οι ευκαιρίες ανάπτυξης έχουν περιληφθεί και έχουν αξιολογηθεί για τον βαθμό και τον τρόπο που επηρεάζουν την αξία μιας επιχείρησης. Το στοιχείο το οποίο δεν έχει ακόμα αξιολογηθεί σε μεγάλο βαθμό, είναι η παραγωγικότητα των κερδών μιας επιχείρησης και με πιο τρόπο επηρεάζει την μόχλευση και παραπέρα την αξία της επιχείρησης. Επιπλέον, όσον αφορά την μέχρι τώρα έρευνά μας, δεν έχει γίνει κάποια ανάλυση που να συνδέει όλα αυτά τα στοιχεία ταυτόχρονα για το πως επηρεάζουν την αξία της επιχείρησης.

Το θέμα της παραγωγικότητας μιας επιχείρησης, αποτελεί σπουδαίο χαρακτηριστικό, αφού θεωρείται ως μέτρο της τεχνολογικής ικανότητας της παραγωγής και ουσιαστικά αποτελεί μια “μέθοδο” αξιολόγησης της ικανότητας και της αποδοτικότητας της επιχείρησης. Η έρευνα που έχει γίνει μέχρι τώρα σε σχέση με την δανειακή μόχλευση και την παραγωγικότητα, έχει επικεντρωθεί σε εταιρείες οι οποίες έχουν προχωρήσει σε εξαγορά μέσω δανεισμού (Ravencraft και Scherer, 1987; Litchtenberg και Siegel, 1990). Σε αυτές τις μελέτες αποκαλύπτεται μια αύξηση της παραγωγικότητας, ειδικά στα χρόνια όπου συνέβαιναν συνεχείς εξαγορές μέσω δανεισμού, παράλληλα με την αύξηση της δανειακής μόχλευσης σε πολλές επιχειρήσεις. Επιπλέον, η Winn (1997) στην μελέτη της ανακαλύπτει ότι η μείωση του χρέους σε μια επιχείρηση δεν έχει ως αποτέλεσμα την αύξηση της παραγωγικότητας σε αυτή, την στιγμή που η έρευνα αφορούσε εταιρείες στις οποίες η παραγωγικότητα μειώθηκε σε περιόδους μεγάλης ανάπτυξης.

Οι Nickell και Nikolitsas (1999) βρίσκουν μια θετική επίδραση στην παραγωγικότητα λόγω της αύξησης της χρηματοοικονομικής πίεσης, η οποία ορίζεται ως το κλάσμα των πληρωμών σε τόκους προς τις χρηματοροές της εταιρείας. Τα συμπεράσματά τους είναι σύμφωνα με την θεωρία του Jensen όσον αφορά τις Ελεύθερες Χρηματοροές. Επιπλέον, οι Filbeck και Gorman (2000) αποδεικνύουν ότι οι εταιρείες οι οποίες βιώνουν τον “πειθαρχικό” ρόλο του χρέους, είναι σε θέση να διαχειριστούν τα διαθέσιμα κεφάλαιά τους πιο αποδοτικά και άρα να υπάρχει και καλύτερη αξιοποίηση του εργατικού δυναμικού τους, άρα οδηγούνται σε καλύτερη απόδοση και άρα είναι πιο παραγωγικές. Οπότε, αποκαλύπτεται μια θετική σχέση ανάμεσα στην παραγωγικότητα και την μόχλευση, που είναι ιδιαίτερα δυνατή για τις επιχειρήσεις με λιγότερες ευκαιρίες ανάπτυξης.

IV. ΣΤΟΧΟΣ, ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ ΚΑΙ ΜΕΤΑΒΛΗΤΕΣ

Στόχος της παρούσας έρευνας είναι να εξεταστεί πως τα θεμελιώδη χαρακτηριστικά μιας επιχείρησης, όπως είναι το μέγεθός της, σε συνδυασμό με τις επιλογές της χρηματοδότησής της, το επίπεδο δανειακής μόχλευσης που έχει επιλέξει, τις ευκαιρίες ανάπτυξής της και την αποδοτική χρησιμοποίηση των κερδών της, μέσω της “μέτρησης” του επιπέδου παραγωγικότητάς της, επηρεάζουν της συνολική αξία αυτής. Επιπλέον, θα αξιολογηθούν τα ευρήματά της με τέτοιο τρόπο, ώστε να διαπιστωθεί πως οι διαμορφόμενες σχέσεις και μηχανισμοί, διαφοροποιούνται ανάλογα με το περιβάλλον και τις συνθήκες αγοράς μέσα στις οποίες οι εταιρείες δραστηριοποιούνται.

Η μελέτη αυτή επιθυμεί να δώσει κατευθύνσεις μέσω της αποκάλυψης των σχέσεων που διέπουν τα σημαντικότερα, κατά την γνώμη μας, εταιρικά χαρακτηριστικά. Τα συμπεράσματα της ανάλυσής αυτής, θα δώσουν απαντήσεις σε πολλά θέματα που αφορούν τα οικονομικά στελέχη των επιχειρήσεων, σε σχέση με τις επιλογές τους για την κεφαλαιακή δομή της εταιρείας και τον αντίκτυπο αυτής της επιλογής στην τρέχουσα αξία της επιχείρησης. Επιπλέον, η αποκάλυψη των σχέσεων και των ταυτόχρονων αλληλεπιδράσεων των υπό εξέταση χαρακτηριστικών, θα δώσει μια σαφή εικόνα για το τι θα πρέπει κανείς να περιμένει να συμβεί συνολικά στην αξία της επιχείρησης, κάτω από συγκεκριμένες προϋποθέσεις και συνθήκες δραστηριοποίησης. Με αυτό τον τρόπο θα εξαχθούν χρήσιμα συμπεράσματα, τα οποία θα μπορούν να χρησιμοποιηθούν ως κατευθύνσεις για την σωστότερη και καλύτερη διαχείριση των κεφαλαίων μιας επιχείρησης.

Η έρευνα αυτή θα ασχοληθεί με την επίπτωση βασικών χαρακτηριστικών των εταιρειών στην μόχλευση και στην αξία της επιχείρησης. Έτσι, η πρώτη βασική υπόθεση (Υ1) είναι ότι το μέγεθος της επιχείρησης βρίσκεται σε θετική σχέση με την δανειακή μόχλευση. Η θετική συσχέτιση μεταξύ της μόχλευσης και του μεγέθους της εταιρείας αναφέρεται και αποδεικνύεται στην εμπειρική μελέτη των Marsh (1982); Wald (1999); Booth et al. (2001) και βασίζεται στην διαφοροποίηση των μεγάλων εταιρειών, πράγμα που συνεπάγεται και περισσότερες σταθερές ταμειακές ροές για αυτές. Η ίδια σχέση αναμένεται να επιβεβαιωθεί και από την εμπειρική ανάλυση των δεδομένων της παρούσας μελέτης.

Η δεύτερη υπόθεση αφορά τις ευκαιρίες ανάπτυξης, οι οποίες είναι μια σημαντική παράμετρος στο θέμα του κόστους αντιπροσώπευσης και της διαμόρφωσης του επιπέδου χρέους της επιχείρησης. Έτσι, αυτές οι επιχειρήσεις θα επιλέξουν μεγαλύτερο επίπεδο μόχλευσης, κυρίως λόγω του “πειθαρχικού” ρόλου του χρέους και της σημαντικότητάς του

για την λειτουργία της επιχείρησης σύμφωνα με την θεωρία των Berger, Ofek και Yermack (1997). Επιπλέον, η επίδραση του χρέους στην δημιουργία αξίας στις χαμηλά αναπτυσσόμενες εταιρείες, όσο και στον περιορισμό της αξίας στις υψηλά αναπτυσσόμενες εταιρείες, είναι συμπέρασμα πολλών ερευνών και μελετητών (McConnell και Servaes, 1995; Barclay, Marx και Smith, 2003; Alonso et al, 2005), οπότε η υπόθεση (Y2) είναι ότι οι ευκαιρίες ανάπτυξης βρίσκονται σε αρνητική σχέση με το επίπεδο δανειακής μόχλευσης που επιλέγει η επιχείρηση.

Η τρίτη υπόθεση που (Y3) αφορά την παραγωγικότητα. Όπως προαναφέρθηκε, δεν έχει γίνει μέχρι στιγμής μεγάλη εμπειρική έρευνα σε σχέση με την επίπτωσή της στην μόχλευση της επιχείρησης, όμως η μέχρι τώρα έρευνα αποκαλύπτει μια θετική σχέση ανάμεσα σε στην παραγωγικότητα των κεφαλαίων της επιχείρησης και το επίπεδο χρέους που αυτή χρησιμοποιεί. Αναμένουμε να ανακαλύψουμε θετική σχέση ανάμεσα σε αυτές τις δύο μεταβλητές, οι οποίες θα είναι σύμφωνη και με τη θεωρία του Jensen για τις ελεύθερες χρηματοροές της επιχείρησης.

Η τελευταία υπόθεση (Y4) αφορά την δανειακή μόχλευση. Ο σημαντικός ρόλος της δανειακής μόχλευσης επιδρά θετικά στην αξία της επιχείρησης μέσω της αρνητικής επίδρασης της μόχλευσης στην ανάπτυξη, που αυξάνει την αξία της επιχείρησης μέσω του περιορισμού των επιλογών της διοίκησης (managers), έτσι ώστε να μην αναλαμβάνονται χαμηλής απόδοσης επενδυτικά σχέδια (Stulz, 1990; Jensen, 1986). Έτσι, αναμένεται να υπάρχει θετική σχέση ανάμεσα στο επίπεδο δανειακής μόχλευσης και της αξίας της επιχείρησης.

Ο παρακάτω πίνακας συνοψίζει τις υποθέσεις μας αυτές.

Θεωρητικές Σχέσεις

Θεωρίες και μεταβλητές	Αναμενόμενη Συσχέτιση	
	Δανειακή Μόχλευση	Αξία επιχείρησης
Μέγεθος Επιχείρησης	Y1:Θετική	
Ευκαιρίες Ανάπτυξης	Y2:Αρνητική	
Παραγωγικότητα Κεφαλαίων	Y3:Θετική	
Δανειακή Μόχλευση		Y4: Θετική

Σύμφωνα με τις παραπάνω υποθέσεις, αναμένεται η ανάλυση των στοιχείων να τις επιβεβαιώσει και να δείξει ότι οι εταιρείες με υψηλή παραγωγικότητα κεφαλαίων, υψηλές (χαμηλές) ευκαιρίες ανάπτυξης και μεγάλο μέγεθος, θα επιλέξουν χαμηλό (υψηλό) επίπεδο δανειοδότησης ενώ την ίδια στιγμή αναμένεται αύξηση της αξίας της επιχείρησης (Tobin's q). Αν δεν συντρέχουν τα παραπάνω, τότε αναμένεται μείωση της αξίας της επιχείρησης.

Αφού προσδιορίστηκαν οι Υποθέσεις που θα εξεταστούν και σε συνέχεια της θεωρητικής ανάλυσης, το μοντέλο που θα χρησιμοποιηθεί για την επεξεργασία των δεδομένων, παίρνει την εξής μορφή:

$$\text{VALUE}_{it} = \alpha + \beta_1 \cdot \text{LEV}_{it} + \beta_2 \cdot \text{SIZE}_{it} + \beta_3 \cdot \text{GRO}_{it} + \beta_4 \cdot \text{PROD}_{it} \\ + \beta_5 \cdot \text{SIZE}_{it} \cdot \text{LEV}_{it} + \beta_6 \cdot \text{GRO}_{it} \cdot \text{LEV}_{it} + \beta_7 \cdot \text{PROD}_{it} \cdot \text{LEV}_{it} + \varepsilon_{it}$$

Αναλυτικά, οι μεταβλητές που θα χρησιμοποιηθούν και ο τρόπος υπολογισμού αυτών, περιγράφεται παρακάτω.

Η πρώτη μεταβλητή που θα χρησιμοποιηθεί είναι το μέγεθος της επιχείρησης (*SIZE*). Θεωρείται αντιπροσωπευτικό μέγεθος για την μέτρηση του μεγέθους της επιχείρησης, τα διαθέσιμα κεφάλαια που έχει στην κατοχή της, δηλαδή το άθροισμα του ενεργητικού της επιχείρησης. Όσο μεγαλύτερο είναι το Ενεργητικό μιας επιχείρησης, τόσο μεγαλύτερο το μέγεθος της θεωρείται ότι είναι. Το μέγεθος της επιχείρησης θεωρείται μια επεξηγηματική μεταβλητή για την ύπαρξη διαφοροποιήσεων μέσα στο αντιπροσωπευτικό δείγμα σε σχέση με την δανειακή μόχλευση της επιχείρησης. Όπως αναφέρθηκε και στο προηγούμενο κεφάλαιο, οι μεγαλύτερες εταιρείες τείνουν να είναι πιο διαφοροποιημένες και πιο ασφαλείς σε σχέση με την πιθανότητα χρεοκοπίας. Επιπλέον, είναι πιο εύκολο για μια μεγάλη σε μέγεθος επιχείρηση να λάβει δάνεια για τον λόγο ακριβώς ότι θεωρείται πιο ασφαλής. Επιπλέον, αυτού του είδους οι επιχειρήσεις μπορούν να επιτύχουν και καλύτερους όρους χρηματοδότησης π.χ. χαμηλότερα επιτόκια.

Η δεύτερη μεταβλητή είναι οι ευκαιρίες ανάπτυξης (*GRO*). Στην προσπάθειά να διαχωριστούν οι επιχειρήσεις σε χαμηλής ανάπτυξης και υψηλής ανάπτυξης, χρειάζεται πρώτα να αναγνωριστεί η διαθεσιμότητα των ευκαιριών ανάπτυξης μέσα σε κάθε επιχείρηση. Έτσι, θα χρησιμοποιηθεί ο λόγος Χρηματιστηριακή Τιμή προς Κέρδη (Price to Earnings, P/E), που είναι ο λόγος της τιμής ανά μετοχή στο τέλος του έτους προς τα λειτουργικά έσοδα ανά μετοχή, για να διαχωριστούν οι εταιρείες σε σχέση με αυτό το κριτήριο. Ο ίδιος λόγος χρησιμοποιήθηκε και στην έρευνα των McConnell και Servaes (1995). Είναι

αντιπροσωπευτικό το μέγεθος αυτό για τις μελλοντικές ευκαιρίες ανάπτυξης, αφού λαμβάνει υπόψη της την δυνατότητα της επιχείρησης να δημιουργήσει ταμειακές ροές στο μέλλον (Smith και Watts, 1992; Lang και Stulz, 1994). Επιπλέον, τα λειτουργικά έσοδα υπολογίζονται πριν από τις πληρωμές των επιτοκίων, οπότε ο λόγος δεν επηρεάζεται από το επίπεδο της δανειακής μόχλευσης. Οι επιχειρήσεις συχνά κατατάσσονται ανάλογα με τον μέσο όρο του λόγου P/E, οπότε αυτές που ανήκουν στο ανώτερο 25% χαρακτηρίζονται ως εταιρείες με υψηλές ευκαιρίες ανάπτυξης, ενώ αντίστοιχα αυτές που ανήκουν στο κατώτερο 25% χαρακτηρίζονται ως εταιρείες με χαμηλές ευκαιρίες ανάπτυξης.

Αντιπροσωπευτική μέτρηση για την παραγωγικότητα των κεφαλαίων (*PROD*), σε σχέση με την επίπτωσή της στην χρηματοοικονομική μόχλευση, αποτελεί ο λόγος Πωλήσεις προς Συνολικό Ενεργητικό (*Sales to Total Assets*), το οποίο φανερώνει κατά πόσο αποδοτικά χρησιμοποιεί μια εταιρεία την περιουσία της και αποτελεί και δείκτη μέτρησης της απόδοσής της.

Για την μέτρηση της δανειακής μόχλευσης (*LEV*) θα χρησιμοποιηθεί ο λόγος Συνολικό Χρέος προς το Σύνολο του Ενεργητικού (*Total Debt to Total Assets*). Στην ανάλυση θα υπολογιστεί το Συνολικό Χρέος της επιχείρησης, το οποίο περιλαμβάνει και τις Βραχυπρόθεσμες αλλά και τις Μικροπρόθεσμες Υποχρεώσεις της επιχείρησης. Η αυστηρή θεώρηση της κεφαλαιακής δομής αναφέρεται αποκλειστικά στις Μακροπρόθεσμες Υποχρεώσεις της επιχείρησης. Όμως, επειδή πολλές φορές οι επιχειρήσεις δανείζονται με βραχυπρόθεσμο ορίζοντα ακόμα και για την χρηματοδότηση μακροπρόθεσμων επενδυτικών σχεδίων, και λόγω του ότι οι επιχειρήσεις δεν είναι πάντα σε θέση να πάρουν μακροπρόθεσμα δάνεια με ευνοϊκούς όρους, για αυτό επιλέγεται το χρέος της επιχείρησης συνολικά, είτε αυτό προέρχεται από Βραχυπρόθεσμο είτε από Μακροπρόθεσμο Δανεισμό.

Τέλος, ως αντιπροσωπευτικό μέτρο για την αξία της επιχείρησης (*VALUE*), θα χρησιμοποιηθεί το Tobin's q , το οποίο θα υπολογιστεί με τον τύπο: Σύνολο Ενεργητικού μείον την Λογιστική Αξία των κοινών μετοχών συν την Χρηματιστηριακή Αξία των κοινών μετοχών. Υπάρχουν πολλοί μέθοδοι μέτρησης του Tobin's q , όπως είναι η μέτρηση του κόστους αντικατάστασης του ενεργητικού των Lindendburg και Ross (1981), η εναλλακτική μέτρησή του από τους Perfect and Wiles (1994) και οι απλότερες μέθοδοι μετρησής του στις έρευνες των Chung και Pruitt (1994) και Doidge, Karolyi και Stulz (2004). Οι διαφορετικοί τρόποι μέτρησης του Tobin's q και της σχετικής απόδοσής αυτών αναφέρονται και περιγράφονται στην έρευνα των DaDalt et al (2003). Συγκρίνοντας τα μέτρα των Perfect and Wiles (1994) και των Chung και Pruitt (1994), η έρευνα των DaDalt et al (2003) προτείνει ότι η απλούστερη μέθοδος είναι προτιμότερη εκτός από τις περιπτώσεις εκείνες όπου η ακριβής

μέτρηση του q είναι υψίστης σημασίας και η επιλογή του μεροληπτικού δείγματος δεν μπορεί να αποτελεί επιλογή. Επίσης, οι Chung και Pruitt αναφέρουν ότι χρησιμοποιώντας περίπλοκα μέτρα, σαν αυτό των Lindendburg και Ross (1981), πολλές παρατηρήσεις θα πρέπει να αποκλειστούν από το δείγμα λόγω μη διαθεσιμότητας στοιχείων και ότι η πιο απλουστευμένη μέθοδος μέτρησης είναι σε υψηλή συσχέτιση (96%) με την πιο ακριβή μέθοδο μέτρησης των Lindendburg και Ross.

Σε αυτή την έρευνα χρησιμοποιείται η πιο απλουστευμένη μέθοδος μέτρησης και με αυτό τον τρόπο ξεπερνιέται η δυσκολία μη διαθεσιμότητας των κατάλληλων στοιχείων για την ακριβή μέτρηση του q . Αυτή η προσέγγιση θα διευκολύνει την ανάλυση, αφού με αυτό τον τρόπο ξεπερνιέται η δυσκολία υπολογισμού του λόγου q , δηλαδή του λόγου της συνολικής χρηματιστηριακής αξίας της επιχείρησης προς το συνολικό κόστος αντικατάστασης του ενεργητικού της επιχείρησης και επιπλέον, το συνολικό κόστος αντικατάστασης του ενεργητικού της επιχείρησης προσεγγίζεται αντιπροσωπευτικά από την Λογιστική Αξία των κοινών μετοχών.

V. ΕΜΠΕΙΡΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ ΚΑΙ ΔΕΔΟΜΕΝΑ

Η έρευνα αυτή έχει ως στόχο την ανάλυση των κύριων χαρακτηριστικών μιας επιχείρησης και τον αντίκτυπο αυτών στην διαμόρφωση της αξίας για κάθε μία από αυτές. Όμως, η διαφορετικότητα του οικονομικού περιβάλλοντος μέσα στο οποίο η κάθε επιχείρηση διαφοροποιείται, επηρεάζει με διαφορετικό τρόπο τις επιλογές αλλά και τα αποτελέσματα των επιχειρήσεων. Για παράδειγμα, οι επιχειρήσεις στην Ιαπωνία έχουν υψηλότερο λόγο δανειακής μόχλευσης σε σχέση με τις αντίστοιχες επιχειρήσεις των ίδιων κλάδων στις Ηνωμένες Πολιτείες Αμερικής, ενώ το Ηνωμένο Βασίλειο έχει τον χαμηλότερο δείκτη δανειακής μόχλευσης σε σχέση με τις υπόλοιπες προηγμένες οικονομίες (G-7). Επιπλέον, υπάρχουν διαφοροποιήσεις στην συσχέτιση ανάμεσα στο λόγο δανειακής μόχλευσης για μακροπρόθεσμα δάνεια και στα χαρακτηριστικά των επιχειρήσεων, όπως είναι το μέγεθος, η κερδοφορία κ.ά., κυρίως λόγω των διαφοροποιήσεων στην φορολογία και στο κόστος αντιπροσώπευσης. Άρα, η ανακάλυψη και διερεύνηση των διαφορετικών οικονομικών σχέσεων που διαμορφώνονται για κάθε χώρα ξεχωριστά, θα πρέπει να συμπεριληφθεί στην επεξήγηση των συμπερασμάτων και των αποτελεσμάτων.

Η παρούσα μελέτη θα διερευνήσει την επιλογή των επιχειρήσεων για το επίπεδο δανειακής μόχλευσης που η καθεμία επιλέγει με βάση τα παραπάνω χαρακτηριστικά που αναλύθηκαν και τον τρόπο που αυτή η διαδικασία επιδρά στην αξία της επιχείρησης. Για τον λόγο αυτό θα εξεταστούν επιχειρήσεις παρόμοιων κλάδων από τρεις διαφορετικές χώρες: τις Ηνωμένες Πολιτείες της Αμερικής, το Ηνωμένο Βασίλειο και την Ιαπωνία. Σε κάθε μια από αυτές, επικρατούν διαφορετικά μακροοικονομικά στοιχεία και συνθήκες τα οποία επηρεάζουν τόσο την διαμόρφωση των χαρακτηριστικών των επιχειρήσεων όσο και την οικονομική συμπεριφορά αυτών. Η επιλογή αυτή έγινε για δύο λόγους: α. Οι παραπάνω οικονομίες θεωρούνται οι σημαντικότερες αλλά και μεγαλύτερες στον κόσμο και η κάθε μια από αυτές έχει σημαντική επιρροή στον παγκόσμιο πλούτο και β. Στις παραπάνω οικονομίες οι συνθήκες δραστηριοποίησης των επιχειρήσεων είναι σε μεγάλο βαθμό διαφοροποιημένες, τόσο λόγω παράδοσης όσο και λόγω θεσμικού πλαισίου. Έτσι, αποτελούν ιδανικό δείγμα μελέτης για τη διερεύνηση των αιτιών που έχουν ως αποτέλεσμα την διαφοροποιημένη συμπεριφορά των επιχειρήσεων.

Η εξέλιξη της παγκόσμιας οικονομικής δραστηριότητας παρέμεινε ικανοποιητική το 2007, παρά την αναταραχή στις διεθνείς χρηματοπιστωτικές αγορές το δεύτερο εξάμηνο του έτους. Η αναταραχή αυτή έχει σχέση με δύο κυρίως γεγονότα: την άνοδο της τιμής του πετρελαίου αλλά και την αβεβαιότητα, η οποία είναι μεγαλύτερη του συνήθους, επειδή δεν είναι ακόμη

γνωστές σε όλη τους την έκταση οι επιπτώσεις της χρηματοπιστωτικής αναταραχής αλλά και ούτε πόσο αυτή θα διαρκέσει. Για το λόγο αυτό είναι αυξημένοι οι κίνδυνοι να είναι ακόμη μεγαλύτερη η επιβράδυνση της παγκόσμιας ανάπτυξης από ό,τι εκτιμάται σήμερα. Η αναταραχή που ξεκίνησε από την αγορά στεγαστικών δανείων προς νοικοκυριά χαμηλής πιστοληπτικής ικανότητας στις ΗΠΑ (subprime mortgage market) άρχισε να επηρεάζει την αγορά χρήματος σε παγκόσμιο επίπεδο, με αποτέλεσμα να σημειωθεί έλλειψη ρευστότητας και να ασκηθούν ανοδικές πιέσεις στα διατραπεζικά επιτόκια. Σύμφωνα με το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο, ο ρυθμός ανόδου του παγκόσμιου ΑΕΠ παρέμεινε υψηλός το 2007, και αυτή η αύξηση ενισχύθηκε τόσο από την ιδιωτική κατανάλωση, στην οποία επέδρασαν θετικά η ικανοποιητική αύξηση της απασχόλησης και των εισοδημάτων των νοικοκυριών, όσο και από τις επενδύσεις, οι οποίες ευνοήθηκαν από την περαιτέρω βελτίωση της κερδοφορίας των επιχειρήσεων, αλλά και από τη διατήρηση της ανοδικής πορείας του παγκόσμιου εμπορίου, κυρίως λόγω των υψηλών ρυθμών ανάπτυξης των αναδυόμενων οικονομιών. Οι ευνοϊκοί αυτοί παράγοντες αντιστάθμισαν εν μέρει την αρνητική επίδραση την οποία άσκησαν αφενός η περαιτέρω αύξηση των διεθνών τιμών των βασικών εμπορευμάτων σε νέα ιστορικά υψηλά επίπεδα και αφετέρου η αναταραχή στις διεθνείς χρηματοπιστωτικές αγορές και οι δυσμενείς εξελίξεις στην αγορά κατοικιών.

1. ΕΜΠΕΙΡΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ

1.1 ΗΝΩΜΕΝΕΣ ΠΟΛΙΤΕΙΕΣ ΑΜΕΡΙΚΗΣ

Ενώ μέχρι πρόσφατα οι ΗΠΑ είχαν τη μεγαλύτερη συνεισφορά στην παγκόσμια οικονομική μεγέθυνση, το 2007 για πρώτη φορά η Κίνα συνεισέφερε περισσότερο από τις ΗΠΑ, ενώ η ζώνη του ευρώ, λόγω της ευνοϊκής οικονομικής συγκυρίας και των διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων των τελευταίων ετών, συνέβαλε, υστέρη από πολλά έτη, όσο και οι ΗΠΑ στην αύξηση του παγκόσμιου ΑΕΠ. Μεταξύ των επτά μεγαλύτερων προηγμένων οικονομιών, οι ΗΠΑ σημείωσαν τη μεγαλύτερη επιβράδυνση του ρυθμού οικονομικής δραστηριότητας (2,2% το 2007, από 2,9% το 2006), λόγω της μεγάλης μείωσης της επενδυτικής δραστηριότητας στον κλάδο των κατοικιών. Η υποτίμηση του δολαρίου είχε ως αποτέλεσμα την τόνωση των καθαρών εξαγωγών, αφού έτσι ενισχύθηκαν οι εξαγωγές αλλά παράλληλα μειώθηκε η ζήτηση για εισαγωγές. Η χρηματοπιστωτική αναταραχή προκάλεσε προβλήματα ρευστότητας σε πολλά χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, ενώ οι όροι χορήγησης δανείων έγιναν αυστηρότεροι. Το έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών υποχώρησε στο 5,6% του ΑΕΠ από 6,2% το 2006, παρά την αύξηση των τιμών του πετρελαίου. Η εγχώρια ζήτηση έχει πληγεί σημαντικά και ο φόβος για την εμφάνιση ύφεσης είναι πολύ ισχυρός. Η επιβράδυνση

του ρυθμού αύξησης της απασχόλησης σε συνδυασμό με την αύξηση της ανεργίας επηρεάζουν αρνητικά το διαθέσιμο εισόδημα των νοικοκυριών και την εμπιστοσύνη των καταναλωτών με αποτέλεσμα την μείωση της ιδιωτικής κατανάλωσης. Επιπλέον, το υψηλότερο κόστος δανεισμού και η υποχώρηση του ρυθμού ανόδου των τιμών των ακινήτων, επηρεάζουν αρνητικά την αγοραία αξία των περιουσιακών στοιχείων των νοικοκυριών καθώς και επίπεδο δανεισμού τους.

Όσον αφορά την χρηματοδότηση των επιχειρήσεων στις ΗΠΑ, σημαντική υπήρξε η αύξηση της μόχλευσης κυρίως από το 1970 έως και το 1994 περίπου κατά 30%. Σε αυτή την περίοδο ο δείκτης δανειακής μόχλευσης (leverage ratio) αυξήθηκε από 0,28 σε 0,40. Η αύξηση της δανειακής μόχλευσης των επιχειρήσεων υπήρξε το σημαντικότερο οικονομικό γεγονός της δεκαετίας του '80. Την περίοδο 1983 – 1989 η μόχλευση αυξήθηκε δραματικά κατά 37%, αύξηση που προήλθε τόσο από μακροπρόθεσμο όσο και από βραχυπρόθεσμο δανεισμό. Επίσης, δεν πρέπει κάποιος να παραβλέψει την χρηματιστηριακή κρίση του 1987, που οδήγησε τις επιχειρήσεις να αναζητήσουν νέους τρόπους αναδιοργάνωσης και ανάκαμψης. Έτσι, οι επιχειρήσεις αναδιοργάνωσαν μέσω αυτής της επιχειρησιακής στρατηγικής το κεφαλαιακό καθεστώς αλλά και τις προοπτικές εξέλιξης και ανάπτυξής τους. Ταυτόχρονα, η αύξηση της μόχλευσης οφείλεται στην χρήση βραχυπρόθεσμων δανειακών εργαλείων, τα οποία έγιναν πιο εύκολα προσβάσιμα την δεκαετία του '80 και αντανάκλα την αυξανόμενη πιθανότητα ύπαρξης διαφοροποίησης της διάρκειας αποπληρωμής των υποχρεώσεων και της διατήρησης των στοιχείων του ενεργητικού. Με αυτό τον τρόπο, αυξήθηκε η ανάληψη χρηματοοικονομικού κινδύνου από τις επιχειρήσεις και αυτός ενσωματώθηκε στους Ισολογισμούς και τα οικονομικά στοιχεία των επιχειρήσεων.

Σημαντικό στοιχείο για να περιγράψουμε την παραπάνω τάση, αποτελεί η ταυτόχρονη αύξηση των εξαγωγών και συγχωνεύσεων. Βέβαια, είναι απαραίτητο να σημειωθεί ότι οι εξαγωγές και συγχωνεύσεις δεν αυξάνουν απαραίτητα την μόχλευση στην νέα επιχείρηση, αφού η χρηματοδότηση σε αυτές τις δραστηριότητες μπορεί να γίνει με μετρητά, δανεισμό ή ανταλλαγή μετοχών. Όμως, στις επιχειρήσεις όπου γίνεται εξαγορά με μόχλευση (leveraged buy-out – LBO), το αποτέλεσμα είναι ο λόγος δανειακής μόχλευσης να αυξάνεται πολύ και να κυμαίνεται από 0,80 έως 0,95.

Τα τελευταία χρόνια η υπερβολική ρευστότητα και τα χαμηλά επιτόκια έχουν οδηγήσει στην αύξηση του πιστωτικού κινδύνου και της μόχλευσης. Σε αυτό έχουν συμβάλει σημαντικά, τόσο η αύξηση των εξαγωγών με μόχλευση, όσο και ο ρόλος των ιδιωτικών επιχειρήσεων σε αυτή την διαδικασία και τα επίπεδα δανειακής μόχλευσης φτάνουν σήμερα

τα υψηλά της δεκαετίας του '80, με την μόνη διαφορά ότι σήμερα ο πιστωτικός κίνδυνος που συνοδεύει αυτή την τάση είναι μεγαλύτερος, κυρίως λόγω της διαφοροποίησης του επιχειρησιακού κινδύνου σε συνδυασμό με την μείωση της επιχειρηματικής ποιότητας των εταιρειών.

1.2 ΗΝΩΜΕΝΟ ΒΑΣΙΛΕΙΟ

Το Ηνωμένο Βασίλειο αποτελεί την μόνη από τις επτά μεγαλύτερες προηγμένες οικονομίες όπου το 2007 όπου παρατηρήθηκε επιτάχυνση του ρυθμού ανόδου του ΑΕΠ σε 3,1% το 2007, από 2,8% το 2006, λόγω της ισχυρής εγχώριας ζήτησης από την πλευρά τόσο της ιδιωτικής κατανάλωσης όσο και των επενδύσεων αλλά και λόγω της ισχυρής ανάπτυξης στον τομέα των υπηρεσιών και της μεγάλης ανόδου της ιδιωτικής κατανάλωσης. Σε αρκετά υψηλό επίπεδο διατηρήθηκε το έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών, 5,7% του ΑΕΠ το τρίτο τρίμηνο του 2007, ενώ για το 2008 προβλέπεται σημαντική επιβράδυνση της οικονομικής ανάπτυξης σε 2,2%, κυρίως επειδή αναμένεται να επιβραδυνθεί η άνοδος της εγχώριας ζήτησης λόγω των πρόσφατων εξελίξεων στην αγορά ακινήτων και στο χρηματοπιστωτικό κλάδο. Ο πληθωρισμός αυξήθηκε σταδιακά και ανήλθε στο 3% -το υψηλότερο επίπεδο των τελευταίων δέκα ετών - υποχωρώντας σε 2,7%. Οι πληθωριστικές πιέσεις οδήγησαν την Τράπεζα της Αγγλίας σε δύο αυξήσεις των επιτοκίων στη διάρκεια του 2006 και σε άλλη μία τον Ιανουάριο του 2007, με αποτέλεσμα το βασικό επιτόκιο να διαμορφωθεί στο 5,25%. Ο μέσος ετήσιος πληθωρισμός αυξήθηκε στο 2,3% (υπερβαίνοντας το στόχο της κεντρικής τράπεζας για τον πληθωρισμό, 2%) και η ανεργία στο 5,4% (από 4,8% το 2005).

Τα τελευταία 25 χρόνια το επίπεδο μόχλευσης των επιχειρήσεων έχει αυξηθεί σημαντικά τόσο στο Ηνωμένο Βασίλειο, όσο και στην υπόλοιπη Ευρώπη. Η αύξηση στις εξαγορές με μόχλευση είναι τόσο μεγάλη, που το Ηνωμένο Βασίλειο φαίνεται να διανύει την τρίτη περίοδο ανάπτυξης και μεγέθυνσης αυτής της δραστηριότητας. Επιπλέον, η ευκολία πρόσβασης τόσο σε πληροφορίες όσο και σε πηγές χρηματοδότησης έχουν αυξήσει τον λόγο δανειακής μόχλευσης, ο οποίος όμως εξακολουθεί να παραμένει ο μικρότερος σε σχέση με τις υπόλοιπες χώρες του G-7. Αυτό συμβαίνει κυρίως λόγω της τοποθέτησης χρημάτων σε μεγάλες επιχειρήσεις και επενδυτικά σχέδια ενώ η χρηματοδότηση μικρών και μικρομεσαίων επιχειρήσεων παραμένει περιορισμένη.

Σε γενικές γραμμές η έρευνα έχει δείξει ότι το επίπεδο δανειακής μόχλευσης στο Ηνωμένο Βασίλειο, βρίσκεται πολύ κοντά στα επίπεδα δανειακής μόχλευσης που

επικρατούν στις Ηνωμένες Πολιτείες της Αμερικής, παρόλο τις διαφορετικές συνθήκες και το οικονομικό περιβάλλον μέσα στο οποίο δραστηριοποιούνται οι επιχειρήσεις. Αντίθετα, υπάρχει διαφοροποίηση σε σχέση με τις χώρες της Ηπειρωτικής Ευρώπης, όπου εκεί το επίπεδο δανειακής μόχλευσης διατηρείται σε μεγαλύτερα επίπεδα π.χ. το 1991 τα επίπεδα δανειακής μόχλευσης σε Ηνωμένες Πολιτείες της Αμερικής και στο Ηνωμένο Βασίλειο κυμαινόταν σε 0,56 ενώ το αντίστοιχο σε Ηπειρωτική Ευρώπη και Ιαπωνία ήταν περίπου στο 0,70.

1.3 ΙΑΠΩΝΙΑ

Η οικονομία της Ιαπωνίας διανύει για πέμπτο συνεχές έτος φάση οικονομικής ανάκαμψης, παρόλο που ο ρυθμός ανόδου του ΑΕΠ επιβραδύνθηκε το 2007 σε 1,9% από 2,4% το 2006, λόγω του χαμηλότερου ρυθμού αύξησης των επενδύσεων, ιδίως στον κατασκευαστικό κλάδο. Ο εξωτερικός τομέας εξακολούθησε να συμβάλλει σημαντικά στην οικονομική ανάπτυξη (περισσότερο από το 50% της ανόδου του ΑΕΠ οφείλεται στην αύξηση των καθαρών εξαγωγών). Η επιτάχυνση του ρυθμού αύξησης των εξαγωγών σε συνδυασμό με την άνοδο του εισοδήματος από περιουσιακά στοιχεία στην αλλοδαπή αύξησαν το πλεόνασμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών. Ωστόσο, το γιεν συνέχισε να υποτιμάται σε ονομαστικούς και πραγματικούς όρους, καθώς διευρύνθηκε η διαφορά (σε ονομαστικούς όρους) των ιαπωνικών επιτοκίων από τα επιτόκια των υπόλοιπων ανεπτυγμένων οικονομιών: η εξέλιξη αυτή ενίσχυσε την κερδοσκοπική δραστηριότητα δανεισμού σε γιεν και τοποθετήσεων σε αξίες υψηλότερων αποδόσεων σε άλλα νομίσματα ("carry trade"). Η Τράπεζα της Ιαπωνίας δεν προχώρησε στην εφαρμογή αυστηρότερης νομισματικής πολιτικής, καθώς το πρόβλημα της επανεμφάνισης αρνητικού πληθωρισμού παρέμεινε έντονο. Το ιδιαίτερα υψηλό ακαθάριστο δημόσιο χρέος αυξήθηκε περαιτέρω σε 179,5% του ΑΕΠ το 2007. Το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο προβλέπει επιβράδυνση του ρυθμού ανόδου του ΑΕΠ στο 1,5% το 2008, καθώς η πρόσφατη ανατίμηση του γιεν αναμένεται να επιβραδύνει το ρυθμό αύξησης των εξαγωγών.

Στην Ιαπωνία η ραγδαία αύξηση των επενδυμένων κεφαλαίων σε πάγια στοιχεία έχει κατά κύριο λόγο γίνει μέσω υπερχρέωσης, γεγονός που είχε ως αποτέλεσμα την ύπαρξη μικρής κερδοφορίας στις επιχειρήσεις, και αυτό αντανακλάται σε μειωμένη απόδοση των επενδύσεων των επιχειρήσεων. Από το 1991 και μετά οι επενδύσεις και η ανάπτυξη που γνώρισε η χώρα, υπήρξε πολύ μεγάλη. Στην Ιαπωνία επικρατούσαν πάντοτε ψηλότερα

επίπεδα δανειακής μόχλευσης σε σχέση με τις Ηνωμένες Πολιτείες της Αμερικής και το Ηνωμένο Βασίλειο.¹ Η ίδια τάση εξακολουθεί να συμβαίνει και τα τελευταία χρόνια, με τις Ιαπωνικές επιχειρήσεις να δανείζονται περισσότερο από τις άλλες δύο υπό εξέταση χώρες.

2. ΔΕΔΟΜΕΝΑ - ΜΕΘΟΔΟΣ

Τα δεδομένα που χρησιμοποιήθηκαν, βασίστηκαν στα ανακοινωμένα στοιχεία των εταιρειών ανά κλάδο για την περίοδο από το 1980 έως και το 2008 και για τις τρεις υπό εξέταση χώρες, Ηνωμένες Πολιτείες Αμερικής, Ηνωμένο Βασίλειο και Ιαπωνία. Τα δεδομένα μας είναι τριμηνιαία και αναφέρονται από το 2^ο τρίμηνο του 1980 έως και το 2^ο τρίμηνο του 2008. Οι κλάδοι στους οποίους αναφέρεται η ανάλυσή μας, είναι κλάδοι κατα κύριο λόγο παραγωγής, οι οποίοι και αναλυτικά αναφέρονται στον παρακάτω πίνακα.

Όνομασία Κλάδου	Κωδικός	Όνομασία Κλάδου	Κωδικός
Αεροπορική Βιομηχανία και Άμυνα	AERSP	Βιομηχανία (γενικά)	GNIND
Αυτοκινητοβιομηχανία	AUTMB	Ιατρικός Εξοπλισμός	HCEQS
Ποτά	BEVES	Βιομηχανική Μηχανολογία	INDEN
Χημικά	CHMCL	Βιομηχανία Μέταλλα	INDMT
Κατασκευές και Υλικά	CNSTM	Βιομηχανία Μεταφορές	INDTR
Ηλεκτρισμός	ELECT	Κινητή Τηλεφωνία	TELMB
Ηλεκτρικός και Ηλεκτρονικός Εξοπλισμός	ELTNC	Πετρέλαιο και Αέριο	OILGP
Σταθερή Τηλεφωνία	TELFL	Φαρμακοποιία και Βιοτεχνολογία	PHARM
Διανομείς Φαγητών και Φαρμάκων	FDRGR	Πληροφορική	TECHD
Τρόφιμα	FOODS	Καπνός	TOBAC

Όλα τα στοιχεία συλλέχθηκαν από την Worldscope Datastream της Thomson Financial, μια διεθνής βάση δεδομένων, η οποία περιέχει στοιχεία σε μηνιαία βάση για όλες τις εταιρείες

¹. Raghuram G. Rajan and Luigi Zingales, 1995, What do we know about Capital Structure? Some Evidence from International data, *The Journal of Finance*, Vol. 50, No 5, 1421-1460.

οι οποίες δημοσιεύουν τα στοιχεία τους. Η Worldscope είναι μαζί με την Compustat οι εγκυρότερες και πληρέστερες πηγές αναζήτησης δεδομένων όσον αφορά λογιστικά και χρηματοοικονομικά δεδομένα για ερευνητές. Έρευνες έχουν γίνει για την σύγκριση αυτών των δύο πηγών², οι οποίες κατέληξαν στην εξίσωση αυτών. Παρόλες τις διαφορές τους και οι δυο αυτές πηγές αποτελούν αξιόπιστες και εξαιρετικές βάσεις δεδομένων πληροφόρησης όσον αφορά την χρηματοοικονομική επιστήμη.

Τα δεδομένα μας αποτελούν panel data δηλαδή η εξέταση των στοιχείων έγινε σε δύο διαστάσεις. Κατ' αρχήν παρατηρήθηκαν πολλές διαφορετικές μεταβλητές σε μια δεδομένη χρονική στιγμή (cross sectional) και στη συνέχεια η μεταβολή αυτών στο χρόνο (time series). Ένα μεγάλο πλεονέκτημα αυτού του τρόπου προσέγγισης των δεδομένων είναι ότι αποκαλύπτει σχέσεις ανάμεσα στις μεταβλητές, που δεν θα μπορούσαν να αποκαλυφθούν αν κάποιος χρησιμοποιούσε μία από τις παραπάνω μεθόδους ξεχωριστά. Η προσέγγιση αυτή αποτελεί τυπική προσέγγιση ανάλυσης δεδομένων σύμφωνα με την οικονομετρική θεωρία, ειδικά όταν υπάρχουν πολλές διαφορετικές μεταβλητές και αρκετές διαφορετικές χρονικές περίοδοι.

Η μέθοδος που θα χρησιμοποιηθεί είναι η μέθοδος της γραμμικής παλινδρόμησης ή αλλιώς μέθοδος των ελαχίστων τετραγώνων (OLS – Ordinary Least Squares με Fixed Effects), η οποία είναι μια στατιστική τεχνική που χρησιμοποιεί δεδομένα για να υπολογίσει την πραγματική σχέση ανάμεσα σε δύο ή παραπάνω μεταβλητές ενός πληθυσμού ή δείγματος.

Η ανάλυση των δεδομένων έγινε μέσω του στατιστικού προγράμματος E-Views, το οποίο επιτρέπει να εξεταστεί μέσω της γραμμικής παλινδρόμησης το μοντέλο $VALUE_{it} = \alpha + \beta_1 \cdot LEV_{it} + \beta_2 \cdot SIZE_{it} + \beta_3 \cdot GRO_{it} + \beta_4 \cdot PROD_{it} + \beta_5 \cdot SIZE_{it} \cdot LEV_{it} + \beta_6 \cdot GRO_{it} \cdot LEV_{it} + \beta_7 \cdot PROD_{it} \cdot LEV_{it} + \epsilon_{it}$, έτσι ώστε να αποκαλυφθεί ποια ή ποιες από τις παραπάνω ανεξάρτητες μεταβλητές επιδρούν περισσότερο και σε ποιο βαθμό στην εξαρτημένη μεταβλητή, την αξία της επιχείρησης. Συνολικά, θα υπάρξουν τρεις παλινδρομήσεις, μία για κάθε χώρα, όπου θα εξεταστεί μέσω του ίδιου μοντέλου, η διαφορετικότητα της επίδρασης των ανεξάρτητων μεταβλητών στην εξαρτημένη, την αξία της επιχείρησης.

² Ulbricht Niels and Weiner Christian, 2005, Worldscope meets Compustat: A comparison of Financial Databases, SSRN.

3. ΠΕΡΙΓΡΑΦΙΚΗ ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΗ

Ο παρακάτω πίνακας παρουσιάζει συνοπτικά τα στατιστικά μεγέθη των μεταβλητών (Leverage, Growth Opportunities, Productivity, Size, Value), για κάθε χώρα και τομέα ξεχωριστά. Σε αυτό το σημείο, πρέπει να σημειωθεί ότι δεν ήταν δυνατό να βρεθούν στοιχεία για κάποιους από τους τομείς της Ιαπωνίας, και συγκεκριμένα για τους: Αεροπορική Βιομηχανία και Άμυνα και Καπνός. Επιπλέον, δεν ήταν δυνατόν να βρεθούν τα απαραίτητα στοιχεία, για να υπολογιστεί η μεταβλητή ΑΞΙΑ (VALUE) για τον τομέα Φαρμακοποιία και Βιοτεχνολογία, πάλι για την ίδια χώρα. Σημειώνεται, ότι η αξία της επιχείρησης, προσεγγίζεται μέσω του Tobin's q, και υπολογίζεται ως: Σύνολο Ενεργητικού μείον την Λογιστική Αξία των κοινών μετοχών συν την Χρηματιστηριακή Αξία των κοινών μετοχών.

Επίσης, είναι απαραίτητο να σημειωθεί, ότι σε μεγάλο ποσοστό, ειδικά όσον αφορά το Ηνωμένο Βασίλειο, δεν υπήρχαν στοιχεία αναφοράς για το 2^ο και 3^ο τρίμηνο του 1980. Όμως, για λόγους ομοιομορφίας και για να υπάρχει μια κοινή χρονική περίοδος αναφοράς, επιλέχθηκε να συμπεριληφθούν και αυτές οι χρονικές περιόδους στην ανάλυσή μας, κατ'αρχήν για να αναφερόμαστε σε μια μεγάλη περίοδο 20 ετών και κατά δεύτερο, για να μην αποκλείσουμε από την μελέτη αυτή, στοιχεία που μπορεί να παίξουν σημαντικό ρόλο στην διαμόρφωση των τελικών συμπερασμάτων.

Αναλυτικά τα στοιχεία για το υπό εξέταση δείγμα και για τις τρεις υπό εξέταση χώρες, φαίνονται στους παρακάτω πίνακες.

3.1. ΗΝΩΜΕΝΕΣ ΠΟΛΙΤΕΙΕΣ ΑΜΕΡΙΚΗΣ

Μεταβλητές \ Τομείς	OILGPUS	CHMCLUS	INDMTUS	AEROSUS	AUTMBUS	INDTRUS	BEVESUS
VALUE (median)	0.00127	0.0010967	0.000859	0.000896	0.000252	0.000728	0.002007
VALUE (st.dev.)	0.092678	0.033928	0.000906	0.031547	0.004006	0.004713	0.002828
LEVERAGE(median)	0.409826	0.611703	0.375155	0.473924	3.482465	0.640651	0.739844
LEVERAGE (st.dev.)	0.159416	0.156719	0.176289	0.309213	5.750761	0.169321	0.271127
PRODUCTIVITY (median)	2.081686	1.276800	2.050337	1.322608	1.177248	0.911571	0.870934
PRODUCTIVITY (st.dev.)	0.425496	0.189161	0.312733	0.206855	0.414983	0.082541	0.211072
SIZE (median)	193002800	1.05E+08	23969750	57981120	377305100	64074140	58167230

SIZE (st.dev.)	236360907	56316431	32857291	52151849	239137637	60866762	45330433
GROWTH (median)	15.10	17.70	15.20	17.40	12.00	15.00	22.10
GROWTH (st.dev.)	7.89	6.98	38.25	7.12	15.79	7.62	8.95
Τομείς							
Μεταβλητές	FOODSUS	TOBACUS	FDRGRUS	INDENUS	CNSTMUS	ELTNCUS	PHARMUS
VALUE (median)	0.001631	0.001208	0.001698	0.000944	0.000591	0.004968	0.00258
VALUE (st.dev.)	0.004605	0.000484	0.000633	0.004448	0.00197	0.004176	0.151204
LEVERAGE(median)	0.552599	0.967203	0.645812	0.87942	0.627993	0.348338	0.015757
LEVERAGE (st.dev.)	0.342037	0.441544	1.258717	0.27366	0.175075	0.179942	0.110169
PRODUCTIVITY (median)	1.553549	0.933769	4.062862	1.579145	1.608596	1.493533	0.989849
PRODUCTIVITY (st.dev.)	0.328595	0.157510	0.523896	0.172164	0.187232	0.166194	0.197990
SIZE (median)	61516930	51911200	25905680	49299970	31166460	27252040	88077790
SIZE (st.dev.)	75362278	37243715	64471656	56777972	23183882	33262075	1.56E+08
GROWTH (median)	18.20	13.10	19.10	17.10	15.80	18.30	22.80
GROWTH (st.dev.)	5.54	3.11	6.01	7.82	5.73	8.72	8.84
Τομείς							
Μεταβλητές	TELMBUS	ELECTUS	TELFUS	TECHDUS	GNINDUS	HCEQSUS	
VALUE (median)	0.000846	0.000607	0.003042	0.002627	0.00041	0.001347	
VALUE (st.dev.)	0.001344	0.000143	0.022848	0.006889	0.004064	0.001446	
LEVERAGE(median)	0.935252	1.288867	0.940127	0.052479	1.343703	0.286445	
LEVERAGE (st.dev.)	0.531548	0.182269	1.113241	0.207391	0.722242	0.139244	
PRODUCTIVITY (median)	0.518468	0.397256	0.296792	1.299121	0.736429	1.003778	
PRODUCTIVITY (st.dev.)	0.116425	0.041067	0.074641	0.150246	0.377054	0.199748	
SIZE (median)	17653470	2.88E+08	57280560	1.23E+08	277882750	1.17E+08	
SIZE (st.dev.)	32997950	2.02E+08	161780072	1.78E+08	320838032	1.18E+08	
GROWTH (median)	27.10	12.60	17.00	22.90	16.60	22.40	
GROWTH (st.dev.)	339.23	4.29	7.06	15.60	5.85	7.84	

Παρατηρώντας τα στοιχεία, κάποιος μπορεί να πάρει πολύ σημαντικές πληροφορίες για την οικονομική κατάσταση αλλά και για την εικόνα που έχουν οι επιχειρήσεις ως συνολο, μέσα στο περιβάλλον στο οποίο αυτές δραστηριοποιούνται. Όσον αφορά τις Ηνωμένες Πολιτείες της Αμερικής, οι επιχειρήσεις στον τομέα Ηλεκτρικού και Ηλεκτρονικού εξοπλισμού έχουν την μεγαλύτερη αξία, ενώ οι επιχειρήσεις που δραστηριοποιούνται στον τομέα της Σταθερής Τηλεφωνίας και στον τομέα της Πληροφορικής βρίσκονται στην δεύτερη θέση και τρίτη θέση αντίστοιχα. Επίσης, οι εταιρείες στους κλάδους της Φαρμακοποιίας και Βιοτεχνολογίας και των Ποτών παρουσιάζουν υψηλή αξία. Όλοι οι υπόλοιποι κλάδοι, έχουν χαμηλά επίπεδα όσον αφορά την αξία των επιχειρήσεων. Σύμφωνα με τα παραπάνω, κανένας απο τους παραπάνω κλάδους δεν παρουσιάζει υπερτιμημένη αξία σε σχέση με την λογιστική αξία των επιχειρήσεων.

Ο κλάδος με τον μεγαλύτερο δείκτη δανειακής μόχλευσης είναι ο κλάδος της Αυτοκινητοβιομηχανίας με 3,48, δηλαδή σε αυτό τον κλάδο οι επιχειρήσεις είναι υπερχρεωμένες σχεδόν τέσσερις φορές της αξίας του ενεργητικού τους. Επιπλέον, οι επιχειρήσεις στον τομέα της Σταθερής Τηλεφωνίας έχουν χρέος που ξεπερνά την αξία του ενεργητικού τους, ο δείκτης δανειακής μόχλευσης είναι 1,11, ενώ σε όλους τους υπόλοιπους κλάδους η μόχλευση βρίσκεται σε επίπεδα κάτω της μονάδας, με τις επιχειρήσεις στον κλάδο της Φαρμακοποιίας και Βιοτεχνολογίας να χρεώνονται σε πολύ μικρό επίπεδο, μόλις 0,015 σε σχέση με το μέγεθος του ενεργητικού τους.

Ο πιο παραγωγικός κλάδος είναι αυτός των Διανομένων Φαγητών και Φαρμάκων, με 4,063, δείκτη πολύ μεγαλύτερο από αυτούς των άλλων κλάδων. Οι μεγαλύτεροι κλάδοι είναι αυτοί της Αυτοκινητοβιομηχανίας, με αξία ενεργητικού 377305100 και ο κλαδος της Βιομηχανίας, με αξία ενεργητικού 277882750. Όσον αφορά την ανάπτυξη, όλοι οι κλάδοι παρουσιάζουν υψηλά επίπεδα ανάπτυξης και κερδοφορίας, όμως την καλύτερη ανάπτυξη φαίνεται να έχουν κλαδοι που έχουν να κάνουν με την τεχνολογία και την συνεχή βελτίωση μέσω έρευνας, όπως είναι ο κλάδος της Κινητής Τηλεφωνίας, της Πληροφορικής, της Φαρμακοποιίας και Βιοτεχνολογίας και των Ποτών.

3.2. ΗΝΩΜΕΝΟ ΒΑΣΙΛΕΙΟ

Τομείς							
Μεταβλητές	OILGPUK	CHMCLUK	INDMTUK	AEROSUK	AUTMBUK	INDTRUK	BEVESUK
VALUE (median)	0.000689	0.004526	0.003131	0.001429	0.000876	0.007094	0.001868
VALUE (st.dev.)	0.000244	0.001632	0.00097	0.010686	0.0008	0.004416	0.000653

LEVERAGE(median)	0.090264886	0.106081	-0.28414	-0.03073	0.127343	0.16571	0.213653
LEVERAGE (st.dev.)	0.049586984	0.057776	0.414398	0.076187	0.124644	0.078106	0.086382
PRODUCTIVITY (median)	1.044781	1.702924	0.003085	1.057963	1.15532	1.081263	0.576287
PRODUCTIVITY (st.dev.)	0.232914	0.294935	0.037064	0.195017	0.11529	0.178641	0.418412
SIZE (median)	121392800	3116921	138395	3884363	1762000	1942299	7886901
SIZE (st.dev.)	79612395	770979.8	167851.5	4340110	836189.6	1462327	9668862
GROWTH (median)	13.3	14.6	14.1	14.9	13.1	16.1	14.9
GROWTH (st.dev.)	11.43749	3.918701	7.92761	8.021405	7.858144	4.203145	2.581513
Τομείς							
Μεταβλητές	FOODSUK	TOBACUK	FDRGRUK	INDENUK	CNSTMUK	ELTNCUK	PHARMUK
VALUE (median)	0.000909	0.000653	0.001684	0.001709	0.006522	0.00295	0.006673
VALUE (st.dev.)	0.000343	0.000542	0.00062	0.012488	0.002793	0.004015	3.131825
LEVERAGE(median)	0.078203	0.092546	0.130743	0.086507	-0.00366	1.146905	-0.0124
LEVERAGE (st.dev.)	0.131749	0.146544	0.070224	0.085674	0.061628	0.729445	0.132278
PRODUCTIVITY (median)	1.529392	0.587926	1.880323	1.201456	1.618838	1.111151	0.916465
PRODUCTIVITY (st.dev.)	0.364	0.419961	0.585135	0.72749	0.196732	0.1339	0.309166
SIZE (median)	26548940	21008505	11220100	4309475	3782878	4426764	5554691
SIZE (st.dev.)	15864189	13876985	14145094	1999799	2117971	3260775	18669074
GROWTH (median)	13.8	12	17	14.1	12.8	16.4	19.5
GROWTH (st.dev.)	3.089093	4.79412	3.724257	3.254709	4.034101	7.479889	7.058267
Τομείς							
Μεταβλητές	TELMBUK	ELECTUK	TELFLUK	TECHDUK	GNINDUK	HCEQSUK	
VALUE (median)	0.005522	0.002355	0.00109	0.000928	0.000622	0.003202	
VALUE (st.dev.)	0.008229	0.001036	0.000501	0.006549	0.000318	0.00248	
LEVERAGE(median)	0.062164	0.196673	0.15922	-0.10194	0.107334	0.098571	
LEVERAGE (st.dev.)	0.160511	0.096842	0.124001	0.114883	0.091811	0.09085	
PRODUCTIVITY (median)	0.76393	0.597089	0.6124	1.223598	1.221157	0.994273	
PRODUCTIVITY (st.dev.)	0.33618	0.178767	0.096626	0.260753	0.170333	0.12566	

SIZE (median)	2502300	8406600	29334210	266905	6468002	946999
SIZE (st.dev.)	72650098	8404495	16785776	941920.5	4380342	650194.5
GROWTH (median)	19.6	12.9	13.7	24.4	13	19.7
GROWTH (st.dev.)	24.80643	2.814979	24.59333	38.84103	3.668224	4.068377

Όσον αφορά το Ηνωμένο Βασίλειο, οι εταιρείες στους κλάδους της Φαρμακοποιίας και Βιοτεχνολογίας και των Κατασκευών και Υλικών παρουσιάζουν υψηλή αξία. Όλοι οι υπόλοιποι κλάδοι, έχουν χαμηλά επίπεδα όσον αφορά την αξία των επιχειρήσεων. Επιπλέον και σε αυτή τη περίπτωση σε κανένα κλάδο ο λόγος Tobin's q δεν ξεπερνά την μονάδα, άρα κανένας δεν παρουσιάζει υπερτιμημένη αξία σε σχέση με την λογιστική αξία των επιχειρήσεων.

Παρατηρώντας τον δείκτη της δανειακής μόχλευσης για τους κλάδους στο Ηνωμένο Βασίλειο, βλέπει κανείς ότι για κάποιους κλάδους, ο λόγος αυτός είναι αρνητικός. Συγκεκριμένα οι εταιρείες στους κλάδους Βιομηχανία Μέταλλα, Αεροπορική Βιομηχανία και Άμυνα, Κατασκευές και Υλικά, Φαρμακοποιία και Βιοτεχνολογία και Πληροφορική, παρουσιάζουν αρνητικό λόγο δανειακής μόχλευσης, πράγμα που σημαίνει ότι οι εταιρείες αυτές δεν δανείζονται, αλλά αντίθετα έχουν απόθεμα κεφαλαίων τα οποία τα δανείζουν. Ένα ακόμα πολύ σημαντικό συμπέρασμα είναι το επίπεδο δανεισμού που εμφανίζει όλο το δείγμα, ειδικά αν συγκριθεί με το αντίστοιχο των Ηνωμένων Πολιτειών της Αμερικής. Στο Ηνωμένο Βασίλειο οι εταιρείες δανείζονται πολύ λιγότερο. Ενδεικτικά αναφέρεται ότι ο κλάδος με το μεγαλύτερο δείκτη δανειακής μόχλευσης, που είναι και ο μόνος κλάδος του οποίου ο λόγος αυτός ξεπερνά την μονάδα, είναι ο κλάδος Ηλεκτρικού και Ηλεκτρονικού Εξοπλισμού με μόλις 1,15, ενώ αντίστοιχα ο μεγαλύτερος λόγος δανειακής μόχλευσης στο προηγούμενο δείγμα ήταν αυτός της Αυτοκινητοβιομηχανίας με 3,48.

Όσον αφορά την παραγωγικότητα στο Ηνωμένο Βασίλειο, οι περισσότεροι κλάδοι εμφανίζουν καλά αποτελέσματα, με τον λόγο αυτό να ξεπερνά την μονάδα ή να κινείται οριακά κάτω από αυτή. Αξιοσημείωτο είναι ότι στον κλάδο της Βιομηχανίας Μετάλλων ο δείκτης αυτός παρουσιάζεται να είναι μόλις 0,037, σε αντίθεση με όλους τους άλλους. Ο πιο παραγωγικός κλάδος στο Ηνωμένο Βασίλειο είναι ο κλάδος Διανομένων Φαγητών και Φαρμάκων, όπως και στις Ηνωμένες Πολιτείες της Αμερικής, όμως με σημαντική διαφορά στα μεγέθη. Ο συγκεκριμένος κλάδος στο Ηνωμένο Βασίλειο παρουσιάζει δείκτη 1,88 ενώ στο προηγούμενο δείγμα ήταν 4,063.

Ο μεγαλύτερος κλάδος είναι του Πετρελαίου και Αερίου με αξία ενεργητικού 121392800, ενώ, με μεγάλη διαφορά, ο επόμενος σε μέγεθος κλάδος είναι της Σταθερής Τηλεφωνίας με 29334210 αξία ενεργητικού. Όσον αφορά την ανάπτυξη, όλοι οι κλάδοι παρουσιάζουν υψηλά επίπεδα ανάπτυξης και κερδοφορίας, όμως την καλύτερη ανάπτυξη έχουν οι κλάδοι της Πληροφορικής, της Κινητής Τηλεφωνίας αλλά και οι επιχειρήσεις που δραστηριοποιούνται στους κλάδους της Φαρμακοποιίας και Βιοτεχνολογίας και του Ιατρικού Εξοπλισμού.

3.3. ΙΑΠΩΝΙΑ

Τομείς Μεταβλητές	OILGRJP	CHMCLJP	INDMTJP	AEROSJP	AUTMBJP	INDTRJP	BEVESJP
VALUE (median)	0.000705	0.000696	0.000507		0.000658	0.002	0.000833
VALUE (st.dev.)	0.000368	0.000282	0.000346		0.00015	0.001312	0.000623
LEVERAGE(median)	0.927045	0.69348	1.254448		0.578506	0.792929	0.274452
LEVERAGE (st.dev.)	0.684409	0.306802	0.417811		0.400903	0.277903	0.414716
PRODUCTIVITY (median)	1.393282	0.854277	0.848903		1.104427	0.97982	1.079815
PRODUCTIVITY (st.dev.)	0.411742	0.10216	0.107837		0.211161	0.089563	0.177232
SIZE (median)	5294338000	1.72E+10	1.67E+10		3.59E+10	7E+09	4.36E+09
SIZE (st.dev.)	3300557780	5.56E+09	4.29E+09		2.25E+10	2.55E+09	1.66E+09
GROWTH (median)	41.6	45.7	49		28.3	61.2	37.8
GROWTH (st.dev.)	17.91021	17.78331	77.16624		15.88511	48.33307	13.65772
Τομείς Μεταβλητές	FOODSJP	TOBACJP	FDRGRJP	INDENJP	CNSTMJJP	ELTNCJP	PHARMJP
VALUE (median)	0.000805		0.003794	0.000497	0.000528	0.001155	
VALUE (st.dev.)	0.00037		0.001725	0.00026	0.000339	0.000285	
LEVERAGE(median)	0.29391		0.10686	0.353248	0.316396	0.06803	-0.32425
LEVERAGE (st.dev.)	0.687426		0.152936	0.283771	0.418431	0.209327	0.084144
PRODUCTIVITY (median)	1.452635		1.542342	0.848409	0.837525	0.879932	0.78803
PRODUCTIVITY (st.dev.)	0.165727		0.183464	0.05029	0.079389	0.062085	0.090481
SIZE (median)	6.77E+09		1318508500	2.47E+10	2.17E+10	2.02E+10	5.89E+09

SIZE (st.dev.)	2.35E+09	1875424610	6.37E+09	6.84E+09	7.17E+09	4.02E+09
GROWTH (median)	39.9	48.3	38.4	33.7	41.4	33.7
GROWTH (st.dev.)	12.49051	17.84334	18.61633	15.79045	14.91546	16.16888
Τομείς						
Μεταβλητές	TELMBJP	ELECTJP	TELFLJP	TECHDJP	GNINDJP	HCEQSJP
VALUE (median)	0.000362	0.000283	0.000538	1.59236E-06	0.00177245	0.023065
VALUE (st.dev.)	0.00315	0.000111	0.000455	1.95002E-06	0.000827603	0.033968
LEVERAGE(median)	0.713238	3.988351	0.873843	0.32292	1.047035	0.033276
LEVERAGE (st.dev.)	1.230124	0.819641	0.182887	0.347474	0.698117	0.23915
PRODUCTIVITY (median)	0.85956	0.395594	0.567192	0.984305	1.218293	0.738663
PRODUCTIVITY (st.dev.)	0.092554	0.042823	0.055897	0.066836	0.150514	0.192001
SIZE (median)	7.01E+09	3.89E+10	1.44E+10	1.53E+10	1E+10	6.04E+08
SIZE (st.dev.)	4.47E+09	9.55E+09	2.97E+09	6.59E+09	2.28E+09	4.23E+08
GROWTH (median)	37.7	29.8	76.1	45.4	39	37.15
GROWTH (st.dev.)	198.0228	30.93563	69.44188	55.81423	15.54776	13.22744

Στην Ιαπωνία κυριαρχεί ο κλάδος, όσον αφορά την αξία των επιχειρήσεων, του Ιατρικού Εξοπλισμού που εμφανίζει το μεγαλύτερο λόγο q. Και στην Ιαπωνία κανένας κλάδος δεν παρουσιάζει λόγο Tobin's q που να ξεπερνά την μονάδα, άρα κανένας δεν παρουσιάζει υπερτιμημένη αξία σε σχέση με την λογιστική αξία των επιχειρήσεων.

Ο δείκτης δανειακής μόχλευσης και για τις επιχειρήσεις στην Ιαπωνία βρίσκεται σε χαμηλά επίπεδα. Στους περισσότερους κλάδους τα επίπεδα δανειοδότησης βρίσκονται κάτω από την μονάδα. Οι εταιρείες δεν δανείζονται πολύ. Επιπλέον, ο κλάδος της Φαρμακοποιίας και Βιοτεχνολογίας εμφανίζει αρνητικό λόγο, πράγμα που σημαίνει την χορήγηση κεφαλαίων για δανειοδότηση και όχι δανειοληψία. Ο κλάδος με τον μεγαλύτερο λόγο δανειακής μόχλευσης είναι ο κλάδος Ηλεκτρικού και Ηλεκτρονικού Εξοπλισμού με 3.988351.

Όλοι οι κλάδοι παρουσιάζουν πολύ καλή παραγωγικότητα, με τον λόγο αυτό να παρουσιάζει μεγαλύτερες τιμές σε σύγκριση τόσο με τις Ηνωμένες Πολιτείες της Αμερικής όσο και με το Ηνωμένο Βασίλειο. Αξίζει να σημειωθεί ότι ο πιο παραγωγικός κλάδος στην

Ιαπωνία είναι ο κλάδος Διανομέων Φαγητών και Φαρμάκων, όπως και στις Ηνωμένες Πολιτείες της Αμερικής αλλά και στο Ηνωμένο Βασίλειο, με δείκτη 1,54.

Οι μεγαλύτεροι κλάδοι είναι αυτοί του Ηλεκτρισμού και της Αυτοκινητοβιομηχανίας και εμφανίζουν πολύ μεγάλα μεγέθη ενεργητικού. Όσον αφορά την ανάπτυξη, όλοι οι κλάδοι παρουσιάζουν πολύ υψηλά επίπεδα ανάπτυξης και κερδοφορίας, πολύ μεγαλύτερα από τα αντίστοιχα που υπάρχουν στις Ηνωμένες Πολιτείες της Αμερικής αλλά και στο Ηνωμένο Βασίλειο. Την μεγαλύτερη ανάπτυξη έχουν οι κλάδοι της Σταθερής Τηλεφωνίας με δείκτη 76,1, της Βιομηχανίας Μεταφορών με 61,2 και αλλά της Βιομηχανίας Μετάλλων με δείκτη 49.

VI. ΕΜΠΕΙΡΙΚΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ

Έχοντας ορίσει τα στοιχεία, τη μέθοδο αλλά και το μοντέλο μέσω του οποίου θα εξεταστεί ο βαθμός εξάρτησης των ανεξάρτητων μεταβλητών (LEVERAGE, SIZE, GROWTH, PRODUCTIVITY) στην εξαρτημένη μεταβλητή (VALUE), θα προχωρήσουμε στην ανάλυση των δεδομένων μας. Όπως προαναφέρθηκε, η ανάλυση των δεδομένων θα γίνει ξεχωριστά για κάθε χώρα, οπότε με αυτό τον τρόπο θα εξαχθούν συμπεράσματα για κάθε μία από αυτές ξεχωριστά.

1. ΗΝΩΜΕΝΕΣ ΠΟΛΙΤΕΙΕΣ ΑΜΕΡΙΚΗΣ

Dependent Variable: VALUE				
Method: Pooled Least Squares				
Sample: 1980Q2 2008Q2				
Included observations: 113				
Cross-sections included: 20				
Total pool (unbalanced) observations: 2240				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.040062	0.003758	-10.66127	0.0000
LEV?	0.698159	0.020076	34.77564	0.0000
SIZE?	4.84E-11	7.26E-12	6.675039	0.0000
PROD?	0.029007	0.003094	9.374931	0.0000
SIZE?*LEV?	8.68E-10	7.43E-11	-11.68497	0.0000
GROWTH?*LEV?	-0.010596	0.000888	-11.93219	0.0000
Weighted Effects				
R-squared	0.563308	Mean dependent var	0.004420	
Adjusted R-squared	0.535067	S.D. dependent var	0.041833	
S.E. of regression	0.028524	Akaike info criterion	-4.216926	
Sum squared resid	1.711050	Schwarz criterion	-3.867439	
Log likelihood	4859.957	F-statistic	19.94670	
Durbin-Watson stat	0.772293	Prob(F-statistic)	0.000000	

$$VALUE_{it} = \alpha + \beta_1 \cdot LEV_{it} + \beta_2 \cdot SIZE_{it} + \beta_3 \cdot GRO_{it} + \beta_4 \cdot PROD_{it} + \beta_5 \cdot SIZE_{it} \cdot LEV_{it} + \beta_6 \cdot GRO_{it} \cdot LEV_{it} + \beta_7 \cdot PROD_{it} \cdot LEV_{it} + \epsilon_{it}$$

Τα αποτελέσματα για τις Ηνωμένες Πολιτείες Αμερικής φαίνονται στον παραπάνω πίνακα. Πρώτα απο όλα, στατιστικά σημαντικές μεταβλητές είναι όλες σε επίπεδο σημαντικότητας 95%, εκτός από τις ευκαιρίες ανάπτυξης (GROWTH). Παρόλα αυτά, η μικρή επίδραση στην αξία της επιχείρησης των ευκαιριών ανάπτυξης, γίνεται μέσω της αρνητικής επίδρασής τους στην δανειακή μόχλευση. Αυτό περιγράφεται ξεκάθαρα από τον συντελεστή $\beta_6 = -0.010596$, όπου το αρνητικό πρόσημο υποδηλώνει την αρνητική σχέση ανάμεσα στις ευκαιρίες ανάπτυξης με το επίπεδο δανειακής μόχλευσης που επιλέγει η επιχείρηση, όπως έχει αναλυτικά διατυπωθεί στις έρευνες των McConnell και Servaes, 1995, Barclay, Marx και Smith, 2003 και Alonso et al, 2005. Οι ανεξάρτητες μεταβλητές επιδρούν στην διαμόρφωση της αξίας της επιχείρησης κατά 56%, ενώ το Adjusted R-squared, εμφανίζεται να είναι λίγο μικρότερο σε 53,5%. Το F-Statistic που είναι αρκετά μεγάλο, σε επίπεδο 19,95, επιβεβαιώνει την αξιοπιστία και την δύναμη του μοντέλου που χρησιμοποιήθηκε. Ένα ακόμα στοιχείο που επιβεβαιώνει την αξιοπιστία του μοντέλου και της ανάλυσης μέσω της γραμμικής παλινδρόμησης, είναι το πολύ χαμηλό τυπικό σφάλμα παλινδρόμησης (Standard Error of regression) το οποίο είναι μόλις 0,028524.

Παρατηρώντας τα αποτελέσματα στον παραπάνω πίνακα, φαίνεται ξεκάθαρα ότι η δανειακή μόχλευση είναι αυτή που ασκεί την μεγαλύτερη επίδραση για την ερμηνεία της αξίας της επιχείρησης, αφού ο συντελεστής $\beta_1 = 0.698159$ και είναι ο μεγαλύτερος από όλους τους άλλους. Πρακτικά αυτό σημαίνει ότι για κάθε μονάδα μεταβολής της αξίας της επιχείρησης (εξαρτημένη μεταβλητή – VALUE), το 0,698159 οφείλεται στην επίδραση της δανειακής μόχλευσης. Επιπλέον, όλοι οι συντελεστές επιβεβαιώνουν την αρνητική ή θετική συσχέτιση που η κάθε ανεξάρτητη μεταβλητή έχει πάνω στην αξία της επιχείρησης σύμφωνα με την θεωρία.

Αναλυτικά, η δανειακή μόχλευση με συντελεστή $\beta_1 = 0.698159$ φανερώνει τη θετική συσχέτιση της δανειακής μόχλευσης και της αξίας της επιχείρησης, συμπέρασμα που είναι απόλυτα σύμφωνο με τα συμπεράσματα των ερευνών των Jung, Kim και Stulz, 1996, Jensen, 1986, Stulz, 1990. Το μέγεθος της επιχείρησης συσχετίζεται θετικά με την δανειακή μόχλευση, όμως η συμβολή αυτή με συντελεστή $\beta_2 = 4.84E-11$, είναι πάρα πολύ μικρή. Ωστόσο, η θετική συσχέτιση που φανερώνεται από αυτή την έρευνα είναι απόλυτα σύμφωνη με τα συμπεράσματα των ερευνών των Marsh, 1982, Wald, 1999, Booth et al., 2001. Τέλος και η παραγωγικότητα με συντελεστή $\beta_3 = 0.029007$ έχει θετική επίδραση στην αξία της επιχείρησης, όπως ακριβώς έχει περιγραφεί αναλυτικά από τους Ravenscraft και Scherer, 1987, Lichtenberg και Siegel, 1990 και Winn, 1997.

2. ΗΝΩΜΕΝΟ ΒΑΣΙΛΕΙΟ

Dependent Variable: VALUE				
Method: Pooled Least Squares				
Sample: 1980Q2 2008Q2				
Included observations: 113				
Cross-sections included: 20				
Total pool (unbalanced) observations: 1965				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.019809	0.017276	1.146632	0.2517
LEV?	0.137001	0.068223	2.008139	0.0448
Weighted Effects				
R-squared	0.158138	Mean dependent var		0.042108
Adjusted R-squared	0.097480	S.D. dependent var		0.617545
S.E. of regression	0.586675	Akaike info criterion		1.836592
Sum squared resid	630.5508	Schwarz criterion		2.214491
Log likelihood	-1671.452	F-statistic		2.607037
Durbin-Watson stat	0.250359	Prob(F-statistic)		0.000000

$$\text{VALUE}_{it} = \alpha + \beta_1 \cdot \text{LEV}_{it} + \beta_2 \cdot \text{SIZE}_{it} + \beta_3 \cdot \text{GRO}_{it} + \beta_4 \cdot \text{PROD}_{it} + \beta_5 \cdot \text{SIZE}_{it} \cdot \text{LEV}_{it} + \beta_6 \cdot \text{GRO}_{it} \cdot \text{LEV}_{it} + \beta_7 \cdot \text{PROD}_{it} \cdot \text{LEV}_{it} + \varepsilon_{it}$$

Τα αποτελέσματα για το Ηνωμένο Βασίλειο είναι πολύ διαφορετικά σε σχέση με αυτά που ισχύουν στις Ηνωμένες Πολιτείες Αμερικής. Στατιστικά σημαντική μεταβλητή είναι μόνο η δανειακή μόχλευση (LEVERAGE), σε επίπεδο σημαντικότητας 95%. Παρόλα αυτά, η μεταβλητή αυτή δεν φαίνεται να επιδρά σε σημαντικό βαθμό στην αξία της επιχείρησης, αφού επιδρά μόνο κατά 15%, ενώ το Adjusted R-squared, εμφανίζεται να είναι ακόμα μικρότερο σε επίπεδο 9,7%. Το F-Statistic και αυτό είναι αρκετά μικρό, 2,6, πράγμα που φανερώνει την μη καλή εφαρμογή του υποδείγματος στα συγκεκριμένα δεδομένα.

Όπως φαίνεται και σε αυτή την περίπτωση, η δανειακή μόχλευση έχει θετική επίδραση στην αξία της επιχείρησης. Ο συντελεστής $\beta_1 = 0.137001$, δείχνει την θετική συσχέτιση της ανεξάρτητης με την εξαρτημένη μεταβλητή στο υπόδειγμα, συμπέρασμα που είναι σύμφωνο με την θεωρία και την προηγούμενη έρευνα των Jung, Kim και Stulz, 1996, Stulz, 1990 και Jensen, 1986. Είναι, όμως, απαραίτητο να σημειωθεί σε αυτό το σημείο, ότι το κύριο συμπέρασμα που μπορεί κανείς να βγάλει σε αυτή την περίπτωση είναι ότι οι παράγοντες που επηρεάζουν την αξία της επιχείρησης στο Ηνωμένο Βασίλειο, είναι άλλοι από αυτούς που εξετάζει η παρούσα μελέτη.

3. ΙΑΠΩΝΙΑ

Dependent Variable: VALUE				
Method: Pooled Least Squares				
Sample: 1980Q2 2008Q2				
Included observations: 113				
Cross-sections included: 18				
Total pool (unbalanced) observations: 1769				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.017457	0.001913	-9.123941	0.0000
LEV?	0.003262	0.000536	6.089467	0.0000
SIZE?	2.45E-13	3.62E-14	6.770834	0.0000
PROD?	0.014757	0.001607	9.180633	0.0000
Weighted Effects				
R-squared	0.552176	Mean dependent var		0.002998
Adjusted R-squared	0.516044	S.D. dependent var		0.011243
S.E. of regression	0.007822	Akaike info criterion		-6.791648
Sum squared resid	0.100086	Schwarz criterion		-6.379778
Log likelihood	6140.212	F-statistic		15.28201
Durbin-Watson stat	0.195085	Prob(F-statistic)		0.000000

$$VALUE_{it} = \alpha + \beta_1 \cdot LEV_{it} + \beta_2 \cdot SIZE_{it} + \beta_3 \cdot GRO_{it} + \beta_4 \cdot PROD_{it} + \beta_5 \cdot SIZE_{it} \cdot LEV_{it} + \beta_6 \cdot GRO_{it} \cdot LEV_{it} + \beta_7 \cdot PROD_{it} \cdot LEV_{it} + \varepsilon_{it}$$

Ο παραπάνω πίνακας παρουσιάζει τα αποτελέσματα για την Ιαπωνία και παρουσιάζονται να είναι στατιστικά σημαντικές μεταβλητές σε επίπεδο σημαντικότητας 95%, η δανειακή μόχλευση, το μέγεθος και η παραγωγικότητα, δηλαδή όλες εκτός από τις ευκαιρίες ανάπτυξης (GROWTH), όπως ακριβώς και στα αποτελέσματα των Ηνωμένων Πολιτειών της Αμερικής. Σε αυτή την περίπτωση, όμως, οι ευκαιρίες ανάπτυξης δεν φαίνονται πουθενά να επηρεάζουν την αξία της επιχείρησης. Οι ανεξάρτητες μεταβλητές επιδρούν στην διαμόρφωση της αξίας της επιχείρησης κατά 55%, ενώ το Adjusted R-squared, εμφανίζεται να είναι λίγο μικρότερο σε 51,6%. Το F-Statistic που είναι αρκετά μεγάλο, σε επίπεδο 15,28, το οποίο επιβεβαιώνει την αξιοπιστία και την δύναμη του μοντέλου που χρησιμοποιήθηκε.

Στην Ιαπωνία την μεγαλύτερη επίδραση στην αξία της επιχείρησης, την έχει η παραγωγικότητα (PRODUCTIVITY) με συντελεστή $\beta_4 = 0.014757$ και όχι η δανειακή μόχλευση (LEVERAGE), η οποία εμφανίζει συντελεστή $\beta_1 = 0.003262$. Επιπλέον, το μέγεθος της επιχείρησης με συντελεστή $\beta_2 = 2.45E-13$, επηρεάζει ελάχιστα την διαμόρφωση της αξίας

της επιχείρησης. Τα ευρήματά μας είναι σύμφωνα με την αναμενόμενη συσχέτιση κάθε ανεξάρτητης μεταβλητής με την εξαρτημένη και είναι απόλυτα σύμφωνα με τα συμπεράσματα των προηγούμενων ερευνών.

Αναλυτικά, η δανειακή μόχλευση με συντελεστή $\beta_1 = 0.003262$ φανερώνει τη θετική συσχέτιση της δανειακής μόχλευσης στην αξία της επιχείρησης, συμπέρασμα που είναι απόλυτα σύμφωνο με τα συμπεράσματα των ερευνών των Jung, Kim και Stulz, 1996, Jensen, 1986, Stulz, 1990. Το μέγεθος της επιχείρησης συσχετίζεται θετικά με την δανειακή μόχλευση, όμως η συμβολή αυτή με συντελεστή $\beta_2 = 2.45E-13$, είναι πάρα πολύ μικρή. Ωστόσο, η θετική συσχέτιση που φανερώνεται από αυτή την έρευνα είναι απόλυτα σύμφωνη με τα συμπεράσματα των ερευνών των Marsh, 1982, Wald, 1999, Booth et al., 2001. Τέλος η παραγωγικότητα με συντελεστή $\beta_3 = 0.014757$ έχει τη μεγαλύτερη θετική επίδραση στην αξία της επιχείρησης στην Ιαπωνία, όπως ακριβώς έχει περιγραφεί αναλυτικά από τους Ravenscraft και Scherer, 1987, Lichtenberg και Siegel, 1990 και Winn, 1997.

VI. ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ – ΕΠΙΔΡΑΣΕΙΣ

Η επιχείρηση είναι αναγκαίο να αποφασίζει κάθε στιγμή τον τρόπο με τον οποίο θα διαμορφώσει την χρηματοοικονομική της κατάσταση, πάντα σε συνάρτηση με το περιβάλλον μέσα στο οποίο δραστηριοποιείται. Η απόφαση για τον τρόπο χρηματοδότησης μιας επιχείρησης και την αξιοποίησης των κεφαλαίων της, αποτελεί, ίσως, την σημαντικότερη απόφαση. Αυτή η απόφαση επηρεάζει τόσο την πορεία όσο και την ανάπτυξη και την κερδοφορία της.

Με δεδομένο την σημαντικότητα αυτού του θέματος, αυτή η έρευνα προσπάθησε να ανακαλύψει τις σχέσεις και τις αλληλεπιδράσεις ανάμεσα σε κύρια χαρακτηριστικά μιας επιχείρησης και πως αυτά συνολικά επιδρούν στην διαμόρφωση της αξίας της επιχείρησης. Τα ευρήματα της έρευνας διαφοροποιούνται σημαντικά, ανάλογα το περιβάλλον και τις οικονομικές συνθήκες μέσα στις οποίες οι επιχειρήσεις λειτουργούν.

Οι επιχειρήσεις στις Ηνωμένες Πολιτείες της Αμερικής, δανείζονται σε αρκετά μεγάλο βαθμό, κατά κύριο λόγο επειδή τα μεγέθη τα οποία πρέπει να εξυπηρετηθούν είναι μεγάλα. Οι εταιρείες που έχουν σχέση με την τεχνολογία είναι αυτές που χρησιμοποιούν πιο αποδοτικά αυτά τα κεφάλαια και αυτό αποτυπώνεται τόσο στους δείκτες ανάπτυξης όσο και στην αξία των επιχειρήσεων. Η δανειακή μόχλευση, όντως χρησιμοποιείται ως κινητήριος δύναμη για την εξέλιξη των επιχειρήσεων στις Ηνωμένες Πολιτείες της Αμερικής, ανεξάρτητα από το μέγεθος της κάθε επιχείρησης και η έρευνα έδειξε ότι αποτελεί το σημαντικότερο χαρακτηριστικό το οποίο επιδρά και σε μεγάλο βαθμό στην διαμόρφωση της αξίας της επιχείρησης.

Τα συμπεράσματα αυτά είναι σύμφωνα με την μέχρι τώρα πορεία της δανειακής μόχλευσης και της παρουσίας της στην οικονομική πορεία των Ηνωμένων Πολιτειών της Αμερικής. Οι εταιρείες κατορθώνουν να αξιοποιήσουν τα κεφάλαια που έρχονται στα χέρια τους και τα χρησιμοποιούν σε αξιόλογες επενδυτικές κινήσεις, γεγονός που αντανάκλαται πλήρως στην οικονομική πορεία και εικόνα των επιχειρήσεων.

Η εικόνα στο Ηνωμένο Βασίλειο είναι πλήρως διαφοροποιημένη σε σχέση με τις άλλες δύο υπό εξέταση χώρες. Παρόλο που στο Ηνωμένο Βασίλειο τα τελευταία 25 χρόνια το επίπεδο μόχλευσης των επιχειρήσεων έχει αυξηθεί, ο λόγος δανειακής μόχλευσης εξακολουθεί να παραμένει ο μικρότερος σε σχέση με τις υπόλοιπες χώρες του G-7. Οι επιχειρήσεις δανείζονται σε πολύ μικρότερο ποσοστό και η δανειακή μόχλευση δεν επιδρά καθόλου στην διαμόρφωση της αξίας των επιχειρήσεων. Άρα, θα πρέπει να αναζητηθούν

άλλοι λόγοι και χαρακτηριστικά που επηρεάζουν την αξία της επιχείρησης. Επιπλέον, είναι αναγκαίο να αναφερθεί ότι η αξία των επιχειρήσεων δεν επηρεάζεται από κάποιο άλλο χαρακτηριστικό από αυτά που συμπεριλήφθηκαν στην έρευνα αυτή. Άρα, όσον αφορά το Ηνωμένο Βασίλειο θα πρέπει να αναζητηθούν άλλα χαρακτηριστικά, ίσως ποιοτικά, τα οποία να επηρεάζουν και να εξηγούν τον τρόπο που συντελείται η ανάπτυξη και η αξία στις επιχειρήσεις.

Στην Ιαπωνία, η ανάπτυξη που γνωρίζει η χώρα είναι αποτέλεσμα της ραγδαίας αύξησης των επενδυμένων κεφαλαίων σε πάγια στοιχεία και έχει κατά κύριο λόγο γίνει μέσω υπερχρέωσης. Στην Ιαπωνία επικρατούσαν πάντοτε ψηλότερα επίπεδα δανειακής μόχλευσης σε σχέση με τις Ηνωμένες Πολιτείες της Αμερικής και το Ηνωμένο Βασίλειο. Η ίδια τάση εξακολουθεί να συμβαίνει και τα τελευταία χρόνια, με τις Ιαπωνικές επιχειρήσεις να δανείζονται περισσότερο από τις άλλες δύο υπό εξέταση χώρες.

Στην Ιαπωνία η επίδραση της δανειακής μόχλευσης στην διαμόρφωση της αξίας των επιχειρήσεων είναι πολύ μικρή και σύμφωνα με την έρευνα που προηγήθηκε, η μεταβλητή που επηρεάζει σε μεγαλύτερο βαθμό, είναι η παραγωγικότητα. Βέβαια, αυτό το συμπέρασμα είναι λογικό και αναμενόμενο, αρκεί κάποιος να αναλογιστεί την έκρηξη της Ιαπωνικής παραγωγής σε όλο τον κόσμο, κυρίως μέσω των κλάδων της Αυτοκινητοβιομηχανίας, του Ηλεκτρικού και Ηλεκτρονικού εξοπλισμού αλλά και της Πληροφορικής. Σε αυτούς τους κλάδους ενσωματώνεται τεχνογνωσία μέσω έρευνας και ανάπτυξης, που επηρεάζει άμεσα και τον παράγοντα παραγωγικότητα και την αξία και ανάπτυξη της επιχείρησης παραπέρα. Άρα, φαίνεται λογικό να μην αποτελεί η δανειακή μόχλευση το σημαντικό στοιχείο που οδηγεί τις Ιαπωνικές επιχειρήσεις στην διαμόρφωση της αξίας και στην ανάπτυξη των επιχειρήσεων.

Κλείνοντας, είναι απαραίτητο να αναφερθεί ότι η δανειακή μόχλευση πρέπει να χρησιμοποιείται πάντα με συγκεκριμένους όρους και προϋποθέσεις. Μπορεί να αποτελεί ένα από τα σημαντικότερα οικονομικά στοιχεία μιας επιχείρησης, όμως ο τρόπος χρησιμοποίησης των αντλούμενων κεφαλαίων, είναι αυτό το στοιχείο που κάνει την διαφορά. Η δανειοδότηση δεν είναι πανάκεια. Είναι ένα μέσο με πολλούς κινδύνους και ρίσκο και έτσι πρέπει να αντιμετωπίζεται. Το πρόβλημα για την αξιοποίηση και την σωστή τοποθέτηση αυτών των χρημάτων, θα πρέπει να είναι ένα εξίσου σημαντικό θέμα για μια επιχείρηση όσο είναι και η επιλογή μεταξύ των μορφών χρηματοδότησης που αυτή θα επιλέξει.

BIBΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

Aivazian, V. A., Y. Ge and J. Qiu, 2005, "The impact of leverage on firm investment: Canadian evidence", *Journal of Corporate Finance* 11, pp. 227-291

Aivazian, V. A., Y. Ge and J. Qiu, 2005, "Debt maturity structure and firm investment", *Financial Management Magazine*, 22/12/2005

B. S. Bernanke, J. Y. Campbell, T. M. Whited and M. Warshawsky, 1990, "U.S. Corporate Leverage: Developments in 1987 and 1988", *Brookings Papers on Economic Activity*, Vol. 1990, No. 1. (1990), pp. 255-286

Billett T. M., D. K. Tao-Hsien and D. C. Mauer, 2006, "Growth Opportunities and the Choice of Leverage, Debt Maturity, and Covenants", Working Paper

Denis J. D. and D. K. Denis, 1991, "Managerial discretion, organizational structure, and corporate performance: A study of leveraged recapitalizations", *Journal of Accounting and Economics*, 16, (1993), pp. 209-236, North-Holland

Faulkender M. and M. A. Petersen, 2006, "Does the Source of Capital Affect Capital Structure?", *The Review of Financial Studies*, Vol. 19, N° 1, 2006

Filbeck G. and R. F. Gorman, "The relationship between productivity and leverage", 2001

Fernandez V., 2005, "Determinants of Firm Leverage in Chile: Evidence from Panel Data", *Estudios de Administración*, vol. 12, N° 1, 2005

Hayashi F., 1982, "Tobin's Marginal q and Average q: A Neoclassical Interpretation", *Econometrica*, Vol.50, No.1. (Jan., 1982), pp. 312-224

Huang G. and F. M. Song, 2005, "The determinants of capital structure: Evidence from China", *China Economic Review* 17, pp. 14-36

Jensen, M. and W. Meckling, 1976, "Theory of the firm: Managerial behaviour, agency costs, and capital structure", *Journal of Financial Economics* 3, pp. 305-360

Jensen, M.C., 1986, "Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers", *American Economic Review (Papers and Proceedings)* 76, pp. 323-329

Jong A., 2001, "The disciplining role of leverage in Dutch firms", *Discussion Paper*

Jong A. and R. van Dijk, 2002, "Determinants of Leverage and Agency Problems", *Discussion Paper*

Jong A., R. Kabir and T.T. Nguyen, 2008, "Capital structure around the world: The roles of firm- and country-specific determinants", *Journal of Banking and Finance*, 2008

Lang, L., E. Ofek and R. Stulz, 1996, "Leverage, investment and firm growth", *NBER Working Paper No. 5165*, Cambridge, MA

Lichtenberg, F.R. and D. Siegel, 1990, "The effects of leveraged buyouts on productivity and related aspects of firm behaviour", *Journal of Financial Economics* 25, pp.165-194

McConnell, J.J. and H. Servaes, 1990, "Additional evidence on equity ownership and value", *Journal of Financial Economics* 27, pp. 595-612

McConnell, J.J. and H. Servaes, 1995, "Equity ownership and the two faces of debt", *Journal of Financial Economics* 39, pp. 131-157

Miller M. H., 1977, "Debt and Taxes", *Journal of Finance*, Vol. 32, pp. 261-276

Mills K., S. Morling and W. Tease, 1994, "The influence of financial factors on corporate investment", Economic Analysis Department, *Reserve Bank of Australia*, Research Discussion Paper 9402

Milton H. and A.Raviv, 1991, "The Theory of Capital Structure", *The Journal of Finance*, Vol. 46, No. 1. (Mar., 1991), pp. 297-355

Modigliani F., and M. Miller, 1958, "The Cost of Capital, Corporate Finance and the Theory of Investment", *American Economic Review*, Vol. 48, pp. 261-297

Modigliani F., and M. Miller, 1963, "Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction", *American Economic Review*, Vol. 53, June, pp. 443-453

Moon D. and K. Tandon, 2007, "The influence of growth opportunities on the relationship between equity ownership and leverage", *Review of Quantitative Finance and Accounting*, (2007) 29, pp.339–351

Myers, S. C., 1997, "Determinants of Corporate Borrowing", *Journal of Financial Economics*, November, 5:2, pp.147-175

Myers, S. C., 2001, "Capital Structure", *Journal of Economic Perspectives* Spring, 15:2, pp.81-102

- Nickell S., D. Nikolitsas and N. Dryden**, 1997, "What makes firms perform well?", *European Economic Review* 41 (1997), pp. 783-796
- Nickell, S. and D. Nicholitsas**, 1999, "How Does Financial Pressure Affect Firms?" *European Economic Review*, 43 (8), pp. 1435-1456
- Nishioka S. and N. Baba**, 2004, "Dynamic Capital Structure of Japanese Firms: How Far Has the Reduction of Excess Leverage Progressed in Japan?", *Bank of Japan Working Paper Series*, No.04-E-16, November 2004
- Pomerleano M.**, 1998, "Corporate Finance Lessons from the East Asian Crisis", Article from *Public Policy for Private Sector, The World Bank Group - Finance, Private Sector, and Infrastructure Network*, October 1998
- Pomerleano M.**, 2007, "Corporate financial restructuring in Asia: implications for financial stability", *BIS Quarterly Review*, September 2007
- Pushner, G. M.**, 1995, "Equity ownership structure, leverage, and productivity: Empirical evidence from Japan", *Pacific – Basin Finance Journal* 3, pp. 241-255
- Raghuram G. R. and L. Zingales**, 1995, "What Do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data", *The Journal of Finance*, Vol. 50, No. 5. (Dec., 1995), pp. 1421-1460
- Singh M. and S. Faircloth**, 2005, "The impact of corporate debt on long term investment and firm performance", *Applied Economics*, 37, 2005, pp. 875-883
- Su D.**, 2003, "Leverage, insider ownership, and the underpricing of IPOs in China", *Int. Fin. Markets, Inst. and Money*, 14, (2004), pp. 37–54
- Stulz M. R.**, 1990, "Managerial discretion and optimal financing policies", *Journal of Financial Economics*, 26, (1990), pp. 3-27.
- Ulbricht N. and C. Weiner**, 2005, "Worldscope meets Compustat: A comparison of Financial Databases", *SSRN*.
- Wald J. K.**, (1999), "How Firm Characteristics Affect Capital Structure: An International Comparison", *The Journal of Financial Research*, vol. XXII, No. 2, Summer, pp.161-187

Winn, J., 1997, "Asset Productivity Turnaround: The Growth/Efficiency Challenge," *The Journal of Management Studies*, 34 (4), pp. 585-600

WORLD ECONOMIC OUTLOOK, April 2008, "Housing and the Business Cycle"

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΡΠΑ