



ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

ΤΜΗΜΑ ΟΡΓΑΝΩΣΗΣ ΚΑΙ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ

ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ ΣΤΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗ  
ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ

Διπλωματική Εργασία

**ΕΚΤΙΜΗΣΗ ΤΟΥ ΤΕΚΜΑΡΤΟΥ ΚΟΣΤΟΥΣ  
ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ, ΠΡΙΝ & ΜΕΤΑ ΤΗ  
ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΡΙΣΗ**

**Στυλιανή Ι. Κουκουλιάντα**

**Επιβλέπωντας Καθηγητής:**

**κ. Παναγιώτης Γ. Αρτίκης**

*Διπλωματική εργασία υποβληθείσα στο Τμήμα Οργάνωσης και Διοίκησης  
Επιχειρήσεων του Πανεπιστημίου Πειραιώς, ως μέρος των απαιτήσεων  
για την απόκτηση Μεταπτυχιακού Διπλώματος Ειδίκευσης στη Διοίκηση  
Επιχειρήσεων (MBA)*

**ΠΕΙΡΑΙΑΣ,**

**ΜΑΪΟΣ 2017**

# Εκτίμηση του τεκμαρτού κόστους κεφαλαίου, πριν & μετά τη χρηματοοικονομική κρίση

Στυλιανή Ι. Κουκουλιάντα

**Σημαντικοί όροι:** Κόστος κεφαλαίου, κόστος ιδίων κεφαλαίων, χρηματοδότηση, εταιρική διακυβέρνηση, χρηματοοικονομική κρίση

## ΠΕΡΙΛΗΨΗ

---

Το πολυτάραχο εξωτερικό περιβάλλον δραστηριοποίησης των επιχειρήσεων, σε συνδυασμό με το συνεχή κίνδυνο εμφάνισης μίας νέας χρηματοοικονομικής κρίσης, έχουν αυξήσει κατακόρυφα τις προκλήσεις που καλείται να αντιμετωπίσει κάθε σύγχρονη επιχείρηση. Ένα από τα σημαντικότερα ζητήματα στα οποία πρέπει να εστιάσει την προσοχή της αποτελεί η επιλογή της χρηματοδότησής της, με στόχο την επίτευξη όσο το δυνατόν χαμηλότερου κόστους κεφαλαίου.

Η παρούσα εργασία μελετά τη συμπεριφορά του κόστους ιδίων κεφαλαίων ως προς την εταιρική διακυβέρνηση (οικογενειακός ή μη οικογενειακός έλεγχος της επιχείρησης), τις χρηματοοικονομικές κρίσεις και άλλους συνήθεις παράγοντες καθορισμού του. Στόχοι αποτελούν: η απόκτηση γνώσης σχετικά με την επίδραση του οικογενειακού ελέγχου στο κόστος ιδίων κεφαλαίων πριν, κατά τη διάρκεια και μετά από μία χρηματοοικονομική κρίση, η κατανόηση της συμπεριφοράς των επενδυτών και ο εντοπισμός των παραγόντων καθορισμού του κόστους ιδίων κεφαλαίων.

Η έρευνα κατέληξε στο συμπέρασμα ότι το επενδυτικό κοινό προτιμούσε να επενδύσει στους “family – controlled” κλάδους πριν τη χρηματοοικονομική κρίση του 2008, ενώ, μετά από αυτήν, έδειξε μία αρνητική στάση απέναντί τους. Επιπλέον, προέκυψε ότι το κόστος ιδίων κεφαλαίων συσχετίζεται θετικά με τον αναμενόμενο ρυθμό ανάπτυξης του κλάδου, τη μόχλευση και τον κίνδυνο του κλάδου, αλλά, συσχετίζεται αρνητικά με το λόγο της χρηματιστηριακής προς τη λογιστική αξία των ιδίων κεφαλαίων. Τέλος, παρατηρήθηκε ότι οι παράγοντες που ασκούν τη σημαντικότερη επίδραση στο κόστος ιδίων κεφαλαίων είναι ο αναμενόμενος ρυθμός ανάπτυξης και η μόχλευση των κλάδων.

## ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ

---

Στα πλαίσια ολοκλήρωσης της παρούσας διπλωματικής εργασίας, θα ήθελα να ευχαριστήσω θερμά τον επιβλέποντα καθηγητή μου κ. Παναγιώτη Γ. Αρτίκη, για τη συνεχή επιστημονική καθοδήγηση, το ενδιαφέρον του και τη συμβολή του στην ολοκλήρωση αυτής της προσπάθειας. Επίσης, θα ήθελα να ευχαριστήσω το διδάκτορα κ. Μιχάλη Αλεξόπουλο για τη βοήθεια που μου προσέφερε στην ολοκλήρωση της εμπειρικής μελέτης.

Τέλος, θα ήθελα να ευχαριστήσω την οικογένειά μου για την υποστήριξη και τη συμπαράστασή της καθ' όλη τη διάρκεια των σπουδών μου.

Στυλιανή Ι. Κουκουλιάντα

Πειραιάς, Μάιος 2017.

## ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΠΙΝΑΚΩΝ

---

ΠΙΝΑΚΑΣ Π. 1: ΥΠΟ ΜΕΛΕΤΗ ΚΛΑΔΟΙ ΤΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ ΤΩΝ ΗΝΩΜΕΝΩΝ ΠΟΛΙΤΕΙΩΝ ΑΜΕΡΙΚΗΣ ΓΙΑ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ 2004 – 2012.....	174
ΠΙΝΑΚΑΣ Π. 2: “FAMILY – CONTROLLED” ΚΛΑΔΟΙ ΤΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ ΤΩΝ ΗΝΩΜΕΝΩΝ ΠΟΛΙΤΕΙΩΝ ΑΜΕΡΙΚΗΣ ΓΙΑ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ 2004 – 2012.....	175
ΠΙΝΑΚΑΣ Π. 3: ΚΟΣΤΟΣ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ “FAMILY – CONTROLLED” ΚΛΑΔΩΝ ΤΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ ΤΩΝ ΗΝΩΜΕΝΩΝ ΠΟΛΙΤΕΙΩΝ ΑΜΕΡΙΚΗΣ ΓΙΑ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ 2004 – 2012.....	176
ΠΙΝΑΚΑΣ Π. 4: ΚΟΣΤΟΣ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ “NON – FAMILY – CONTROLLED” ΚΛΑΔΩΝ ΤΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ ΤΩΝ ΗΝΩΜΕΝΩΝ ΠΟΛΙΤΕΙΩΝ ΑΜΕΡΙΚΗΣ ΓΙΑ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ 2004 – 2012.....	177
ΠΙΝΑΚΑΣ Π. 5: ΚΟΣΤΟΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ “FAMILY – CONTROLLED” ΚΛΑΔΩΝ ΤΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ ΤΩΝ ΗΝΩΜΕΝΩΝ ΠΟΛΙΤΕΙΩΝ ΑΜΕΡΙΚΗΣ ΓΙΑ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ 2004 – 2012.....	180
ΠΙΝΑΚΑΣ Π. 6: ΚΟΣΤΟΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ “NON – FAMILY – CONTROLLED” ΚΛΑΔΩΝ ΤΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ ΤΩΝ ΗΝΩΜΕΝΩΝ ΠΟΛΙΤΕΙΩΝ ΑΜΕΡΙΚΗΣ ΓΙΑ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ 2004 – 2012.....	181
ΠΙΝΑΚΑΣ Π. 7: ΜΕΣΟ ΚΟΣΤΟΣ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΓΙΑ “FAMILY – CONTROLLED” ΚΛΑΔΟΥΣ ΚΑΤΑ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ ΜΕΛΕΤΗΣ (2004 – 2012).....	183
ΠΙΝΑΚΑΣ Π. 8: ΜΕΣΟ ΕΤΗΣΙΟ ΚΟΣΤΟΣ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΤΩΝ “FAMILY – CONTROLLED” ΚΛΑΔΩΝ ΚΑΤΑ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ ΜΕΛΕΤΗΣ (2004 – 2012).....	184
ΠΙΝΑΚΑΣ Π. 9: ΜΕΣΟ ΚΟΣΤΟΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ ΓΙΑ “FAMILY – CONTROLLED” ΚΛΑΔΟΥΣ ΚΑΤΑ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ ΜΕΛΕΤΗΣ (2004 – 2012).....	184
ΠΙΝΑΚΑΣ Π. 10: ΜΕΣΟ ΕΤΗΣΙΟ ΚΟΣΤΟΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ ΤΩΝ “FAMILY – CONTROLLED” ΚΛΑΔΩΝ ΚΑΤΑ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ ΜΕΛΕΤΗΣ (2004 – 2012).....	185
ΠΙΝΑΚΑΣ Π. 11: ΜΕΣΟ ΚΟΣΤΟΣ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΓΙΑ “NON – FAMILY – CONTROLLED” ΚΛΑΔΟΥΣ ΚΑΤΑ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ ΜΕΛΕΤΗΣ (2004 – 2012).....	186
ΠΙΝΑΚΑΣ Π. 12: ΜΕΣΟ ΕΤΗΣΙΟ ΚΟΣΤΟΣ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΤΩΝ “NON – FAMILY – CONTROLLED” ΚΛΑΔΩΝ ΚΑΤΑ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ ΜΕΛΕΤΗΣ (2004 – 2012).....	187
ΠΙΝΑΚΑΣ Π. 13: ΜΕΣΟ ΚΟΣΤΟΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ ΓΙΑ “NON – FAMILY – CONTROLLED” ΚΛΑΔΟΥΣ ΚΑΤΑ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ ΜΕΛΕΤΗΣ (2004 – 2012).....	188
ΠΙΝΑΚΑΣ Π. 14: ΜΕΣΟ ΕΤΗΣΙΟ ΚΟΣΤΟΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ ΤΩΝ “NON – FAMILY – CONTROLLED” ΚΛΑΔΩΝ ΚΑΤΑ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ ΜΕΛΕΤΗΣ (2004 – 2012).....	189
ΠΙΝΑΚΑΣ Π. 15: ΜΕΛΕΤΗ ΔΙΑΦΟΡΩΝ ΑΝΑΜΕΣΑ ΣΤΟ $K_{e,average,ετήσιο}$ ΚΑΙ ΣΤΟ ΜΕΣΟ ΕΤΗΣΙΟ ΚΟΣΤΟΣ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΤΟΥ ΕΤΟΥΣ – ΒΑΣΗ (2004) ΓΙΑ ΤΟΥΣ “FAMILY – CONTROLLED” ΚΛΑΔΟΥΣ.....	190

ΠΙΝΑΚΑΣ Π. 16: ΜΕΛΕΤΗ ΔΙΑΦΟΡΩΝ ΑΝΑΜΕΣΑ ΣΤΟ $K_{average,ετήσιο}$ ΚΑΙ ΣΤΟ ΜΕΣΟ ΕΤΗΣΙΟ ΚΟΣΤΟΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ ΤΟΥ ΕΤΟΥΣ – ΒΑΣΗ (2004) ΓΙΑ ΤΟΥΣ “FAMILY – CONTROLLED” ΚΛΑΔΟΥΣ.....	190
ΠΙΝΑΚΑΣ Π. 17: ΜΕΛΕΤΗ ΔΙΑΦΟΡΩΝ ΑΝΑΜΕΣΑ ΣΤΟ $K_{e,average,ετήσιο}$ ΚΑΙ ΣΤΟ ΜΕΣΟ ΕΤΗΣΙΟ ΚΟΣΤΟΣ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΤΟΥ ΕΤΟΥΣ – ΒΑΣΗ (2004) ΓΙΑ ΤΟΥΣ “NON – FAMILY – CONTROLLED” ΚΛΑΔΟΥΣ.....	191
ΠΙΝΑΚΑΣ Π. 18: ΜΕΛΕΤΗ ΔΙΑΦΟΡΩΝ ΑΝΑΜΕΣΑ ΣΤΟ $K_{average,ετήσιο}$ ΚΑΙ ΣΤΟ ΜΕΣΟ ΕΤΗΣΙΟ ΚΟΣΤΟΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ ΤΟΥ ΕΤΟΥΣ – ΒΑΣΗ (2004) ΓΙΑ ΤΟΥΣ “NON – FAMILY – CONTROLLED” ΚΛΑΔΟΥΣ.....	191
ΠΙΝΑΚΑΣ Π. 19: ΣΥΝΔΥΑΣΤΙΚΗ ΜΕΛΕΤΗ ΚΟΣΤΟΥΣ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ.....	192
ΠΙΝΑΚΑΣ Π. 20: ΣΥΝΔΥΑΣΤΙΚΗ ΜΕΛΕΤΗ ΚΟΣΤΟΥΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ.....	192
ΠΙΝΑΚΑΣ Π. 21: ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΗΣ ΑΝΑΛΥΣΗΣ ΓΙΑ ΤΟ ΣΥΝΟΛΟ ΤΩΝ ΔΕΔΟΜΕΝΩΝ.....	193
ΠΙΝΑΚΑΣ Π. 22: ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΗΣ ΑΝΑΛΥΣΗΣ ΓΙΑ ΤΑ ΕΤΗ 2004 & 2005.....	193
ΠΙΝΑΚΑΣ Π. 23: ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΗΣ ΑΝΑΛΥΣΗΣ ΓΙΑ ΤΑ ΕΤΗ 2006 & 2007.....	194
ΠΙΝΑΚΑΣ Π. 24: ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΗΣ ΑΝΑΛΥΣΗΣ ΓΙΑ ΤΑ ΕΤΗ 2008 & 2009.....	194
ΠΙΝΑΚΑΣ Π. 25: ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΗΣ ΑΝΑΛΥΣΗΣ ΓΙΑ ΤΑ ΕΤΗ 2010 & 2011.....	195
ΠΙΝΑΚΑΣ Π. 26: ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΗΣ ΑΝΑΛΥΣΗΣ ΓΙΑ ΤΟ ΕΤΟΣ 2012.....	195
ΠΙΝΑΚΑΣ Π. 27: ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΗΣ ΑΝΑΛΥΣΗΣ ΓΙΑ ΤΟΥΣ ΚΛΑΔΟΥΣ AEROSPACE/DEFENSE ΚΑΙ AIR TRANSPORT.....	196
ΠΙΝΑΚΑΣ Π. 28: ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΗΣ ΑΝΑΛΥΣΗΣ ΓΙΑ ΤΟΥΣ ΚΛΑΔΟΥΣ APPAREL ΚΑΙ BANK (MIDWEST).....	196
ΠΙΝΑΚΑΣ Π. 29: ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΗΣ ΑΝΑΛΥΣΗΣ ΓΙΑ ΤΟΝ ΚΛΑΔΟ BEVERAGE.....	197
ΠΙΝΑΚΑΣ Π. 30: ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΗΣ ΑΝΑΛΥΣΗΣ ΓΙΑ ΤΟΥΣ ΚΛΑΔΟΥΣ BIOTECHNOLOGY ΚΑΙ CHEMICAL (BASIC).....	197
ΠΙΝΑΚΑΣ Π. 31: ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΗΣ ΑΝΑΛΥΣΗΣ ΓΙΑ ΤΟΥΣ ΚΛΑΔΟΥΣ CHEMICAL (DIVERSIFIED) ΚΑΙ CHEMICAL (SPECIALTY).....	198
ΠΙΝΑΚΑΣ Π. 32: ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΗΣ ΑΝΑΛΥΣΗΣ ΓΙΑ ΤΟΥΣ ΚΛΑΔΟΥΣ COAL ΚΑΙ COMPUTER SOFTWARE.....	198
ΠΙΝΑΚΑΣ Π. 33: ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΗΣ ΑΝΑΛΥΣΗΣ ΓΙΑ ΤΟΥΣ ΚΛΑΔΟΥΣ COMPUTER SOFTWARE/SVCS ΚΑΙ COMPUTERS/PERIPHERALS.....	199
ΠΙΝΑΚΑΣ Π. 34: ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΗΣ ΑΝΑΛΥΣΗΣ ΓΙΑ ΤΟΥΣ ΚΛΑΔΟΥΣ DIVERSIFIED CO. ΚΑΙ DRUG.....	199
ΠΙΝΑΚΑΣ Π. 35: ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΗΣ ΑΝΑΛΥΣΗΣ ΓΙΑ ΤΟΥΣ ΚΛΑΔΟΥΣ EDUCATIONAL SERVICES ΚΑΙ ELECTRIC UTIL. (CENTRAL).....	200

ΠΙΝΑΚΑΣ Π. 36: ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΗΣ ΑΝΑΛΥΣΗΣ ΓΙΑ ΤΟΥΣ ΚΛΑΔΟΥΣ ELECTRICAL EQUIPMENT ΚΑΙ ENTERTAINMENT.....	200
ΠΙΝΑΚΑΣ Π. 37: ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΗΣ ΑΝΑΛΥΣΗΣ ΓΙΑ ΤΟΥΣ ΚΛΑΔΟΥΣ ENVIRONMENTAL ΚΑΙ FOOD PROCESSING.....	201
ΠΙΝΑΚΑΣ Π. 38: ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΗΣ ΑΝΑΛΥΣΗΣ ΓΙΑ ΤΟΥΣ ΚΛΑΔΟΥΣ HEALTHCARE INFORMATION ΚΑΙ HOTEL/GAMING.....	201
ΠΙΝΑΚΑΣ Π. 39: ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΗΣ ΑΝΑΛΥΣΗΣ ΓΙΑ ΤΟΥΣ ΚΛΑΔΟΥΣ HOUSEHOLD PRODUCTS ΚΑΙ INDUSTRIAL SERVICES.....	202
ΠΙΝΑΚΑΣ Π. 40: ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΗΣ ΑΝΑΛΥΣΗΣ ΓΙΑ ΤΟΥΣ ΚΛΑΔΟΥΣ INFORMATION SERVICES ΚΑΙ INSURANCE (PROP/CAS.).....	202
ΠΙΝΑΚΑΣ Π. 41: ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΗΣ ΑΝΑΛΥΣΗΣ ΓΙΑ ΤΟΥΣ ΚΛΑΔΟΥΣ MACHINERY ΚΑΙ MARITIME.....	203
ΠΙΝΑΚΑΣ Π. 42: ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΗΣ ΑΝΑΛΥΣΗΣ ΓΙΑ ΤΟΥΣ ΚΛΑΔΟΥΣ MEDICAL SERVICES ΚΑΙ MEDICAL SUPPLIES.....	203
ΠΙΝΑΚΑΣ Π. 43: ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΗΣ ΑΝΑΛΥΣΗΣ ΓΙΑ ΤΟΥΣ ΚΛΑΔΟΥΣ METAL FABRICATING ΚΑΙ NATURAL GAS (DISTRIB.).....	204
ΠΙΝΑΚΑΣ Π. 44: ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΗΣ ΑΝΑΛΥΣΗΣ ΓΙΑ ΤΟΥΣ ΚΛΑΔΟΥΣ NATURAL GAS (DIV.) ΚΑΙ NATURAL GAS UTILITY.....	204
ΠΙΝΑΚΑΣ Π. 45: ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΗΣ ΑΝΑΛΥΣΗΣ ΓΙΑ ΤΟΥΣ ΚΛΑΔΟΥΣ NEWSPAPER ΚΑΙ OFFICE EQUIP/SUPPLIES.....	205
ΠΙΝΑΚΑΣ Π. 46: ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΗΣ ΑΝΑΛΥΣΗΣ ΓΙΑ ΤΟΥΣ ΚΛΑΔΟΥΣ OILFIELD SVCS/EQUIP. ΚΑΙ PACKAGING & CONTAINER.....	205
ΠΙΝΑΚΑΣ Π. 47: ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΗΣ ΑΝΑΛΥΣΗΣ ΓΙΑ ΤΟΥΣ ΚΛΑΔΟΥΣ PETROLEUM (INTEGRATED) ΚΑΙ PETROLEUM (PRODUCING).....	206
ΠΙΝΑΚΑΣ Π. 48: ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΗΣ ΑΝΑΛΥΣΗΣ ΓΙΑ ΤΟΥΣ ΚΛΑΔΟΥΣ PRECIOUS METALS ΚΑΙ PUBLISHING.....	206
ΠΙΝΑΚΑΣ Π. 49: ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΗΣ ΑΝΑΛΥΣΗΣ ΓΙΑ ΤΟΥΣ ΚΛΑΔΟΥΣ R.E.I.T. ΚΑΙ RAILROAD.....	207
ΠΙΝΑΚΑΣ Π. 50: ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΗΣ ΑΝΑΛΥΣΗΣ ΓΙΑ ΤΟΥΣ ΚΛΑΔΟΥΣ RESTAURANT ΚΑΙ RETAIL AUTOMOTIVE.....	207
ΠΙΝΑΚΑΣ Π. 51: ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΗΣ ΑΝΑΛΥΣΗΣ ΓΙΑ ΤΟΥΣ ΚΛΑΔΟΥΣ RETAIL BUILDING SUPPLY ΚΑΙ RETAIL STORE.....	208
ΠΙΝΑΚΑΣ Π. 52: ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΗΣ ΑΝΑΛΥΣΗΣ ΓΙΑ ΤΟΥΣ ΚΛΑΔΟΥΣ SECURITIES BROKERAGE ΚΑΙ SEMICONDUCTOR.....	208
ΠΙΝΑΚΑΣ Π. 53: ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΗΣ ΑΝΑΛΥΣΗΣ ΓΙΑ ΤΟΥΣ ΚΛΑΔΟΥΣ SHOE ΚΑΙ STEEL.....	209
ΠΙΝΑΚΑΣ Π. 54: ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΗΣ ΑΝΑΛΥΣΗΣ ΓΙΑ ΤΟΥΣ ΚΛΑΔΟΥΣ STEEL (GENERAL) ΚΑΙ TELECOM. SERVICES.....	209
ΠΙΝΑΚΑΣ Π. 55: ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΗΣ ΑΝΑΛΥΣΗΣ ΓΙΑ ΤΟΥΣ ΚΛΑΔΟΥΣ TOBACCO ΚΑΙ TOILETRIES/COSMETICS.....	210

ΠΙΝΑΚΑΣ Π. 56: ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΗΣ ΑΝΑΛΥΣΗΣ ΓΙΑ “NON – FAMILY – CONTROLLED” ΚΑΙ “FAMILY – CONTROLLED” ΚΛΑΔΟΥΣ.....	210
ΠΙΝΑΚΑΣ Π. 57: ΠΙΝΑΚΑΣ ΣΥΝΤΕΛΕΣΤΩΝ ΣΥΣΧΕΤΙΣΕΩΣ.....	211
ΠΙΝΑΚΑΣ Π. 58: ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΠΟΛΛΑΠΛΗΣ ΠΑΛΙΝΔΡΟΜΗΣ.....	211
ΠΙΝΑΚΑΣ Π. 59: ΕΛΕΓΧΟΣ ΕΤΕΡΟΣΚΕΔΑΣΤΙΚΟΤΗΤΑΣ ΜΕΣΩ BREUSCH – PAGAN / COOK – WEISBERG TEST.....	211
ΠΙΝΑΚΑΣ Π. 60: ΕΛΕΓΧΟΣ ΕΤΕΡΟΣΚΕΔΑΣΤΙΚΟΤΗΤΑΣ ΜΕΣΩ WHITE’S TEST.....	212
ΠΙΝΑΚΑΣ Π. 61: ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΠΟΛΛΑΠΛΗΣ ΠΑΛΙΝΔΡΟΜΗΣΗΣ ΛΑΜΒΑΝΟΝΤΑΣ ΥΠΟΨΗ ΤΗΝ ΕΤΕΡΟΣΚΕΔΑΣΤΙΚΟΤΗΤΑ .....	212
ΠΙΝΑΚΑΣ Π. 62: ΕΚΤΙΜΗΣΗ RANDOM EFFECTS (RE) ΜΟΝΤΕΛΟΥ.....	213
ΠΙΝΑΚΑΣ Π. 63: ΕΚΤΙΜΗΣΗ FIXED EFFECTS (FE) ΜΟΝΤΕΛΟΥ.....	213
ΠΙΝΑΚΑΣ Π. 64: ΕΠΙΛΟΓΗ RE Ή FE ΜΟΝΤΕΛΟΥ ΜΕΣΩ ΤΟΥ HAUSMAN TEST.....	214
ΠΙΝΑΚΑΣ Π. 65: ΕΠΙΛΟΓΗ RE Ή SIMPLE OLS ΜΟΝΤΕΛΟΥ ΜΕΣΩ ΤΟΥ BREUSCH-PAGAN LAGRANGE MULTIPLIER TEST.....	214
ΠΙΝΑΚΑΣ Π. 66: ΕΛΕΓΧΟΣ ΑΥΤΟΣΥΣΧΕΤΙΣΗΣ ΜΕΣΩ ΤΟΥ WOOLDRIDGE TEST .....	215
ΠΙΝΑΚΑΣ Π. 67: ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΤΕΛΙΚΟΥ ΜΟΝΤΕΛΟΥ, ΛΑΜΒΑΝΟΝΤΑΣ ΥΠΟΨΗ ΤΗΝ ΕΤΕΡΟΣΚΕΔΑΣΤΙΚΟΤΗΤΑ & ΤΗΝ ΑΥΤΟΣΥΣΧΕΤΙΣΗ.....	215

## ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΔΙΑΓΡΑΜΜΑΤΩΝ

---

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 2. 1: ΜΕΤΑΒΟΛΗ ΤΟΥ ΚΟΣΤΟΥΣ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΒΑΣΕΙ ΤΩΝ ΜΕΤΑΒΟΛΩΝ ΤΩΝ ΤΙΜΩΝ ΤΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ ΚΑΙ ΤΩΝ ΚΕΡΔΩΝ .....	73
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 2. 2: ΠΟΣΟΣΤΙΑΙΕΣ ΑΛΛΑΓΕΣ ΣΤΙΣ ΤΙΜΕΣ ΤΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ ΓΙΑ ΤΟΥΣ ΔΕΙΚΤΕΣ IMT ΚΑΙ FTSE 100 ΓΙΑ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ ΙΑΝΟΥΑΡΙΟΣ 2007 – ΔΕΚΕΜΒΡΙΟΣ 2010 .....	75
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 2. 3: ΙΣΤΟΡΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ S&P 500 ΚΟΣΤΟΥΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ .....	78
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 4. 1: ΜΕΣΟ ΕΤΗΣΙΟ ΚΟΣΤΟΣ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ «FAMILY – CONTROLLED» ΚΛΑΔΩΝ .....	110
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 4. 2: ΜΕΣΟ ΕΤΗΣΙΟ ΚΟΣΤΟΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ “FAMILY – CONTROLLED” ΚΛΑΔΩΝ .....	112
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 4. 3: ΜΕΣΟ ΕΤΗΣΙΟ ΚΟΣΤΟΣ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ “NON – FAMILY – CONTROLLED” ΚΛΑΔΩΝ .....	115
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 4. 4: ΣΥΓΚΡΙΣΗ ΜΕΣΟΥ ΕΤΗΣΙΟΥ ΚΟΣΤΟΥΣ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ “FAMILY – CONTROLLED” ΚΑΙ “NON – FAMILY – CONTROLLED” ΚΛΑΔΩΝ .....	116
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 4. 5: ΜΕΣΟ ΕΤΗΣΙΟ ΚΟΣΤΟΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ “NON –FAMILY – CONTROLLED” ΚΛΑΔΩΝ .....	119
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 4. 6: ΣΥΓΚΡΙΣΗ ΜΕΣΟΥ ΕΤΗΣΙΟΥ ΚΟΣΤΟΥΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ «FAMILY – CONTROLLED” ΚΑΙ “NON – FAMILY – CONTROLLED” ΚΛΑΔΩΝ .....	120
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 4. 7: ΜΕΛΕΤΗ ΔΙΑΦΟΡΩΝ $K_{e,average,ετήσιο}-K_{e,average,2004}$ ΓΙΑ “FAMILY – CONTROLLED” ΚΑΙ “NON – FAMILY – CONTROLLED” ΚΛΑΔΟΥΣ .....	122
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 4. 8: ΜΕΛΕΤΗ ΔΙΑΦΟΡΩΝ $K_{average,ετήσιο}-K_{average,2004}$ ΓΙΑ “FAMILY – CONTROLLED” ΚΑΙ “NON – FAMILY – CONTROLLED” ΚΛΑΔΟΥΣ .....	123
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 4. 9: ΔΙΑΧΡΟΝΙΚΗ ΕΞΕΛΙΞΗ ΤΗΣ ΜΕΣΗΣ ΤΙΜΗΣ ΤΗΣ ΑΝΕΞΑΡΤΗΤΗΣ ΜΕΤΑΒΛΗΤΗΣ “ΚΟΣΤΟΣ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ” ΚΑΙ ΤΩΝ ΑΝΕΞΑΡΤΗΤΩΝ ΜΕΤΑΒΛΗΤΩΝ: “ΑΝΑΜΕΝΟΜΕΝΟΣ ΡΥΘΜΟΣ ΑΝΑΠΤΥΞΗΣ ΚΛΑΔΩΝ ΓΙΑ ΤΗΝ ΕΠΟΜΕΝΗ ΠΕΝΤΑΕΤΙΑ”, “ΜΟΧΛΕΥΣΗ ΚΛΑΔΩΝ” ΚΑΙ “ΚΙΝΔΥΝΟΣ ΚΛΑΔΩΝ” .....	128
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 4. 10: ΔΙΑΧΡΟΝΙΚΗ ΕΞΕΛΙΞΗ ΤΗΣ ΜΕΣΗΣ ΤΙΜΗΣ ΤΗΣ ΑΝΕΞΑΡΤΗΤΗΣ ΜΕΤΑΒΛΗΤΗΣ “ΛΟΓΟΣ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗΣ ΠΡΟΣ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗ ΑΞΙΑ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ” .....	130
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 4. 11: ΑΠΕΙΚΟΝΙΣΗ ΤΟΥ ΜΕΣΟΥ ΚΟΣΤΟΥΣ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΣΕ ΣΥΝΔΥΑΣΜΟ ΜΕ ΤΟ ΜΕΣΟ ΑΝΑΜΕΝΟΜΕΝΟ ΡΥΘΜΟ ΑΝΑΠΤΥΞΗΣ ΓΙΑ ΤΗΝ ΕΠΟΜΕΝΗ ΠΕΝΤΑΕΤΙΑ, ΑΝΑ ΚΛΑΔΟ .....	131
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 4. 12: ΔΙΑΜΟΡΦΩΣΗ ΤΩΝ ΤΙΜΩΝ ΤΩΝ ΕΞΑΡΤΗΜΕΝΩΝ ΚΑΙ ΤΩΝ ΑΝΕΞΑΡΤΗΤΩΝ ΜΕΤΑΒΛΗΤΩΝ, ΒΑΣΕΙ ΤΟΥ ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΜΟΥ ΤΩΝ ΚΛΑΔΩΝ ΩΣ “FAMILY – CONTROLLED” ΚΑΙ “NON – FAMILY – CONTROLLED” .....	132



ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 4. 13: ΑΠΕΙΚΟΝΙΣΗ ΤΟΥ ΚΟΣΤΟΥΣ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΣΕ ΣΥΝΔΥΑΣΜΟ ΜΕ ΤΟΝ ΑΝΑΜΕΝΟΜΕΝΟ ΡΥΘΜΟ ΑΝΑΠΤΥΞΗΣ ΤΩΝ ΚΛΑΔΩΝ ΓΙΑ ΤΗΝ ΕΠΟΜΕΝΗ ΠΕΝΤΑΕΤΙΑ .....	134
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 4. 14: ΑΠΕΙΚΟΝΙΣΗ ΤΟΥ ΚΟΣΤΟΥΣ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΣΕ ΣΥΝΔΥΑΣΜΟ ΜΕ ΤΗ ΜΟΧΛΕΥΣΗ ΤΩΝ ΚΛΑΔΩΝ .....	135

## ΠΙΝΑΚΑΣ ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΩΝ

---

<b>ΠΕΡΙΛΗΨΗ</b> .....	i
<b>ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ</b> .....	ii
<b>ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΠΙΝΑΚΩΝ</b> .....	iii
<b>ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΔΙΑΓΡΑΜΜΑΤΩΝ</b> .....	vii
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1<sup>ο</sup>: ΕΙΣΑΓΩΓΗ</b> .....	1
1.1 ΠΡΟΣΔΙΟΡΙΣΜΟΣ ΤΟΥ ΥΠΟ ΜΕΛΕΤΗ ΠΡΟΒΛΗΜΑΤΟΣ & Η ΣΗΜΑΣΙΑ ΤΟΥ.....	1
1.2 ΚΥΡΙΟΙ ΣΤΟΧΟΙ ΕΡΕΥΝΑΣ .....	2
1.3 ΠΕΡΙΛΗΨΗ ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑΣ.....	2
1.4 ΠΕΡΙΛΗΨΗ ΒΑΣΙΚΩΝ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ & ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΩΝ....	3
1.5 ΔΙΑΡΘΡΩΣΗ ΕΡΓΑΣΙΑΣ .....	4
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2<sup>ο</sup>: ΑΝΑΣΚΟΠΗΣΗ ΥΠΑΡΧΟΥΣΑΣ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑΣ &amp; ΕΠΙΣΤΗΜΟΝΙΚΩΝ ΕΡΕΥΝΩΝ</b> .....	6
2.1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ.....	6
2.2 Η ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ ΤΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ .....	7
2.3 Η ΑΠΟΦΑΣΗ ΤΗΣ ΚΕΦΑΛΑΙΑΚΗΣ ΔΙΑΡΘΡΩΣΗΣ .....	9
2.4 ΤΟ ΚΟΣΤΟΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ .....	11
2.4.1 ΟΡΙΣΜΟΣ ΚΟΣΤΟΥΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ .....	11
2.4.2 Ο ΡΟΛΟΣ ΤΟΥ ΚΟΣΤΟΥΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ .....	12
2.4.3 ΤΟ ΚΟΣΤΟΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ ΩΣ ΜΕΤΡΟ ΤΗΣ ΑΞΙΑΣ ΤΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ . .....	14
2.4.4 ΛΑΘΗ ΣΤΗΝ ΕΚΤΙΜΗΣΗ ΤΟΥ ΚΟΣΤΟΥΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ.....	14
2.4.5 ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ ΕΠΙΡΡΟΗΣ ΤΟΥ ΚΟΣΤΟΥΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ.....	15
2.4.6 ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ & ΔΑΝΕΙΣΜΟΣ .....	16
2.5 Η ΕΠΙΔΡΑΣΗ ΤΗΣ ΕΤΑΙΡΙΚΗΣ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗΣ ΣΤΟ ΚΟΣΤΟΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ .....	19
2.5.1 ΟΡΙΣΜΟΣ ΕΤΑΙΡΙΚΗΣ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗΣ.....	19
2.5.2 Ο ΡΟΛΟΣ ΤΗΣ ΕΤΑΙΡΙΚΗΣ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗΣ ΣΤΗ ΔΗΜΙΟΥΡΓΙΑ ΑΞΙΑΣ .....	20
2.5.3 ΕΤΑΙΡΙΚΗ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗ ΚΑΙ ΚΟΣΤΟΣ ΔΑΝΕΙΣΜΟΥ .....	21
2.5.4 ΟΙ ΜΗΧΑΝΙΣΜΟΙ ΕΤΑΙΡΙΚΗΣ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗΣ.....	22
2.5.5 ΕΤΑΙΡΙΚΗ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗ ΚΑΤΑ ΤΗΝ ΚΡΙΣΗ .....	31
2.6 Η ΕΠΙΔΡΑΣΗ ΤΩΝ ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΩΝ ΤΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ ΣΤΟ ΚΟΣΤΟΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ .....	36

2.6.1	ΓΕΝΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ ΤΩΝ ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΩΝ ΤΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ .....	36
2.6.2	Ο ΡΟΛΟΣ ΤΟΥ ΟΙΚΟΓΕΝΕΙΑΚΟΥ ΕΛΕΓΧΟΥ .....	42
2.6.3	Ο ΡΟΛΟΣ ΤΩΝ ΚΕΡΔΩΝ ΤΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ .....	44
2.6.4	Ο ΡΟΛΟΣ ΤΗΣ ΓΝΩΣΤΟΠΟΙΗΣΗΣ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΩΝ .....	46
2.6.5	Ο ΡΟΛΟΣ ΤΗΣ ΕΤΑΙΡΙΚΗΣ ΚΟΙΝΩΝΙΚΗΣ ΕΥΘΥΝΗΣ .....	49
2.6.6	Ο ΡΟΛΟΣ ΤΟΥ ΚΑΙΝΟΤΟΜΟΥ ΧΑΡΑΚΤΗΡΑ ΤΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ .....	52
2.6.7	ΤΟ “ΕΙΔΟΣ” ΤΩΝ CEOΣ .....	53
2.6.8	Ο ΡΟΛΟΣ ΤΩΝ ΜΗΝΥΜΑΤΩΝ ΠΟΥ “ΣΤΕΛΝΕΙ” Η ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗ.....	53
2.6.9	ΟΙ ΦΟΡΟΛΟΓΙΚΕΣ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ ΤΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ .....	55
2.6.10	Ο ΡΟΛΟΣ ΤΩΝ ΕΛΕΓΚΤΙΚΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ .....	55
2.6.11	Ο ΡΟΛΟΣ ΤΟΥ ΚΛΑΔΟΥ.....	56
2.7	Η ΕΠΙΔΡΑΣΗ ΤΩΝ ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΩΝ ΤΗΣ ΧΩΡΑΣ ΣΤΟ ΚΟΣΤΟΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ .....	57
2.7.1	ΓΕΝΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ ΤΩΝ ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΩΝ ΤΗΣ ΧΩΡΑΣ.....	57
2.7.2	Ο ΡΟΛΟΣ ΤΩΝ ΝΟΜΙΚΩΝ ΘΕΣΜΩΝ .....	59
2.7.3	Ο ΡΟΛΟΣ ΤΟΥ ΠΟΛΙΤΙΚΟΥ ΠΑΡΑΓΟΝΤΑ.....	60
2.7.4	Ο ΡΟΛΟΣ ΤΩΝ ΠΡΟΤΥΠΩΝ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗΣ ΠΛΗΡΟΦΟΡΗΣΗΣ.....	62
2.7.5	Ο ΡΟΛΟΣ ΤΗΣ ΠΑΓΚΟΣΜΙΟΠΟΙΗΣΗΣ ΤΩΝ ΑΓΟΡΩΝ .....	63
2.8	ΑΝΑΛΥΣΗ ΤΩΝ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΚΡΙΣΕΩΝ .....	66
2.8.1	ΓΕΝΙΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ.....	66
2.8.2	Η ΚΡΙΣΗ ΣΤΗΝ ΑΝΑΤΟΛΙΚΗ ΑΣΙΑ (1997 – 1998).....	67
2.8.3	Η ΠΑΓΚΟΣΜΙΑ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΡΙΣΗ (2008).....	68
2.8.4	ΕΠΙΠΤΩΣΕΙΣ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΚΡΙΣΕΩΝ .....	70
2.9	ΤΑ ΕΠΟΜΕΝΑ ΒΗΜΑΤΑ ΓΙΑ ΤΟ ΚΟΣΤΟΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ.....	80
2.10	ΑΝΑΛΥΣΗ ΤΗΣ ΕΡΕΥΝΑΣ “FAMILY CONTROL AND THE IMPLIED COST OF EQUITY: EVIDENCE BEFORE AND AFTER THE ASIAN FINANCIAL CRISIS” .....	81
2.11	ΣΥΝΔΕΣΗ ΥΠΑΡΧΟΥΣΩΝ ΕΡΕΥΝΩΝ ΜΕ ΠΑΡΟΥΣΑ ΜΕΛΕΤΗ....	84
	ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ 2 <sup>ΟΥ</sup> ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ .....	85
	<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3<sup>Ο</sup>: ΕΜΠΕΙΡΙΚΗ ΜΕΛΕΤΗ .....</b>	<b>99</b>
3.1	ΒΑΣΙΚΕΣ ΥΠΟΘΕΣΕΙΣ ΠΡΟΣ ΕΞΕΤΑΣΗ .....	99
3.2	ΚΑΤΑΣΚΕΥΗ ΒΑΣΕΩΣ ΔΕΔΟΜΕΝΩΝ.....	101
3.2.1	ΕΠΙΛΟΓΗ ΧΡΟΝΙΚΗΣ ΠΕΡΙΟΔΟΥ ΕΡΕΥΝΑΣ .....	101
3.2.2	ΠΗΓΕΣ ΑΝΤΛΗΣΗΣ ΔΕΔΟΜΕΝΩΝ & ΕΠΙΛΟΓΗ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ.....	101
3.2.3	ΑΠΑΡΑΙΤΗΤΑ ΔΕΔΟΜΕΝΑ .....	103
3.2.4	ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΜΟΣ ΚΛΑΔΩΝ ΩΣ “FAMILY – CONTROLLED” .....	103

3.3	ΑΝΑΛΥΤΙΚΗ ΠΕΡΙΓΡΑΦΗ ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑΣ .....	104
3.3.1	ΓΕΝΙΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ .....	104
3.3.2	ΜΟΝΟΠΑΡΑΓΟΝΤΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ .....	105
3.3.3	ΠΟΛΥΠΑΡΑΓΟΝΤΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ .....	106
	ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ 3 <sup>ΟΥ</sup> ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ .....	108
	<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4<sup>Ο</sup>: ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΕΜΠΕΙΡΙΚΗΣ ΜΕΛΕΤΗΣ</b> .....	109
4.1	ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΜΟΝΟΠΑΡΑΓΟΝΤΙΚΗΣ ΑΝΑΛΥΣΗΣ .....	109
4.1.1	ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΓΙΑ “FAMILY – CONTROLLED” ΚΛΑΔΟΥΣ.....	109
4.1.1.1	ΚΟΣΤΟΣ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ .....	109
4.1.1.2	ΚΟΣΤΟΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ .....	112
4.1.2	ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΓΙΑ “NON – FAMILY – CONTROLLED” ΚΛΑΔΟΥΣ	114
4.1.2.1	ΚΟΣΤΟΣ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ .....	114
4.1.2.2	ΚΟΣΤΟΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ .....	118
4.1.3	ΜΕΛΕΤΗ ΤΩΝ ΔΙΑΦΟΡΩΝ ΑΝΑΜΕΣΑ ΣΤΟ $k_{e,average,ετήσιο}$ ΚΑΙ ΣΤΟ ΜΕΣΟ ΕΤΗΣΙΟ ΚΟΣΤΟΣ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΤΟΥ ΕΤΟΥΣ – ΒΑΣΗ.....	121
4.1.4	ΜΕΛΕΤΗ ΤΩΝ ΔΙΑΦΟΡΩΝ ΑΝΑΜΕΣΑ ΣΤΟ $k_{average,ετήσιο}$ ΚΑΙ ΣΤΟ ΜΕΣΟ ΕΤΗΣΙΟ ΚΟΣΤΟΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ ΤΟΥ ΕΤΟΥΣ – ΒΑΣΗ .....	123
4.1.5	ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΣΥΝΔΥΑΣΤΙΚΗΣ ΜΕΛΕΤΗΣ ΚΟΣΤΟΥΣ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ .....	124
4.1.6	ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΣΥΝΔΥΑΣΤΙΚΗΣ ΜΕΛΕΤΗΣ ΚΟΣΤΟΥΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ .....	125
4.2	ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΠΟΛΥΠΑΡΑΓΟΝΤΙΚΗΣ ΑΝΑΛΥΣΗΣ .....	126
4.2.1.	ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΗΣ ΑΝΑΛΥΣΗΣ ΓΙΑ ΤΟ ΣΥΝΟΛΟ ΤΩΝ ΔΕΔΟΜΕΝΩΝ .....	126
4.2.2.	ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΗΣ ΑΝΑΛΥΣΗΣ ΓΙΑ ΕΤΗΣΙΑ ΔΕΔΟΜΕΝΑ . .....	127
4.2.3.	ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΗΣ ΑΝΑΛΥΣΗΣ ΑΝΑ ΚΛΑΔΟ .....	130
4.2.4.	ΕΛΕΓΧΟΣ ΠΟΛΥΣΥΓΓΡΑΜΜΙΚΟΤΗΤΑΣ .....	133
4.2.5.	ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΠΟΛΛΑΠΛΗΣ ΠΑΛΙΝΔΡΟΜΗΣΗΣ .....	135
4.2.6.	ΕΛΕΓΧΟΣ ΕΤΕΡΟΣΚΕΔΑΣΤΙΚΟΤΗΤΑΣ .....	137
4.2.7.	ΕΚΤΙΜΗΣΗ RANDOM & FIXED EFFECTS ΜΟΝΤΕΛΩΝ .....	139
4.2.8.	ΕΠΙΛΟΓΗ ΜΟΝΤΕΛΟΥ .....	143
4.2.9.	ΕΛΕΓΧΟΣ ΑΥΤΟΣΥΣΧΕΤΙΣΗΣ .....	145
4.2.10.	ΔΙΑΜΟΡΦΩΣΗ ΤΕΛΙΚΟΥ ΜΟΝΤΕΛΟΥ.....	145
	ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ 4 <sup>ΟΥ</sup> ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ .....	146
	<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5<sup>Ο</sup>: ΒΑΣΙΚΑ ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ ΕΜΠΕΙΡΙΚΗΣ ΜΕΛΕΤΗΣ</b> ...	147
5.1	ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ ΜΟΝΟΠΑΡΑΓΟΝΤΙΚΗΣ ΑΝΑΛΥΣΗΣ.....	147

5.2	ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ ΠΟΛΥΠΑΡΑΓΟΝΤΙΚΗΣ ΑΝΑΛΥΣΗΣ.....	152
5.3	ΣΥΝΕΙΣΦΟΡΑ & ΣΗΜΕΙΑ ΠΡΟΣΟΧΗΣ ΕΡΕΥΝΑΣ .....	156
	ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ 5 <sup>ΟΥ</sup> ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ .....	157
	<b>ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ</b> .....	158
	ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ.....	158
	ΞΕΝΟΓΛΩΣΣΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ.....	158
	<b>ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ</b> .....	173

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1<sup>ο</sup>: ΕΙΣΑΓΩΓΗ

---

### 1.1 ΠΡΟΣΔΙΟΡΙΣΜΟΣ ΤΟΥ ΥΠΟ ΜΕΛΕΤΗ ΠΡΟΒΛΗΜΑΤΟΣ & Η ΣΗΜΑΣΙΑ ΤΟΥ

---

Η κεφαλαιακή διάρθρωση αποτελεί ένα από τα σημαντικότερα ζητήματα για τα οποία καλείται να αποφασίσει κάθε επιχείρηση, στα πλαίσια της χρηματοδότησής της. Επιλέγοντας κεφαλαιακή διάρθρωση, καθορίζεται το κόστος δανεισμού και το κόστος ιδίων κεφαλαίων της επιχείρησης, άρα και το κόστος κεφαλαίου της. Φυσικά, οι παράγοντες που επηρεάζουν την απόδοση που απαιτούν οι επενδυτές ποικίλουν, με κάποιους από αυτούς να βρίσκονται υπό τον έλεγχο της επιχείρησης και κάποιους άλλους όχι.

Στην παρούσα εργασία διερευνώνται δύο ζητήματα. Το πρώτο αφορά στην κατανόηση της επιρροής του οικογενειακού ελέγχου και άλλων παραγόντων (π.χ. μόχλευση) στη διαμόρφωση του κόστους ιδίων κεφαλαίων. Η απόκτηση γνώσης σχετικά με το εάν και κατά πόσο η εταιρική διακυβέρνηση και άλλοι παράγοντες μπορούν να καθορίσουν την απόδοση που θα απαιτήσει το επενδυτικό κοινό, μπορεί να δώσει στις επιχειρήσεις τη δυνατότητα να λάβουν τα κατάλληλα μέτρα, ώστε να επιτύχουν τη χρηματοδότησή τους με όσο το δυνατόν μικρότερο κόστος.

Το δεύτερο ζήτημα που εξετάζεται αφορά στον εντοπισμό του αντίκτυπου έκτακτων γεγονότων, όπως οι χρηματοοικονομικές κρίσεις, στο κόστος ιδίων κεφαλαίων. Οι επιχειρήσεις και οι οικονομίες σε παγκόσμιο επίπεδο έχουν αποκτήσει, πλέον, αρκετή εμπειρία τόσο σε διεθνείς όσο και σε εγχώριες χρηματοοικονομικές κρίσεις. Παρόλα αυτά, εντοπίζεται μία αδυναμία επαρκούς αντίδρασης. Συγκεκριμένα, μία χρηματοοικονομική κρίση μπορεί να πλήξει ακόμα περισσότερο τις επιχειρήσεις, αυξάνοντας σημαντικά το κόστος κεφαλαίου τους. Δεδομένου, λοιπόν, ότι τα φαινόμενα αυτά εντείνονται συνεχώς, οι επιχειρήσεις οφείλουν να αντιληφθούν τις ενδεχόμενες προκλήσεις και την αβεβαιότητα που υπάρχει σχετικά με το κόστος κεφαλαίου τους και να λάβουν εκείνες τις αποφάσεις που θα περιορίσουν τις μελλοντικές δυσκολίες.

## 1.2 ΚΥΡΙΟΙ ΣΤΟΧΟΙ ΕΡΕΥΝΑΣ

---

Στην παρούσα μελέτη διερευνάται ένα κρίσιμο ζήτημα που απασχολεί τις επιχειρήσεις στα πλαίσια της χρηματοδότησής τους. Αυτό σχετίζεται με το εάν η εταιρική διακυβέρνηση – και συγκεκριμένα ο οικογενειακός έλεγχος των επιχειρήσεων – έχει τη δύναμη να καθορίσει το κόστος ιδίων κεφαλαίων. Επιπλέον, αναζητούνται και άλλοι παράγοντες που επιδρούν στη διαμόρφωση του κόστους ιδίων κεφαλαίων, είτε βρίσκονται είτε όχι υπό τον έλεγχο της επιχείρησης, κυρίως σε περιόδους αναταραχών, όπως η παγκόσμια χρηματοοικονομική κρίση του 2008.

Στόχοι της έρευνας είναι να απαντηθούν τα παρακάτω σημαντικά ερωτήματα:

- Πώς επηρεάζει ο οικογενειακός έλεγχος το κόστος ιδίων κεφαλαίων των επιχειρήσεων πριν, κατά τη διάρκεια και μετά από μία χρηματοοικονομική κρίση;
- Πώς μπορεί να επηρεάσει μία χρηματοοικονομική κρίση τις αποφάσεις και τη συμπεριφορά του επενδυτικού κοινού;
- Ποιοι παράγοντες μπορούν να καθορίσουν το κόστος ιδίων κεφαλαίων κατά τη διάρκεια μίας περιόδου που περιλαμβάνει μία χρηματοοικονομική κρίση;

Η απάντηση των ανωτέρω ερωτημάτων μπορεί να αποτελέσει σημαντική βοήθεια για τις σύγχρονες επιχειρήσεις, ώστε να προετοιμαστούν κατάλληλα για μελλοντικές περιόδους αβεβαιότητας και αναταραχών και να προστατευτούν όσο το δυνατόν καλύτερα από τις αρνητικές συνέπειες τέτοιων γεγονότων.

## 1.3 ΠΕΡΙΛΗΨΗ ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑΣ

---

Για την επίτευξη των στόχων της έρευνας επιλέχθηκε η μελέτη της χρηματοοικονομικής κρίσης του 2008, οι συνέπειες της οποίας εξαπλώθηκαν ταχύτατα στην παγκόσμια κοινότητα. Συγκεκριμένα, μελετήθηκαν 54 κλάδοι της οικονομίας των Η.Π.Α., κατά το χρονικό διάστημα 2004 – 2012. Οι κλάδοι που επιλέχθηκαν, μετά από κάποιες παραδοχές, διακρίθηκαν σε δύο κατηγορίες: τους οικογενειακούς (“family – controlled”) και τους μη οικογενειακούς (“non – family – controlled”). Για κάθε κλάδο συγκεντρώθηκαν τα απαραίτητα δεδομένα από τη βάση Damodaran Online και εκτελέστηκε μία μονοπαραγοντική και μία πολυπαραγοντική ανάλυση.

Κατά τη μονοπαραγοντική ανάλυση, εξετάστηκε η συμπεριφορά του κόστους ιδίων κεφαλαίων και τους κόστους κεφαλαίου των κλάδων, λαμβάνοντας υπόψη μόνο τη μορφή ελέγχου τους (οικογενειακός ή μη οικογενειακός έλεγχος). Αρχικά, μελετήθηκαν μεμονωμένα οι “family – controlled” κλάδοι και στη συνέχεια, οι “non – family – controlled” κλάδοι. Τέλος, πραγματοποιήθηκε μία συνδυαστική μελέτη της διαφοράς της μέσης τιμής του κόστους κεφαλαίου (και του κόστους ιδίων κεφαλαίων) των “family – controlled” κλάδων μείον τη μέση τιμή του κόστους κεφαλαίου (και του κόστους ιδίων κεφαλαίων) των “non – family – controlled” κλάδων.

Κατά την πολυπαραγοντική ανάλυση διαμορφώθηκε το ακόλουθο μοντέλο:

$$k = \alpha_0 + \alpha_1 \cdot Family\_Control + \alpha_2 \cdot Growth + \alpha_3 \cdot Leverage + \alpha_4 \cdot Industry\_Risk + \\ + \alpha_5 \cdot Market\_to\_Book + \varepsilon$$

Στόχος ήταν να εντοπιστεί εκείνο το μοντέλο που περιγράφει καλύτερα το κόστος ιδίων κεφαλαίων για την περίοδο μελέτης και να γίνουν αντιληπτοί εκείνοι οι παράγοντες που ασκούν τη μεγαλύτερη επιρροή στο κόστος ιδίων κεφαλαίων.

#### **1.4 ΠΕΡΙΛΗΨΗ ΒΑΣΙΚΩΝ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ & ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΩΝ**

---

Από τη μελέτη των αποτελεσμάτων της μονοπαραγοντικής ανάλυσης, εξήχθησαν τα ακόλουθα συμπεράσματα:

- Πριν τη χρηματοοικονομική κρίση του 2008, το επενδυτικό κοινό διστάζει να επενδύσει στους “non – family – controlled” κλάδους, και απαιτεί υψηλότερες αποδόσεις από αυτούς,
- Κατά τη χρηματοοικονομική κρίση του 2008 και μετά από αυτήν, οι “non – family – controlled” κλάδοι παρουσιάζουν χαμηλότερο κόστος ιδίων κεφαλαίων από τους “family – controlled” κλάδους,
- Η χρηματοοικονομική κρίση επέφερε μία σημαντική αλλαγή στη συμπεριφορά του επενδυτικού κοινού, το οποίο άρχισε να αντιλαμβάνεται τις αυξημένες πιθανότητες εκμετάλλευσής του από τις οικογενειακές επιχειρήσεις.



Από τη μελέτη των αποτελεσμάτων της πολυπαραγοντικής ανάλυσης, εξήχθησαν τα εξής συμπεράσματα:

- Η χρηματοοικονομική κρίση ασκεί σημαντική επιρροή σε παράγοντες όπως ο αναμενόμενος ρυθμός ανάπτυξης των κλάδων, η μόχλευση και ο κίνδυνος των κλάδων,
- Ο αναμενόμενος ρυθμός ανάπτυξης του κλάδου, η μόχλευση του κλάδου και ο κίνδυνος του κλάδου συσχετίζονται θετικά με το κόστος ιδίων κεφαλαίων,
- Ο λόγος της χρηματιστηριακής προς τη λογιστική αξία των ιδίων κεφαλαίων συσχετίζεται αρνητικά με το κόστος ιδίων κεφαλαίων,
- Οι παράγοντες που ασκούν τη σημαντικότερη επίδραση στο κόστος ιδίων κεφαλαίων είναι ο αναμενόμενος ρυθμός ανάπτυξης και η μόχλευση των κλάδων.

## 1.5 ΔΙΑΡΘΡΩΣΗ ΕΡΓΑΣΙΑΣ

---

Η παρούσα έρευνα αποτελείται από πέντε κεφάλαια και χωρίζεται σε δύο μέρη: ένα θεωρητικό (Κεφάλαιο 2<sup>ο</sup>) και ένα εμπειρικό (Κεφάλαια 3<sup>ο</sup> έως 5<sup>ο</sup>). Το 1<sup>ο</sup> Κεφάλαιο είναι η εισαγωγή όπου εν συντομία προσδιορίζεται το πρόβλημα που μελετήθηκε και η σπουδαιότητά του, οι στόχοι που τέθηκαν καθώς και τα βασικά αποτελέσματα και συμπεράσματα.

Στο 2<sup>ο</sup> Κεφάλαιο δίδεται το θεωρητικό υπόβαθρο της εργασίας, μέσω μίας ανασκόπησης της υπάρχουσας βιβλιογραφίας σχετικά με το κόστος κεφαλαίου. Αναλύονται ζητήματα που έχουν απασχολήσει την επιστημονική κοινότητα, όπως η χρηματοδότηση των επιχειρήσεων, η απόφαση της κεφαλαιακής διάρθρωσης και η επίδραση της εταιρικής διακυβέρνησης. Ιδιαίτερη αναφορά γίνεται σε εκείνα τα χαρακτηριστικά των επιχειρήσεων και των χωρών που μπορούν να επιδράσουν στη διαμόρφωση του κόστους κεφαλαίου και του κόστους ιδίων κεφαλαίων. Επιπρόσθετα, αναλύονται και διάφορα θέματα που αφορούν στις χρηματοοικονομικές κρίσεις.

Στο 3<sup>ο</sup> Κεφάλαιο παρουσιάζεται η εμπειρική μελέτη της παρούσας εργασίας. Συγκεκριμένα, διατυπώνονται οι βασικές υποθέσεις που εξετάζονται, περιγράφεται ο τρόπος που κατασκευάστηκε η βάση δεδομένων, δίδονται οι υποθέσεις που έγιναν για τη διευκόλυνση της έρευνας και αναλύεται η μεθοδολογία που ακολουθήθηκε στα πλαίσια της μονοπαραγοντικής και της πολυπαραγοντικής ανάλυσης.

Στο 4<sup>ο</sup> Κεφάλαιο παρατίθενται τα αποτελέσματα της εμπειρικής μελέτης. Αρχικά, δίνονται τα αποτελέσματα της μονοπαραγοντικής ανάλυσης για τους “family – controlled” και τους “non – family – controlled” κλάδους της οικονομίας των Η.Π.Α., καθώς και τα αποτελέσματα της συνδυαστικής μελέτης, τόσο για το κόστος ιδίων κεφαλαίων, όσο και για το κόστος κεφαλαίου. Έπειτα, παρουσιάζονται τα αποτελέσματα της πολυπαραγοντικής ανάλυσης, βάσει των βημάτων που ακολουθήθηκαν. Όλα τα αποτελέσματα παρουσιάζονται σε πίνακες και διαγράμματα του Παραρτήματος.

Στο 5<sup>ο</sup> Κεφάλαιο επεξηγούνται τα αποτελέσματα της έρευνας και διατυπώνονται τα βασικά συμπεράσματα που εξήχθησαν από τη μονοπαραγοντική και την πολυπαραγοντική ανάλυση. Τέλος, αναφέρονται η συνεισφορά της εργασίας, τα σημεία που πρέπει να δοθεί προσοχή, καθώς και ορισμένες προτάσεις για μελλοντική έρευνα.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2<sup>ο</sup>: ΑΝΑΣΚΟΠΗΣΗ ΥΠΑΡΧΟΥΣΑΣ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑΣ & ΕΠΙΣΤΗΜΟΝΙΚΩΝ ΕΡΕΥΝΩΝ

---

### 2.1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ

---

Στο Δεύτερο Κεφάλαιο, γίνεται μία ανασκόπηση της υπάρχουσας βιβλιογραφίας σχετικά με το κόστος κεφαλαίου. Αρχικά, το κόστος κεφαλαίου αποτελεί βασικό ζήτημα στα πλαίσια της χρηματοδότησης μίας επιχείρησης. Κάθε επιχείρηση, για να καλύψει τις ανάγκες της, αναζητεί κεφάλαια από διαφορετικές διαθέσιμες πηγές, στοχεύοντας στην ελαχιστοποίηση του κόστους κεφαλαίου. Η κεφαλαιακή διάρθρωση προκύπτει από την τελική απόφαση σχετικά με το μίγμα δανείων και μετοχών που θα χρησιμοποιηθούν και στόχος της είναι η μεγιστοποίηση της αξίας της επιχείρησης. Η εν λόγω αξία είναι ο ακρογωνιαίος λίθος των εταιρειών τόσο από πλευράς οικονομικότερης και ταχύτερης εύρεσης κεφαλαίων για μελλοντικές επενδύσεις, όσο και για την προβολή της αξιοπιστίας που έχει κερδίσει η εταιρεία με τον τρόπο λειτουργίας της.

Η κεφαλαιακή διάρθρωση που θα επιλέξει η επιχείρηση καθορίζει το κόστος δανεισμού και το κόστος ιδίων κεφαλαίων, τα οποία αλληλοεπηρεάζονται έως ένα βαθμό και τελικά καθορίζουν το ύψος του κόστους κεφαλαίου. Το κόστος κεφαλαίου είναι το ποσοστό απόδοσης που πρέπει να εξασφαλιστεί για τις επενδύσεις, έτσι ώστε να ικανοποιούνται τα απαιτούμενα ποσοστά απόδοσης όλων των πηγών χρηματοδότησης. Όσο το κόστος κεφαλαίου μειώνεται, τόσο αυξάνεται η αξία της επιχείρησης και κατ' επέκταση ο πλούτος των μετόχων.

Στο μεγαλύτερο μέρος του κεφαλαίου αναλύονται οι παράγοντες και ο τρόπος που αυτοί επηρεάζουν το κόστος κεφαλαίου, βάσει των μελετών που έχουν πραγματοποιηθεί. Η ανάλυση ξεκινά με την εταιρική διακυβέρνηση, η οποία μέσω των εσωτερικών και εξωτερικών μηχανισμών της, καθορίζει τους όρους χρηματοδότησης και την αξία της επιχείρησης. Έπειτα, παρουσιάζονται οι παράγοντες που επηρεάζουν το κόστος κεφαλαίου και σχετίζονται είτε με την επιχείρηση είτε με τη χώρα στην οποία αυτή δραστηριοποιείται.

Η ανασκόπηση της βιβλιογραφίας ολοκληρώνεται με την εξέταση των χρηματοοικονομικών κρίσεων και ιδιαίτερως, με την παγκόσμια χρηματοοικονομική κρίση του 2008. Στο πλαίσιο αυτό, αναλύονται οι παράγοντες που σχετίζονται με το κόστος κεφαλαίου κατά την κρίση, καθώς και η επίδραση της κρίσης σε αυτό.

## 2.2 Η ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ ΤΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ

---

Οι τρεις βασικές λειτουργίες κάθε επιχείρησης, ανεξάρτητα από το μέγεθος και το αντικείμενο δραστηριότητάς της, είναι η παραγωγή, η διάθεση και η χρηματοοικονομική λειτουργία. Η παραγωγή προσδιορίζει τις χρηματικές εκροές, ενώ, η διάθεση τις χρηματικές εισροές. Για να επιτευχθούν οι στόχοι της επιχείρησης και να παρουσιάσει όσο το δυνατό μεγαλύτερο οικονομικό αποτέλεσμα, πρέπει οι χρηματικές εισροές να είναι μεγαλύτερες των εκροών. Φυσικά, αυτό δε συμβαίνει πάντα, καθώς οι επιχειρήσεις προσπαθούν ακόμα να συνέλθουν από τις επιπτώσεις της παγκόσμιας κρίσης, ανατρέχοντας σε εξωτερικές πηγές για να καλύψουν τις ανάγκες τους. Η λειτουργία που σχετίζεται με την απόκτηση και την εξεύρεση οικονομικών πόρων καλείται χρηματοδοτική ή χρηματοδότηση.

Το κεφάλαιο αποτελεί κρίσιμο συστατικό των επιχειρηματικών δραστηριοτήτων, διασφαλίζοντας ότι οι εργαζόμενοι και οι προμηθευτές πληρώνονται στην ώρα τους, ακόμη και σε δύσκολες περιόδους. Τούτου λεχθέντος, η άντληση κεφαλαίου δεν αφορά μόνο τις επιχειρήσεις που αντιμετωπίζουν προβλήματα, αλλά, απαιτείται και από τις επιτυχημένες επιχειρήσεις που ακολουθούν μία αναπτυξιακή στρατηγική (Bryant, 2016).

Η μακροπρόθεσμη χρηματοδότηση των εταιριών πραγματοποιείται με 2 τρόπους: εσωτερικά και εξωτερικά. Η εσωτερική μορφή χρηματοδότησης, πηγάζει κατά κανόνα από κεφάλαια που προσφέρει ο ιδιοκτήτης και τα οποία εξοικονομούνται από κατακράτηση μεριδίου των κερδών από τις πωλήσεις της (παρακρατηθέντα κέρδη). Αυτή η μορφή χρηματοδότησης αποτελεί αξιόλογη πηγή κεφαλαίων και συνήθως είναι εύκολα προσβάσιμη. Επιπλέον, θεωρείται ισάξια του τραπεζικού δανεισμού, ειδικά στα αρχικά βήματα της επιχείρησης. Το ύψος της χρηματοδότησης εξαρτάται από την οικονομική κατάσταση του επιχειρηματία – ιδιοκτήτη, αλλά και από την κερδοφορία της επιχείρησης. Η εσωτερική χρηματοδότηση φέρει, συνήθως, μικρότερο κόστος για την εταιρεία συγκριτικά με την εξωτερική χρηματοδότηση, αφού δεν υφίσταται κόστος

αντιπροσώπευσης (agency cost), επενεργώντας θετικά στη χρηματοδότηση επενδύσεων. Ωστόσο, αυτή η πηγή χρηματοδότησης δεν είναι πάντα διαθέσιμη στις περισσότερες μικρομεσαίες επιχειρήσεις, παρά μόνο στο πρώτο στάδιο, αφού δεν ενδημούν αξιόλογα δημιουργημένα κέρδη και κατ' ακολουθία εσωτερικά κεφάλαια. Επιπλέον, όταν τα κέρδη αυτά δημιουργηθούν στην πορεία, οι νέες ανάγκες είναι μεγάλες και δεν υπερκαλύπτονται (Binks et al., 1992). Η εσωτερική χρηματοδότηση ικανοποιεί και τους μετόχους, καθώς διαπιστώνουν ότι τα παρακρατηθέντα κέρδη της εταιρίας χρησιμοποιούνται για επενδυτικά σχέδια, τα οποία έχουν θετική καθαρή παρούσα αξία, συμβάλλουν στην αύξηση της αξίας των μετοχών τους και κατά συνέπεια, στην αύξηση της αξίας της επιχείρησης. Συνήθως, όμως, αυτό το είδος χρηματοδότησης δεν καλύπτει τις χρηματοδοτικές ανάγκες των επιχειρήσεων και αναγκάζονται να προσφύγουν στην εξωτερική χρηματοδότηση.

Οι δύο βασικοί τρόποι εξωτερικής χρηματοδότησης είναι ο δανεισμός, είτε από τράπεζες είτε εκδίδοντας ομόλογα και η έκδοση μετοχικού κεφαλαίου, μέσω μετοχών. Η φύση της επιχείρησης είναι αυτή που καθορίζει εάν απαιτείται περισσότερος δανεισμός ή ίδια κεφάλαια. Οι Ζοπουνίδης κ.ά. (2012) διακρίνουν την εξωτερική χρηματοδότηση σε συμμετοχική και μη συμμετοχική. Ο πρώτος τύπος χρηματοδότησης, που αφορά στην έκδοση μετοχικού κεφαλαίου, απαιτεί διαφυγή ενός μέρους ή και του συνόλου του ελέγχου του οργανισμού, καθώς μεταφέρονται μερίδια από τους ιδιοκτήτες της επιχείρησης προς τους χρηματοδότες της. Ο δεύτερος τύπος, που αφορά στο δανεισμό, καθίσταται λιγότερο “επίπονος” από αυτή την άποψη, ωστόσο, απαιτεί την καταβολή μετρητών (πληρωμές τόκων και αποπληρωμή δανειακού κεφαλαίου) και εγγυήσεων από τους υποψήφιους δανειζόμενους και έτσι είναι πιο δύσκολο να λάβει χώρα (Χουλιάρας, 2001).

Μία επιχείρηση θα πρέπει να επιδιώκει τη χρηματοδότησή της από έναν τέτοιο συνδυασμό πηγών ώστε να λειτουργεί με το ελάχιστο συνολικό κόστος κεφαλαίου. Αυτό συμπεριλαμβάνει την εξέταση όχι μόνο του επιμέρους κόστους κάθε πηγής κεφαλαίων, αλλά και το πώς η χρησιμοποίηση μιας πηγής θα επηρεάσει τη διαθεσιμότητα και το κόστος των άλλων πηγών χρηματοδότησης. Για παράδειγμα, μία επιχείρηση που χρηματοδοτείται πολύ λίγο από ίδια κεφάλαια, θα δυσκολευτεί να χρηματοδοτηθεί με ξένα κεφάλαια / δάνεια και θα επιβαρυνθεί με μεγάλο κόστος. Η βέλτιστη κεφαλαιακή διάρθρωση είναι επομένως εκείνος ο συνδυασμός πηγών χρηματοδότησης που ελαχιστοποιεί το συνολικό κόστος κεφαλαίου.

### 2.3 Η ΑΠΟΦΑΣΗ ΤΗΣ ΚΕΦΑΛΑΙΑΚΗΣ ΔΙΑΡΘΡΩΣΗΣ

---

Η κεφαλαιακή διάρθρωση αναφέρεται στο χρηματοοικονομικό πλαίσιο της επιχείρησης και αποτελείται από το δανεισμό και τα ίδια κεφάλαια που αυτή χρησιμοποιεί για τη χρηματοδότησή της. Σε χρηματοοικονομικούς όρους, είναι ο τρόπος που μία επιχείρηση χρηματοδοτεί τα περιουσιακά της στοιχεία, συνδυάζοντας ίδια κεφάλαια, δανεισμό ή / και υβριδικούς τίτλους (hybrid securities) (Saad, 2010). Δηλαδή, η κεφαλαιακή διάρθρωση είναι ένα μίγμα των δανείων της εταιρείας (μακροπρόθεσμων και βραχυπρόθεσμων) και των κοινών και προνομιούχων μετοχών της.

Σκοπός της διοίκησης της εταιρίας είναι η εύρεση του συνδυασμού εκείνου των μακροπρόθεσμων πηγών χρηματοδότησης ο οποίος μεγιστοποιεί τον πλούτο των μετόχων της και ελαχιστοποιεί το κόστος κεφαλαίου της, δηλαδή, το συνδυασμό που μεγιστοποιεί την αξία της. Ο συνδυασμός αυτός ονομάζεται άριστη κεφαλαιακή διάρθρωση και αποτελεί αντικείμενο πλήθους ερευνητικών μελετών.

Για τον καθορισμό της κεφαλαιακής διάρθρωσης έχει επικρατήσει η θεωρία της κεφαλαιακής διάρθρωσης των Modigliani – Miller, που αφορά την περίπτωση τέλει αγοράς (perfect market). Βέβαια, στην πραγματική οικονομία δεν ισχύουν οι υποθέσεις της τέλει αγοράς, όπως είναι η απουσία φορολογίας, η ύπαρξη ορθολογικών επενδυτών, ο τέλει ανταγωνισμός, η απουσία κόστους πτώχευσης και η ύπαρξη αποτελεσματικής αγοράς. Άλλες θεωρίες κεφαλαιακής διάρθρωσης είναι η “trade – off theory”, η “pecking order theory” και η “market timing theory”.

Σε γενικές γραμμές, όπως περιγράφεται και από το Myers (2001), οποιαδήποτε κεφαλαιακή δομή μπορεί να είναι αποτελεσματική, αφού οι παραπάνω θεωρίες δεν εφαρμόζονται σε όλες τις περιπτώσεις επιχειρήσεων. Στην πραγματικότητα, ο καθορισμός της κεφαλαιακής διάρθρωσης μίας επιχείρησης είναι ένα πολύπλοκο ζήτημα, καθώς πρέπει να επιλεγεί με τέτοιο τρόπο που να μεγιστοποιεί την αξία της (άριστη κεφαλαιακή διάρθρωση). Με το ρόλο της κεφαλαιακής διάρθρωσης στη μεγιστοποίηση της αξίας της επιχείρησης ασχολήθηκαν και οι Watson και Head (2009), αναφέροντας ότι η κεφαλαιακή δομή είναι ιδιαίτερα σημαντική, διότι επηρεάζει την ικανότητα της επιχείρησης να αναλάβει επενδυτικές ευκαιρίες. Για παράδειγμα, ο δανεισμός παρέχει μεγαλύτερη οικονομική ευελιξία στην ανάληψη επενδυτικών ευκαιριών, καθώς, σε γενικές γραμμές, μπορεί να αντληθεί πιο γρήγορα σε σχέση με τη χρηματοδότηση από ίδια κεφάλαια ή συσσωρευμένα κέρδη.

Οι Korajczyk και Levy (2003) αναφέρουν ότι τόσο οι μακροοικονομικές συνθήκες, όσο και άλλοι παράγοντες που σχετίζονται με την κάθε επιχείρηση χωριστά, δημιουργούν παραλλαγές στην επιλογή χρηματοδότησης, οι οποίες διαφέρουν βάσει του βαθμού πρόσβασης στις χρηματοπιστωτικές αγορές. Δηλαδή, η επιλογή της κεφαλαιακής διάρθρωσης ποικίλλει διαχρονικά και μεταξύ των επιχειρήσεων. Αναλυτικότερα, οι επιχειρήσεις που αντιμετωπίζουν οικονομικά προβλήματα επιλέγουν την κεφαλαιακή τους διάρθρωση με διαφορετικό τρόπο από ότι οι επιχειρήσεις χωρίς οικονομικές δυσκολίες. Ομοίως, η χρονική διακύμανση των μακροοικονομικών συνθηκών μπορεί να οδηγήσει μία ορισμένη επιχείρηση στο να επιλέξει διαφορετικές κεφαλαιακές δομές, σε διαφορετικά χρονικά σημεία. Στο ίδιο πνεύμα, οι Graham et al. (2015) υποστηρίζουν ότι οι αποφάσεις κεφαλαιακής διάρθρωσης επηρεάζονται όχι μόνο από παράγοντες που σχετίζονται με την κάθε επιχείρηση, αλλά και από το θεσμικό πλαίσιο και τη μακροοικονομική αβεβαιότητα. Για παράδειγμα, οι Deesomsak et al. (2004) διαπίστωσαν ότι η κρίση επηρεάζει τη διαδικασία επιλογής της κεφαλαιακής διάρθρωσης, δείχνοντας ότι οι αλλαγές του οικονομικού περιβάλλοντος οδηγούν σε αλλαγές των καθοριστικών παραγόντων των αποφάσεων της επιχείρησης.

Όταν η επιχείρηση αποφασίζει την κεφαλαιακή της διάρθρωση, οφείλει να λάβει υπόψη μία σειρά ποσοτικών και ποιοτικών παραγόντων, όπως αυτοί που παρουσιάζονται στη συνέχεια. Αρχικά, η παρουσία σχετικά υψηλών και σταθερών πωλήσεων βοηθά την επιχείρηση να αξιοποιήσει τη χρηματοοικονομική της μόχλευση, δηλαδή να καταφύγει στο δανεισμό. Το ίδιο συμβαίνει και στην περίπτωση μειωμένου επιχειρηματικού κινδύνου, δηλαδή, λειτουργικής μόχλευσης. Όσον αφορά την ανάπτυξη, οι ταχύτερα αναπτυσσόμενες εταιρείες είναι πιθανό να βασίζονται σε μεγάλο βαθμό στη χρήση χρηματοοικονομικής μόχλευσης, επειδή, συνήθως, χρειάζονται περισσότερα κεφάλαια από τις επιχειρήσεις με πιο αργή ανάπτυξη. Στο δανεισμό καταφεύγουν και όσες επιχειρήσεις βρίσκονται σε υψηλότερη φορολογική κλίμακα, έτσι ώστε να επωφεληθούν από το γεγονός ότι οι τόκοι εκπίπτουν από τη φορολογία (φορολογική ασπίδα ή non debt tax shield). Τέλος, μία επιχείρηση που είναι λιγότερο κερδοφόρα επιλέγει τη χρηματοοικονομική μόχλευση, διότι, συνήθως, αδυνατεί να χρηματοδοτήσει τις επιχειρηματικές της δραστηριότητες από εσωτερικά παραγόμενα κεφάλαια.

Η απόφαση της κεφαλαιακής διάρθρωσης μπορεί, επίσης, να αντιμετωπιστεί με την εξέταση μιας σειράς εσωτερικών και εξωτερικών παραγόντων. Για παράδειγμα, οι επιχειρήσεις που διοικούνται από πιο “επιθετικούς” ηγέτες τείνουν να χρησιμοποιούν περισσότερο χρηματοοικονομική μόχλευση, με σκοπό να αυξήσουν την απόδοση της εταιρείας και να εξασφαλίσουν τη διατήρηση του ελέγχου της επιχείρησης. Σε καλές εποχές, το κεφάλαιο μπορεί να αυξηθεί με την έκδοση είτε μετοχών είτε ομολόγων.

Ωστόσο, όταν οι συνθήκες είναι κακές, οι προμηθευτές των κεφαλαίων προτιμούν μία πιο ασφαλή θέση, η οποία με τη σειρά της δίνει μεγαλύτερη έμφαση στη χρήση δανειακών κεφαλαίων.

Οι επιχειρήσεις είναι πιθανότερο να προτιμήσουν την έκδοση μετοχικού κεφαλαίου – και όχι το δανεισμό - μετά από μία ανώμαλη αύξηση των τιμών των μετοχών τους (Korajczyk et al., 1989). Οι managers που έχουν συμφέροντα ως ιδιοκτήτες μετοχικού κεφαλαίου, αποφεύγουν την έκδοση μετοχών, όταν πιστεύουν ότι οι μετοχές τους είναι υποτιμημένες. Ως εκ τούτου, η έκδοση μετοχών μεταφέρει δυσμενείς ειδήσεις, σχετικά με τις προοπτικές της επιχείρησης. Οι Korajczyk και Levy (2003) απέδειξαν ότι οι επιχειρήσεις που δεν αντιμετωπίζουν οικονομικά προβλήματα εκδίδουν μετοχές όταν: πραγματοποιείται μία μεγαλύτερη από το μέσο όρο άνοδος στην αγορά μετοχών, η αντίδραση της μέσης τιμής στις ανακοινώσεις για έκδοση μετοχών είναι λιγότερο αρνητική από το μέσο όρο και οι οικονομικές προοπτικές της επιχείρησης είναι καλές.

Ως συμπέρασμα των ανωτέρω, πρέπει να τονιστεί ότι η διοίκηση τείνει να δομήσει το κεφάλαιο κατά τρόπο που θα παρέχει ευελιξία στην άντληση μελλοντικών κεφαλαίων, σε ένα συνεχώς μεταβαλλόμενο περιβάλλον.

## **2.4 ΤΟ ΚΟΣΤΟΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ**

---

### **2.4.1 ΟΡΙΣΜΟΣ ΚΟΣΤΟΥΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ**

---

Σύμφωνα με τις οικονομικές θεωρίες, οποιαδήποτε χρήση κεφαλαίου επιβάλλει ένα κόστος ευκαιρίας στους επενδυτές. Δηλαδή, οι πόροι αποκτώνται κερδίζοντας μία απόδοση μεγαλύτερη από την απόδοση της επόμενης καλύτερης επένδυσης ίδιου κινδύνου. Δεδομένου, λοιπόν, ότι οι επενδυτές έχουν μεγάλο αριθμό επενδυτικών ευκαιριών, πρέπει να υπάρχει κάτι για τη συγκριτική αξιολόγηση των εταιρικών κεφαλαίων ενάντια σε άλλες εναλλακτικές λύσεις. Αυτό το μέτρο σύγκρισης παρέχεται από το κόστος κεφαλαίου.

Το κόστος κεφαλαίου αποτελεί ένα θέμα που η επιστημονική κοινότητα εξετάζει εδώ και πολλά χρόνια. Η υπάρχουσα βιβλιογραφία ορίζει το κόστος κεφαλαίου ως το ποσοστό της απόδοσης που η επιχείρηση πρέπει να εξασφαλίσει για τις επενδύσεις της,



προκειμένου να ικανοποιήσει τα απαιτούμενα ποσοστά απόδοσης όλων των πηγών χρηματοδότησής της, συμπεριλαμβανομένων των πιστωτών που δανείζουν χρήματα στην επιχείρηση και των μετόχων που αγόρασαν μετοχές της. Αυτό το ποσοστό είναι συνάρτηση των απαιτούμενων ποσοστών απόδοσης όλων των πηγών χρηματοδότησης, του φορολογικού συντελεστή και του κόστους έκδοσης νέων τίτλων. Για παράδειγμα μία επιχείρηση με κόστος κεφαλαίου ίσο με 8,0%, για να ικανοποιήσει τους επενδυτές της, θα πρέπει να πετύχει μία μέση απόδοση τουλάχιστον ίση με 8,0%. Θα πρέπει, λοιπόν, να αξιολογήσει και να εκτιμήσει εάν η απόδοση του κεφαλαίου που θα επενδύσει θα υπερβεί το κόστος για τα έργα (projects) που θα αναλάβει, τις νέες αγορές που θα μπει και τα νέα προϊόντα που θα παράγει.

Οι Lambert et al. (2007) ορίζουν το κόστος κεφαλαίου ως την αναμενόμενη απόδοση των μετοχών μίας επιχείρησης. Ο ορισμός αυτός είναι συνεπής με διάφορα πρότυπα μοντέλα αποτίμησης των περιουσιακών στοιχείων των χρηματοοικονομικών, καθώς και με πολυάριθμες μελέτες στον τομέα της λογιστικής που χρησιμοποιούν τις προεξοφλημένες ταμειακές ροές για τον υπολογισμό του κόστους κεφαλαίου.

Στην περίπτωση αποτίμησης μίας επιχείρησης, το κόστος κεφαλαίου ενσωματώνει τις αποδόσεις που απαιτούν τόσο οι μέτοχοι όσο και οι δανειστές της και γι' αυτό το λόγο ενσωματώνει δύο μεταβλητές: το κόστος των ιδίων κεφαλαίων (cost of equity) και το κόστος δανεισμού μετά τους φόρους (cost of debt) (Βασιλείου και Ηρειώτης, 2009).

---

## **2.4.2 Ο ΡΟΛΟΣ ΤΟΥ ΚΟΣΤΟΥΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ**

---

Το κόστος κεφαλαίου διαδραματίζει εξέχοντα ρόλο στην εταιρική χρηματοδότηση, αποτελώντας το συνδετικό κρίκο μεταξύ επενδυτικής και χρηματοδοτικής απόφασης. Σύμφωνα με τους Idialu και Agowoshegbe (2013), δύο είναι οι στόχοι που σχετίζονται με τον προσδιορισμό του κόστους κεφαλαίου. Αρχικά, ο οικονομικός στόχος της διοίκησης είναι να μεγιστοποιηθεί ο πλούτος των μετόχων. Η αξία των κοινών μετοχών μπορεί να αυξηθεί με μείωση του κόστους κεφαλαίου της επιχείρησης: εάν όλα τα υπόλοιπα παραμένουν σταθερά, καθώς το κόστος κεφαλαίου μειώνεται, η αξία της επιχείρησης αυξάνεται. Επιπλέον, το κόστος κεφαλαίου χρησιμοποιείται ως το ελάχιστο αποδεκτό ποσοστό απόδοσης για τις επενδύσεις κεφαλαίου. Η αξία της επιχείρησης μεγιστοποιείται με την αποδοχή όλων των projects με θετική καθαρή παρούσα αξία (Net Present Value), όταν η προεξόφληση έχει γίνει με χρήση του κόστους κεφαλαίου

(Pandey, 2004). Όταν η επιχείρηση θέλει να χρηματοδοτήσει ένα νέο έργο, πιο ριψοκίνδυνο από τις συνήθεις εργασίες της, οι επενδυτές / δανειστές της αναμένουν μεγαλύτερη πριμοδότηση για τον κίνδυνο που αναλαμβάνουν, και έτσι το κόστος των κεφαλαίων που θα επενδύσουν, θα είναι υψηλότερο.

Οι Jacobs και Shivdasani (2012) χρησιμοποιούν το ακόλουθο παράδειγμα για να τονίσουν τη σπουδαιότητα του κόστους κεφαλαίου σε μία επιχείρηση. Έστω, λοιπόν, μία επένδυση των \$20 εκατομμυρίων σε ένα νέο project που υπόσχεται να παράγει θετικές ετήσιες ταμειακές ροές των \$3,25 εκατομμυρίων για 10 χρόνια. Αν το κόστος κεφαλαίου είναι 10%, η καθαρή παρούσα αξία του έργου, δηλαδή η αξία των μελλοντικών ταμειακών ροών προεξοφλημένων με το 10% μείον την επένδυση των \$20 εκατομμυρίων, είναι μηδενική. Επομένως η επιχείρηση είναι αδιάφορη ως προς το εάν θα πραγματοποιήσει την επένδυση ή όχι. Εάν η εταιρεία έχει υποτιμήσει το κόστος κεφαλαίου της κατά 100 μονάδες βάσης, δηλαδή κατά 1% και θεωρεί ότι το κόστος κεφαλαίου είναι 9%, το project παρουσιάζει μια καθαρή παρούσα αξία σχεδόν \$1 εκατομμύριο, οπότε, η επιχείρηση πρέπει να το αναλάβει. Αλλά, εάν η εταιρεία θεωρεί ότι το κόστος κεφαλαίου της είναι 1% υψηλότερο από ό, τι στην πραγματικότητα, το ίδιο project παρουσιάζει μια απώλεια σχεδόν \$1 εκατομμύριο και δεν πρέπει να αναληφθεί. Γενικά, οι ερευνητές εκτιμούν ότι μια μείωση του κόστους κεφαλαίου κατά 1%, οδηγεί τις επιχειρήσεις των Η.Π.Α. σε αύξηση των επενδύσεών τους κατά \$150 δισεκατομμύρια, σε διάστημα τριών ετών.

Όπως έχει αναφερθεί, το κόστος κεφαλαίου συμβάλει σημαντικά στην αξιολόγηση του προϋπολογισμού των κεφαλαίων που απαιτούνται για τα επενδυτικά σχέδια. Ένα υψηλότερο κόστος κεφαλαίου οδηγεί σε μείωση της καθαρής παρούσας αξίας, υπονομεύοντας τις πιθανότητες αποδοχής των υποψήφιων έργων. Αυτή η ανεφικτότητα των επενδυτικών σχεδίων, κυρίως λόγω του υψηλότερου κόστους κεφαλαίου, βλάπτει τις προοπτικές θετικών επιπτώσεων στην πραγματική οικονομία, οδηγώντας σε επιβράδυνση της ανάπτυξης και χαμένες ευκαιρίες απασχόλησης.

Σε περιόδους κρίσης, η επιχείρηση προσφέρει πίστωση στους πελάτες της και αυτό το κάνει με τα χρήματα που έχουν επενδύσει οι επενδυτές. Εφόσον, λοιπόν, οι επενδυτές είναι οι τελικοί αποδέκτες του ρίσκου που απορρέει από τις πιστώσεις που προσφέρει η επιχείρηση, το κόστος κεφαλαίου θα αυξάνεται όσο η επιχείρηση αναλαμβάνει μεγαλύτερο ρίσκο με το να πιστώνει επισφαλείς πελάτες. Αυτό εξηγεί και το δισταγμό των τραπεζών να προσφέρουν κεφάλαιο κίνησης στις επιχειρήσεις, αφού με αυτόν τον τρόπο εκτίθενται στο ρίσκο της επιχείρησης που δανείζουν αλλά και σε εκείνους που χρωστούν στην επιχείρηση (Ζάρκος, 2011).

---

### **2.4.3 ΤΟ ΚΟΣΤΟΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ ΩΣ ΜΕΤΡΟ ΤΗΣ ΑΞΙΑΣ ΤΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ**

---

Σύμφωνα με τους Suchard et al. (2007), το κόστος κεφαλαίου είναι πρωταρχικώς ένα μέτρο του κινδύνου, το οποίο, όμως, σχετίζεται και με την αξία της επιχείρησης. Για παράδειγμα, η μείωση του κόστους κεφαλαίου, που προκλήθηκε από την ενίσχυση των μηχανισμών διακυβέρνησης μίας επιχείρησης, αυξάνει έμμεσα την αγοραία αξία της. Η χρήση του κόστους κεφαλαίου για τη μέτρηση της αξίας μίας επιχείρησης έχει πρόσθετα πλεονεκτήματα σε σχέση με το μέτρο Tobin's Q. Πρώτον, η μέτρηση του Q υπόκειται σε λογιστικό χειρισμό των στοιχείων του ισολογισμού. Δεύτερον, το Q αντανάκλα τις ευκαιρίες ανάπτυξης της επιχείρησης. Μια αλλαγή στο Q της επιχείρησης, με την πάροδο του χρόνου, μπορεί απλώς να αντανάκλα μεταβολές στην αποτίμηση των μελλοντικών ευκαιριών ανάπτυξης, που εν μέρει προκύπτουν από εξωγενείς παράγοντες, όπως οι συνθήκες της οικονομίας και του κλάδου.

Από την άλλη πλευρά, το κόστος κεφαλαίου αντανάκλα το απαιτούμενο ποσοστό απόδοσης για το κεφάλαιο, το οποίο βασίζεται στον τρέχοντα κίνδυνο των δραστηριοτήτων της επιχείρησης. Το κόστος κεφαλαίου είναι σε θέση να αντιδράσει με μεγαλύτερη ακρίβεια στις αλλαγές του περιβάλλοντος διακυβέρνησης από έτος σε έτος, χωρίς να επηρεάζεται από εξωγενείς παράγοντες που επιδρούν στη μελλοντική ανάπτυξη και κερδοφορία (Suchard et al., 2007).

---

### **2.4.4 ΛΑΘΗ ΣΤΗΝ ΕΚΤΙΜΗΣΗ ΤΟΥ ΚΟΣΤΟΥΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ**

---

Σύμφωνα με τους Jacobs και Shivdasani (2012), τα λάθη στην εκτίμηση του κόστους κεφαλαίου ξεκινούν από την περίοδο πρόβλεψης. Ενώ, λοιπόν, κάθε επιχείρηση πρέπει να εκτιμά το χρονικό ορίζοντα της επένδυσης βάσει του συγκεκριμένου project που εξετάζει κάθε φορά, το σύνηθες είναι να χρησιμοποιείται ένα τυπικό χρονικό διάστημα. Επιπρόσθετα, οι επιχειρήσεις δεν γνωρίζουν ποιο επιτόκιο δανεισμού πρέπει να χρησιμοποιήσουν. Ορισμένες χρησιμοποιούν το προβλεπόμενο, που θεωρείται ως το πιο κατάλληλο από τους ειδικούς, άλλες το τρέχον, ενώ, ορισμένες καταφεύγουν στον υπολογισμό του μέσου ιστορικού επιτοκίου δανεισμού της επιχείρησης. Φυσικά, τα προβλήματα εντείνονται ακόμη περισσότερο κατά τον

υπολογισμό της φορολογίας, καθώς παρατηρείται ότι πολλές επιχειρήσεις χρησιμοποιούν λανθασμένους φορολογικούς συντελεστές.

Τα λάθη πολλαπλασιάζονται κατά τον υπολογισμό του κόστους των ιδίων κεφαλαίων. Σε ό, τι αφορά στο επιτόκιο χωρίς κίνδυνο (risk-free rate), τα στελέχη χρησιμοποιούν το επιτόκιο των εντόκων γραμματίων του δημοσίου ως σημείο αναφοράς, αλλά, οι επιλογές τους διαφέρουν ως προς τη χρονική διάρκεια των γραμματίων αυτών. Διαφορές μεταξύ των επιχειρήσεων παρουσιάζονται και κατά την εκτίμηση του ασφαλίστρου κινδύνου των ιδίων κεφαλαίων, με τους αναλυτές να εντοπίζουν ότι οι επιχειρήσεις ανανεώνουν τις εκτιμήσεις τους σπάνια ή ποτέ, παρά την πρόσφατη οικονομική κρίση.

Ένα άλλο στοιχείο ως προς το οποίο υπάρχει διαφωνία, είναι το χρονικό διάστημα για το οποίο πρέπει να εκτιμάται ο κίνδυνος των μετοχών (συντελεστής beta), με κάποιες επιχειρήσεις να επιλέγουν την πενταετία, άλλες την τριετία και ορισμένες το ένα ή τα δύο έτη. Τέλος, οι επιχειρήσεις πρέπει να ρυθμίσουν το κόστος κεφαλαίου τους βάσει του προφίλ κινδύνου μίας συγκεκριμένης επένδυσης. Παρόλα αυτά, μεγάλος αριθμός επιχειρήσεων δεν πραγματοποιεί μία τέτοια ανάλυση ή απλά προσαυξάνει το κόστος κεφαλαίου, αυθαίρετα, κατά μία ποσοστιαία μονάδα ή παραπάνω. Αυτές οι επιλογές εκθέτουν τις επιχειρήσεις στον κίνδυνο της υπερεπένδυσης σε ριψοκίνδυνα έργα ή τις αποτρέπουν από καλές επενδύσεις.

---

#### **2.4.5 ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ ΕΠΙΡΡΟΗΣ ΤΟΥ ΚΟΣΤΟΥΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ**

---

Το κόστος κεφαλαίου επηρεάζεται από έναν αριθμό παραγόντων. Μερικοί εξ' αυτών είναι πέρα από τον έλεγχο της επιχείρησης, ενώ κάποιοι άλλοι επηρεάζονται από τις αποφάσεις χρηματοδότησης και επενδύσεων. Το κόστος κεφαλαίου μίας επιχείρησης, για συγκεκριμένο σκοπό και για συγκεκριμένο χρονικό διάστημα, εξαρτάται από τη διαθεσιμότητα και το κόστος των διαφόρων πηγών χρηματοδότησης.

Οι παράγοντες που επηρεάζουν το κόστος του κεφαλαίου και τους οποίους η εταιρεία μπορεί να ελέγξει είναι η πολιτική της κεφαλαιακής διάρθρωσης, η μερισματική πολιτική και η επενδυτική πολιτική. Σχετικά με τον πρώτο παράγοντα, η επιχείρηση έχει τον έλεγχο της κεφαλαιακής της διάρθρωσης, με στόχο τη βέλτιστη κεφαλαιακή δομή. Καθώς εκδίδονται όλο και περισσότερα δάνεια, το κόστος δανεισμού αυξάνεται, ενώ, όσο εκδίδεται περισσότερο μετοχικό κεφάλαιο, αυξάνεται το κόστος των ιδίων

κεφαλαίων. Σχετικά με την επενδυτική πολιτική, θεωρείται δεδομένο ότι κατά τη λήψη των επενδυτικών αποφάσεων η εταιρεία έχει να επιλέξει μεταξύ επενδύσεων με παρόμοιο βαθμό κινδύνου. Αν μία εταιρεία αλλάξει την επενδυτική πολιτική της σε σχέση με τον κίνδυνο της, τόσο το κόστος δανεισμού όσο και το κόστος των ιδίων κεφαλαίων θα αλλάξουν.

Οι παράγοντες που επηρεάζουν το κόστος κεφαλαίου και τους οποίους η εταιρεία δεν μπορεί να ελέγξει, είναι δύο. Αρχικά, το επίπεδο των επιτοκίων μπορεί να επηρεάσει το κόστος δανεισμού και ενδεχομένως, το κόστος των ιδίων κεφαλαίων. Για παράδειγμα, όταν τα επιτόκια αυξάνουν, το κόστος δανεισμού αυξάνεται και αυτό με τη σειρά του αυξάνει το κόστος κεφαλαίου. Επιπλέον, οι φορολογικοί συντελεστές επηρεάζουν το κόστος δανεισμού μετά φόρων. Καθώς αυξάνονται οι φορολογικοί συντελεστές, το κόστος δανεισμού μειώνεται, μειώνοντας το κόστος κεφαλαίου.

---

#### **2.4.6 ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ & ΔΑΝΕΙΣΜΟΣ**

---

Οι θεωρητικές μελέτες, που έχουν πραγματοποιηθεί σχετικά με τη χρηματοδότηση μέσω δανεισμού ή ιδίων κεφαλαίων, υποστηρίζουν ότι οι επιχειρήσεις επιλέγουν τη βέλτιστη αναλογία δανεισμού, σύμφωνα με την αρχή του κόστους – οφέλους. Η διαφορά μεταξύ δανεισμού και ιδίων κεφαλαίων είναι ότι η χρηματοδότηση μέσω δανεισμού υποδηλώνει μία οριστική συμφωνία. Οι κάτοχοι των ομολόγων δεν έχουν κάποιο έλεγχο σχετικά με τη χρήση των κονδυλίων που παρέχουν και πρέπει να βασίζονται σε δημοσιευμένες οικονομικές εκθέσεις κατά τη λήψη αποφάσεων. Για πολλές επιχειρήσεις, η χρηματοδότηση μέσω δανεισμού είναι προτιμότερη αυτής μέσω ιδίων κεφαλαίων για διάφορους λόγους. Για παράδειγμα, τα κεφάλαια που αποκτήθηκαν μέσω δανεισμού είναι, συνήθως, λιγότερο δαπανηρά για την επιχείρηση, καθώς οι τόκοι που καταβάλλονται εκπίπτουν από τη φορολογία. Επιπλέον, η χρηματοδότηση μέσω δανεισμού μπορεί συχνά να είναι λιγότερο περίπλοκη και πιο οικονομικά αποδοτική, αφού οι επιχειρήσεις δεν χρειάζεται να συμμορφώνονται με μία σειρά κυβερνητικών νόμων και κανονισμών.

Οι επενδύσεις σε μετοχικό κεφάλαιο είναι μία επικίνδυνη δραστηριότητα και γι' αυτό οι επενδυτές απαιτούν επαρκή αποζημίωση με τη μορφή πρόσθετης απόδοσης, πάνω από την απόδοση χωρίς κίνδυνο, η οποία ονομάζεται ασφάλιστρο κινδύνου των μετοχών (equity risk premium). Οι επενδύσεις αυτές είναι πιο ριψοκίνδυνες στις

αναδυόμενες αγορές, όπου οι αγορές κεφαλαίου είναι νέες και υπανάπτυκτες και η μεταβλητότητα των αποδόσεων των μετοχών είναι υψηλή. Γενικά, λόγω του διαφορετικού κινδύνου που έχουν οι μετοχές και οι ομολογίες ή τα δάνεια, το κόστος του μετοχικού κεφαλαίου πρέπει να είναι μεγαλύτερο από το κόστος των ομολογιακών δανείων. Η εισαγωγή δανειακών κεφαλαίων στην κεφαλαιακή σύνθεση της επιχείρησης, καθιστά τα κέρδη από τις μετοχές περισσότερο επικίνδυνα. Θα πρέπει να γνωρίζουμε, λοιπόν, εάν μας συμφέρει να χρηματοδοτήσουμε μία επένδυση με “φθηνό” δανειακό κεφάλαιο ή με “ακριβό” μετοχικό κεφάλαιο.

Η έκδοση νέου μετοχικού κεφαλαίου αφορά τόσο τις κοινές μετοχές όσο και τις προνομιούχες μετοχές της επιχείρησης. Οι κοινές μετοχές είναι αυτές που βρίσκονται στην κατοχή των μετόχων της εταιρίας, οι οποίοι έχουν στα χέρια τους την ιδιοκτησία της επιχείρησης. Αντίθετα οι προνομιούχες μετοχές αποτελούν ένα μικρό μέρος του μετοχικού κεφαλαίου της εταιρίας και προσφέρουν μία σειρά σταθερών πληρωμών (μερίσματα) στους προνομιούχους μετόχους, οι οποίοι τις λαμβάνουν πριν από τους κατόχους των κοινών μετοχών. Αναλυτικότερα, η εταιρεία αναμένεται να εκδώσει μετοχικό κεφάλαιο, όταν η μετοχή της είναι υπερτιμημένη, προκειμένου να ελαχιστοποιηθεί το κόστος των ιδίων κεφαλαίων και να προκληθεί λιγότερος αρνητικός αντίκτυπος στους υπάρχοντες μετόχους. Για να μπορέσει μία επιχείρηση να εκδώσει μετοχές ώστε να χρηματοδοτηθεί, οι μέτοχοι πρέπει να λάβουν μία απόδοση μεγαλύτερη της απόδοσης που θα τους έδινε μία άλλη επένδυση ίδιου κινδύνου. Οι managers, όμως, δυσκολεύονται να πείσουν τους μετόχους ότι θα λάβουν, τελικά, αυτή την απόδοση, για δύο λόγους: οι managers έχουν πληροφορίες σχετικές με τις επενδύσεις της επιχείρησης, τις οποίες οι μέτοχοι αγνοούν και οι managers έχουν κίνητρα να εκδώσουν μετοχές, όταν αυτές είναι υπερτιμημένες και να αναλάβουν projects που δεν αυξάνουν, απαραίτητα, την αξία των μετόχων.

Το ασφάλιστρο κινδύνου ιδίων κεφαλαίων (equity risk premium) αντανakλά τις παρατηρήσεις των επενδυτών για τον κίνδυνο μίας οικονομίας ή μίας αγοράς και την τιμή που αποδίδουν σε αυτό τον κίνδυνο. Εάν οι επενδυτές γίνονται πιο επιφυλακτικοί απέναντι στον κίνδυνο, τα ασφάλιστρα κινδύνου των ιδίων κεφαλαίων αυξάνονται, ενώ, εάν η αποστροφή του κινδύνου μειωθεί, αυτά θα μειωθούν. Όταν το ασφάλιστρο κινδύνου των ιδίων κεφαλαίων αυξάνεται, το κόστος των ιδίων κεφαλαίων και το κόστος κεφαλαίου πρέπει να αυξηθούν, οδηγώντας σε συνολικά λιγότερες επενδύσεις στην οικονομία και χαμηλότερη οικονομική ανάπτυξη. Οι Graham και Harvey (2015) έχουν διεξάγει επήσιες έρευνες σε οικονομικούς διευθυντές και εταιρείες, την τελευταία δεκαετία, με πρόθεση την εκτίμηση του ασφάλιστρου κινδύνου των μετοχών που αυτοί

θεωρούν λογικό. Στην έρευνα του Μαρτίου του 2015, προέκυψε ένα μέσο ασφάλιστρο κινδύνου των μετοχών ίσο με 4,51%, σε σχέση με 3,73% ένα χρόνο νωρίτερα.

Οι Agouri και Jawadi (2010) εντόπισαν μία μεγάλη αύξηση του παγκόσμιου ασφάλιστρου κινδύνου (global risk premium) σε περιόδους σημαντικών οικονομικών διαταραχών, όπως η πετρελαϊκή κρίση (1973 – 1974), ο Πόλεμος του Κόλπου (1991 – 2003), οι κρίσεις στις αναδυόμενες χώρες (1992, 1993, 2001) και η τρομοκρατική επίθεση της 11<sup>ης</sup> Σεπτεμβρίου (2001). Όπως θα αναλυθεί και στη συνέχεια, η πρόσφατη παγκόσμια οικονομική και χρηματοπιστωτική κρίση (2007 – 2009) οδήγησε σε σημαντική αύξηση της παγκόσμιας τιμής του κινδύνου, που δείχνει μία λογική έλλειψη εμπιστοσύνης για το μέλλον των χρηματοπιστωτικών αγορών. Οι Nestorovski και Naumoski (2013) απέδειξαν ότι η μέση απόδοση της αγοράς μετοχών είναι διπλάσια στις αναδυόμενες αγορές, αλλά και ο κίνδυνος είναι μεγαλύτερος. Οι αναδυόμενες αγορές επιτρέπουν στους επενδυτές να επιτύχουν 4,3 φορές υψηλότερη απόδοση για τον αναλαμβανόμενο κίνδυνο με τη μορφή ενός ασφάλιστρου κινδύνου των μετοχών, το οποίο στις αναδυόμενες αγορές υπολογίζεται σε 10,78%, ενώ στις ανεπτυγμένες αγορές ανέρχεται σε 2,49%.

Σε ό, τι αφορά το δανεισμό, αν και το ποσό του δανεισμού αποφασίζεται από την επιχείρηση, οι προμηθευτές των δανειακών κεφαλαίων είναι αυτοί που καθορίζουν μονομερώς το επιτόκιο δανεισμού, με βάση τις συνολικές συνθήκες των επιτοκίων, το βαθμό ανταγωνισμού στην αγορά και την αναμενόμενη πιθανότητα αποπληρωμής του δανείου (Bebczuk and Galindo, 2010).

Παρά το γεγονός ότι οι τόκοι εκπίπτουν από τη φορολογία των επιχειρήσεων (φορολογική ασπίδα ή non debt tax shield) , τα υψηλότερα επιτόκια δανεισμού αυξάνουν το κόστος κεφαλαίου, με αποτέλεσμα τη μείωση της αξίας της επιχείρησης. Δεδομένου ότι οι τόκοι των δανείων είναι μία σχετικά μακροπρόθεσμη σταθερή δέσμευση, οι επιχειρήσεις δεν αυξάνουν το δανειακό τους κεφάλαιο, όταν τα επιτόκια της αγοράς είναι υψηλά (Antonioni et al., 2002). Οι Deesomsak et al. (2004) παρατήρησαν ότι οι επενδυτικές ευκαιρίες, η φορολογική ασπίδα (non debt tax shield), η ρευστότητα και η τρέχουσα τιμή της μετοχής έχουν αρνητικές επιπτώσεις στη μόχλευση, ενώ το μέγεθος της επιχείρησης έχει θετική επίδραση. Επιπλέον, το μέσο κόστος δανεισμού σχετίζεται αρνητικά με το μέγεθος, την ανάπτυξη, το δείκτη μόχλευσης και την αναλογία μακροπρόθεσμου προς βραχυπρόθεσμου δανεισμού και θετικά με την κερδοφορία της επιχείρησης (Bebczuk and Galindo, 2010).

Ο Kim (2006) αναφέρει ότι από τη στιγμή που μία αύξηση του δανεισμού οδηγεί σε αύξηση του πιστωτικού κινδύνου, η χρηματοδότηση μέσω δανεισμού θα μπορούσε να



έχει πειθαρχική επίδραση στα στελέχη που φοβούνται την πτώχευση. Σε γενικές γραμμές, ένα σύστημα διακυβέρνησης που βασίζεται στη χρηματοδότηση μέσω δανεισμού, θα μπορούσε να χαρακτηριστεί ως ένα σύστημα που λειτουργεί με αυστηρούς κανόνες και ως εκ τούτου, θα ήταν ένα σύστημα δύσκαμπτο και αναποτελεσματικό στην προώθηση της αύξησης της παραγωγικότητας. Ένα σύστημα διακυβέρνησης που θα βασίζεται στη χρηματοδότηση με ίδια κεφάλαια, θα μπορούσε να ερμηνευθεί ως ένα σύστημα που επιτρέπει μεγαλύτερη ευελιξία και ευχέρεια, αυξάνοντας την παραγωγικότητα της επιχείρησης.

Ανακεφαλαιώνοντας, εάν μία επιχείρηση αποφασίσει να μεταβάλλει την κεφαλαιακή της διάρθρωση, το κόστος κεφαλαίου της θα επηρεαστεί. Κανονικά, το κόστος δανεισμού μετά από φόρους είναι χαμηλότερο από το κόστος των ιδίων κεφαλαίων. Ως εκ τούτου, εάν μία επιχείρηση αποφασίσει να χρησιμοποιήσει περισσότερο δανεισμό, αυτή η αλλαγή θα τείνει να μειώσει το κόστος κεφαλαίου. Ωστόσο, χρησιμοποιώντας περισσότερο δανεισμό αυξάνεται το επίπεδο κινδύνου, τόσο των ιδίων κεφαλαίων όσο και του δανεισμού. Εν ολίγοις, η αρχική αύξηση του δανεισμού μειώνει το κόστος κεφαλαίου, αλλά μετά από ένα ορισμένο σημείο, όσο αυξάνεται η αναλογία του δανεισμού τόσο αυξάνεται το κόστος κεφαλαίου. Βάσει της υπάρχουσας βιβλιογραφίας, το κόστος του δανεισμού και του μετοχικού κεφαλαίου εξαρτώνται από την κεφαλαιακή διάρθρωση και κυρίως από τα μελλοντικά βάρη που αναμένουν οι επενδυτές και όχι από τα σημερινά, τα οποία κυμαίνονται λόγω των συνθηκών της αγοράς και από τις πιο πρόσφατες μορφές εξωτερικής χρηματοδότησης.

## **2.5 Η ΕΠΙΔΡΑΣΗ ΤΗΣ ΕΤΑΙΡΙΚΗΣ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗΣ ΣΤΟ ΚΟΣΤΟΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ**

---

### **2.5.1 ΟΡΙΣΜΟΣ ΕΤΑΙΡΙΚΗΣ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗΣ**

---

Οι Johnson et al. (2000) με τον όρο “εταιρική διακυβέρνηση” αναφέρονται στην αποτελεσματικότητα των μηχανισμών που ελαχιστοποιούν τις συγκρούσεις αντιπροσώπευσης (agency conflicts) που αφορούν τους managers, με ιδιαίτερη έμφαση στους νομικούς μηχανισμούς που εμποδίζουν την απαλλοτρίωση (expropriation) των μειοψηφούντων μετόχων. Εάν ο κίνδυνος απαλλοτρίωσης από



τους managers αυξάνεται όταν το αναμενόμενο ποσοστό απόδοσης της επένδυσης μειώνεται, τότε, ένα δυσμενές σοκ για την εμπιστοσύνη των επενδυτών θα οδηγήσει σε αύξηση της απαλλοτρίωσης, καθώς και σε χαμηλότερη εισροή κεφαλαίων και μεγαλύτερη εκροή κεφαλαίων για τη χώρα. Αυτά, με τη σειρά τους, θα οδηγήσουν σε χαμηλότερες τιμές μετοχών και υποτίμηση της συναλλαγματικής ισοτιμίας. Σύμφωνα με τον Mitton (2002), ο όρος “εταιρική διακυβέρνηση” αναφέρεται στο μέσο με το οποίο προστατεύονται οι μειοψηφούντες μέτοχοι (minority shareholders) από απαλλοτρίωση από τους managers ή τους ελέγχοντες μετόχους (controlling shareholders).

Η υπάρχουσα βιβλιογραφία διακρίνει δύο τύπους μηχανισμών εταιρικής διακυβέρνησης: τους εσωτερικούς και τους εξωτερικούς. Οι εσωτερικοί μηχανισμοί περιλαμβάνουν το διοικητικό συμβούλιο, τα προγράμματα παρακίνησης, τις αμοιβές των ανωτάτων στελεχών και τη διάρθρωση του καθεστώτος ιδιοκτησίας. Για παράδειγμα, στην περίπτωση των ιδιωτικοποιήσεων, αναμένουμε υψηλότερα κέρδη απόδοσης, όταν η κυβέρνηση παραδίδει τον έλεγχο. Πράγματι, στις ιδιωτικοποιήσεις μεταφέρονται τόσο ο έλεγχος όσο και τα δικαιώματα επί των ταμειακών ροών στους managers, οι οποίοι, στη συνέχεια, δίνουν μεγαλύτερη έμφαση στα κέρδη και την αποτελεσματικότητα από ό,τι οι πολιτικοί (Boycroft et al., 1996). Οι εξωτερικοί μηχανισμοί εταιρικής διακυβέρνησης περιλαμβάνουν το νομικό και θεσμικό σύστημα της χώρας και την αγορά ως μέσο άσκησης ελέγχου (market for corporate control). Φυσικά, η νομοθεσία και ο βαθμός επιβολής της διαφοροποιούνται μεταξύ των χωρών.

---

## **2.5.2 Ο ΡΟΛΟΣ ΤΗΣ ΕΤΑΙΡΙΚΗΣ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗΣ ΣΤΗ ΔΗΜΙΟΥΡΓΙΑ ΑΞΙΑΣ**

---

Η εταιρική διακυβέρνηση ποικίλλει ευρέως, τόσο μεταξύ χωρών όσο και μεταξύ επιχειρήσεων. Όσο, λοιπόν, πιο αποτελεσματική είναι η εταιρική διακυβέρνηση μίας επιχείρησης, τόσο πιο εύκολο είναι γι’ αυτήν να αντλήσει κεφάλαια με καλύτερους όρους, διότι μία τέτοια επιχείρηση είναι πιο πιθανό να επενδύσει τα κεφάλαια αυτά με σύνεση και να επανεπενδύσει τις ταμειακές ροές της, με τρόπους που δεν καταστρέφουν τον πλούτο των μετόχων (Stulz, 1999). Σε γενικές γραμμές, πολλές μελέτες διαπιστώνουν ότι η ποιότητα των πρακτικών διακυβέρνησης συνδέεται θετικά με τις ευκαιρίες ανάπτυξης, την ανάγκη για εξωτερική χρηματοδότηση και την προστασία των δικαιωμάτων των επενδυτών από το κράτος, ενώ, σχετίζεται αρνητικά με τη συγκέντρωση της ιδιοκτησίας.

Ένας μεγάλος αριθμός μελετών εξηγεί ότι οι μηχανισμοί εταιρικής διακυβέρνησης είναι σε θέση να βελτιώσουν την αξία μιας επιχείρησης. Για παράδειγμα, οι La Porta et al. (2000) έδειξαν ότι, μεταξύ διαφορετικών χωρών, η εταιρική διακυβέρνηση είναι σημαντικός παράγοντας για την ανάπτυξη της χρηματοπιστωτικής αγοράς και την αξία της επιχείρησης. Η αξία μιας επιχείρησης μετράται, συνήθως, χρησιμοποιώντας μέτρα της απόδοσης που βασίζονται είτε σε λογιστικές πληροφορίες είτε σε δεδομένα της αγοράς. Εναλλακτικά, η αξία αυξάνεται όταν η επιχείρηση απολαμβάνει μια μείωση του κόστους κεφαλαίου της.

Ο ρόλος της εταιρικής διακυβέρνησης στη δημιουργία αξίας για την επιχείρηση παραμένει ένα ανοικτό θέμα, αν και ήδη έχει διατυπωθεί η άποψη ότι η αξία μιας επιχείρησης μπορεί να εξεταστεί από τη σκοπιά της ικανότητάς της να επωφελείται από ένα μειωμένο κόστος κεφαλαίου, ως αποτέλεσμα ισχυρών μηχανισμών εταιρικής διακυβέρνησης (Donker and Zahir, 2008). Γενικά, οι μηχανισμοί εταιρικής διακυβέρνησης μπορούν να μειώσουν τον κίνδυνο της επιχείρησης, άρα και το κόστος κεφαλαίου της, το οποίο, έμμεσα, αυξάνει την αξία της. Άλλωστε, η αξία δημιουργείται όταν η επιχείρηση μπορεί να έχει πρόσβαση σε μία οικονομικότερη πηγή κεφαλαίου.

Από την άλλη πλευρά, οι πάροχοι χρηματοδότησης σε μία επιχείρηση έχουν περιορισμένο έλεγχο του τρόπου με τον οποίο δαπανώνται τα χρήματά τους και περιορισμένη επιρροή επί της διαδικασίας λήψης αποφάσεων. Για το λόγο αυτό, παραδίδουν τα ηνία στους managers, οι οποίοι ασκούν τεράστιο έλεγχο στους πόρους μίας επιχείρησης. Αυτός ο διαχωρισμός της ιδιοκτησίας από τον έλεγχο οδηγεί σε συγκρούσεις συμφερόντων μεταξύ των managers και των ιδιοκτητών, οι οποίες μπορούν, τελικά, να μειώσουν την αξία της επιχείρησης (Ramly and Rashid, 2010).

---

### **2.5.3 ΕΤΑΙΡΙΚΗ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗ ΚΑΙ ΚΟΣΤΟΣ ΔΑΝΕΙΣΜΟΥ**

---

Το κόστος δανεισμού συνδέεται κυρίως με την πιθανότητα αθέτησης των υποχρεώσεων και τη διαθεσιμότητα αξιόπιστων πληροφοριών για την ακριβή εκτίμηση του κινδύνου αθέτησης των υποχρεώσεων. Η εταιρική διακυβέρνηση μπορεί να μειώσει τον κίνδυνο χρεοκοπίας, μειώνοντας το κόστος αντιπροσώπευσης, επιβλέποντας τους managers και μειώνοντας την ασυμμετρία πληροφόρησης, ανάμεσα στην επιχείρηση και τους δανειστές. Προηγούμενες μελέτες έχουν αποδείξει την ύπαρξη μίας αντίστροφης σχέσης ανάμεσα στην εταιρική διακυβέρνηση και το κόστος

δανεισμού. Επιπλέον, οι δανειστές πιστεύουν ότι οι μηχανισμοί εταιρικής διακυβέρνησης μπορούν να μειώσουν τον κίνδυνο πτώχευσης, πράγμα το οποίο τους κάνει να αποδέχονται μία μείωση της αμοιβής κινδύνου, δημιουργώντας αξία για την επιχείρηση.

Η έρευνα των Ramly και Rashid (2010) δείχνει ότι τρία χαρακτηριστικά της εταιρικής διακυβέρνησης επιφέρουν σημαντική επίδραση στο κόστος δανεισμού. Τα χαρακτηριστικά αυτά είναι: η ανάμιξη του διοικητικού συμβουλίου στα θέματα εταιρικής διακυβέρνησης, η δύναμη των θεσμικών επενδυτών να επιβλέπουν τους managers και τέλος, η ανεξαρτησία του διοικητικού συμβουλίου και η ικανότητά του να αμφισβητεί την εξουσία του manager. Επιπρόσθετα, εντοπίζεται μία σχέση μεταξύ της οικογενειακής ιδιοκτησίας και του κόστους δανεισμού. Συγκεκριμένα, το κόστος δανεισμού μειώνεται όταν το ποσοστό της οικογενειακής ιδιοκτησίας είναι μικρότερο από 12%. Πέρα από αυτό, οι οικογενειακές επιχειρήσεις στις οποίες ο CEO είναι μέλος της οικογένειας επιβαρύνονται από υψηλότερο κόστος δανεισμού.

---

## **2.5.4 ΟΙ ΜΗΧΑΝΙΣΜΟΙ ΕΤΑΙΡΙΚΗΣ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗΣ**

---

### **2.5.4.1 ΓΕΝΙΚΑ**

---

Σύμφωνα με τους Doidge et al. (2007), η καλύτερη εταιρική διακυβέρνηση μειώνει το κόστος κεφαλαίων μιας επιχείρησης, μέχρι το βαθμό που οι επενδυτές αναμένουν ότι η επιχείρηση διακυβερνάται επαρκώς, μετά την τοποθέτηση των κεφαλαίων τους. Επομένως, είναι σημαντικό για την επιχείρηση να βρει τρόπους να δεσμευτεί σε διακυβέρνηση υψηλότερης ποιότητας. Ωστόσο, οι μηχανισμοί αυτοί μπορεί να μην είναι διαθέσιμοι ή να είναι απαγορευτικά ακριβοί, ιδιαίτερα σε χώρες με κακή κρατική προστασία των επενδυτών ή κακή οικονομική ανάπτυξη. Το πιο σημαντικό, ίσως, όφελος της καλής εταιρικής διακυβέρνησης είναι η πρόσβαση στις αγορές κεφαλαίων με καλύτερους όρους. Αλλά αυτό το όφελος έχει μικρότερη αξία για μία επιχείρηση σε μία χώρα με κακή οικονομική ανάπτυξη, επειδή η επιχείρηση αυτή θα αποκτήσει λιγότερη χρηματοδότηση από τις αγορές κεφαλαίου και ως εκ τούτου, θα επωφεληθεί λιγότερο από οποιαδήποτε μείωση του κόστους των κεφαλαίων που σχετίζεται με την εταιρική διακυβέρνηση.

Η μελέτη των Chen et al. (2009) εξετάζει την επίδραση της εταιρικής διακυβέρνησης, σε επίπεδο επιχείρησης, στο κόστος των ιδίων κεφαλαίων των επιχειρήσεων στις αναδυόμενες αγορές. Παρατηρείται ότι η εταιρική διακυβέρνηση σε επίπεδο επιχείρησης έχει σημαντικές αρνητικές επιπτώσεις στο κόστος των ιδίων κεφαλαίων, σε αυτές τις αγορές. Επιπλέον, αυτή η επίδραση είναι πιο έντονη στις χώρες που παρέχουν σχετικά φτωχή νομική προστασία στους μετόχους. Έτσι, στις αναδυόμενες αγορές, η εταιρική διακυβέρνηση σε επίπεδο επιχείρησης και η προστασία των μετόχων σε επίπεδο χώρας, φαίνεται να είναι το ένα υποκατάστατο του άλλου για τη μείωση του κόστους των ιδίων κεφαλαίων.

Οι Gupta et al. (2010) εξετάζουν τις από κοινού σχετικές επιδράσεις των θεσμικών χαρακτηριστικών, σε επίπεδο χώρας και των χαρακτηριστικών της διακυβέρνησης, σε επίπεδο επιχείρησης, στο κόστος κεφαλαίου. Συμπεραίνουν ότι τα χαρακτηριστικά της διακυβέρνησης, σε επίπεδο επιχείρησης, επηρεάζουν το κόστος των ιδίων κεφαλαίων των επιχειρήσεων που δραστηριοποιούνται μόνο στις χώρες αγγλοσαξονικού δικαίου (common law) και με υψηλό επίπεδο οικονομικής ανάπτυξης.

Η έρευνα των Ammann et al. (2011) παρέχει νέα στοιχεία για τη σχέση μεταξύ εταιρικής διακυβέρνησης – σε επίπεδο επιχείρησης – και αποτίμησης της επιχείρησης σε διεθνές επίπεδο, χρησιμοποιώντας παρατηρήσεις 2300 επιχειρήσεων από είκοσι δύο ανεπτυγμένες χώρες κατά τα έτη 2003 – 2007. Τα αποτελέσματά τους δείχνουν μία ισχυρή θετική σχέση μεταξύ των προαναφερθέντων παραγόντων. Επιπλέον, τα χαρακτηριστικά της εταιρικής διακυβέρνησης που τεκμηριώνουν την κοινωνική συμπεριφορά μιας εταιρείας έχουν μία σημαντικά θετική επίδραση στην αξία, ανεξάρτητα από το εάν μελετώνται μεμονωμένα ή συγκεντρωτικά με τους δείκτες διακυβέρνησης. Σχετικά με την εταιρική διακυβέρνηση, η θετική επίδραση αυτής στην αποτίμηση της επιχείρησης περιορίζεται σε επιχειρήσεις με καλή δομή εταιρικής διακυβέρνησης. Ως εκ τούτου, μία καλή εταιρική διακυβέρνηση φαίνεται να διαβεβαιώνει ότι οι δαπάνες της εταιρικής κοινωνικής ευθύνης προσανατολίζονται στη δημιουργία κέρδους και όχι στην εξυπηρέτηση των προσωπικών φιλοδοξιών των managers.

Επιπρόσθετα, οι Ammann et al. (2011) καταλήγουν στο συμπέρασμα πως, τουλάχιστον για τη μέση επιχείρηση στο δείγμα, το κόστος εφαρμογής των μηχανισμών εταιρικής διακυβέρνησης είναι μικρότερο από τα οφέλη της επίβλεψης (monitoring), με αποτέλεσμα υψηλότερες ταμειακές ροές για τους επενδυτές και χαμηλότερο κόστος κεφαλαίου για τις επιχειρήσεις. Κατά συνέπεια, από την πλευρά των επιχειρήσεων, η

εταιρική διακυβέρνηση πρέπει να νοείται ως μία ευκαιρία και όχι ως μία υποχρέωση και ένας καθαρός παράγοντας κόστους.

#### **2.5.4.2 ΟΙ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΙ ΜΗΧΑΝΙΣΜΟΙ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗΣ**

---

Η θεωρία της αντιπροσώπευσης προϋποθέτει ότι στις ευρέως διαδεδομένες επιχειρήσεις, οι μέτοχοι εκχωρούν μεγαλύτερη εξουσία στους managers, θεσπίζοντας ουσιαστικά μία σχέση αντιπροσώπευσης (Jensen and Meckling, 1976). Οι managers έχουν τεράστια έλεγχο επί της εταιρείας, αλλά τείνουν να είναι οπορτουνιστές και να εμπλέκονται σε δραστηριότητες επιζήμιες για την αξία της επιχείρησης και τα συμφέροντα των μετόχων (Williamson, 1985). Καθώς η ιδιοκτησία διαχωρίζεται από τον έλεγχο, οι μέτοχοι δεν είναι σε θέση να παρακολουθούν αποτελεσματικά τα στελέχη, πράγμα που προκαλεί διάφορα ζητήματα εταιρικής διακυβέρνησης (Grossman and Hart, 1986).

Οι La Porta et al. (2000) ορίζουν την εταιρική διακυβέρνηση ως ένα σύνολο μηχανισμών, μέσω των οποίων οι εξωτερικοί επενδυτές μπορούν να προστατευτούν από την απαλλοτρίωση. Οι μηχανισμοί αυτοί μπορούν να μειώσουν το κόστος ιδίων κεφαλαίων μίας επιχείρησης με διάφορους τρόπους. Αρχικά, η εταιρική διακυβέρνηση μπορεί να μειώσει το μη – διαφοροποιήσιμο (non-diversifiable) κίνδυνο της απαλλοτρίωσης. Βάσει της υπάρχουσας βιβλιογραφίας, ο βαθμός της απαλλοτρίωσης εξαρτάται, μεταξύ άλλων, από τις επενδυτικές ευκαιρίες και το κόστος της απαλλοτρίωσης. Οι επενδυτικές ευκαιρίες μίας εταιρείας έχουν ένα μη-διαφοροποιήσιμο στοιχείο που εξαρτάται από τις μακροοικονομικές συνθήκες. Κατά συνέπεια, η απαλλοτρίωση έχει και αυτή ένα μη – διαφοροποιήσιμο στοιχείο, το οποίο σχετίζεται με την κατάσταση της αγοράς. Συγκεκριμένα, τα εταιρικά στελέχη αναμένεται να απαλλοτριώσουν περισσότερο τα κεφάλαια των μικρομετόχων όταν η αγορά βιώνει μία ύφεση και λιγότερο όταν η αγορά ανθεί (Durnev and Kim, 2005). Αυτή η αρνητική σχέση μεταξύ της απαλλοτρίωσης και των συνθηκών της αγοράς μπορεί να μεγεθύνει το συστηματικό κίνδυνο μίας επιχείρησης, ο οποίος θα πρέπει να αντισταθμιστεί από ένα υψηλότερο απαιτούμενο ποσοστό απόδοσης. Μέσα από την επιβολή υψηλότερου κόστους απαλλοτρίωσης, η καλύτερη εταιρική διακυβέρνηση μειώνει την αρνητική σχέση μεταξύ του βαθμού της απαλλοτρίωσης και των συνθηκών της αγοράς.

Επιπρόσθετα, η βελτίωση της εταιρικής διακυβέρνησης μειώνει το κόστος ιδίων κεφαλαίων, μειώνοντας το κόστος της εξωτερικής παρακολούθησης από τους

εξωτερικούς επενδυτές. Οι Lombardo και Pagano (2002) υποστηρίζουν ότι οι επενδυτές πρέπει να επιβαρυνθούν με το κόστος εξωτερικής παρακολούθησης, για να εξασφαλίσουν μια συγκεκριμένη απόδοση από τη διοίκηση της επιχείρησης. Αυτό το κόστος παρακολούθησης αντισταθμίζεται από ένα υψηλότερο απαιτούμενο ποσοστό απόδοσης. Έτσι, οι εξωτερικοί επενδυτές απαιτούν ένα υψηλότερο ποσοστό απόδοσης από τις επιχειρήσεις με τη φτωχότερη εταιρική διακυβέρνηση, διότι πρέπει να σπαταλούν περισσότερο χρόνο και πόρους για να παρακολουθούν τους managers αυτών των επιχειρήσεων.

Δεν πρέπει να παραληφθεί ότι η εταιρική διακυβέρνηση μειώνει το κόστος των ιδίων κεφαλαίων, περιορίζοντας τις ευκαιριακές πράξεις των ατόμων που κατέχουν εμπιστευτικές πληροφορίες (insider trading) και έτσι, οδηγεί σε μείωση της ασυμμετρίας της πληροφόρησης (information asymmetry). Οι Hung και Trezevant (2003) παρατήρησαν ότι, στη Νοτιοανατολική Ασία, η καλύτερη εταιρική διακυβέρνηση συνδέεται με λιγότερες ευκαιριακές πράξεις από τα άτομα που κατέχουν εμπιστευτικές πληροφορίες. Στις επιχειρήσεις με ασθενή εταιρική διακυβέρνηση, και ιδιαίτερα σε εκείνες που ελέγχονται από πλούσιες οικογένειες, τα άτομα που κατέχουν εμπιστευτικές πληροφορίες καταφεύγουν σε επιθετικές πράξεις έναντι των υπολοίπων, ώστε να ικανοποιήσουν τα ίδια οφέλη τους. Οι Bhattacharya και Daouk (2002) βρήκαν ότι το κόστος των ιδίων κεφαλαίων σε μία χώρα μειώνεται σημαντικά μετά την πρώτη ποινική δίωξη των ατόμων που δρουν με αυτόν τον τρόπο.

Σύμφωνα με τους McConnell και Servaes (1990), σε χαμηλά επίπεδα διευθυντικής ιδιοκτησίας (managerial ownership), μία αύξηση της διευθυντικής ιδιοκτησίας ευθυγραμμίζει καλύτερα τα συμφέροντα των managers και των μετόχων, αυξάνοντας έτσι την εταιρική αξία. Ωστόσο, σε υψηλά επίπεδα διευθυντικής ιδιοκτησίας, μία αύξηση της διευθυντικής ιδιοκτησίας καθιστά τη διοίκηση πιο εδραιωμένη και αυτή πειθαρχεί λιγότερο στους κανόνες της αγοράς, μειώνοντας την εταιρική αξία.

Οι Skaiße et al. (2004), εξετάζοντας αμερικάνικες επιχειρήσεις κατά την περίοδο 1996 – 2002, υποστήριξαν ότι τέσσερα χαρακτηριστικά της διακυβέρνησης επηρεάζουν το κόστος ιδίων κεφαλαίων: η ποιότητα των οικονομικών πληροφοριών, η ιδιοκτησιακή δομή, τα δικαιώματα των μετόχων και η δομή του διοικητικού συμβουλίου. Οι Suchard et al. (2012), χρησιμοποιώντας ένα δείγμα μεγάλων αυστραλιανών επιχειρήσεων κατά τα έτη 1994 – 2003, έδειξαν ότι τα μεγαλύτερα ποσοστά ιδιοκτησίας της εταιρείας από τα στελέχη της (inside ownership), η παρουσία θεσμικών μεγαλομετόχων (institutional blockholders) και τα μικρότερα και πιο ανεξάρτητα διοικητικά συμβούλια μειώνουν το κόστος κεφαλαίου.

Οι Suchard et al. (2012), μέσα από την έρευνα τους, έδειξαν ότι η διακύμανση των μηχανισμών εταιρικής διακυβέρνησης, σε επίπεδο επιχείρησης, διαδραματίζει σημαντικό ρόλο στην ερμηνεία του κόστους κεφαλαίου. Βάσει των εμπειρικών αποτελεσμάτων, η μεγαλύτερη ιδιοκτησία εκ των έσω (insider ownership), η παρουσία θεσμικών κατόχων χρεογράφων και τα μικρότερα και ανεξάρτητα διοικητικά συμβούλια, όλα χρησιμεύουν στη μείωση του αντιληπτού κινδύνου μιας επιχείρησης, οδηγώντας, έτσι, τους επενδυτές να απαιτούν χαμηλότερη απόδοση για τα κεφάλαια που παρέχουν. Αυτό τονίζει το σημαντικό ρόλο που διαδραματίζει η εταιρική διακυβέρνηση στη δημιουργία αξίας για τους μετόχους μέσω της μείωσης του κόστους εξωτερικής χρηματοδότησης. Οι Chen et al. (2004) ανέλυσαν το ανωτέρω ζήτημα στις αναδυόμενες αγορές. Εξετάζοντας επιχειρήσεις από εννέα αναδυόμενες οικονομίες της Ασίας βρήκαν ότι οι μηχανισμοί διακυβέρνησης, όπως η ανεξαρτησία του διοικητικού συμβουλίου και η προστασία των μειοψηφούντων μετόχων, έχουν σημαντικές αρνητικές επιπτώσεις στο κόστος μετοχικού κεφαλαίου.

Ο Kim (2006) διερεύνησε τη σχέση ανάμεσα στην εταιρική διακυβέρνηση και την παραγωγικότητα, εστιάζοντας στην οικογενειακή ιδιοκτησία και την κεφαλαιακή διάρθρωση. Τα αποτελέσματά του αφορούν τα αποκαλούμενα “chaebols”, δηλαδή, τους μεγάλους επιχειρηματικούς ομίλους της οικονομίας της Κορέας, που βρίσκονται υπό οικογενειακό έλεγχο, αποτελούνται από διαφοροποιημένες επιχειρήσεις και εξαρτώνται σε μεγάλο βαθμό από το δανεισμό. Στα “chaebols”, λοιπόν, υπάρχει πολύ μεγαλύτερη θετική σχέση μεταξύ της οικογενειακής ιδιοκτησίας και της παραγωγικότητας. Επομένως, η συγκέντρωση της ιδιοκτησίας δεν οδηγεί μόνο σε μεγαλύτερη σύγκλιση των συμφερόντων των ελεγχόντων μετόχων και των υπολοίπων μετόχων, αλλά και σε μεγαλύτερες επενδύσεις σχετικές με την επιχείρηση (π.χ. E&A, επενδύσεις σε ανθρώπινο κεφάλαιο), οι οποίες με τη σειρά τους προσφέρουν καλύτερη μακροπρόθεσμη παραγωγικότητα.

Ο Ghosh (2007) πραγματοποίησε μία έρευνα σε 9800 επιχειρήσεις της Ινδίας, για τα έτη 2000 και 2005. Στόχος του ήταν να εντοπίσει την επίδραση της μόχλευσης και της κατοχής μετοχικού κεφαλαίου από τα στελέχη (managerial ownership) στην αξία της επιχείρησης. Υποστηρίζει, λοιπόν, ότι τόσο η μόχλευση, η οποία χρησιμεύει ως μία εξωτερική λειτουργία παρακολούθησης, όσο και η κατοχή μετοχικού κεφαλαίου από τα στελέχη, η οποία χρησιμεύει ως μία εσωτερική λειτουργία παρακολούθησης, επηρεάζουν την αξία της επιχείρησης. Επιπλέον, βρέθηκε ότι η αποτίμηση της εταιρείας ασκεί σημαντική επιρροή επί της κατοχής μετοχικού κεφαλαίου από τα στελέχη και αντίστροφα. Τέλος, εντοπίστηκε ένας αδύναμος αλλά αυξανόμενος ρόλος του τραπεζικού δανεισμού ως πειθαρχικού μηχανισμού.



Οι Attig et al. (2008), χρησιμοποιώντας δεδομένα 1165 επιχειρήσεων από οχτώ χώρες της ανατολικής Ασίας και δεκατρείς χώρες της δυτικής Ευρώπης, διαπίστωσαν ότι το τεκμαρτό κόστος ιδίων κεφαλαίων μειώνεται με την παρουσία μεγάλων μετόχων, εκτός του ελέγχοντος ιδιοκτήτη. Η παρουσία πολλαπλών ελεγχόντων μετόχων, με συγκρίσιμη δύναμη ψήφου, μειώνει το κόστος ιδίων κεφαλαίων. Σε ό, τι αφορά στην ταυτότητα των ιδιοκτητών, οι ερευνητές παρατήρησαν ότι όταν οι δύο μεγαλύτεροι μέτοχοι είναι οικογένειες, ο πληροφοριακός κίνδυνος είναι υψηλός και έτσι, είναι πάρα πολύ υψηλό και το κόστος των ιδίων κεφαλαίων. Αντίθετα, εάν το κράτος είναι ο δεύτερος μεγαλύτερος μέτοχος μίας οικογενειακής επιχείρησης, το κόστος αντιπροσώπευσης μετριάζεται και μειώνεται το κόστος των ιδίων κεφαλαίων.

Σύμφωνα με τους Fich και Slezak (2008) τα χαρακτηριστικά διακυβέρνησης μίας προβληματικής επιχείρησης επηρεάζουν σημαντικά την πιθανότητα χρεοκοπίας της. Τα μικρότερα και πιο ανεξάρτητα διοικητικά συμβούλια, με υψηλότερη αναλογία εξωτερικών διευθυντών και με μεγαλύτερα ποσοστά ιδιοκτησίας από εσωτερικούς διευθυντές, είναι πιο αποτελεσματικά στην αποτροπή της πτώχευσης, από τη στιγμή που ξεκινούν οικονομικές δυσκολίες. Αυτά τα αποτελέσματα είναι συνεπή με την πεποίθηση ότι τέτοιοι τύποι δομών διακυβέρνησης προσφέρουν πιο αποτελεσματική επίβλεψη, καθώς και με την άποψη ότι η ένταξη των χαρακτηριστικών διακυβέρνησης ενισχύει την ικανότητα των χρηματοοικονομικών μοντέλων να προβλέπουν την πτώχευση.

Οι Guedhami και Mishra (2009) διερεύνησαν το ερώτημα εάν ο διαχωρισμός μεταξύ ιδιοκτησίας και δικαιωμάτων ελέγχου (excess control) μπορεί να αποβεί κοστοβόρος για την επιχείρηση, εξετάζοντας 1207 επιχειρήσεις από εννέα ασιατικές και δεκατρείς δυτικοευρωπαϊκές χώρες. Τα αποτελέσματά τους έδειξαν ότι το φαινόμενο αυτό αυξάνει το κόστος ιδίων κεφαλαίων: αύξηση του “excess control” κατά μία τυπική απόκλιση οδηγεί σε μια αύξηση του κόστους των ιδίων κεφαλαίων κατά 37 μονάδες βάσης, περίπου.

Όταν η εταιρική διακυβέρνηση της επιχείρησης είναι ισχυρή, τότε οι επενδυτές είναι πρόθυμοι να επενδύσουν περισσότερο στην επιχείρηση, πράγμα το οποίο αυξάνει τις τρέχουσες τιμές της μετοχής και μειώνει το κόστος των ιδίων κεφαλαίων (Diamond and Verrechia, 1991). Επιπλέον, όταν οι μέτοχοι είναι σίγουροι για την ικανότητα της επιχείρησης να περιορίσει τον οπορτουισμό των managers και την ασύμμετρη πληροφόρηση, είναι πρόθυμοι να δεχτούν μία μικρότερη αμοιβή κινδύνου, η οποία μειώνει το κόστος των ιδίων κεφαλαίων. Τα παραπάνω συμπεράσματα για την αρνητική σχέση ανάμεσα στην εταιρική διακυβέρνηση και το κόστος ιδίων κεφαλαίων,



αποδεικνύεται και στην έρευνα του Ramly (2012) για 101 Μαλαισιανές επιχειρήσεις, κατά τα έτη 2003 – 2007. Περαιτέρω, αυτή η έρευνα διαπιστώνει ότι η δομή και οι διαδικασίες του διοικητικού συμβουλίου και οι πρακτικές που προωθούν τα δικαιώματα των μετόχων και βελτιώνουν τις διαδικασίες λογοδοσίας και ελέγχου, μειώνουν σημαντικά το κόστος ιδίων κεφαλαίων. Βάσει των παραπάνω, ο Ramly (2012) χαρακτηρίζει την εταιρική διακυβέρνηση ως παράγοντα ζωτικής σημασίας για τις επενδυτικές αποφάσεις των επενδυτών.

Τα ανωτέρω επιχειρήματα προβλέπουν ότι η βελτίωση της εταιρικής διακυβέρνησης συνδέεται με ένα χαμηλότερο κόστος κεφαλαίου.

#### **2.5.4.3 ΟΙ ΕΞΩΤΕΡΙΚΟΙ ΜΗΧΑΝΙΣΜΟΙ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗΣ**

---

Σύμφωνα με τη βιβλιογραφία, οι χώρες με επαρκείς θεσμούς διακυβέρνησης, όπως το κράτος δικαίου και η νομική προστασία επενδυτών και πιστωτών, μπορούν να αναπτύξουν κατάλληλα χρηματοπιστωτικά συστήματα (Porta et al., 1998). Η ύπαρξη νομικής προστασίας ενισχύει την ικανότητα της επιχείρησης να αντλήσει εξωτερική χρηματοδότηση μέσω δανεισμού ή ιδίων κεφαλαίων. Πέραν τούτου, η νομική προστασία των επενδυτών αυξάνει την εμπιστοσύνη τους στην ικανότητα της επιχείρησης να επιτύχει την επιθυμητή απόδοση των επενδύσεών τους (Engelen and Van Essen, 2010). Η νομική προστασία των πιστωτών εξασφαλίζει την προστασία τους σε περίπτωση πτώχευσης (Claessens et al., 2003), η οποία είναι πιθανότερη κατά τη διάρκεια μίας οικονομικής κρίσης. Επιπλέον, η ενίσχυση των δικαιωμάτων των πιστωτών μπορεί να οδηγήσει σε αυξημένη διαθεσιμότητα δανειακών κεφαλαίων (Djankov et al., 2007), η οποία θα μπορούσε να είναι πολύτιμη σε περιόδους κρίσης, καθώς διατηρεί ανοικτή την πιστωτική στρόφιγγα.

Οι La Porta et al. (2000) υποστηρίζουν ότι όταν τα δικαιώματα των επενδυτών, όπως είναι το δικαίωμα ψήφου των μετόχων και τα δικαιώματα εξυγίανσης και ρευστοποίησης των πιστωτών, είναι εκτεταμένα και επιβάλλονται από τις ρυθμιστικές αρχές ή τα δικαστήρια, οι επενδυτές είναι πρόθυμοι να χρηματοδοτήσουν αυτή την επιχείρηση, της οποίας η αξία αυξάνεται. Αντίθετα, όταν το νομικό σύστημα δεν προστατεύσει τους εξωτερικούς επενδυτές, τότε η εταιρική διακυβέρνηση και η εξωτερική χρηματοδότηση δεν αποφέρουν καρπούς. Βάσει των ανωτέρω, ο βαθμός προστασίας των επενδυτών από τη νομοθεσία μίας χώρας αποτελεί ένδειξη της ποιότητας της εταιρικής διακυβέρνησης της επιχείρησης.

Σύμφωνα με τους Shleifer και Wolfenzon (2002), υπάρχουν έρευνες που αποκαλύπτουν ότι ένας αριθμός σημαντικών διαφορών, μεταξύ των χρηματοπιστωτικών συστημάτων των διαφόρων χωρών, διαμορφώνεται από την έκταση της νομικής προστασίας, που παρέχεται στους εξωτερικούς επενδυτές, από απαλλοτρίωση είτε από τους ελέγχοντες μετόχους είτε από τους managers. Τα ευρήματα δείχνουν ότι η καλύτερη νομική προστασία των εξωτερικών μετόχων συνδέεται με μεγαλύτερη αξία των χρηματοπιστωτικών αγορών, μεγαλύτερο αριθμό εισηγμένων εταιρειών, μεγαλύτερες εισηγμένες επιχειρήσεις ως προς τις πωλήσεις τους ή τα περιουσιακά τους στοιχεία, υψηλότερη αποτίμηση των εισηγμένων εταιρειών σε σχέση με τα περιουσιακά τους στοιχεία, μεγαλύτερες πληρωμές μερισμάτων, χαμηλότερη συγκέντρωση της ιδιοκτησίας και του ελέγχου, λιγότερα ιδιωτικά οφέλη από τον έλεγχο και υψηλότερη συσχέτιση μεταξύ των επενδυτικών ευκαιριών και των πραγματικών επενδύσεων.

Οι La Porta et al. (2002) ανέπτυξαν ένα μοντέλο για τη μελέτη των επιπτώσεων της νομικής προστασίας των μειοψηφούντων μετόχων και της ιδιοκτησίας των ταμειακών ροών από ελέγχοντες μετόχους στην αποτίμηση των επιχειρήσεων. Το μοντέλο αυτό δοκιμάστηκε σε 539 μεγάλες επιχειρήσεις, από 27 πλούσιες οικονομίες και έδειξε ότι οι επιχειρήσεις απολαμβάνουν υψηλότερη αποτίμηση σε δύο περιπτώσεις: όταν η χώρα προσφέρει καλύτερη προστασία των μειοψηφούντων μετόχων και όταν οι ελέγχοντες μέτοχοι της εταιρείας κατέχουν υψηλότερες ταμειακές ροές ιδιοκτησίας. Στις χώρες όπου οι νόμοι προστατεύουν τους εξωτερικούς επενδυτές, παρατηρείται μία προθυμία των επενδυτών αυτών να χρηματοδοτήσουν τις επιχειρήσεις και οι χρηματοπιστωτικές αγορές είναι ευρύτερες και μεγαλύτερης αξίας. Οι εξωτερικοί επενδυτές, λοιπόν, είναι πρόθυμοι να πληρώσουν περισσότερο για την απόκτηση μετοχών ή την παροχή δανείου στην επιχείρηση. Οι επενδυτές πληρώνουν περισσότερο επειδή αναγνωρίζουν ότι, με την καλύτερη νομική προστασία, περισσότερα από τα κέρδη της επιχείρησης θα επανέλθουν σε αυτούς, ως τόκοι ή μερίσματα, αντί να απαλλοτριωθούν από τους managers. Επομένως, όσο αυξάνεται η προστασία των μετόχων, τόσο μειώνεται η απαλλοτρίωση των μειοψηφούντων μετόχων.

Οι Deesomsak et al. (2004) αναζήτησαν τους καθοριστικούς παράγοντες της κεφαλαιακής διάρθρωσης των επιχειρήσεων, μελετώντας τέσσερις χώρες με διαφορετικά νομικά, οικονομικά και θεσμικά περιβάλλοντα: την Ταϊλάνδη, τη Μαλαισία, τη Σιγκαπούρη και την Αυστραλία. Τα αποτελέσματα υποδεικνύουν ότι η απόφαση της κεφαλαιακής διάρθρωσης επηρεάζεται από το περιβάλλον στο οποίο λειτουργεί η επιχείρηση, καθώς και από παράγοντες που σχετίζονται με την κάθε επιχείρηση χωριστά. Όταν η νομοθεσία μίας χώρας προστατεύει τους ξένους επενδυτές, αυτοί

είναι πιο πρόθυμοι να χρηματοδοτήσουν τις επιχειρήσεις. Έτσι, οι επιχειρήσεις σε χώρες με ασθενέστερα δικαιώματα για τους επενδυτές, μπορεί να αναγκαστούν να χρησιμοποιήσουν περισσότερα εσωτερικά κεφάλαια (*internally generated funds*), καθώς τα εξωτερικά κεφάλαια είναι πιθανόν να είναι ακριβά. Για παράδειγμα, η Σιγκαπούρη και η Μαλαισία έχουν υψηλότερα πρότυπα νομικής προστασίας, σε σχέση με την Αυστραλία και την Ταϊλάνδη. Επιπλέον, ο νόμος προβλέπει ίση προστασία για τους πιστωτές και τους μετόχους στη Μαλαισία και τη Σιγκαπούρη και ως εκ τούτου, ο λόγος δανειακών – ιδίων κεφαλαίων σε αυτές τις χώρες είναι πιθανό να παραμείνει ανεξάρτητος από τις διατάξεις αυτές. Από την άλλη πλευρά, οι μέτοχοι προστατεύονται καλύτερα στην Αυστραλία, ενώ οι πιστωτές έχουν σχετικά καλύτερη προστασία στην Ταϊλάνδη. Κατά συνέπεια, οι επιχειρήσεις της Αυστραλίας αναμένεται να έχουν σχετικά υψηλότερα επίπεδα ιδίων κεφαλαίων στην κεφαλαιακή τους διάρθρωση, ενώ, οι επιχειρήσεις της Ταϊλάνδης είναι πιθανό να έχουν υψηλότερο δανεισμό.

Οι Klapper και Love (2004) προτείνουν ότι η προστασία των επενδυτών σε επίπεδο επιχείρησης είναι πιο σημαντική για την αποτίμηση της εταιρίας, σε χώρες με ασθενέστερη προστασία των επενδυτών από τα δικαστήρια. Επιπλέον, παρά το γεγονός ότι μία βελτίωση της διακυβέρνησης σε επίπεδο επιχείρησης συνδέεται πάντα με υψηλότερες επιδόσεις και αποτίμηση από την αγορά, η σχέση αυτή είναι ισχυρότερη σε χώρες με ασθενέστερες νομικές και δικαστικές υποδομές. Η ερμηνεία αυτού του αποτελέσματος, σύμφωνα με τους ερευνητές, είναι ότι η εταιρική διακυβέρνηση σε επίπεδο επιχείρησης έχει μεγαλύτερη σημασία σε χώρες με αδύναμη προστασία των μετόχων και κακή αποτελεσματικότητα του δικαστικού συστήματος. Μία εναλλακτική ερμηνεία είναι ότι το νομικό σύστημα είναι λιγότερο σημαντικό για τις ευνοούμενες επιχειρήσεις. Αυτό είναι εύλογο επειδή οι επιχειρήσεις με καλύτερη διακυβέρνηση θα έχουν μικρότερη ανάγκη να στηριχθούν στο νομικό σύστημα για την επίλυση των συγκρούσεων διακυβέρνησης.

Οι O'Connor et al. (2014) υποστηρίζουν ότι όταν οι νομικοί θεσμοί μίας χώρας είναι τέτοιοι που αυξάνουν την πιθανότητα απαλλοτρίωσης, η ροή ιδίων κεφαλαίων προς τις χώρες αυτές θα είναι μικρότερη, καθώς οι ξένοι επενδυτές επιβαρύνονται με αρκετά μεγάλο κόστος επίβλεψης. Επιπλέον, τα ευρήματά τους υποδηλώνουν ότι οι επενδυτές κοιτούν πολύ πέρα από τις φαινομενικά αδύναμες δομές διακυβέρνησης σε επίπεδο χώρας και επικεντρώνονται στην εταιρική διακυβέρνηση σε επίπεδο επιχείρησης. Επομένως, η διακυβέρνηση σε επίπεδο επιχείρησης και χώρας μπορεί να υποκαταστήσει η μία την άλλη στις αναδυόμενες αγορές και η καλή εταιρική διακυβέρνηση έχει πολύ μεγαλύτερη αξία, όταν η διακυβέρνηση της χώρας είναι αδύναμη (McCahery et al, 2016).

Ως συμπέρασμα, τα οφέλη της εταιρικής διακυβέρνησης – σε επίπεδο επιχείρησης – στη μείωση του κόστους των ιδίων κεφαλαίων είναι πιο φανερά στις χώρες με ισχυρή νομική προστασία των επενδυτών.

---

### **2.5.5 ΕΤΑΙΡΙΚΗ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗ ΚΑΤΑ ΤΗΝ ΚΡΙΣΗ**

---

Ο Mitton (2002) υποστηρίζει ότι ενώ ο αντίκτυπος της εταιρικής διακυβέρνησης μπορεί να έχει μικρότερη σημασία υπό κανονικές οικονομικές συνθήκες, όταν οι περιστάσεις αλλάζουν δραστικά (π.χ. μία οικονομική κρίση), η καλύτερη εταιρική διακυβέρνηση καθίσταται ζωτικής σημασίας για τη διατήρηση της αξίας της επιχείρησης και έχει τη δύναμη να επηρεάσει το κόστος κεφαλαίου της. Έτσι, η εταιρική διακυβέρνηση αποκτά καθοριστικό ρόλο στην ερμηνεία των διαφορών απόδοσης μεταξύ των επιχειρήσεων, κατά τη διάρκεια μίας οικονομικής κρίσης για δύο λόγους.

Αρχικά, τα κίνητρα των ελεγχόντων μετόχων για να απαλλοτριώσουν τους μειοψηφούντες μετόχους αυξάνονται, καθώς η αναμενόμενη απόδοση της επένδυσης (Return On Investment, ROI) μειώνεται (Johnson et al., 2000 και van Essen et al., 2013). Για παράδειγμα, η ασιατική χρηματοοικονομική κρίση ενέτεινε τα κίνητρα των μεγαλομετόχων να απαλλοτριώσουν τους μικροεπενδυτές. Αυτό, φυσικά, δεν ισχύει σε όλες τις περιπτώσεις, αφού δεν είναι λίγες οι φορές που οι μεγαλομέτοχοι βοηθούν την εταιρεία, προσφέροντάς της ίδιους πόρους (Friedman et al., 2003).

Δεύτερον, η κρίση θα μπορούσε να αναγκάσει τους επενδυτές να αναγνωρίσουν και να λάβουν υπόψη τους τις αδυναμίες στην εταιρική διακυβέρνηση που ανέκαθεν υπήρχαν. Οι Rajan και Zingales (1998) υποστηρίζουν ότι οι επενδυτές αγνόησαν τις αδυναμίες των επιχειρήσεων της Ανατολικής Ασίας, όσο η περιοχή εμφάνιζε οικονομική ανάπτυξη. Όμως, με την έναρξη της κρίσης, άρχισαν να αποσύρονται από τις επιχειρήσεις, επειδή πίστευαν ότι η περιοχή δεν παρείχε επαρκή θεσμική προστασία στις επενδύσεις τους. Για τους δύο αυτούς λόγους, οι επιχειρήσεις με ασθενέστερη εταιρική διακυβέρνηση θα μπορούσαν να χάσουν σχετικά μεγαλύτερη αξία κατά τη διάρκεια μίας κρίσης.

Συνολικά, η υπάρχουσα βιβλιογραφία υποστηρίζει ότι οι επιχειρήσεις με υψηλότερη ποιότητα αποκάλυψης πληροφοριών, μεγαλύτερη διαφάνεια, υψηλότερη συγκέντρωση ιδιοκτησίας από άτομα εκτός της επιχείρησης και εταιρική εστίαση βιώνουν καλύτερες αποδόσεις των μετοχών τους, κατά τη διάρκεια της κρίσης.

Η έρευνα των Johnson et al. (2000) παρουσιάζει στοιχεία που αποδεικνύουν ότι η αδυναμία των νομικών θεσμών σχετικά με την εταιρική διακυβέρνηση, είχε μία σημαντική επίδραση στο ποσοστό των αποσβέσεων και στην πτώση της χρηματιστηριακής αγοράς κατά την ασιατική κρίση. Επιπρόσθετα, το μοντέλο τους δείχνει ότι τα προβλήματα αντιπροσώπευσης μπορούν να κάνουν τις χώρες με αδύναμα νομικά συστήματα ευάλωτες στις επιπτώσεις μίας ξαφνικής απώλειας της εμπιστοσύνης του επενδυτή. Αν μία χώρα, με ασθενή δικαιώματα για τους μειοψηφούντες μετόχους, βιώσει έστω και μία μικρή απώλεια εμπιστοσύνης, οι εξωτερικοί επενδυτές θα επανεκτιμήσουν το πιθανό ποσοστό απαλλοτρίωσης από τους managers και θα προσαρμόσουν το ποσό του κεφαλαίου που είναι πρόθυμοι να παρέχουν. Το αποτέλεσμα μπορεί να είναι μία πτώση στις αξίες των περιουσιακών στοιχείων και η κατάρρευση της συναλλαγματικής ισοτιμίας.

Σύμφωνα με την ίδια μελέτη, η εταιρική διακυβέρνηση, εν γένει, και ειδικότερα, η εκ των πραγμάτων προστασία των δικαιωμάτων των μειοψηφούντων μετόχων, είχαν μεγάλη σημασία για την έκταση της υποτίμησης της συναλλαγματικής ισοτιμίας και την πτώση του χρηματιστηρίου το 1997 – 1998. Παρά το γεγονός ότι τα αποτελέσματά τους δεν δείχνουν ποιες χώρες είναι ευάλωτες στην απώλεια εμπιστοσύνης, αποδεικνύουν ότι η έκταση των συναλλαγματικών ισοτιμιών και η κατάρρευση του χρηματιστηρίου, σε απάντηση της απώλειας εμπιστοσύνης, επηρεάζονται από την προστασία των επενδυτών. Έτσι, καταλήγουν ότι η εταιρική διακυβέρνηση μπορεί να έχει πρωταρχική σημασία στον καθορισμό της έκτασης των μακροοικονομικών προβλημάτων σε καταστάσεις κρίσης.

Κατά τη διάρκεια της κορεατικής οικονομικής κρίσης του 1997, οι επιχειρήσεις με υψηλότερη συγκέντρωση ιδιοκτησίας από ξένους επενδυτές παρουσίασαν μικρότερη μείωση της αξίας των μετοχών τους. Λιγότερα προβλήματα αντιμετώπισαν και οι επιχειρήσεις που είχαν υψηλότερη ποιότητα γνωστοποίησης των πληροφοριών τους και πρόσβαση σε εναλλακτικές πηγές εξωτερικής χρηματοδότησης. Αντίθετα, τα “chaebols”, δηλαδή οι επιχειρήσεις με υψηλή συγκέντρωση ιδιοκτησίας από τους ελέγχοντες μετόχους, παρουσίασαν μεγαλύτερη μείωση της αξίας των μετοχών τους. Οι επιχειρήσεις στις οποίες τα δικαιώματα ψήφου των ελεγχόντων μετόχων ξεπερνούσαν τα δικαιώματα επί των ταμειακών ροών και εκείνες που δανείστηκαν περισσότερο από τις κύριες τράπεζες είχαν, επίσης, χαμηλότερες αποδόσεις. Εν γένει, τα αποτελέσματα δείχνουν ότι η αλλαγή της αξίας της επιχείρησης, κατά τη διάρκεια μιας κρίσης, είναι συνάρτηση των διαφορών ως προς τα μέτρα εταιρικής διακυβέρνησης, σε επίπεδο επιχείρησης (Baek et al., 2004).

Ο Kirkpatrick (2009) πραγματοποίησε μία έρευνα στην οποία αναλύει τον αντίκτυπο των αποτυχιών και των αδυναμιών της εταιρικής διακυβέρνησης στην οικονομική κρίση, συμπεριλαμβανομένων των συστημάτων διαχείρισης κινδύνων και της μισθοδοσίας των στελεχών. Το συμπέρασμά του είναι ότι η οικονομική κρίση μπορεί να αποδοθεί σε σημαντικό βαθμό σε ελλείψεις και αδυναμίες της εταιρικής διακυβέρνησης, η οποία δεν εξυπηρετεί το σκοπό της, δηλαδή την προστασία των επιχειρήσεων από την υπερβολική ανάληψη κινδύνου. Τα λογιστικά πρότυπα και οι κανονιστικές απαιτήσεις έχουν, επίσης, αποδειχθεί ανεπαρκείς σε ορισμένους τομείς. Τέλος, τα συστήματα αμοιβών – σε ορισμένες περιπτώσεις – δεν είχαν στενή σχέση με τη στρατηγική, τον κίνδυνο που επιθυμεί να αναλάβει η επιχείρηση και τα μακροπρόθεσμα συμφέροντά της.

Οι Chen et al. (2009) επέκτειναν την έρευνα τους, λαμβάνοντας υπόψη και τη χρηματοπιστωτική κρίση, που ξεκίνησε με τη φούσκα των ακινήτων στις Η.Π.Α. Οι Η.Π.Α. θεωρείται ότι προσφέρουν τη μεγαλύτερη προστασία στους επενδυτές, σε όλο τον κόσμο. Ωστόσο, η πρόσφατη οικονομική κρίση κλόνησε την εμπιστοσύνη των επενδυτών στην αποτελεσματικότητα της κυβέρνησης να ρυθμίζει τις χρηματοπιστωτικές αγορές. Εάν, λοιπόν, οι επενδυτές δεν θεωρούν πλέον ότι το νομικό περιβάλλον των Η.Π.Α. είναι πολύ ισχυρότερο από αυτό των άλλων χωρών, μπορεί να είναι πρόθυμοι να πληρώσουν μία υψηλότερη αμοιβή για τις επιχειρήσεις με καλύτερη εταιρική διακυβέρνηση. Με άλλα λόγια, οι ερευνητές υποστηρίζουν ότι η συσχέτιση εταιρικής διακυβέρνησης και κόστους κεφαλαίου θα μπορούσε να γίνει ισχυρότερη λόγω της πρόσφατης οικονομικής κρίσης. Στις αναδυόμενες αγορές, με σχετικώς ελλιπή προστασία των επενδυτών, η σχέση μεταξύ της εταιρικής διακυβέρνησης και του κόστους κεφαλαίου είναι λιγότερο πιθανό να επηρεαστεί από την πρόσφατη οικονομική κρίση.

Σε ό, τι αφορά τις οικογενειακές επιχειρήσεις, οι μέτοχοι, που ανήκουν στην οικογένεια, έχουν πιο μακροπρόθεσμους επενδυτικούς ορίζοντες και είναι πιο πρόθυμοι να στηρίζουν τις επιχειρήσεις υπό αντίξοες συνθήκες (Villalonga & Amit, 2010). Αυτό μπορεί να βοηθήσει ιδιαίτερα την επιχείρηση, υπό συνθήκες κρίσης, ενισχύοντας την αντοχή της και βελτιώνοντας την απόδοσή της. Επιπλέον, οι οικογενειακές επιχειρήσεις είναι λιγότερο διατεθειμένες να χρησιμοποιήσουν χρηματοδότηση μέσω δανεισμού, γεγονός που τις καθιστά λιγότερο ευάλωτες στις πιστωτικές κρίσεις.

Οι Bae et al. (2012) ανέπτυξαν ένα μοντέλο για να διερευνήσουν τον τρόπο με τον οποίο η απαλλοτρίωση, από τους ελέγχοντες μετόχους, επηρεάζει την αξία της επιχείρησης κατά τη διάρκεια της κρίσης και κατά τις ακόλουθες περιόδους ανάκαμψης.

Κατά τη διάρκεια της ασιατικής οικονομικής κρίσης του 1997, οι επιχειρήσεις με ασθενέστερη εταιρική διακυβέρνηση παρουσίασαν μεγαλύτερη πτώση της αξίας των μετοχών τους. Δηλαδή, υπάρχει μία θετική σχέση ανάμεσα στην ποιότητα της εταιρικής διακυβέρνησης και την αλλαγή της αξίας της επιχείρησης, κατά τη διάρκεια της κρίσης. Όμως, οι ίδιες επιχειρήσεις, κατά τη διάρκεια της περιόδου ανάκαμψης, μετά την κρίση, βίωσαν μία μεγαλύτερη βελτίωση της αξίας των μετοχών τους. Συνεπώς τα προηγούμενα αποτελέσματα ήταν όσα προέκυψαν και από τη μελέτη της οικονομικής κρίσης του 2001 στην Αργεντινή. Γενικότερα, τα αποτελέσματα φανερώουν την ύπαρξη μίας σύνδεσης ανάμεσα στην εταιρική διακυβέρνηση και την αξία των επιχειρήσεων.

Οι πιθανές εξηγήσεις που έδωσαν γι' αυτήν τους την παρατήρηση είναι οι ακόλουθες. Αρχικά, πριν την ασιατική κρίση του 1997, το χρηματοπιστωτικό σύστημα της ανατολικής Ασίας ήταν βασισμένο στην ανάπτυξη σχέσεων (relationship – based) κι έτσι οι περισσότεροι επενδυτές αγνοούσαν τις αδυναμίες των επιχειρήσεων. Όμως, η οικονομική κρίση αποκάλυψε στους επενδυτές της αδυναμίες της εταιρικής διακυβέρνησης των επιχειρήσεων, με αποτέλεσμα αυτοί να αρχίσουν να αποχωρούν από τις επιχειρήσεις. Σύμφωνα με αυτό, λοιπόν, η κακή απόδοση των επιχειρήσεων με αδύναμη εταιρική διακυβέρνηση, κατά τη διάρκεια της κρίσης, δεν οφείλεται μόνο στην αυξημένη απαλλοτρίωση, αλλά και στο γεγονός ότι οι επενδυτές δίνουν μεγαλύτερη προσοχή στα προβλήματα εταιρικής διακυβέρνησης της επιχείρησης, που μέχρι τότε ήταν προσεχτικά κρυμμένα. Μία άλλη πιθανή εξήγηση είναι ότι τα μέτρα της εταιρικής διακυβέρνησης συνδέονται στενά με την ευαισθησία της επιχείρησης στις συνθήκες της αγοράς. Η απόδοση των επιχειρήσεων με κακή εταιρική διακυβέρνηση είναι πιο ευαίσθητη στις αλλαγές των συνθηκών της αγοράς, υποδηλώνοντας ότι οι επιχειρήσεις με κακή εταιρική διακυβέρνηση υποφέρουν περισσότερο, όταν η αγορά αντιμετωπίζει δυσκολίες. Τέλος, οι επενδυτές συνηθίζουν να αντιδρούν υπερβολικά στα σοκ, πράγμα το οποίο είναι περισσότερο φανερό στις επιχειρήσεις με ανεπαρκή εταιρική διακυβέρνηση.

Οι Erkens et al. (2012) διερεύνησαν την επίδραση της εταιρικής διακυβέρνησης στην απόδοση των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων, κατά τη διάρκεια της οικονομικής κρίσης των ετών 2007 – 2008, μελετώντας 296 χρηματοπιστωτικές εταιρείες από 30 χώρες. Παρατηρήθηκε ότι στις επιχειρήσεις που το διοικητικό συμβούλιο έχει μεγαλύτερη ανεξαρτησία και η θεσμική ιδιοκτησία (institutional ownership) είναι υψηλότερη, οι αποδόσεις των μετοχών είναι χειρότερες, κατά τη διάρκεια της κρίσης. Κατά τον Brunnermeier (2009), οι πολιτικές διαχείρισης του κινδύνου (risk management) και χρηματοδότησης που υιοθετούνται από μία επιχείρηση, έχουν σημαντικό αντίκτυπο στο



βαθμό επιρροής της οικονομικής κρίσης. Δεδομένου ότι οι πολιτικές αυτές επιλέγονται από τα διοικητικά συμβούλια και τους μετόχους των επιχειρήσεων, οι Erkens et al. (2012) κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι η εταιρική διακυβέρνηση έχει σημαντική επίδραση στην απόδοση της επιχείρησης κατά τη διάρκεια της κρίσης, επηρεάζοντας τις πολιτικές χρηματοδότησης και το βαθμό ανάληψης κινδύνου. Βέβαια, η εταιρική διακυβέρνηση, κατά τη διάρκεια της κρίσης, επηρεάζει με διαφορετικό τρόπο την απόδοση μίας επιχείρησης στις ανεπτυγμένες αγορές (π.χ. Η.Π.Α., Ε.Ε.) και στις αναδυόμενες αγορές.

Οι Essen et al. (2012) προσπάθησαν να εντοπίσουν εκείνους τους μηχανισμούς εταιρικής διακυβέρνησης που μπορούν να βοηθήσουν τις επιχειρήσεις να διατηρήσουν τις επιδόσεις τους, κατά τη διάρκεια μίας οικονομικής κρίσης, μελετώντας 1197 επιχειρήσεις από 26 ευρωπαϊκές χώρες, για το χρονικό διάστημα 2004-2009. Οι ερευνητές έδειξαν ότι οι μηχανισμοί εταιρικής διακυβέρνησης σε επίπεδο χώρας εξηγούν περίπου το 25% της ετερογένειας της απόδοσης της επιχείρησης. Επιπλέον, πρότειναν ότι οι μηχανισμοί χρηστής εταιρικής διακυβέρνησης, τόσο σε επίπεδο επιχείρησης όσο και σε επίπεδο χώρας, έχουν διαφορετικές επιπτώσεις σε κανονικές συνθήκες και στην περίπτωση κρίσης. Τα συμπεράσματά τους είναι, εν συντομία, τα ακόλουθα:

- Η ανισότητα μεταξύ των δικαιωμάτων επί των ταμειακών ρών και των δικαιωμάτων ψήφου μπορεί να είναι επιβλαβής σε μία κρίση. Οι οικογενειακές επιχειρήσεις δεν μπορούν να αυξήσουν την ανθεκτικότητά τους σε αντίξοες συνθήκες,
- Τα διοικητικά συμβούλια που βρίσκονται σε εγρήγορση (π.χ. τα διοικητικά συμβούλια που διαχωρίζουν το ρόλο του CEO, έχουν υψηλό ποσοστό ανεξάρτητων διευθυντών, έχουν μικρότερο μέγεθος, πραγματοποιούν συχνές συναντήσεις και στηρίζουν την ύπαρξη λειτουργικών επιτροπών) έχουν αρνητική επίδραση στη χρηματοοικονομική απόδοση μίας επιχείρησης κατά τη διάρκεια μίας οικονομικής κρίσης,
- Η υιοθέτηση κινήτρων ανταμοιβής υψηλής ισχύος για τα ανώτερα στελέχη συνδέεται με χαμηλότερη απόδοση κατά τη διάρκεια μίας οικονομικής κρίσης,
- Ο παράγοντας της μόχλευσης έχει τη μεγαλύτερη και πιο σημαντική αρνητική επίδραση στην απόδοση της επιχείρησης, σε περιόδους κρίσης,
- Οι εταιρείες που δραστηριοποιούνται σε χώρες με πιο ανεπτυγμένο νομικό πλαίσιο έχουν καλύτερη απόδοση κατά τη διάρκεια μίας οικονομικής κρίσης,



- Οι επιχειρήσεις που στηρίζονται σε bank-based χρηματοπιστωτικά συστήματα έχουν καλύτερη απόδοση από τις επιχειρήσεις που στηρίζονται σε market-based χρηματοπιστωτικά συστήματα, κατά τη διάρκεια μίας οικονομικής κρίσης.

## **2.6 Η ΕΠΙΔΡΑΣΗ ΤΩΝ ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΩΝ ΤΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ ΣΤΟ ΚΟΣΤΟΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ**

---

Το υποκεφάλαιο αυτό εστιάζει στον τρόπο που τα χαρακτηριστικά κάθε επιχείρησης επηρεάζουν το κόστος κεφαλαίου της. Αρχικά, παρουσιάζονται έρευνες που δείχνουν το ρόλο κάποιων χαρακτηριστικών, όπως η ηλικία, το μέγεθος και η τιμή της μετοχής της επιχείρησης. Στη συνέχεια, η ανάλυση επικεντρώνεται σε κάποια ιδιαίτερα χαρακτηριστικά που έχουν ερευνηθεί από την επιστημονική κοινότητα, όπως η καινοτομία και η εταιρική κοινωνική ευθύνη.

### **2.6.1 ΓΕΝΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ ΤΩΝ ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΩΝ ΤΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ**

---

Οι Titman και Wessels (1988) καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι τα επίπεδα δανεισμού συσχετίζονται αρνητικά με την κερδοφορία και την μοναδικότητα (καινοτομία) του προϊόντος που παράγει η επιχείρηση, θετικά με το μέγεθός της, ενώ δεν φαίνεται να επηρεάζονται από τις φορολογικές ελαφρύνσεις που προέρχεται από παράγοντες εκτός του δανεισμού (non debt tax shields), τη μεταβλητότητα των κερδών (volatility), την αξία του ενέχυρου (collateral value) και τις προοπτικές ανάπτυξης της επιχείρησης (future growth).

Οι Rajan και Zingales (1996) υποστηρίζουν ότι υπάρχει μία αρνητική συσχέτιση μεταξύ της ηλικίας των επιχειρήσεων και της μεταβλητής της απόδοσής τους. Έτσι, οι νεότερες επιχειρήσεις έχουν υψηλότερες δυνατότητες ανάπτυξης και μεγαλύτερες ανάγκες εξωτερικής χρηματοδότησης. Γι' αυτό, οι θεσμικοί επενδυτές προτιμούν να επενδύουν σε σχετικά νεότερες επιχειρήσεις.

Ο Wald (1999), στην προσπάθειά του να καθορίσει τον τρόπο με τον οποίο οι επιχειρήσεις επιλέγουν τη χρηματοδότησή τους, εξετάζει την επίδραση των φορολογικών πολιτικών, των σχέσεων αντιπροσώπευσης (agency relations) και των

νομικών θεσμών στις αποφάσεις χρηματοδότησης. Συγκεκριμένα, ο Wald αποδεικνύει ότι η κεφαλαιακή διάρθρωση των επιχειρήσεων των Η.Π.Α. είναι πιο ευαίσθητη στον πιστωτικό κίνδυνο, σε σχέση με αυτές της Ιαπωνίας. Η παρατήρηση αυτή σημαίνει ότι το κόστος πτώχευσης ή οικονομικής δυσχέρειας μπορεί να είναι μεγαλύτερο στις Η.Π.Α.. Επίσης, από τη μελέτη προέκυψε πως το μέγεθος της επιχείρησης δεν φαίνεται να είναι ένας καθοριστικός παράγοντας της κεφαλαιακής διάρθρωσης στη Γαλλία και τη Γερμανία, ενώ συνδέεται θετικά με το δείκτη δανειοδότησης σε άλλες χώρες. Μία άλλη σημαντική παρατήρηση είναι ότι οι επιχειρήσεις υψηλής ανάπτυξης στις Η.Π.Α. χρησιμοποιούν λιγότερο δανεισμό σε σχέση με τις επιχειρήσεις υψηλής ανάπτυξης σε άλλες χώρες. Η διαφορά αυτή φαίνεται να αντανακλά είτε πιθανές συγκρούσεις μεταξύ οφειλετών και πιστωτών στις Η.Π.Α. είτε πολύ φθηνότερη πηγή επιχειρηματικού κεφαλαίου για τις Η.Π.Α..

Οι Gebhardt et al. (2001) διαπίστωσαν ότι η αγορά αποδίδει σταθερά υψηλότερη αμοιβή κινδύνου σε επιχειρήσεις με υψηλότερη δείκτη B/M (book-to-market), υψηλότερους προβλεπόμενους ρυθμούς ανάπτυξης και χαμηλότερη διασπορά στις προβλέψεις των αναλυτών. Επιπλέον, παρατήρησαν ότι οι επιχειρήσεις μεγαλύτερου μεγέθους, όσες έχουν μεγαλύτερη πληροφοριακή κάλυψη από τους αναλυτές και οι αυτές που έχουν μεγαλύτερο όγκο συναλλαγών (trading volume) έχουν χαμηλότερο κόστος κεφαλαίου. Τα μέτρα της λογιστικής μόχλευσης D/B (book leverage) και της αγοραίας μόχλευσης D/M (market leverage) εμφανίζουν σημαντική θετική συσχέτιση με τη συνεπαγόμενη αμοιβή κινδύνου, αν και η συσχέτιση μεταξύ της αγοραίας μόχλευσης και της συνεπαγόμενης αμοιβής κινδύνου είναι πολύ ισχυρότερη. Γενικά, οι επενδυτές απαιτούν μεγαλύτερη αμοιβή κινδύνου από τις επιχειρήσεις με υψηλή μόχλευση και από όσες εμφανίζουν μεγάλη μεταβλητότητα των κερδών τους.

Σε μελέτη των Antoniou et al. (2002), στις χώρες του Ηνωμένου Βασιλείου, της Γαλλίας και της Γερμανίας, περιγράφεται ότι η κερδοφορία, το μέγεθος της επιχείρησης, ο αριθμοδείκτης B/M, η διάρθρωση των επιτοκίων και οι παρελθοντικές αλλαγές της τιμής της μετοχής διαδραματίζουν καθοριστικό ρόλο στον καθορισμό της κεφαλαιακής διάρθρωσης μίας επιχείρησης. Ωστόσο, η ισχύς και η φύση της επίδρασης των παραγόντων αυτών εξαρτάται από το οικονομικό περιβάλλον και την παράδοση της χώρας. Επιπλέον, παρατηρούν ότι οι παράγοντες που σχετίζονται με τη χώρα καθορίζουν το πόσο γρήγορα οι επιχειρήσεις πρέπει (και μπορούν) να προσαρμόσουν την αναλογία δανεισμού – ιδίων κεφαλαίων, για να επιτευχθεί το επιθυμητό επίπεδο μόχλευσης. Τελικά, συμπεραίνουν ότι η απόφαση της κεφαλαιακής διάρθρωσης μίας επιχείρησης δεν είναι μόνο προϊόν των δικών της χαρακτηριστικών, αλλά και αποτέλεσμα της παράδοσής της και του περιβάλλοντος στο οποίο δραστηριοποιείται.

Οι Bhojraj και Sengupta (2003) διερεύνησαν τα χαρακτηριστικά της επιχείρησης που επηρεάζουν το ύψος του κόστους δανεισμού. Εξετάζοντας, λοιπόν, 496 επιχειρήσεις κατά το χρονικό διάστημα 1974 – 1982, κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι το κόστος δανεισμού καθορίζεται από τα χαρακτηριστικά της επιχείρησης και των ομολογιακών δανείων που επηρεάζουν τον πιστωτικό κίνδυνο, το κόστος αντιπροσώπευσης και το πρόβλημα της ασύμμετρης πληροφόρησης.

Οι Lee et al. (2003) παρατηρούν πως καθοριστικοί παράγοντες του τεκμαρτού κόστους κεφαλαίου είναι το μέγεθος της επιχείρησης, ο δείκτης B/M (λογιστική αξία επιχείρησης προς χρηματιστηριακή τιμή μετοχής) και ο αναμενόμενος ρυθμός ανάπτυξης που προέρχεται από τις προβλέψεις των αναλυτών. Αυτές οι μεταβλητές είναι καθοριστικοί παράγοντες του κόστους κεφαλαίου, ακόμη και μετά τον έλεγχο που πραγματοποιείται για να λάβουμε υπόψη τη χώρα και τον κλάδο που ανήκει η επιχείρηση. Το μοντέλο τους, που περιλαμβάνει τις πέντε βασικές μεταβλητές καθορισμού του κόστους κεφαλαίου (μέγεθος επιχείρησης, δείκτης B/M, μακροπρόθεσμη ανάπτυξη, μεταβλητότητα αποδόσεων, αμοιβή κινδύνου χώρας-βιομηχανίας με χρονική υστέρηση), εξηγεί το 20% με 30% της διατμηματικής διακύμανσης στις διεθνείς αμοιβές κινδύνου. Συγκεντρωτικά, η έρευνα των Lee et al. προτείνει τα ακόλουθα:

- οι επιχειρήσεις που είναι μεγαλύτερες από τη μέση επιχείρηση, στο χαρτοφυλάκιο κλάδου – χώρας που ανήκουν, εμφανίζουν χαμηλότερο κόστος κεφαλαίου,
- οι επιχειρήσεις με υψηλότερες τιμές του δείκτη B/M από τη μέση επιχείρηση, στο χαρτοφυλάκιο κλάδου – χώρας που ανήκουν, εμφανίζουν υψηλότερο κόστος κεφαλαίου,
- οι επιχειρήσεις που αναμένεται να αναπτυχθούν ταχύτερα από τη μέση επιχείρηση, στο χαρτοφυλάκιο κλάδου – χώρας που ανήκουν, εμφανίζουν υψηλότερο κόστος κεφαλαίου,
- οι επιχειρήσεις με μεγαλύτερη μεταβλητότητα αποδόσεων από τη μέση επιχείρηση, στο χαρτοφυλάκιο κλάδου – χώρας που ανήκουν, εμφανίζουν υψηλότερο κόστος κεφαλαίου.

Η επίδραση του μεγέθους της επιχείρησης εξετάστηκε και από τους Chen et al. (2004). Σύμφωνα με τα στοιχεία τους, οι μεγάλες επιχειρήσεις είναι πιθανό να έχουν χαμηλότερο κόστος κεφαλαίου, καθώς μπορεί να είναι πιο διαφανείς και η επίβλεψή τους είναι ευκολότερη, με αποτέλεσμα οι επενδυτές να απαιτούν χαμηλότερες αποδόσεις. Επιπλέον, η ίδια έρευνα αναφέρει ότι η μόχλευση έχει μία σημαντικά

αρνητική σχέση με το κόστος κεφαλαίου, δείχνοντας ότι οι επιχειρήσεις που είναι σε θέση να απορροφήσουν περισσότερο δανεισμό, έχουν φορολογικά οφέλη και μπορούν να μειώσουν το κόστος κεφαλαίου τους. Οι Baek et al. (2004) παρατήρησαν ότι οι επιχειρήσεις μεγάλου μεγέθους είναι λιγότερο ευαίσθητες στις οικονομικές κρίσεις καθώς μπορούν να εξασφαλίσουν ευκολότερα εξωτερικές πηγές χρηματοδότησης, είναι λιγότερο πιθανό να εξαρτώνται από τις τράπεζες για τη χρηματοδότησή τους, εμφανίζουν σε πολύ μικρότερο βαθμό το πρόβλημα της ασύμμετρης πληροφόρησης και συνήθως έχουν περισσότερα περιουσιακά στοιχεία που μπορούν να χρησιμοποιηθούν ως εγγύηση (collateral). Ένας άλλος παράγοντας που μπορεί να επηρεάσει το κόστος κεφαλαίου, είναι ο κύκλος ζωής μίας επιχείρησης. Συγκεκριμένα, οι επενδυτές γνωρίζουν καλύτερα μία επιχείρηση που λειτουργεί πολλά χρόνια και γι' αυτό το λόγο απαιτούν μικρότερες αποδόσεις από αυτήν (Easley and O'Hara, 2004).

Οι Dhaliwal et al. (2006) εξέτασαν τη σχέση ανάμεσα στη μόχλευση, την εταιρική φορολόγηση, τη φορολόγηση των επενδυτών και το τεκμαρτό κόστος ιδίων κεφαλαίων. Εκφράζοντας το κόστος ιδίων κεφαλαίων ως συνάρτηση της μόχλευσης, των εταιρικών φόρων και της φορολογίας των επενδυτών, παρατήρησαν τα εξής. Το κόστος ιδίων κεφαλαίων αυξάνεται με τη μόχλευση, το φορολογικό όφελος της επιχείρησης από το δανεισμό μετριάζει την αμοιβή κινδύνου που σχετίζεται με τη μόχλευση, ενώ, το μειονέκτημα της προσωπικής φορολόγησης, που σχετίζεται με το δανεισμό, αυξάνει αυτή την αμοιβή κινδύνου. Επομένως, τα παραπάνω αποδεικνύουν ότι η σχέση μεταξύ μόχλευσης και κόστους ιδίων κεφαλαίων επηρεάζεται από τα επίπεδα τόσο της εταιρικής φορολόγησης, όσο και της φορολόγησης των επενδυτών. Επιπλέον, οι ερευνητές εντόπισαν μία αρνητική σχέση ανάμεσα στο Z-Score και το κόστος ιδίων κεφαλαίων, δεδομένου ότι το κόστος ιδίων κεφαλαίων είναι χαμηλότερο για τις επιχειρήσεις που βρίσκονται σε καλύτερη οικονομική κατάσταση.

Σύμφωνα με τους Chen et al. (2009), το κόστος ιδίων κεφαλαίων συσχετίζεται θετικά με το beta της αγοράς και το δείκτη B/M (book-to-market equity), αλλά, αρνητικά με το μέγεθος της επιχείρησης και τη δυναμική των τιμών (price momentum). Επίσης, συσχετίζεται θετικά με το ποσοστό του πληθωρισμού (inflation rate), αλλά, αρνητικά με τα σφάλματα των προβλέψεων των αναλυτών.

Οι Guedhami και Mishra (2009) επικεντρώνουν την προσοχή τους στις επιχειρήσεις με μεγάλες επενδυτικές ευκαιρίες και παρατηρούν ότι αυτές τείνουν να έχουν υψηλότερες τιμές μετοχών, πράγμα το οποίο οδηγεί σε υψηλότερη τιμή του αριθμοδείκτη χρηματιστηριακής προς λογιστική αξία (Market-to-book ratio). Οι μεγαλύτερες επενδυτικές ευκαιρίες μίας επιχείρησης αναμένεται να προσφέρουν υψηλότερη

μακροπρόθεσμη ανάπτυξη των κερδών και των ταμειακών ροών και κατά συνέπεια, ένα χαμηλότερο κόστος ιδίων κεφαλαίων. Επομένως, εντοπίζεται μία αρνητική σχέση ανάμεσα στο κόστος ιδίων κεφαλαίων και τον αριθμοδείκτη χρηματιστηριακής προς λογιστική αξία. Οι ίδιοι ερευνητές ασχολήθηκαν και με τον παράγοντα “κάλυψη αναλυτών” (analyst coverage), ο οποίος αναφέρεται στον αριθμό των αναλυτών που παρέχουν προβλέψεις για τα κέρδη μίας επιχείρησης. Παρατήρησαν ότι η “κάλυψη των αναλυτών” έχει μία αρνητική συσχέτιση με το κόστος των ιδίων κεφαλαίων, και αυτή η συσχέτιση πιστεύουν ότι προέρχεται από δύο διαφορετικές πηγές. Αρχικά, η κάλυψη των αναλυτών αποτελεί υποκατάστατο του μεγέθους της επιχείρησης, καθώς οι μεγαλύτερες επιχειρήσεις είναι πιο πιθανό να έχουν μεγαλύτερη κάλυψη από τους αναλυτές. Δεύτερον, όταν ο αριθμός των αναλυτών που παρακολουθούν τις μετοχές μίας επιχείρησης είναι υψηλός, υπάρχει μεγαλύτερη πιθανότητα για πιο αξιόπιστες προβλέψεις των κερδών, δικαιότερη αποτίμηση των μετοχών και περιορισμό των προβλημάτων ασύμμετρης πληροφόρησης.

Οι Bebczuk και Galindo (2010) εστίασαν την προσοχή τους στη σχέση της μόχλευσης και τριών χαρακτηριστικών της επιχείρησης: του μεγέθους, της κερδοφορίας και του δείκτη παγιοποίησης των περιουσιακών στοιχείων. Αναλυτικότερα, οι μεγαλύτερες επιχειρήσεις τείνουν να είναι πιο διαφοροποιημένες, πιο αξιόπιστες και να δραστηριοποιούνται περισσότερο χρόνια, με αποτέλεσμα ο κίνδυνος αθέτησης των υποχρεώσεων να μειώνεται. Επιπλέον, οι επιχειρήσεις αυτές έχουν συνήθως καλύτερα και πιο διαφανή λογιστικά συστήματα, προστατεύοντας τους πιστωτές από την ασύμμετρη πληροφόρηση. Ως αποτέλεσμα, υπάρχει μία θετική σχέση μεταξύ του μεγέθους της επιχείρησης και της μόχλευσης. Ως προς τις κερδοφόρες επιχειρήσεις, αυτές αναμένεται να είναι λιγότερο μοχλευμένες, δεδομένου ότι είναι σε θέση να αντικαταστήσουν την εξωτερική χρηματοδότηση με δικούς τους πόρους. Από την άλλη πλευρά, οι επιχειρήσεις με καλές επιδόσεις αντιμετωπίζουν χαμηλότερο αναμενόμενο κόστος πτώχευσης και απολαμβάνουν μεγαλύτερα φορολογικά οφέλη, μειώνοντας το κόστος δανεισμού. Γενικά, οι ερευνητές υποστηρίζουν την ύπαρξη μίας αρνητικής σχέσης μεταξύ της μόχλευσης και της κερδοφορίας. Τέλος, σχετικά με το δείκτη παγιοποίησης των περιουσιακών στοιχείων, αναφέρουν ότι ο λόγος των πάγιων περιουσιακών στοιχείων προς το σύνολο του ενεργητικού είναι ένα προσεγγιστικό μέτρο της διαθεσιμότητας εγγυήσεων (collateral), σύμφωνα με τον οποίο, η μεγαλύτερη παγιοποίηση της περιουσίας συνδέεται με περισσότερη μόχλευση.

Οι Chen et al. (2011) απέδειξαν ότι οι επιχειρήσεις με τη λιγότερο ελαστική ζήτηση για ίδια κεφάλαια, επωφελούνται περισσότερο από τις μειώσεις στους φόρους των μετόχων. Έτσι, μετά τις μειώσεις των φόρων των μετόχων στις Η.Π.Α., το 1997 και το

2003, οι οικονομικά περιορισμένες επιχειρήσεις - και ιδιαίτερα εκείνες με δυσανάλογη ιδιοκτησία από ιδιώτες - απολαμβάνουν μεγαλύτερες μειώσεις του κόστους ιδίων κεφαλαίων σε σχέση με άλλες επιχειρήσεις. Στο βαθμό, λοιπόν, που αυτές οι φορολογικές ελαφρύνσεις σχεδιάζονται για να διευκολύνουν την πρόσβαση σε εξωτερικές αγορές κεφαλαίου των επιχειρήσεων με μεγάλες ανάγκες σε ίδια κεφάλαια, η νομοθεσία επιτυγχάνει το στόχο της. Φυσικά, όταν η φορολογία των μετόχων αυξάνεται, οι οικονομικά περιορισμένες επιχειρήσεις θα εμφανίσουν τη μεγαλύτερη αύξηση του κόστους ιδίων κεφαλαίων. Επιπλέον, η έρευνα διαπιστώνει ότι οι επιχειρήσεις που δεν πληρώνουν μέρισμα είναι πιο οικονομικά περιορισμένες από εκείνες που καταβάλουν μέρισμα. Όταν οι οικονομικοί περιορισμοί της επιχείρησης και η μερισματική πολιτική θεωρούνται από κοινού, η έκταση των οικονομικών περιορισμών επηρεάζει τη μεταβολή του κόστους ιδίων κεφαλαίων, αλλά αυτό δεν ισχύει εάν η επιχείρηση διανέμει μέρισμα. Τέλος, οι ερευνητές αναφέρουν ότι σε μία τέλεια και ολοκληρωμένη χρηματοπιστωτική αγορά χωρίς τριβές, όπως η φορολογία ή η ασύμμετρη πληροφόρηση μεταξύ επιχειρήσεων και επενδυτών, το κόστος κεφαλαίου (το οποίο βοηθά τους managers στον προσδιορισμό της ζήτησης για κεφάλαιο) και η απαιτούμενη αναμενόμενη χρηματιστηριακή απόδοση (stock return) θα πρέπει να είναι σε ισορροπία. Ωστόσο, με την παρουσία των τριβών στην αγορά, όπως οι φόροι, τα δύο μέτρα διαφέρουν.

Οι Hu και Lin (2014) μελέτησαν τον τρόπο με τον οποίο το κόστος των ιδίων κεφαλαίων, σε συνδυασμό με τις εταιρικές επενδύσεις, επηρεάζει τις αποφάσεις του διοικητικού συμβουλίου περί απομάκρυνσης του διευθύνοντος συμβούλου (CEO) από μία επιχείρηση. Το κόστος των ιδίων κεφαλαίων μεταφέρει πληροφορίες σχετικά με την αβεβαιότητα της εταιρικής απόδοσης, η οποία με τη σειρά της είναι ενδεικτική των ικανοτήτων του CEO και της ποιότητας των αποφάσεων της διοίκησης. Τα αποτελέσματα της μελέτης δείχνουν ότι η πιθανότητα απομάκρυνσης του CEO συνδέεται θετικά με το τεκμαρτό κόστος των ιδίων κεφαλαίων, κυρίως για τις επιχειρήσεις που υποφέρουν από προβλήματα υποεπένδυσης. Βάσει αυτών, το κόστος των ιδίων κεφαλαίων κατέχει εξέχοντα ρόλο στην αξιολόγηση των επιδόσεων του διευθύνοντος συμβούλου, όταν η επιχείρηση χρειάζεται περισσότερα εξωτερικά ίδια κεφάλαια για να επωφεληθεί από τις διάφορες επενδυτικές ευκαιρίες που εμφανίζονται.

---

## 2.6.2 Ο ΡΟΛΟΣ ΤΟΥ ΟΙΚΟΓΕΝΕΙΑΚΟΥ ΕΛΕΓΧΟΥ

---

Μεταξύ των ερευνητών υπάρχει συναίνεση ότι οι οικογενειακές επιχειρήσεις διαφέρουν από τις επιχειρήσεις με άλλους τύπους ιδιοκτησίας. Αντιθέτως, οι μελέτες έρχονται σε σύγκρουση ως προς το θέμα της αξίας των εισηγμένων οικογενειακών επιχειρήσεων. Δεδομένου του αριθμού οικογενειακών επιχειρήσεων σε παγκόσμιο επίπεδο, υπάρχει μία συνεχής προσπάθεια κατανόησης του ρόλου τους, όπως φαίνεται και από τις ακόλουθες μελέτες.

Οι Yeh et al. (2001) μελέτησαν την οικογενειακή ιδιοκτησία και την εταιρική διακυβέρνηση, χρησιμοποιώντας ένα δείγμα επιχειρήσεων της Ταϊβάν. Παρατηρήθηκε ότι τα υψηλά επίπεδα ελέγχου από την οικογένεια, σε συνδυασμό με την κατοχή λιγότερων θέσεων στο διοικητικό συμβούλιο (κάτω από 50%) από αυτήν, οδηγούν σε μείωση των συγκρούσεων συμφερόντων, ανάμεσα στους μειοψηφούντες και τους πλειοψηφούντες μετόχους και εξασφαλίζουν την υψηλότερη απόδοση της επιχείρησης.

Σύμφωνα με τους Faccio et al. (2001), ο έλεγχος στις οικογενειακές επιχειρήσεις μπορεί να βλάψει τους μειοψηφούντες μετόχους στις επιχειρήσεις της ανατολικής Ασίας, όπου η διαφάνεια είναι χαμηλή. Οι Anderson και Reeb (2003) δείχνουν ότι τα οφέλη του ελέγχου των επιχειρήσεων από οικογένειες αρχίζουν να περιορίζονται όταν το ποσοστό της οικογενειακής ιδιοκτησίας υπερβαίνει το 30%. Οι Villalonga και Amit (2006) υποστηρίζουν ότι το premium των αμερικάνικων οικογενειακών επιχειρήσεων οφείλεται κυρίως στους CEOs που ανήκουν στις ιδρυτικές οικογένειες.

Σύμφωνα με τους Anderson et al. (2003), οι οικογενειακές επιχειρήσεις έχουν τέτοιες δομές κινήτρων που οδηγούν σε λιγότερες συγκρούσεις αντιπροσώπευσης. Αυτό υποδηλώνει ότι οι κάτοχοι ομολόγων (bond holders) αντιμετωπίζουν την οικογενειακή ιδιοκτησία ως μια οργανωτική δομή που προστατεύει καλύτερα τα συμφέροντά τους. Έτσι, ζητούν χαμηλότερες αποδόσεις και το κόστος δανεισμού μειώνεται. Επιπρόσθετα, όταν ο CEO ανήκει στην οικογένεια, το κόστος δανεισμού είναι υψηλότερο σε σύγκριση με τις οικογενειακές επιχειρήσεις που έχουν εξωτερικούς CEOs.

Για τη Δυτική Ευρώπη, σύμφωνα με το Maury (2006) ο οικογενειακός έλεγχος των επιχειρήσεων μπορεί να αυξήσει την απόδοση. Συγκεκριμένα, στην περίπτωση που η οικογένεια κατέχει τουλάχιστον μία από τις δύο ανώτατες θέσεις (ενεργός ιδιοκτησία), η κερδοφορία βελτιώνεται, ενώ, δεν αλλάζουν τα premiums. Σε ό,τι αφορά στην παθητική



ιδιοκτησία, η κερδοφορία των οικογενειακών επιχειρήσεων δεν επηρεάζεται σε σχέση με αυτή των μη οικογενειακών. Επιπλέον, τα οφέλη της οικογενειακής ιδιοκτησίας αρχίζουν να περιορίζονται σε υψηλά επίπεδα ελέγχου. Η μελέτη του Maury εστιάζει και στο γεγονός ότι η απόδοση των οικογενειακών επιχειρήσεων επηρεάζεται από το νομικό και πολιτιστικό περιβάλλον δραστηριοποίησής τους, καθώς και από το επίπεδο διαφάνειας μίας χώρας.

Οι Villalonga και Amit (2006) βρήκαν ισχυρά στοιχεία για τη διαφορεική επίδραση της οικογενειακής ιδιοκτησίας, του ελέγχου και της διαχείρισης στην αξία μίας επιχείρησης. Συγκεκριμένα, διαπίστωσαν ότι η οικογενειακή ιδιοκτησία δημιουργεί αξία για όλους τους μετόχους της επιχείρησης μόνο όταν ο ιδρυτής της εκτελεί καθήκοντα Διευθύνοντος Συμβούλου της επιχείρησης ή Προέδρου. Όταν οι επόμενες γενιές αναλαμβάνουν θέσεις Διευθύνοντος Συμβούλου, τότε η αξία της επιχείρησης καταστρέφεται. Τα ευρήματα της μελέτης υποδηλώνουν ότι η κλασική σύγκρουση ιδιοκτήτη – manager στις μη οικογενειακές επιχειρήσεις είναι πιο δαπανηρή από ότι στις οικογενειακές επιχειρήσεις με τον ιδρυτή στη θέση του CEO. Ωστόσο, η σύγκρουση ανάμεσα στους μετόχους – μέλη της οικογένειας και τους μετόχους εκτός οικογένειας, είναι πιο δαπανηρές στην περίπτωση που τη θέση του CEO αναλαμβάνει κάποιος απόγονος του ιδρυτή. Επιπρόσθετα, οι οικογενειακές και οι μη οικογενειακές επιχειρήσεις διαφέρουν σημαντικά και ως προς τις επενδυτικές πολιτικές τους: οι οικογενειακές έχουν σχετικά υψηλότερες κεφαλαιουχικές δαπάνες, αλλά ελαφρώς χαμηλότερες δαπάνες R&D.

Οι Luo et al. (2008) μελέτησαν την επίδραση της εταιρικής διακυβέρνησης στην προσέλκυση άμεσων ξένων επενδύσεων στις αναδυόμενες οικονομίες. Τα αποτελέσματα της έρευνας αυτής αναφέρουν ότι οι οικογενειακές επιχειρήσεις των Η.Π.Α., με υψηλή οικογενειακή ιδιοκτησία και μέλη της οικογένειας σε διοικητικές θέσεις, είναι οι λιγότερο ελκυστικές για επενδύσεις. Αντιθέτως, για τις ιαπωνικές επιχειρήσεις με τα παραπάνω χαρακτηριστικά ισχύει ότι αυτές δεν είναι περισσότερο απωθητικές από τις οικογενειακές επιχειρήσεις με υψηλά οικογενειακά μερίδια.

Οι Villalonga και Amit (2010) διακρίνουν τις θεωρίες των οικογενειακών επιχειρήσεων σε δύο ευρείες κατηγορίες, οι οποίες αναφέρονται ως “ανταγωνιστικό πλεονέκτημα” και “ιδιωτικά οφέλη ελέγχου”. Η βασική διαφορά μεταξύ αυτών των δύο είναι η ομάδα των μετόχων για τους οποίους μεγιστοποιείται η αξία. Σύμφωνα με την υπόθεση του ανταγωνιστικού πλεονεκτήματος, η αξία μεγιστοποιείται τόσο για τους μετόχους που ανήκουν στην οικογένεια, όσο και για τους μετόχους που δεν ανήκουν σε αυτή (Bertrand and Schoar, 2006). Σύμφωνα με την υπόθεση περί ιδιωτικών οφελών του



ελέγχου, η αξία μεγιστοποιείται μόνο για την οικογένεια, η οποία μεταχειρίζεται καταχρηστικά τους μετόχους που δεν ανήκουν σε αυτήν (Burkart et al., 2003). Όταν οι ιδρυτές και οι οικογένειές τους έχουν τον έλεγχο, η υπόθεση του ανταγωνιστικού πλεονεκτήματος κυριαρχεί ή τουλάχιστον συνυπάρχει με την υπόθεση περί ιδιωτικών οφελών του ελέγχου. Ωστόσο, όταν ο έλεγχος ανήκει σε μη ιδρυτικές οικογένειες και μεμονωμένους επενδυτές, η υπόθεση περί ιδιωτικών οφελών του ελέγχου κυριαρχεί. Λαμβάνοντας υπόψη τα ανωτέρω, οι Villalonga και Amit (2010) υποστηρίζουν ότι η ερμηνεία των οικογενειακών επιχειρήσεων και κλάδων εξαρτάται από τρεις παράγοντες: την ταυτότητα της οικογένειας που έχει τον έλεγχο, τη γενιά της οικογένειας (πρώτη ή μεταγενέστερη) και τον τρόπο διαχείρισης (ιδρυτής CEO ή απόγονος CEO ή CEO εκτός οικογένειας). Τέλος, η έρευνα τονίζει ότι οι οικογενειακές επιχειρήσεις είναι λιγότερο ευαίσθητες σε σοκ που αφορούν τα κέρδη του κλάδου. Επιπλέον, οι οικογενειακές επιχειρήσεις είναι λιγότερο ευαίσθητες από τις μη οικογενειακές τόσο στα θετικά όσο και στα αρνητικά σοκ.

Σύμφωνα με τα αποτελέσματα των van Essen et al. (2014), οι οικογενειακές επιχειρήσεις εμφανίζουν καλύτερες επιδόσεις από τις μη οικογενειακές, κατά τη διάρκεια μιας κρίσης. Αντιθέτως, σε κανονικές συνθήκες ανάπτυξης, οι οικογενειακές και οι μη οικογενειακές επιχειρήσεις δεν εμφανίζουν διαφορές ως προς τις επιδόσεις τους. Επιπλέον, μία οικονομική κρίση δεν φαίνεται να επιφέρει μισθολογικές μειώσεις ή απολύσεις των εργαζομένων στις οικογενειακές επιχειρήσεις. Γενικότερα, στις ευρωπαϊκές οικογενειακές επιχειρήσεις, τόσο οι εργαζόμενοι όσο και οι επενδυτές είναι καλύτερα προστατευμένοι, χωρίς, όμως, αυτό να ωφελεί τις οικογενειακές επιχειρήσεις, σε όρους επιδόσεων.

---

### **2.6.3 Ο ΡΟΛΟΣ ΤΩΝ ΚΕΡΔΩΝ ΤΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ**

---

Τα κέρδη αποτελούν σημαντικό παράγοντα καθορισμού του κόστους ιδίων κεφαλαίων, καθώς είναι μία πρωταρχική πηγή πληροφόρησης για την επιχείρηση, στην οποία βασίζονται οι επενδυτές περισσότερο από κάθε άλλο μέτρο της απόδοσης (π.χ. μερίσματα, ταμειακές ροές) (Francis et al., 2004).

Οι Francis et al. (2004) εξέτασαν τη σχέση μεταξύ κόστους ιδίων κεφαλαίων και επτά χαρακτηριστικών των κερδών. Τα χαρακτηριστικά αυτά τα χώρισαν σε δύο κατηγορίες. Η πρώτη κατηγορία περιλαμβάνει τα χαρακτηριστικά των κερδών που μετρώνται μόνο

με τη χρήση λογιστικών πληροφοριών (accounting – based) και είναι τα εξής: ποιότητα των δεδουλευμένων (accrual quality), ανθεκτικότητα (persistence), προβλεπτικότητα (predictability) και ομαλότητα (smoothness). Στη δεύτερη κατηγορία ανήκουν τα χαρακτηριστικά των κερδών, των οποίων οι προσεγγιστικές τιμές βασίζονται σε σχέσεις μεταξύ των δεδομένων της αγοράς και της λογιστικής (market – based) και είναι τα εξής: συνάφεια της αξίας (value relevance), επικαιρότητα (timeliness) και συντηρητισμός (conservatism).

Οι ερευνητές παρατήρησαν ότι τις πιο έντονες επιπτώσεις στο κόστος των ιδίων κεφαλαίων έχουν η ποιότητα των δεδουλευμένων και η ανθεκτικότητα, ανάμεσα στα accounting – based χαρακτηριστικά, ενώ, η συνάφεια της αξίας και η επικαιρότητα έχουν τη μεγαλύτερη επίδραση μεταξύ των market – based χαρακτηριστικών. Γενικότερα, κατέληξαν ότι ανάμεσα σε όλα τα χαρακτηριστικά, η ποιότητα των δεδουλευμένων διαδραματίζει τον πιο σημαντικό ρόλο στο καθορισμό του κόστους των ιδίων κεφαλαίων. Συγκεκριμένα, όσο χειρότερη η ποιότητα των δεδουλευμένων, τόσο μεγαλύτερο το κόστος των ιδίων κεφαλαίων.

Πρόσφατα, οι Bhattacharya et al. (2012) απέδειξαν ότι η ποιότητα των κερδών, όπως μετράται με:

- i. την ποιότητα των δεδουλευμένων (accruals),
  - ii. τα μη κανονικά δεδουλευμένα και
  - iii. ένα μέτρο που συνδυάζει την ποιότητα των δεδουλευμένων, τα απόλυτα μη κανονικά δεδουλευμένα και τη μεταβλητότητα των κερδών,
- επηρεάζει άμεσα το κόστος των ιδίων κεφαλαίων. Έδειξαν, επίσης, ότι η ποιότητα των κερδών επηρεάζει και έμμεσα το κόστος των ιδίων κεφαλαίων, μέσω της ασύμμετρης πληροφόρησης.

Οι Ben-Nasr και Al-Dakheel (2014), χρησιμοποιώντας ένα πολυεθνικό δείγμα ιδιωτικοποιημένων επιχειρήσεων από 32 χώρες (βιομηχανικές και αναπτυσσόμενες) για το χρονικό διάστημα 1987 – 2006, διαπίστωσαν ότι οι επιχειρήσεις με υψηλότερη ποιότητα κερδών απολαμβάνουν χαμηλότερο κόστος ιδίων κεφαλαίων, γεγονός που υποδηλώνει ότι η υψηλότερη ποιότητα των κερδών συνδέεται με υψηλής ακρίβειας πληροφορίες – σχετικά με τις ταμειακές ροές της επιχείρησης – και μειώνει τον πληροφοριακό κίνδυνο (information risk) (Lambert et al., 2011), οδηγώντας σε χαμηλότερο κόστος ιδίων κεφαλαίων. Επιπλέον, το συμπέρασμά τους είναι συνεπές με την παρατήρηση ότι η υψηλότερη ποιότητα των κερδών συνεπάγεται χαμηλότερο κόστος ιδίων κεφαλαίων, δεδομένου ότι συνοδεύεται από λιγότερη ασύμμετρη πληροφόρηση και μικρότερο συστηματικό κίνδυνο.

Ως προς τη συμπεριφορά των κερδών, οι Gebhardt et al. (2001) και οι Gode και Mohanram (2003) εντοπίζουν μια θετική συσχέτιση μεταξύ του ρυθμού ανάπτυξης των κερδών και του τεκμαρτού κόστους των ιδίων κεφαλαίων, γεγονός που υποδηλώνει ότι η αγορά αντιλαμβάνεται τις επιχειρήσεις υψηλής ανάπτυξης ως πιο επικίνδυνες. Οι Affleck-Graves et al. (2002) διαπίστωσαν ότι οι επιχειρήσεις με σχετικά λιγότερο προβλέψιμα κέρδη έχουν υψηλότερο κόστος ιδίων κεφαλαίων, ενώ, οι Bhattacharya et al. (2002) υποστήριξαν ότι η αύξηση της αδιαφάνειας σχετικά με τα κέρδη έχει θετική επίδραση στο κόστος των ιδίων κεφαλαίων. Τέλος, οι Mikhail et al. (2004) παρατηρούν ότι οι επιχειρήσεις με επανειλημμένες εκπλήξεις στα κέρδη τους εμφανίζουν υψηλότερο κόστος ιδίων κεφαλαίων.

---

#### **2.6.4 Ο ΡΟΛΟΣ ΤΗΣ ΓΝΩΣΤΟΠΟΙΗΣΗΣ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΩΝ**

---

Ο Levitt (1998) υποστήριξε ότι οι αγορές μετοχών (equity markets) απαιτούν ολοκληρωμένη και διαφανή γνωστοποίηση πληροφοριών, σχετικές με την αξία των επιχειρήσεων, προκειμένου να λειτουργούν αποτελεσματικά. Οι επιχειρήσεις μπορούν να επωφεληθούν από αυτή την "αποκάλυψη" στοιχείων, μέσω της μείωσης του κόστους κεφαλαίου για δύο λόγους, τουλάχιστον (Gibbins et al., 1990). Πρώτον, η αυξημένη γνωστοποίηση στοιχείων μειώνει το κόστος συναλλαγής (transaction costs) για τους επενδυτές, με αποτέλεσμα τη μεγαλύτερη ρευστότητα της αγοράς και τη μεγαλύτερη ζήτηση για τίτλους της επιχείρησης (Diamond and Verrecchia, 1991). Δεύτερον, μειώνεται η αβεβαιότητα σχετικά με την κατανομή των αποδόσεων (Clarkson et al., 1996).

Οι Barry και Brown (1985) και οι Coles et al. (1995) συνέκριναν δύο περιβάλλοντα πληροφοριών. Στο ένα περιβάλλον, όλες οι επιχειρήσεις μίας οικονομίας έχουν στη διάθεσή τους την ίδια ποσότητα πληροφοριών (π.χ. τον ίδιο αριθμό παρατηρήσεων ιστορικών χρονοσειρών), ενώ, στο άλλο περιβάλλον υπάρχουν περισσότερες παρατηρήσεις για μία ομάδα επιχειρήσεων. Οι ερευνητές κατέληξαν ότι οι συντελεστές betas των τίτλων "υψηλής πληροφόρησης" είναι χαμηλότεροι από ό, τι στην περίπτωση ισότιμης πληροφόρησης.

Οι Diamond και Verrecchia (1991) δείχνουν θεωρητικά ότι η μεγαλύτερη αποκάλυψη πληροφοριών μπορεί να οδηγήσει σε αύξηση της ρευστότητας, η οποία με τη σειρά της μειώνει την αμοιβή κινδύνου. Οι μεγαλύτερες επιχειρήσεις και κατά συνέπεια πιο

“ορατές”, αντιμετωπίζουν λιγότερη ασυμμετρία πληροφόρησης, πράγμα το οποίο τους επιτρέπει να αποκτήσουν μεγαλύτερη πρόσβαση στις κεφαλαιαγορές (Rajan and Zingales, 1995). Αυτό, φυσικά, συνεπάγεται και χαμηλότερα επίπεδα δανεισμού.

Οι Richardson et al. (1999) εστιάζουν σε τρεις διαφορετικούς τρόπους επηρεασμού του κόστους κεφαλαίου μίας επιχείρησης από τις κοινωνικές επιδόσεις της και τη δημοσιοποίηση στοιχείων για τον κοινωνικό αντίκτυπο των δραστηριοτήτων της. Η δημοσιοποίηση κοινωνικών στοιχείων μπορεί να διαδραματίσει ένα ρόλο αντίστοιχο με αυτόν της δημοσιοποίησης οικονομικών στοιχείων. Επιπρόσθετα, η δημοσιοποίηση πληροφοριών για τις κοινωνικές δραστηριότητες μπορεί να επηρεάσει το κόστος των ιδίων κεφαλαίων, άμεσα, μέσω των επιδράσεων της στις προτιμήσεις του επενδυτή, εφόσον οι επενδυτές είναι πρόθυμοι να αποδεχθούν μία χαμηλότερη αναμενόμενη απόδοση των επενδύσεών τους, οι οποίες, όμως, ικανοποιούν και κάποιους κοινωνικούς στόχους.

Αντίστοιχα, οι Richardson και Welker (2001) μελέτησαν τη σχέση μεταξύ της δημοσιοποίησης πληροφοριών, που αφορούν στα οικονομικά (financial disclosure) της επιχείρησης και στον κοινωνικό αντίκτυπο των δραστηριοτήτων της (social disclosure) και του κόστους των ιδίων κεφαλαίων της, χρησιμοποιώντας ένα δείγμα καναδικών επιχειρήσεων, για τα έτη 1990 – 1992. Παρατήρησαν ότι η ποσότητα και η ποιότητα της χρηματοοικονομικής πληροφόρησης είναι αρνητικά συσχετισμένη με το κόστος των ιδίων κεφαλαίων, για τις επιχειρήσεις που προσελκύουν, σε μικρό βαθμό, το ενδιαφέρον των οικονομικών αναλυτών. Σε ό, τι αφορά στις “κοινωνικές” γνωστοποιήσεις, υπάρχει μια σημαντική θετική σχέση μεταξύ των αυτών και του κόστους των ιδίων κεφαλαίων. Όμως, αυτή η θετική σχέση μετριάζεται μεταξύ των επιχειρήσεων με καλύτερη οικονομική απόδοση. Οι ερευνητές ερμηνεύουν το ανωτέρω παράδοξο, ως εξής. Η πρώτη εκδοχή τους είναι ότι το αποτέλεσμα αυτό οφείλεται στο γεγονός ότι οι επιχειρήσεις τείνουν να δημοσιοποιούν τη θετική κοινωνική συνεισφορά τους, για να αυτοπροβληθούν, αλλά, υποεκθέτουν τις αρνητικές επιπτώσεις των δραστηριοτήτων τους. Η δεύτερη εκδοχή αναφέρει ότι το ανωτέρω αποτέλεσμα αφορά μόνο τα δεδομένα που χρησιμοποίησαν, τα οποία καλύπτουν μία περίοδο οικονομικής κρίσης.

Σύμφωνα με τους Healy και Palepu (2001), η εθελούσια αποκάλυψη εσωτερικών πληροφοριών προσφέρει σημαντικά πλεονεκτήματα σε μία επιχείρηση, όπως η μείωση του κόστους κεφαλαίου ή / και δανεισμού και η βελτίωση της αξίας της επιχείρησης. Πέρα από αυτά, περιορίζει το πρόβλημα της ασύμμετρης πληροφόρησης, αποτελεί ένδειξη των ικανοτήτων της διοίκησης και μειώνει τα δικαστικά έξοδα (litigation costs).

Οι Gode και Mohanram (2003) αναφέρουν πως πολλές έρευνες υποστηρίζουν ότι οι επιχειρήσεις που είναι καλύτερα συνδεδεμένες με μεσάζοντες πληροφοριών, όπως αναλυτές και θεσμικούς επενδυτές, έχουν χαμηλότερη αμοιβή κινδύνου, καθώς η εύκολη διαθεσιμότητα των πληροφοριών μειώνει την ασύμμετρη πληροφόρηση ανάμεσα στην επιχείρηση και τους επενδυτές της και τον κίνδυνο πληροφόρησης γι' αυτούς.

Οι Easley και O'Hara (2004) ερεύνησαν το ρόλο των πληροφοριών στο κόστος κεφαλαίου μίας επιχείρησης. Η ύπαρξη διαφορών στη σύνθεση των πληροφοριών, μεταξύ των δημόσιων και των ιδιωτικών πληροφοριών, επηρεάζουν το κόστος κεφαλαίου, με τους επενδυτές να απαιτούν υψηλότερη απόδοση για να διατηρήσουν στην κατοχή τους μετοχές με περισσότερες ιδιωτικές πληροφορίες. Αυτή η υψηλότερη απόδοση προκύπτει επειδή οι ενημερωμένοι επενδυτές μπορούν να αλλάξουν ευκολότερα το χαρτοφυλάκιο τους, ώστε να ενσωματώσουν τις νέες πληροφορίες, ενώ, οι επενδυτές χωρίς ενημέρωση είναι σε μειονεκτική θέση. Φυσικά, η υψηλότερη απόδοση, που απαιτούν οι επενδυτές, αυξάνει το κόστος ιδίων κεφαλαίων της επιχείρησης.

Οι προαναφερθέντες ερευνητές συγκρίνουν δύο μετοχές που διαφέρουν ως προς την πληροφόρηση. Η μετοχή με περισσότερη ιδιωτική και λιγότερη δημόσια πληροφόρηση θα έχει και τη μεγαλύτερη αναμενόμενη απόδοση. Αυτό συμβαίνει επειδή, όταν οι πληροφορίες είναι ιδιωτικές και όχι δημόσιες, οι επενδυτές χωρίς πληροφόρηση δεν μπορούν να εξάγουν συμπεράσματα από τις τιμές, και κατά συνέπεια, αντιμετωπίζουν αυτές τις μετοχές ως πιο επικίνδυνες. Εάν, λοιπόν, μία μικρή επιχείρηση έχει σχετικά περισσότερες ιδιωτικές και λιγότερες δημόσιες πληροφορίες από μία μεγάλη επιχείρηση, τότε, οι επενδυτές χωρίς πληροφόρηση θεωρούν τη μικρή επιχείρηση ως πιο επικίνδυνη και απαιτούν υψηλότερη απόδοση από αυτήν.

Σύμφωνα με τους Lambert et al. (2007), η πρόκληση για τους ερευνητές είναι να αποδείξουν εάν και πώς οι λογιστικές πληροφορίες της επιχείρησης εκφράζονται στο κόστος κεφαλαίου της, παρά τις δυνάμεις διαφοροποίησης. Σε αυτό το πλαίσιο, οι ερευνητές απέδειξαν ότι η ποιότητα των λογιστικών πληροφοριών επηρεάζει το κόστος κεφαλαίου μίας επιχείρησης, με δύο τρόπους. Αρχικά, οι άμεσες επιπτώσεις παρουσιάζονται επειδή η ποιότητα των γνωστοποιήσεων επηρεάζει τις εκτιμηθείσες συνδιακυμάνσεις μεταξύ των ταμειακών ροών των επιχειρήσεων. Δηλαδή, οι υψηλότερης ποιότητας λογιστικές πληροφορίες δεν επηρεάζουν τις ταμειακές ροές αυτές καθαυτές, αλλά, τις αξιολογήσεις των συμμετεχόντων στην αγορά για την κατανομή των μελλοντικών ταμειακών ροών. Αυτή η άμεση σχέση ανάμεσα στην

ποιότητα των γνωστοποιήσεων μίας επιχείρησης, των λογιστικών πολιτικών της και του κόστους κεφαλαίου της υποδεικνύει ότι οι λογιστικές πληροφορίες μπορούν να μειώσουν το κόστους κεφαλαίου.

Εκτός από τις άμεσες επιπτώσεις, εντοπίστηκαν και κάποιες έμμεσες, καθώς η ποιότητα των δημοσιοποιήσεων μπορεί να αλλάξει τις πραγματικές αποφάσεις μίας επιχείρησης. Για παράδειγμα, εάν η καλύτερη πληροφόρηση μειώσει το ποσό των ταμειακών ροών που οι managers ιδιοποιούνται, τότε, παρατηρείται αύξηση της αξίας της επιχείρησης και μείωση του κόστους κεφαλαίου της. Κατά συνέπεια, ο λόγος των αναμενόμενων μελλοντικών ταμειακών ροών προς τη συνδιακύμανση αυτών των ταμειακών ροών με το άθροισμα των ταμειακών ροών όλων των επιχειρήσεων αλλάζει και αποτελεί καθοριστικό παράγοντα του κόστους κεφαλαίου. Συγκεκριμένα, η υψηλότερη ποιότητα των πληροφοριών μειώνει την εκτιμώμενη διακύμανση των ταμειακών ροών μιας επιχείρησης, καθώς και το κόστος κεφαλαίου της. Ανάλογα, όμως, προς το πνεύμα του CAPM, αυτό το αποτέλεσμα μπορεί να διαφοροποιηθεί σε μία μεγάλη οικονομία.

Τέλος, οι ίδιοι ερευνητές υποστηρίζουν ότι η αποκάλυψη πληροφοριών δεν έχει το ίδιο μέγεθος επίδρασης στο κόστος κεφαλαίου των επιχειρήσεων, ενώ, ακόμα κι όταν το κόστος κεφαλαίου μειώνεται όσο αυξάνεται η αποκάλυψη πληροφοριών, αυτό δεν αφορά τους συντελεστές beta των επιχειρήσεων.

---

## **2.6.5 Ο ΡΟΛΟΣ ΤΗΣ ΕΤΑΙΡΙΚΗΣ ΚΟΙΝΩΝΙΚΗΣ ΕΥΘΥΝΗΣ**

---

Η εταιρική κοινωνική ευθύνη, σύμφωνα με την Ευρωπαϊκή Ένωση, αποτελεί μία ιδέα, βάσει της οποίας οι εταιρίες αποφασίζουν οικειοθελώς να συνεισφέρουν σε μια καλύτερη κοινωνία και ένα καθαρότερο περιβάλλον (Commission of the European Communities, 2001) και με την οποία οι εταιρείες ενσωματώνουν τις κοινωνικές και περιβαλλοντικές ανησυχίες τους στις επιχειρηματικές τους δραστηριότητες και στις επαφές τους με τα ενδιαφερόμενα μέρη τους, σε εθελοντική βάση (Commission of the European Communities, 2006).

Σύμφωνα με τους Hajjha και Sarfraz (2014), η έννοια της εταιρικής κοινωνικής ευθύνης αναγνωρίζει την ευθύνη των επιχειρήσεων να λειτουργούν με ένα κοινωνικά υπεύθυνο τρόπο, λαμβάνοντας υπόψη τις κοινωνικές και περιβαλλοντικές επιπτώσεις των εταιρικών οικονομικών αποφάσεων. Στόχος της εταιρικής κοινωνικής ευθύνης είναι να

ενισχύσει τη συνοχή και την ενότητα μεταξύ των δραστηριοτήτων και των αξιών του οργανισμού, με τρόπο που ωφελεί όλα τα ενδιαφερόμενα μέρη του, συμπεριλαμβανομένων των μετόχων, των πελατών, των εργαζομένων και των επενδυτών. Δηλαδή, οι επιχειρήσεις θα μπορούσαν να επωφεληθούν περισσότερο, σε μακροπρόθεσμο ορίζοντα, εξισορροπώντας τα οικονομικά τους οφέλη με την ευημερία της κοινωνίας. Επιπρόσθετα, οι Heinkel, et al. (2001) υποστηρίζουν ότι το κόστος κεφαλαίου θα μπορούσε να είναι το κανάλι μέσα από το οποίο οι αγορές κεφαλαίων ενθαρρύνουν τις επιχειρήσεις να γίνουν πιο κοινωνικά υπεύθυνες.

Οι Girerd-Potin et al. (2013) διακρίνουν τις διαστάσεις της κοινωνικής ευθύνης των επιχειρήσεων, μεταξύ των επιχειρηματικών (business), οικονομικών (financial) και κοινωνικών (societal) ενδιαφερομένων μερών (stakeholders). Από τη μελέτη αυτή προκύπτει ότι οι κοινωνικά υπεύθυνες επιχειρήσεις έχουν χαμηλότερο κόστος κεφαλαίου, αλλά ότι η ανταμοιβή (premium) είναι μεγαλύτερη για τις πρώτες δύο διαστάσεις.

Οι Matthiesen και Salzmann (2015), χρησιμοποίησαν ένα διεθνές δείγμα επιχειρήσεων από 48 χώρες, για τα έτη 2002 – 2013, ώστε να εξηγήσουν τις διαφορετικές επιπτώσεις της εταιρικής κοινωνικής ευθύνης στο κόστος κεφαλαίου των χωρών, βάσει των διαφορετικών πολιτιστικών τους πλαισίων. Παρατήρησαν ότι η μειωτική επίδραση της εταιρικής ευθύνης στο κόστος ιδίων κεφαλαίων είναι ισχυρότερη στις χώρες που χαρακτηρίζονται από χαμηλότερα επίπεδα ατομικισμού, διαφορά ισχύος (power distance), αρρενωπότητα, αποφυγή της αβεβαιότητας και μακροπρόθεσμο προσανατολισμό.

Οι El Ghouli et al. (2011) αποδεικνύουν ότι η αύξηση των δραστηριοτήτων, που σχετίζονται με την εταιρική κοινωνική ευθύνη, οδηγεί σε μείωση του κόστους των ιδίων κεφαλαίων. Αναλυτικότερα, η δεύτερη ομάδα ερευνητών, χρησιμοποιώντας ένα μεγάλο δείγμα αμερικανικών επιχειρήσεων κατά το χρονικό διάστημα 1992 – 2007, διαπίστωσε ότι οι επιχειρήσεις με την καλύτερη βαθμολογία εταιρικής κοινωνικής ευθύνης παρουσιάζουν οικονομικότερη χρηματοδότηση με ίδια κεφάλαια, καθώς έχουν υψηλότερη αποτίμηση και χαμηλότερο κίνδυνο. Ειδικότερα, οι επενδύσεις για τη βελτίωση των εργασιακών σχέσεων, των περιβαλλοντικών πολιτικών και των χαρακτηριστικών των προϊόντων συμβάλλουν ουσιαστικά στη μείωση του κόστους των ιδίων κεφαλαίων. Επιπλέον, η συμμετοχή στους “αμαρτωλούς” κλάδους της καπνοβιομηχανίας και της πυρηνικής ενέργειας αυξάνει το κόστος των ιδίων κεφαλαίων.



Οι ίδιοι μελετητές υποστηρίζουν, ακόμα, ότι οι αναλυτές του χρηματιστηρίου και τα μέσα μαζικής ενημέρωσης έχουν την τάση να αφιερώνουν περισσότερο χρόνο στην ανάλυση και παρουσίαση ειδήσεων για τις “καλές” επιχειρήσεις. Έτσι, οι επιχειρήσεις με υψηλή εταιρική κοινωνική ευθύνη γνωστοποιούν πληροφορίες για τις δραστηριότητες τους στο κοινό, αποκτώντας της εικόνα του κοινωνικά υπεύθυνου πολίτη στα μάτια των επενδυτών και των διαφόρων ενδιαφερομένων φορέων. Αυτό οδηγεί σε αύξηση της προσέλκυσης κοινωνικά υπεύθυνων επενδυτών, επέκταση της επενδυτικής βάση της εταιρείας και περαιτέρω μείωση του κόστους ιδίων κεφαλαίων.

Οι Izzo και Magnanelli (2012) αναφέρουν ότι μία αποτελεσματική αγορά θα πρέπει να αναγνωρίσει μία ανταμοιβή για τις κοινωνικά υπεύθυνες επιχειρήσεις, η οποία αντιστοιχεί σε χαμηλότερο κόστος δανεισμού. Ως εκ τούτου, η κοινωνικά υπεύθυνη συμπεριφορά και οι κοινωνικά υπεύθυνες επενδύσεις προκαλούν μείωση των κινδύνων και κατά συνέπεια, βελτίωση των οικονομικών επιδόσεων της εταιρείας, δεδομένου ότι οι τράπεζες και οι διάφοροι πιστωτές προσφέρουν καλύτερες συνθήκες δανεισμού σε αυτές. Στη μείωση του κόστους δανεισμού για τις κοινωνικά υπεύθυνες επιχειρήσεις αναφέρθηκαν και οι Najah και Jarboui (2013), αναφέροντας ως αιτία τη μείωση του επιχειρηματικού κινδύνου (business risk) της επιχείρησης. Ταυτόχρονα, οι ίδιοι ερευνητές τόνισαν ότι εάν η χρηματοπιστωτική αγορά δεν αναγνωρίσει μία ανταμοιβή για την εταιρική κοινωνική ευθύνη, οι κοινωνικά υπεύθυνες επιχειρήσεις θα υποστούν ένα ανταγωνιστικό μειονέκτημα, λόγω του επιπλέον κόστους που φέρουν.

Οι Sharfman και Fernando (2008) εστιάζουν στην περιβαλλοντική διάσταση της εταιρικής κοινωνικής ευθύνης και διαπιστώνουν ότι οι επιχειρήσεις με την καλύτερη διαχείριση του περιβαλλοντικού κινδύνου έχουν χαμηλότερο μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου (WACC). Στο ίδιο πλαίσιο, οι Goss και Roberts (2011) βρίσκουν ότι οι λιγότερο κοινωνικά υπεύθυνες επιχειρήσεις, σε θέματα περιβάλλοντος, έχουν υψηλότερο κόστος δανεισμού.

Ο Chava (2014), αναλύοντας τον αντίκτυπο του περιβαλλοντικού προφίλ μιας επιχείρησης στο κόστος των ιδίων κεφαλαίων της και το κόστος δανεισμού, παρατήρησε ότι οι επενδυτές απαιτούν σημαντικά υψηλότερη αναμενόμενη απόδοση μετοχών από τις επιχειρήσεις χωρίς περιβαλλοντικό χαρακτήρα (π.χ. χρήση επικίνδυνων χημικών, εκπομπές επικίνδυνων ουσιών, αδιαφορία για κλιματική αλλαγή κ.ά.). Οι δανειστές απαιτούν, επίσης, σημαντικά υψηλότερα επιτόκια για τα τραπεζικά δάνεια που εκδίδονται σε επιχειρήσεις με τέτοια προβλήματα, σκεπτόμενοι το πιθανό μελλοντικό κόστος συμμόρφωσης των επιχειρήσεων στην περιβαλλοντική νομοθεσία. Γενικότερα, φαίνεται ότι οι επενδυτές και οι δανειστές εστιάζουν την προσοχή τους στις



περιβαλλοντικές αδυναμίες (προβλήματα) της επιχείρησης και όχι στις περιβαλλοντικές της δυνάμεις. Δηλαδή, οι επιχειρήσεις με περιβαλλοντική ευαισθησία δεν απολαμβάνουν κάποια μείωση, ούτε στο κόστος των ιδίων κεφαλαίων, ούτε στο κόστος δανεισμού. Αντιθέτως, οι επιχειρήσεις με έσοδα από προϊόντα που είναι ευεργετικά για το περιβάλλον, παρουσιάζουν μικρότερο κόστος ιδίων κεφαλαίων και δανεισμού.

Σε ό, τι αφορά στο ρόλο της εταιρικής κοινωνικής ευθύνης στις αναδυόμενες αγορές, οι Hajjha και Sarfraz (2014) πραγματοποίησαν μία μελέτη σε 65 εταιρείες εισηγμένες στο Χρηματιστήριο της Τεχεράνης, μεταξύ του 2008 και του 2012. Τα ευρήματά τους δείχνουν ότι δεν υπάρχει σημαντική σχέση ανάμεσα στην εταιρική κοινωνική ευθύνη και το κόστος δανεισμού στις ιρανικές εταιρείες, οι οποίες δραστηριοποιούνται σε μία αναδυόμενη αγορά κεφαλαίων. Υποστηρίζουν, δε, ότι αυτό θα μπορούσε να οφείλεται στην έλλειψη χαμηλών επιτοκίων δανεισμού (rate loans) ως πηγή χρηματοδότησης στο Ιράν.

---

## 2.6.6 Ο ΡΟΛΟΣ ΤΟΥ ΚΑΙΝΟΤΟΜΟΥ ΧΑΡΑΚΤΗΡΑ ΤΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ

---

Ο καινοτόμος χαρακτήρας μίας επιχείρησης είναι άρρηκτα συνδεδεμένος με τις δαπάνες που αυτή πραγματοποιεί στον τομέα της έρευνας και της ανάπτυξης. Η καινοτομία αποτελεί ανταγωνιστικό πλεονέκτημα για πολλές επιχειρήσεις και γι' αυτό το λόγο, ένα μεγάλο πλήθος ερευνητών έχει εστιάσει στον εντοπισμό της επιρροής που ασκεί στο κόστος κεφαλαίου.

Πολλές έρευνες έχουν πραγματοποιηθεί με σκοπό να αποδείξουν πως ο καινοτόμος χαρακτήρας μίας επιχείρησης μπορεί να επηρεάσει το κόστος κεφαλαίου της. Για παράδειγμα, οι Aboody και Lev (2000) απέδειξαν ότι οι δαπάνες για το R&D αυξάνουν το κόστος των ιδίων κεφαλαίων, λόγω της επιδείνωσης των προβλημάτων αντιπροσώπευσης και πληροφόρησης. Αντιθέτως, οι Hall et al. (2005) υπονοούν μία μείωση του κόστους κεφαλαίου, δείχνοντας ότι οι δαπάνες του R&D, σε συνδυασμό με τα διπλώματα ευρεσιτεχνίας που κατέχει η επιχείρηση, έχουν σημαντικές θετικές επιπτώσεις στην αξία της, με κάθε δίπλωμα ευρεσιτεχνίας να αυξάνει την αγοραία αξία της επιχείρησης κατά 3%.

Πρόσφατα, οι Hegde και Mishra (2014), χρησιμοποίησαν ένα μεγάλο δείγμα αμερικανικών επιχειρήσεων για να εντοπίσουν την επίδραση της καινοτομίας και των διπλωμάτων ευρεσιτεχνίας στο κόστος ιδίων κεφαλαίων. Παρατήρησαν ότι το τεκμαρτό

κόστος ιδίων κεφαλαίων μειώνεται, όσο αυξάνεται ο αριθμός των ετήσιων διπλωμάτων ευρεσιτεχνίας που αποκτά η επιχείρηση και όσο οι πατέντες της χρησιμοποιούνται από τρίτους. Αυτή η αρνητική σχέση είναι αποτέλεσμα των καινοτόμων “σημάτων” που στέλνει η επιχείρηση, οδηγώντας σε μείωση της αβεβαιότητας σχετικά με τις προοπτικές της και είναι εντονότερη στις επιχειρήσεις εντάσεως καινοτομίας. Αντιθέτως, το κόστος ιδίων κεφαλαίων αυξάνεται με τις δαπάνες που πραγματοποιεί η επιχείρηση στον τομέα της έρευνας και της ανάπτυξης, ειδικά κατά τα έτη που αποκτά λιγότερα διπλώματα ευρεσιτεχνίας.

---

### **2.6.7 ΤΟ “ΕΙΔΟΣ” ΤΩΝ CEOs**

---

Ο Mishra (2014) εξετάζει εάν το “είδος” των CEOs μπορεί να επηρεάσει τις αναμενόμενες αποδόσεις των επενδυτών της επιχείρησης. Ως προς το “είδος” των CEOs, αναφέρει ότι οι σύγχρονες επιχειρήσεις προτιμούν, ολοένα και περισσότερο, να προσλαμβάνουν CEOs που έχουν εμπειρία σε αντίστοιχη θέση και γενικές διευθυντικές ικανότητες (εφεξής “generalist CEOs”), αντί των CEOs με δεξιότητες που σχετίζονται με μία συγκεκριμένη επιχείρηση ή βιομηχανία (εφεξής “specialist CEOs”) (Murphy and Zbojnik, 2007). Οι generalist CEOs είναι πολύτιμοι σε περιόδους προβλημάτων και αναδιάρθρωσης (Eisfeldt and Papanikolaou, 2013) και μπορεί να έχουν κίνητρα να αναλάβουν μεγαλύτερο κίνδυνο (May, 1995). Αυτό μπορεί να κάνει τους επενδυτές να απαιτήσουν υψηλότερες αποδόσεις για τις επενδύσεις σε επιχειρήσεις με generalist CEOs. Από την έρευνα προέκυψε ότι οι generalist CEOs δεν είναι πρόθυμοι να μειώσουν τον κίνδυνο που αναλαμβάνουν και προκαλούν περισσότερα προβλήματα αντιπροσώπευσης. Έτσι, οι επενδυτές απαιτούν υψηλότερες αναμενόμενες αποδόσεις από τις επιχειρήσεις με generalist CEOs κι αυτό αυξάνει το κόστος κεφαλαίου.

---

### **2.6.8 Ο ΡΟΛΟΣ ΤΩΝ ΜΗΝΥΜΑΤΩΝ ΠΟΥ “ΣΤΕΛΝΕΙ” Η ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗ**

---

Οι Myers και Majluf (1984) και οι Greenwald et al. (1984) μελέτησαν το πώς η ασύμμετρη πληροφόρηση σχετικά με την αξία των υφιστάμενων περιουσιακών στοιχείων μίας επιχείρησης μπορεί να περιορίσει την ικανότητά της για έκδοση νέων μετοχών. Οι εξωτερικοί δανειστές πρέπει να διακρίνουν εάν η έκδοση μετοχών είναι μία

νόμιμη προσπάθεια, είτε για να λάβει η επιχείρηση νέα χρηματοδότηση είτε για να διαφοροποιήσει τον κίνδυνό της, ή αντ' αυτού, είναι απλά μία προσπάθεια να “περάσει” σε αυτούς επισφαλή περιουσιακά στοιχεία. Αυτό το πρόβλημα μπορεί να μειώσει την τιμή που η επιχείρηση μπορεί να αποκτήσει για τα ίδια κεφάλαιά της και σε ακραίες περιπτώσεις να γίνει απαγορευτική η έκδοση νέων μετοχών. Απόδειξη γι' αυτό το φαινόμενο είναι ότι η αναγγελία μίας νέας έκδοσης συνήθως οδηγεί σε σημαντική μείωση της αγοραίας αξίας της επιχείρησης.

Κατά τους Bebczuk (2003) και Bebczuk και Galindo (2010), υπό συνθήκες ασύμμετρης πληροφόρησης, τα “σήματα” που στέλνει η επιχείρηση στην αγορά διαδραματίζουν σημαντικό ρόλο στη χρηματοδότησή της. Για παράδειγμα, ένας μεγαλύτερος συντελεστής μόχλευσης μπορεί να αυξήσει τον κίνδυνο αποπληρωμής και συνεπώς, το επιτόκιο δανεισμού που θα απαιτηθεί από την επιχείρηση. Βέβαια, οι νέοι δανειστές μπορεί να ερμηνεύσουν την υψηλή μόχλευση ως ένα σημάδι αξιολόγησης της επιχείρησης ως αξιόπιστης από τους προηγούμενους πιστωτές της. Σύμφωνα με αυτή την εναλλακτική ερμηνεία, οι πιο μοχλευμένες επιχειρήσεις μπορούν να απολαμβάνουν χαμηλότερα επιτόκια. Κάτι αντίστοιχο ισχύει και για τη δομή του δανεισμού: ενώ ο μακροπρόθεσμος δανεισμός θα πρέπει να σχετίζεται με υψηλότερα επιτόκια, η ικανότητα της επιχείρησης να αντλεί μακροπρόθεσμη χρηματοδότηση σηματοδοτεί την καλή άποψη που έχουν οι επενδυτές γι' αυτήν. Επιπρόσθετα, όταν μία κερδοφόρα επιχείρηση, η οποία μπορεί να αυτοχρηματοδοτηθεί, αποφασίζει να δανειστεί, οι επενδυτές λαμβάνουν το αρνητικό μήνυμα ότι αυτή αναλαμβάνει ριψοκίνδυνες επενδύσεις και προσπαθεί να μοιραστεί αυτό τον κίνδυνο με τους φτωχά πληροφορημένους εξωτερικούς επενδυτές. Έτσι, το πιθανότερο είναι η αγορά να απαιτήσει υψηλότερο επιτόκιο δανεισμού (Bebczuk and Galindo, 2010).

Οι Erkens et al. (2012), μελετώντας την οικονομική κρίση του 2007 – 2008, υποστήριξαν ότι οι ανακοινώσεις για προσφορά μετοχών μπορούν να επηρεάσουν τις αποδόσεις των μετοχών με δύο τρόπους. Οι ανακοινώσεις αυτές στέλνουν στην αγορά το μήνυμα ότι η επιχείρηση αναμένει περισσότερες απώλειες στο μέλλον (Kashyap et al., 2008). Αυτό θα οδηγήσει σε μείωση της αξίας των ιδίων κεφαλαίων, αλλά και της αξίας του δανεισμού. Επιπρόσθετα, η προσφορά μετοχών μειώνει τον κίνδυνο χρεοκοπίας και θα μπορούσε να οδηγήσει σε μεταφορά του πλούτου από τους υφιστάμενους μετόχους στους ομολογιούχους, πράγμα το οποίο σημαίνει ότι θα μειωθεί η αξία των ιδίων κεφαλαίων και θα αυξηθεί η αξία του δανεισμού.

---

## 2.6.9 ΟΙ ΦΟΡΟΛΟΓΙΚΕΣ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ ΤΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ

---

Οι Graham και Tucker (2006) προτείνουν ότι οι φορολογικά ευνοημένες δραστηριότητες, όπως οι φορολογικές ασπίδες και η φοροαποφυγή, είναι ένα υποκατάστατο για τη χρήση του δανεισμού.

Αναλυτικότερα, στη μελέτη του Lim (2011) για τις επιχειρήσεις της Κορέας, αναφέρεται ότι η φοροδιαφυγή, ως υποκατάστατο του δανεισμού, θα μπορούσε να αυξήσει την οικονομική χαλαρότητα, να μειώσει το αναμενόμενο κόστος πτώχευσης και τον κίνδυνο πτώχευσης, να βελτιώσει την ποιότητα της πίστωσης και ως εκ τούτου, να μειώσει το κόστος δανεισμού.

Στην ίδια έρευνα, ο Lim εντόπισε μία αρνητική σχέση μεταξύ φοροαποφυγής και κόστους δανεισμού, για ένα μεγάλο δείγμα επιχειρήσεων της Κορέας. Αυτή η αρνητική σχέση γίνεται ισχυρότερη όταν η κυριότητα των θεσμικών επενδυτών είναι υψηλή και ακόμη πιο ισχυρή μετά το 1998, όταν επανήλθε το δικαίωμα ψήφου για τους θεσμικούς επενδυτές. Οι θεσμικοί επενδυτές αντιμετωπίζουν τη φοροαποφυγή ως ένα μέσο επίβλεψης που μειώνει τις ευκαιρίες εκτροπής της φοροδιαφυγής, μετριάζοντας το κόστος αντιπροσώπευσης με τους ελέγχοντες μετόχους. Από την άλλη πλευρά, οι ομολογιούχοι αντιμετωπίζουν τη φοροαποφυγή όπως τη φορολόγηση των αποταμιεύσεων, η οποία μειώνει το κόστος δανεισμού.

---

## 2.6.10 Ο ΡΟΛΟΣ ΤΩΝ ΕΛΕΓΚΤΙΚΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ

---

Οι El Ghouli et al. (2015), μελετώντας επιχειρήσεις της δυτικής Ευρώπης, δεν μπόρεσαν να αποδείξουν – σε αντίθεση με τους Fan και Wong (2005) για τις επιχειρήσεις της ανατολικής Ασίας – ότι η ζήτηση για υψηλής ποιότητας ελεγκτικές εταιρίες αυξάνεται, όταν τα δικαιώματα ψήφου του ελέγχοντος μετόχου υπερβαίνουν τα δικαιώματά του επί των ταμειακών ροών. Οι τέσσερις μεγάλες ελεγκτικές εταιρείες (εφεξής “Big Four”) είναι οι: Deloitte Touche Tohmatsu, PricewaterhouseCoopers, Ernst & Young και KPMG. Δεύτερον, εντόπισαν ισχυρά τεκμηριωμένα στοιχεία ότι οι επιχειρήσεις με πολλούς μεγάλους μετόχους, των οποίων η παρουσία ενισχύει τον εσωτερικό έλεγχο, είναι λιγότερο πιθανό να προσλάβουν τους Big Four. Αυτό υποδηλώνει ότι οι κύριοι μέτοχοι υποκαθιστούν έναν Big Four, με την ανακούφιση των

συγκρούσεων αυτών. Τρίτον, διαπίστωσαν ότι η οικογενειακή ιδιοκτησία και διαχείριση μειώνει τη ζήτηση για υψηλής ποιότητας ελεγκτικές εταιρείες, καθώς οι ιδιοκτήτες, σε αυτή την περίπτωση, διαδραματίζουν σημαντικό ρόλο στην άσκηση εσωτερικής παρακολούθησης. Εν ολίγοις, η έρευνα δείχνει ότι η αυστηρότερη εξωτερική παρακολούθηση από τους Big Four είναι πιο εποικοδομητική για το μετριασμό της ασύμμετρης πληροφόρησης, όταν η εσωτερική παρακολούθηση από τους βασικούς μετόχους ή τις οικογένειες είναι απύσχα.

Σύμφωνα με τα ευρήματα των El Ghoul et al. (2015), οι οποίοι εξέτασαν ένα δείγμα επιχειρήσεων από 37 χώρες, συμπέραναν ότι η χρηματοδότηση των επιχειρήσεων με ίδια κεφάλαια, σε όλο τον κόσμο, είναι οικονομικότερη όταν οι Big Four παρακολουθούν τη διαδικασία. Όμως, η σχέση αυτή είναι ασθενέστερη στο εξωτερικό των Η.Π.Α., όπου οι Big Four παρέχουν στους επενδυτές πολύ μικρότερη κάλυψη. Από οικονομικής απόψεως, παρατηρήθηκε ότι το κόστος των ιδίων κεφαλαίων μίας επιχείρησης υπό δημόσια διαπραγμάτευση (public firm) μειώνεται κατά 55 μονάδες βάσης εντός των Η.Π.Α. και κατά 23 μονάδες βάσης εκτός των Η.Π.Α., χάρη στην παρουσία των Big Four. Γενικότερα, ο ρόλος των Big Four στη μείωση του κόστους ιδίων κεφαλαίων είναι ισχυρός μόνο σε εκείνες τις χώρες, εκτός των Η.Π.Α., που προστατεύουν περισσότερο τους επενδυτές και έχουν καθορισμένα πρότυπα σύνταξης αναφορών.

---

## 2.6.11 Ο ΡΟΛΟΣ ΤΟΥ ΚΛΑΔΟΥ

---

Οι ερευνητές, στην προσπάθειά τους να εντοπίσουν όσο το δυνατόν περισσότερους παράγοντες που καθορίζουν τις αποφάσεις χρηματοδότησης, ασχολήθηκαν και με την επιρροή του κλάδου στον οποίο ανήκει η επιχείρηση.

Συγκεκριμένα, στην έρευνα του Patibandla (2006) υποστηρίζεται ότι η ανάγκη για αύξηση της εξωτερικής χρηματοδότησης είναι διαφορετική για τους διαφορετικούς κλάδους. Για παράδειγμα, η ανάγκη για αύξηση της εξωτερικής χρηματοδότησης είναι υψηλότερη στους κλάδους που στηρίζονται στο R&D, όπως η φαρμακευτική βιομηχανία, από ότι στους παραγωγικούς κλάδους εντάσεως εργασίας.

Η υπάρχουσα βιβλιογραφία αποκαλύπτει, επιπλέον, ότι ο κλάδος αποτελεί καθοριστικό παράγοντα του κόστους κεφαλαίου των επιχειρήσεων. Για παράδειγμα, οι Gebhardt et al. (2001) μελέτησαν ένα μεγάλο αριθμό αμερικανικών επιχειρήσεων κατά τα έτη 1979

– 1995, με σκοπό να αποδείξουν ότι η τεκμαρτή αμοιβή κινδύνου συσχετίζεται με τα χαρακτηριστικά του κλάδου που ανήκει η επιχείρηση. Από τα ευρήματα της μελέτης προέκυψε ότι η τεκμαρτή αμοιβή κινδύνου είναι σταθερά υψηλότερη για τις επιχειρήσεις σε ορισμένους κλάδους, όπως: αθλητισμός και αναψυχή (παιχνίδια), καπνοβιομηχανία, ηλεκτρονική τεχνολογία και αυτοκινητοβιομηχανία. Αντίθετα, η συνεπαγόμενη αμοιβή κινδύνου είναι σταθερά χαμηλότερη για τις επιχειρήσεις σε άλλες βιομηχανίες, όπως: real estate, πολύτιμα μέταλλα (χρυσός), χρηματοοικονομικές υπηρεσίες και ιατρικός εξοπλισμός.

## **2.7 Η ΕΠΙΔΡΑΣΗ ΤΩΝ ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΩΝ ΤΗΣ ΧΩΡΑΣ ΣΤΟ ΚΟΣΤΟΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ**

---

Το υποκεφάλαιο αυτό εστιάζει στον τρόπο που τα χαρακτηριστικά κάθε χώρας επηρεάζουν το κόστος κεφαλαίου της. Αρχικά, παρουσιάζονται κάποιες γενικές έρευνες κι έπειτα, η ανάλυση επικεντρώνεται σε κάποια ιδιαίτερα χαρακτηριστικά που έχουν ερευνηθεί από την επιστημονική κοινότητα, όπως τα λογιστικά πρότυπα και οι νομικοί θεσμοί.

### **2.7.1 ΓΕΝΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ ΤΩΝ ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΩΝ ΤΗΣ ΧΩΡΑΣ**

---

Οι Erb et al. (1996) αναφέρουν ότι υπάρχουν πολλοί διαφορετικοί τρόποι υπολογισμού του κινδύνου μίας χώρας (country risk) και της αναμενόμενης απόδοσης. Στην έρευνά τους, επικεντρώνονται στο συστηματικό κίνδυνο, δηλαδή στον κίνδυνο που δεν είναι διαφοροποιήσιμος και ο οποίος ανατίθεται στους επενδυτές. Επομένως, ο υψηλότερος συστηματικός κίνδυνος μπορεί να συνδεθεί με υψηλότερες αναμενόμενες αποδόσεις. Οι περισσότερες διεθνώς προσανατολισμένες τράπεζες εκτιμούν την πιθανότητα χρεοκοπίας των οφειλετών τους. Μία από τις διαστάσεις αυτής της ανάλυσης είναι η εκτίμηση του κρατικού πιστωτικού κινδύνου. Όσο υψηλότερος είναι ο κίνδυνος χρεοκοπίας της χώρας του δανειζόμενου, τόσο υψηλότερο είναι και το επιτόκιο που αυτός θα πρέπει να πληρώσει. Συγχρόνως, υπάρχουν πολλοί παράγοντες που επηρεάζουν την πιστοληπτική διαβάθμιση μίας χώρας: κίνδυνοι πολιτικοί και καταχρηστικής μεταχείρισης, πληθωρισμός, η μεταβλητότητα των συναλλαγματικών

ισοτιμιών, το βιομηχανικό χαρτοφυλάκιο της χώρας, καθώς και η οικονομική της βιωσιμότητα και η ευαισθησία της σε παγκόσμια οικονομικά σοκ.

Σύμφωνα με τους Demirgüç-Kunt και Maksimovic (1996), η ανάπτυξη της χρηματοπιστωτικής αγοράς διαδραματίζει σημαντικό ρόλο στις επιλογές χρηματοδότησης της επιχείρησης. Καθώς αυξάνεται, λοιπόν, η δραστηριότητα της χρηματιστηριακής αγοράς, αυξάνεται και η προτίμηση των επιχειρήσεων για ίδια κεφάλαια αντί του δανεισμού. Επομένως, η δραστηριότητα του χρηματιστήριου είναι αντιστρόφως συνδεδεμένη με το δανεισμό.

Οι χώρες που έχουν αναπτύξει θεσμικούς μηχανισμούς για τη μείωση του κόστους αντιπροσώπευσης των επενδύσεων τείνουν να χρησιμοποιούν το συσσωρευμένο κεφάλαιό τους πιο αποτελεσματικά και να εμφανίζουν υψηλότερη οικονομική ανάπτυξη από εκείνες τις χώρες που έχουν εξαιρετικά αναποτελεσματικούς θεσμικούς μηχανισμούς (Beck and Loayza, 2000 και Rajan and Zingales, 1998).

Τα αποτελέσματά της έρευνας των Lee et al. (2003) αποκαλύπτουν εντυπωσιακά μοτίβα της συνεπαγόμενης αμοιβής κινδύνου (implied risk premium) για διαφορετικές χώρες και κλάδους, μελετώντας τις χώρες που ανήκαν στους G – 7 (Γαλλία, Καναδάς, Γερμανία, Ιταλία, Ιαπωνία, Ηνωμένο Βασίλειο, Η.Π.Α.), κατά την περίοδο 1990 – 2000. Σε επίπεδο χώρας, η συνεπαγόμενη αμοιβή κινδύνου εμφανίζει σχετικά μικρή διατμηματική διακύμανση (cross-sectional variation), δείχνοντας ότι οι managers, σε διεθνές επίπεδο, μπορούν να χρησιμοποιήσουν μία συνολική αμοιβή κινδύνου σε όλες τις χώρες των G – 7. Σε επίπεδο κλάδου, παρατηρείται πολύ μεγαλύτερη διατμηματική διακύμανση. Για παράδειγμα, η βιομηχανία εξόρυξης, η καπνοβιομηχανία και η βιομηχανία εξοπλισμού μεταφορών έχουν σταθερά υψηλότερες συνεπαγόμενες αμοιβές κινδύνου. Αντίθετα, οι βιομηχανίες τροφίμων, χημικών και λιανικού εμπορίου έχουν σταθερά χαμηλότερες συνεπαγόμενες αμοιβές κινδύνου.

Οι Deesomsak et al. (2004) αναφέρουν ότι υπό την παρουσία θεμάτων, όπως η φορολόγηση και το κόστος πτώχευσης (bankruptcy costs), οι αλλαγές των επιτοκίων μπορούν να επηρεάσουν την κεφαλαιακή διάρθρωση, καθώς οι επιχειρήσεις είναι πιο πιθανό να χρησιμοποιούν δανεισμό όταν το κόστος του δανεισμού είναι χαμηλό. Σύμφωνα με αυτό, το επίπεδο των επιτοκίων είναι αρνητικά συσχετισμένο με τη μόχλευση. Ωστόσο, τα επιτόκια ενσωματώνουν τις προσδοκίες της αγοράς για τον πληθωρισμό και έτσι, οι επιχειρήσεις στρέφονται από τη χρηματοδότηση με ίδια κεφάλαια στο δανεισμό, όταν τα επιτόκια αυξάνονται. Σε αυτήν την περίπτωση, το επίπεδο των επιτοκίων συσχετίζεται θετικά με τη μόχλευση. Κάτι τέτοιο συμβαίνει, συνήθως, σε περιόδους μετά από κρίση, όταν οι επιχειρήσεις ανησυχούν περισσότερο



για τις επιπτώσεις του μελλοντικού πληθωρισμού στο κόστος κεφαλαίου τους και όχι για τον κίνδυνο αθέτησης των υποχρεώσεών τους. Σε γενικές γραμμές, η φορολόγηση, η ρευστότητα και η απόδοση της τιμής της μετοχής επηρεάζουν σημαντικά την απόφαση του δανεισμού σε όλες τις χώρες. Ωστόσο, οι ερευνητές τονίζουν ότι τυχόν αποκλίσεις από τα ανωτέρω αποδίδονται στο διαφορετικό θεσμικό, νομικό και διακυβερνητικό πλαίσιο κάθε χώρας.

---

## 2.7.2 Ο ΡΟΛΟΣ ΤΩΝ ΝΟΜΙΚΩΝ ΘΕΣΜΩΝ

---

Οι υπάρχουσες μελέτες σε θέματα εταιρικής διακυβέρνησης τονίζουν τη σημασία των νομικών θεσμών στον περιορισμό της πιθανής απαλλοτρίωσης των μειοψηφούντων μετόχων από τους ελέγχοντες μετόχους. Ορισμένες μεταβλητές που καθορίζουν εάν μία χώρα προστατεύει τους επενδυτές είναι: ο βαθμός προστασίας των μειοψηφούντων μετόχων από τα στελέχη ή τους ελέγχοντες μετόχους, η αποτελεσματικότητα του δικαστικού συστήματος, η “αντοχή” της έννομης τάξης και η ποιότητα των στοιχείων που δημοσιοποιεί μία επιχείρηση. Συνολικά, έχει προκύψει ότι οι επιχειρήσεις σε πιο προστατευτικές χώρες, έχουν υψηλότερη αξία και χαμηλότερο κόστος χρηματοδότησης. Επομένως, η σχέση του κόστους ιδίων κεφαλαίων με κάθε μία από τις προαναφερθείσες μεταβλητές είναι αρνητική.

Οι Porta et al. (1996) απέδειξαν ότι οι διαφορές στη φύση και την αποτελεσματικότητα των χρηματοπιστωτικών συστημάτων σε όλο τον κόσμο μπορούν να αποδοθούν εν μέρει στις διαφορές ως προς την προστασία των επενδυτών έναντι της απαλλοτρίωσης. Οι Porta et al. (1997) συνέκριναν τη νομοθεσία 49 χωρών και απέδειξαν ότι υπάρχουν διαφορές μεταξύ τους ως προς το περιεχόμενο των νόμων, αλλά και το χρόνο υιοθέτησής τους. Η έρευνα έδειξε ότι οι χώρες που ακολουθούν το αγγλοσαξονικό δίκαιο (common law) προστατεύουν περισσότερο τους μετόχους και τους δανειστές, οι χώρες με γαλλικό αστικό δίκαιο (French civil law) τους προστατεύουν λιγότερο, ενώ, οι χώρες με γερμανικό (German civil law) ή σκανδιναβικό αστικό δίκαιο (Scandinavian civil law) βρίσκονται κάπου ενδιάμεσα. Επιπρόσθετα, αναφέρουν οι πλουσιότερες χώρες εφαρμόζουν τους νόμους καλύτερα από τις φτωχότερες χώρες.

Οι Hail και Leuz (2006) μελετούν τις διαφορές του κόστους ιδίων κεφαλαίων, ανάμεσα σε σαράντα χώρες, κατά τα έτη 1992 – 2001 και παρατηρούν ότι οι νομικοί θεσμοί επεξηγούν τις διαφορές του κόστους ιδίων κεφαλαίων μεταξύ των χωρών.



Συγκεκριμένα, οι χώρες με ισχυρή νομοθεσία (π.χ. εκτεταμένοι κανόνες δημοσιοποίησης πληροφοριών, ισχυρή επιβολή του νόμου) εμφανίζουν σημαντικά μειωμένο κόστος κεφαλαίου.

Σημειώνουν, ακόμα, ότι εάν οι επενδυτές μπορούν να επενδύσουν ελεύθερα σε όλο τον κόσμο, η ποιότητα της νομοθεσίας μίας συγκεκριμένης χώρας μπορεί να καταστεί λιγότερο σημαντική. Αυτό μπορεί να εξηγηθεί από το γεγονός ότι στις ενοποιημένες κεφαλαιαγορές, ο κίνδυνος διαμοιράζεται και αποτιμάται σε διεθνές επίπεδο. Αναλυτικότερα, για τις χώρες με ενοποιημένες κεφαλαιαγορές (integrated capital markets), η νομοθεσία περί εκτεταμένων γνωστοποιήσεων των πληροφοριών μίας επιχείρησης συνεχίζει να είναι αρνητικά συνδεδεμένη με το κόστος κεφαλαίου, αλλά, η επίδραση είναι μικρότερη σε μέγεθος. Αντίθετα, στις λιγότερο ενοποιημένες κεφαλαιαγορές, οι επιδράσεις είναι ισχυρότερες. Σύμφωνα με την οικονομική θεωρία, η δέσμευση μίας επιχείρησης στη δημοσιοποίηση των στοιχείων της, μειώνει το πρόβλημα της ασύμμετρης πληροφόρησης ανάμεσα στην επιχείρηση και τους επενδυτές, αλλά και μεταξύ των επενδυτών (Verrecchia, 2001).

---

### **2.7.3 Ο ΡΟΛΟΣ ΤΟΥ ΠΟΛΙΤΙΚΟΥ ΠΑΡΑΓΟΝΤΑ**

---

Η επίδραση του πολιτικού παράγοντα μίας χώρας στο κόστος κεφαλαίου των επιχειρήσεων έχει απασχολήσει ιδιαίτερα την ακαδημαϊκή κοινότητα. Οι περισσότερες μελέτες αφορούν την επιρροή που έχει η παρουσία του κράτους στις επιχειρήσεις, το καθεστώς της χώρας, καθώς και τις σχέσεις που μπορεί να αναπτύξει μία επιχείρηση με την κυβέρνηση και τα πολιτικά κόμματα.

Οι Boubakri et al. (2010) τονίζουν τη σημασία συμμετοχής του κράτους στις επιχειρήσεις, υποστηρίζοντας ότι οι ιδιωτικές επιχειρήσεις, ακόμη και αν είναι εισηγμένες, αντιμετωπίζουν υψηλότερο κόστος χρηματοδότησης μέσω δανεισμού ή ιδίων κεφαλαίων, σε σχέση με τις κρατικές επιχειρήσεις. Αυτό οφείλεται στο γεγονός ότι οι επενδυτές θεωρούν πως οι ιδιωτικές επιχειρήσεις έχουν υψηλότερο πιστωτικό κίνδυνο, εάν δεν μπορούν να εξασφαλίσουν μία πολιτική διάσωση, σε περίπτωση ανάγκης.

Οι Ben-Nasr et al. (2012) διερεύνησαν τους πολιτικούς παράγοντες που καθορίζουν το κόστος των ιδίων κεφαλαίων, χρησιμοποιώντας δεδομένα από 236 επιχειρήσεις που ιδιωτικοποιήθηκαν μεταξύ του 1987 και του 2006, σε 38 χώρες. Σύμφωνα με τα

αποτελέσματά τους, το κόστος των ιδίων κεφαλαίων αυξάνεται με την αύξηση της κρατικής ιδιοκτησίας σε μία επιχείρηση. Επίσης, το κόστος ιδίων κεφαλαίων των προσφάτως ιδιωτικοποιημένων επιχειρήσεων σχετίζεται σημαντικά με τον πολιτικό προσανατολισμό της κυβέρνησης και το βαθμό απαλλοτρίωσης από την πλευρά του κράτους. Πιο συγκεκριμένα, διαπιστώθηκε ότι οι επιχειρήσεις σε χώρες με αριστερές κυβερνήσεις και υψηλό κίνδυνο απαλλοτρίωσης από την κυβέρνηση, χαρακτηρίζονται από υψηλότερο κόστος ιδίων κεφαλαίων. Αντιθέτως, η επίδραση της κρατικής ιδιοκτησίας στο κόστος ιδίων κεφαλαίων είναι λιγότερο έντονη στις πιο λαϊκές κυβερνήσεις (populist government) και στις πιο οικονομικά ανεπτυγμένες χώρες.

Οι ίδιοι μελετητές υποστηρίζουν ότι η αντικατάσταση μίας αριστερής κυβέρνησης από μία δεξιά, έχει ως αποτέλεσμα ένα χαμηλότερο κόστος ιδίων κεφαλαίων στις πιο οικονομικά ανεπτυγμένες χώρες, ενώ, ένα υψηλότερο κόστος ιδίων κεφαλαίων στις πιο αυταρχικές χώρες και σε όσες υπάρχει υψηλός κίνδυνος απαλλοτρίωσης από την κυβέρνηση. Τέλος, διαπίστωσαν ότι η απομάκρυνση του CEO σχετίζεται με υψηλότερο κόστος ιδίων κεφαλαίων στις πιο αυταρχικές χώρες.

Στο πλαίσιο των πολιτικών διασυνδέσεων, ανακύπτουν τα προβλήματα της αντιπροσώπευσης και της αδύναμης εταιρικής διακυβέρνησης, καθώς, οι πολιτικοί που συνεργάζονται με τη διοίκηση της επιχείρησης προσπαθούν να εξάγουν πολιτικά οφέλη εις βάρος των υπολοίπων ενδιαφερομένων (Qian et al., 2011). Αυτό οδηγεί σε αύξηση της συνολικής έκθεσης της επιχείρησης στον κίνδυνο σε επίπεδο αγοράς (market – wide risk) και του κόστους κεφαλαίου της. Επιπλέον, οι επιχειρήσεις που έχουν αναπτύξει πολιτικές σχέσεις φαίνεται να υποφέρουν από προβλήματα ασύμμετρης πληροφόρησης, δεδομένου ότι δημοσιοποιούν αναφορές χαμηλότερης ποιότητας (Chaney et al., 2011), ενώ, εμφανίζουν και λιγότερο ακριβείς προβλέψεις των κερδών τους (Chen et al., 2010), γεγονός που συνεπάγεται υψηλότερο κόστος ιδίων κεφαλαίων (Francis et al., 2005). Σύμφωνα με τους Charumilind et al. (2006), οι εταιρείες της Ταϊλάνδης, που είχαν αναπτύξει σχέσεις με τράπεζες και πολιτικούς, έλαβαν περισσότερα μακροπρόθεσμα δάνεια και χρειάστηκαν λιγότερες εγγυήσεις, κατά τη διάρκεια της περιόδου που προηγήθηκε της ασιατικής χρηματοοικονομικής κρίσης του 1997, σε σύγκριση με τις επιχειρήσεις χωρίς αυτές τις διασυνδέσεις.

Επιπρόσθετα, οι πολιτικά διασυνδεδεμένες επιχειρήσεις απολαμβάνουν ευκολότερη και φθηνότερη πρόσβαση στο δανεισμό και είναι πιο πιθανό να διασωθούν σε περιόδους χρηματοοικονομικών κρίσεων (Faccio et al., 2006). Μια συνέπεια αυτής της σιωπηρής εγγύησης είναι ότι αυτές οι επιχειρήσεις εκτίθενται σε μικρότερο κίνδυνο, κατά τη διάρκεια μίας οικονομικής ύφεσης, πράγμα το οποίο κάνει τους επενδυτές να

απαιτούν μικρότερη απόδοση, καταλήγοντας σε μείωση του κόστους κεφαλαίου. Αντίστοιχα αποτελέσματα προέκυψαν και από την έρευνα των Chaney et al. (2011), οι οποίοι υποστηρίζουν ότι οι πολιτικά διασυνδεδεμένες επιχειρήσεις, με χαμηλής ποιότητας λογιστική πληροφόρηση, δεν τιμωρούνται από τους δανειστές τους με υψηλότερα επιτόκια.

Οι Boubakri et al. (2012), εξετάζοντας τα οφέλη των πολιτικών διασυνδέσεων των επιχειρήσεων στο κόστος κεφαλαίου τους, διαπίστωσαν ότι οι επιχειρήσεις που έχουν συνάψει ισχυρές σχέσεις με άτομα της πολιτικής σκηνής μίας χώρας, απολαμβάνουν χαμηλότερο κόστος ιδίων κεφαλαίων από τις μη διασυνδεδεμένες επιχειρήσεις. Συνολικά, οι επενδυτές απαιτούν χαμηλότερο κόστος κεφαλαίου από τις επιχειρήσεις με πολιτικούς δεσμούς, γεγονός που υποδηλώνει ότι αυτού του είδους οι επιχειρήσεις θεωρούνται λιγότερο επικίνδυνες.

---

#### **2.7.4 Ο ΡΟΛΟΣ ΤΩΝ ΠΡΟΤΥΠΩΝ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗΣ ΠΛΗΡΟΦΟΡΗΣΗΣ**

---

Σύμφωνα με τη βιβλιογραφία, υπάρχουν τουλάχιστον δύο λόγοι για τους οποίους η υποχρεωτική υιοθέτηση των Διεθνών Προτύπων Χρηματοοικονομικής Πληροφόρησης (ΔΠΧΠ) μπορεί να μειώσει το κόστος των ιδίων κεφαλαίων. Αρχικά, τα ΔΠΧΠ απαιτούν μεγαλύτερη δημοσιοποίηση των χρηματοοικονομικών στοιχείων της επιχείρησης, σε σχέση με την πλειοψηφία των εθνικών λογιστικών προτύπων, πράγμα το οποίο μειώνει το κόστος των ιδίων κεφαλαίων (Lambert et al., 2007). Δεύτερον, η ύπαρξη ενιαίων λογιστικών προτύπων μπορεί να βελτιώσει τη συγκρισιμότητα των στοιχείων των επιχειρήσεων, η οποία με τη σειρά της αναμένεται να μειώσει το κόστος των ιδίων κεφαλαίων (Armstrong et al., 2010).

Η σύνδεση λογιστικών πληροφοριών και κόστους κεφαλαίου θεωρείται ένα από τα σημαντικότερα ζητήματα με τα οποία ασχολείται η λογιστική. Κατά το Levitt (1998), τα υψηλής ποιότητας λογιστικά πρότυπα μειώνουν το κόστος κεφαλαίου. Ομοίως, ο Foster (2003) ισχυρίζεται ότι όσο περισσότερες είναι οι διαθέσιμες πληροφορίες, τόσο μικρότερη είναι η αβεβαιότητα και τόσο περισσότερα χρήματα πληρώνουν οι άνθρωποι γι' αυτή την ασφάλεια. Οι Leuz και Verrecchia (2005) θεωρούν ότι ο ρόλος των αναφορών απόδοσης (π.χ. κατάσταση αποτελεσμάτων χρήσεως) είναι πολύ σημαντικός στο συντονισμό της επιχείρησης με τους επενδυτές της. Έτσι, οι αναφορές απόδοσης κακής ποιότητας αυξάνουν τον πληροφοριακό κίνδυνο (information risk), με

αποτέλεσμα οι επενδυτές να ζητούν υψηλότερες αποδόσεις, δηλαδή να αυξάνουν το κόστος των ιδίων κεφαλαίων.

Η Li (2010) εξέτασε κατά πόσον η υιοθέτηση των ΔΠΧΠ στην Ευρωπαϊκή Ένωση, το 2005, μπορεί να μειώσει το κόστος των ιδίων κεφαλαίων. Σύμφωνα με τα αποτελέσματα, η υποχρεωτική εφαρμογή των ΔΠΧΠ (2005) μειώνει σημαντικά το κόστος των ιδίων κεφαλαίων, κατά 47 μονάδες βάσης, μόνο σε χώρες με ισχυρή επιβολή των νόμων. Αντιθέτως, όσες επιχειρήσεις υιοθέτησαν τα ΔΠΧΠ πριν την υποχρεωτική εφαρμογή τους, δεν παρουσίασαν σημαντική μείωση του κόστους των ιδίων κεφαλαίων τους, μετά το 2005. Επιπλέον, η Li υποστηρίζει ότι η αύξηση της διαφάνειας και η ενίσχυση της συγκρισιμότητας των πληροφοριών είναι δύο μηχανισμοί που βρίσκονται πίσω από τη μείωση του κόστους των ιδίων κεφαλαίων.

Τα ανωτέρω αποδεικνύουν πόσο σημαντικό ρόλο διαδραματίζουν οι λογιστικές πληροφορίες και τα λογιστικά πρότυπα που ακολουθεί μία επιχείρηση. Εάν η ακρίβειά τους είναι μεγάλη, το κόστος κεφαλαίου μειώνεται. Επιπλέον, η δημοσιοποίηση οικονομικών στοιχείων μπορεί να επηρεάσει το κόστος κεφαλαίου, καθώς μειώνεται το πρόβλημα της ασύμμετρης πληροφόρησης ή / και τα σφάλματα εκτίμησης.

---

## **2.7.5 Ο ΡΟΛΟΣ ΤΗΣ ΠΑΓΚΟΣΜΙΟΠΟΙΗΣΗΣ ΤΩΝ ΑΓΟΡΩΝ**

---

Προς το τέλος του Δευτέρου Παγκοσμίου Πολέμου, οι παγκόσμιες αγορές χαρακτηρίζονταν από πολυάριθμους φραγμούς στην ελεύθερη κυκλοφορία των κεφαλαίων, όπως το υψηλό κόστος συναλλαγών και οι περιορισμοί στην κίνηση του κεφαλαίου. Επιπλέον, οι αγορές μετοχών ήταν λιγότερο ανεπτυγμένες και χαρακτηρίζονταν από χαμηλή ρευστότητα, ανεπαρκείς κανονισμούς και χαλαρές απαιτήσεις δημοσιοποίησης στοιχείων.

Σύμφωνα με τη μελέτη των Errunza και Miller (2000), τα ανωτέρω είχαν τις ακόλουθες σημαντικές συνέπειες. Αρχικά, οι κύριοι τρόποι χρηματοδότησης ήταν η αυτοχρηματοδότηση και ο τραπεζικός δανεισμός. Δεύτερον, οι αγορές κινητών αξιών (securities markets), ιδίως στην περίπτωση των αναδυόμενων οικονομιών, ήταν προσιτές μόνο από την κυβέρνηση και τις μεγάλες επιχειρήσεις. Τέλος, οι εθνικές αγορές κεφαλαίων ήταν μικρές, αδρανείς και κατακερματισμένες, με τους εγχώριους επενδυτές να κατέχουν το μεγαλύτερο μέρος των εγχώριων μετοχών. Οι φραγμοί αυτοί προκάλεσαν αύξηση του κόστους κεφαλαίου πολλών επιχειρήσεων.

Οι μεταρρυθμίσεις της αγοράς και η απελευθέρωσή της (liberalization), που ξεκίνησαν στις ανεπτυγμένες οικονομίες τη δεκαετία του 1970 και στις αναδυόμενες οικονομίες κατά το δεύτερο ήμισυ της δεκαετίας του 1980, οδήγησαν στην απομάκρυνση πολλών εξ' αυτών των εμποδίων. Πλέον, υπήρχε η δυνατότητα δημιουργίας ξένων χαρτοφυλακίων επενδύσεων, με τους επενδυτές να μοιράζονται τον επενδυτικό κίνδυνο με καλύτερο τρόπο και τις επιχειρήσεις να έχουν πρόσβαση σε μία νέα πηγή κεφαλαίου και να βιώνουν μία μείωση του κόστους κεφαλαίου τους (Errunza & Miller, 2000). Η ίδια άποψη είχε διατυπωθεί νωρίτερα από το Stulz (1999), ο οποίος υποστηρίζει ότι η παγκοσμιοποίηση μειώνει το κόστος των ιδίων κεφαλαίων, διότι τόσο η αναμενόμενη απόδοση που απαιτούν οι επενδυτές για να επενδύσουν σε μετοχές, όσο και το κόστος αντιπροσώπευσης μειώνονται. Ο Errunza (2001) επισημαίνει ότι η ουσία αυτής της αντίστροφης σχέσης είναι η μετάβαση από την τοπική τιμολόγηση και τη στενή μετοχική βάση στην παγκόσμια τιμολόγηση και μία πιο διαφοροποιημένη διεθνή μετοχική βάση, που ενισχύει το διεθνή καταμερισμό του κινδύνου.

Οι Bekaert et al. (2005) και ο Mitton (2006) υποστηρίζουν ότι η απελευθέρωση της χρηματιστηριακής αγοράς παρέχει πολλά οφέλη στις επιχειρήσεις και την οικονομία. Για παράδειγμα, σε επίπεδο επιχείρησης, η απελευθέρωση της χρηματιστηριακής αγοράς τείνει να μειώσει το κόστος ιδίων κεφαλαίων, ως αποτέλεσμα της μεγαλύτερης κατανομής του κινδύνου μεταξύ εγχώριων και ξένων επενδυτών. Με τη σειρά του, αυτό το χαμηλότερο κόστος ιδίων κεφαλαίων οδηγεί σε μείωση των περιορισμών στη χρηματοδότηση, αύξηση των επενδύσεων και βελτίωση της λειτουργικής απόδοσης. Περαιτέρω, οι Mitton και O'Connell (2010) δείχνουν ότι αυτά τα πραγματοποιηθέντα οφέλη επιδρούν θετικά επί της αξίας της επιχείρησης.

Οι Kwabi et al. (2016) μελέτησαν 44 χώρες (ανεπτυγμένες και αναδυόμενες), κατά το χρονικό διάστημα 2010-2014, με σκοπό να εξάγουν συμπεράσματα για το ποιες είναι οι επιδράσεις της αυξημένης διεθνούς διαφοροποίησης των εγχώριων και των ξένων επενδυτών στο κόστος κεφαλαίου μίας χώρας. Παρατήρησαν, λοιπόν, ότι οι ανεπτυγμένες χώρες εμφανίζουν χαμηλότερο κόστος κεφαλαίου σε σχέση με τις αναδυόμενες. Αυτό σημαίνει ότι, σε σύγκριση με τις επενδύσεις στις αναδυόμενες αγορές, οι επενδυτές εφαρμόζουν σημαντικά χαμηλότερα επιτόκια προεξόφλησης (discount rates) κατά την αξιολόγηση των έργων σε ανεπτυγμένες αγορές. Από την πλευρά του διεθνούς καταμερισμού του κινδύνου, οι επενδυτές στις ανεπτυγμένες αγορές απολαμβάνουν σημαντικό διεθνή καταμερισμό του κινδύνου, καθώς εμφανίζουν σημαντικά μικρότερες εγχώριες προκαταλήψεις, σε σχέση με εκείνους στις αναδυόμενες αγορές. Ομοίως, οι επενδυτές με διεθνή χαρτοφυλάκια προτιμούν περισσότερο τις ανεπτυγμένες αγορές και όχι τις αναδυόμενες.

Οι Brogaard et al. (2015) παρατήρησαν ότι το κόστος κεφαλαίου των επιχειρήσεων στις πιο ολοκληρωμένες αγορές επηρεάζεται εντονότερα από την παγκόσμια αβεβαιότητα (αυξάνεται καθώς αυξάνεται η αβεβαιότητα), ενώ το κόστος κεφαλαίου στις πιο κατακερματισμένες αγορές επηρεάζεται πιο πολύ από την εγχώρια αβεβαιότητα.

Από την έρευνα των Doidge et al. (2007) προέκυψε πως οι επιχειρήσεις που σχεδιάζουν να αποκτήσουν πρόσβαση σε αγορές κεφαλαίων - ειδικά εκείνες που έχουν σημαντικές ευκαιρίες ανάπτυξης και δεν μπορούν να χρηματοδοτηθούν εσωτερικά - υιοθετούν μηχανισμούς που τις δεσμευτούν για καλύτερη διακυβέρνηση. Παράλληλα, οι επιχειρήσεις που έχουν πρόσβαση στις ξένες αγορές κεφαλαίων, είναι λιγότερο εξαρτημένες από την οικονομική ανάπτυξη της χώρας τους. Ως αποτέλεσμα, οι επιχειρήσεις σε ανεπαρκώς ανεπτυγμένες χώρες είναι ευκολότερο να αποκτήσουν κεφάλαια και γι' αυτό έχουν περισσότερα κίνητρα να υιοθετήσουν μία καλή εταιρική διακυβέρνηση. Εν γένει, όταν μία επιχείρηση μπορεί να επιλέξει εάν θα συμμετέχει ή όχι στις διεθνείς αγορές κεφαλαίου, η απόφασή της να μην συμμετέχει μπορεί να αποκαλύψει σημαντικές πληροφορίες για την αξία της.

Οι Bekaert και Harvey (2003) σημειώνουν ότι παρά την απελευθέρωση των χρηματοοικονομικών αγορών (financial liberalization), μπορεί να υπάρξουν σημαντικά έμμεσα εμπόδια (π.χ. ασυμμετρία πληροφόρησης, πολιτικοί και δημοσιονομικοί κίνδυνοι, υψηλότερο κόστος συναλλαγών κ.ά.) στις επενδύσεις σε διεθνή χαρτοφυλάκια. Η παρουσία αυτών των έμμεσων εμποδίων στις διεθνείς επενδύσεις, έχουν ως αποτέλεσμα οι διεθνείς κεφαλαιαγορές να είναι, σε κάποιο βαθμό, τμηματοποιημένες, καθώς οι επενδυτές παρουσιάζουν εγχώριες (home biases) και διεθνείς προκαταλήψεις (foreign biases) στη διεθνή κατανομή του χαρτοφυλακίου τους. Οι εγχώριες προκαταλήψεις σχετίζονται με το φαινόμενο των υποβέλτιστων υψηλότερων επενδύσεων στη χώρα από εγχώριους επενδυτές και οδηγούν σε ανεπαρκή καταμερισμό του κινδύνου σε διεθνές επίπεδο. Ομοίως, οι διεθνείς προκαταλήψεις αναφέρονται στην τάση των ξένων επενδυτών να υποεπενδύουν ή να υπερεπενδύουν στις διεθνείς αγορές.

Οι Kwabi et al. (2016) εντοπίζουν ισχυρές ενδείξεις ότι ο υψηλότερος βαθμός εγχώριων προκαταλήψεων σχετίζεται με υψηλότερο κόστος κεφαλαίου. Αυτό δείχνει ότι οι χώρες με εγχώριες προκαταλήψεις στις διεθνείς επενδύσεις χαρτοφυλακίου, εμφανίζουν χαμηλότερο βαθμό ενοποίησης με τις παγκόσμιες αγορές κεφαλαίου, πράγμα το οποίο οδηγεί σε υψηλότερο κόστος κεφαλαίου. Αντίστοιχα, ο υψηλότερος βαθμός ξένων προκαταλήψεων προς μια χώρα, δηλαδή η ευνοϊκότερη κατανομή επενδύσεων από

ξένους επενδυτές, σχετίζεται με χαμηλότερο κόστος κεφαλαίου, χάρη στον υψηλότερο βαθμό ολοκλήρωσης της αγοράς.

## **2.8 ΑΝΑΛΥΣΗ ΤΩΝ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΚΡΙΣΕΩΝ**

---

### **2.8.1 ΓΕΝΙΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ**

---

Η οικονομική κρίση προκύπτει από την διατάραξη της οικονομικής ισορροπίας και την εξασθένηση όλων των οικονομικών παραγόντων εξαιτίας ξαφνικών και απροσδόκητων γεγονότων που εμφανίζονται λόγω τοπικών ή παγκόσμιων αιτιών, όπως τα οικονομικά και διοικητικά προβλήματα, η διαφθορά, η διατάραξη του φορολογικού συστήματος, τα προβλήματα πληρωμής του εξωτερικού χρέους, η αδυναμία εισαγωγής αρκετού εξωτερικού κεφαλαίου, τα προβλήματα ανεργίας ή ακόμα και οι φυσικές καταστροφές (Erol et al., 2011).

Σύμφωνα με τη βιβλιογραφία, κάθε κρίση προκύπτει από διαφορετικά αίτια, επηρεάζεται από διαφορετικούς παράγοντες, εμφανίζεται με διαφορετική μορφή και εκδηλώνεται σε διαφορετική έκταση και ένταση. Ωστόσο, όλες οι κρίσεις που έχουν ξεσπάσει κατά καιρούς χαρακτηρίζονται από υψηλό αίσθημα αβεβαιότητας, κινδύνου και ανασφάλειας, ραγδαίες μεταβολές των συνθηκών της αγοράς, διαταραχές του ρυθμού και της συνήθους λειτουργίας της κοινωνίας και συνεχή προβολή και έντονη κριτική από τα Μέσα Μαζικής Ενημέρωσης.

Οι επιπτώσεις από την εμφάνιση μιας οικονομικής κρίσης μπορεί να είναι καταστροφικές τόσο για μία αναπτυσσόμενη όσο και για μία ανεπτυγμένη χώρα. Οι πιο συνήθεις επιπτώσεις μίας οικονομικής κρίσης είναι τα προβλήματα ρευστότητας σε τράπεζες και επιχειρήσεις, η δυσκολία παροχής δανείων, η μείωση του κύκλου εργασιών, της παραγωγής και του τζίρου των επιχειρήσεων, η χρεοκοπία επιχειρήσεων, οι μαζικές απολύσεις εργαζομένων και η υψηλή ανεργία, καθώς και η μείωση του εθνικού εισοδήματος και της κατανάλωσης. Στη συνέχεια, γίνεται αναλυτική παρουσίαση των επιπτώσεων των σημαντικότερων παγκόσμιων οικονομικών κρίσεων.

Οι οικονομικές κρίσεις δεν αποτελούν ένα νέο φαινόμενο. Η παγκόσμια οικονομία έχει κατά καιρούς πληγεί από κρίσεις, με την τρέχουσα κρίση να μην είναι πιθανότατα και η



τελευταία. Ακολουθεί μία παρουσίαση της ασιατικής κρίσης του 1997 και της παγκόσμιας κρίσης του 2008, καθώς η πλειοψηφία των ερευνών που παρουσιάζονται στην παρούσα μελέτη σχετίζεται μαζί τους. Αυτές οι δύο κρίσεις προκάλεσαν σημαντική οικονομική αναταραχή σε παγκόσμια κλίμακα και οδήγησαν στην εκτεταμένη αναδιάρθρωση του τραπεζικού και του χρηματοπιστωτικού τομέα (Espenlaub et al., 2012).

---

## **2.8.2 Η ΚΡΙΣΗ ΣΤΗΝ ΑΝΑΤΟΛΙΚΗ ΑΣΙΑ (1997 – 1998)**

---

Η χρηματοοικονομική κρίση στην ανατολική Ασία, το 1997, η οποία ξεκίνησε από την Ταϊλάνδη, επηρέασε σοβαρά τις κεφαλαιαγορές της περιοχής, με σημαντικές εκροές ξένων επενδύσεων, καθώς οι διεθνείς επενδυτές άρχισαν να ανησυχούν για το μεγαλύτερο κίνδυνο στις πληγείσες χώρες. Η εξεύρεση κεφαλαίων έγινε πιο δαπανηρή, λόγω των υψηλότερων αμοιβών κινδύνου που επιδεινώθηκαν από το υψηλότερο επίπεδο των επιτοκίων που απαιτούνταν για την υποστήριξη των τοπικών νομισμάτων.

Οι Corsetti et al. (1999) μελέτησαν τα αίτια της ασιατικής οικονομικής, νομισματικής και χρηματοπιστωτικής κρίσης, κατά τα έτη 1997 – 1998 και παρουσίασαν τις δύο επικρατέστερες θεωρίες. Σύμφωνα με την πρώτη, οι αιφνίδιες αλλαγές των προσδοκιών της αγοράς και η απώλεια εμπιστοσύνης αποτέλεσαν τις κυριότερες πηγές της αρχικής χρηματοπιστωτικής αναταραχής και της διάδοσής της, τόσο χρονικά όσο και χωρικά. Ενώ οι μακροοικονομικές επιδόσεις ορισμένων χωρών είχαν επιδεινωθεί από τα μέσα της δεκαετίας του 1990, η έκταση και το βάθος της κρίσης του 1997 – 1998 πρέπει να αποδοθεί στον πανικό που επικράτησε από την πλευρά των εγχώριων και των διεθνών επενδυτών. Παράλληλα, το φαινόμενο ενισχύθηκε εξαιτίας της λανθασμένης πολιτικής που ακολουθήθηκε, ως απάντηση, από το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο (ΔΝΤ) και τη διεθνή οικονομική κοινότητα.

Σύμφωνα με τη δεύτερη άποψη, η ασιατική κρίση αντανάκλα δομικά προβλήματα και ζητήματα πολιτικής στις χώρες της περιοχής. Η νομισματική και χρηματοπιστωτική κρίση ενεργοποιήθηκε από κάποιες θεμελιώδεις ανισορροπίες, παρόλο που η υπερβολική αντίδραση της αγοράς, όταν άρχισε η κρίση, προκάλεσε “βουτιά” των συναλλαγματικών ισοτιμιών, των τιμών των περιουσιακών στοιχείων και της οικονομικής δραστηριότητας.



Οι Johnson et al. (2000), στηριζόμενοι σε προηγούμενες έρευνες σχετικά με την ερμηνεία της ασιατικής κρίσης κατά τα έτη 1997 – 1998, παρατηρούν ότι υπήρξε μία απώλεια εμπιστοσύνης από εγχώριους και ξένους επενδυτές σε όλες τις αναδυόμενες αγορές. Αυτό οδήγησε σε μείωση των εισροών κεφαλαίου και αύξηση των εκροών, που με τη σειρά τους προκάλεσαν, σε ορισμένες περιπτώσεις, μία πολύ μεγάλη ονομαστική υποτίμηση και ένα χρηματιστηριακό κραχ.

---

### **2.8.3 Η ΠΑΓΚΟΣΜΙΑ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΡΙΣΗ (2008)**

---

Η χρονική περίοδος από τις αρχές της δεκαετίας του 1990 μέχρι και το 2007, με εξαίρεση κάποιες διακοπές λόγω των οικονομικών κρίσεων στις αναπτυσσόμενες χώρες, χαρακτηριζόταν από το χαμηλό και συνεχώς μειούμενο κόστος κεφαλαίου και την ταχεία αύξηση των εκδόσεων ιδίων κεφαλαίων και δανεισμού, σε όλες τις αγορές. Με το δανεισμό να αυξάνεται με ταχύτερο ρυθμό από ό,τι τα ίδια κεφάλαια, παρατηρήθηκε και μία αύξηση της μόχλευσης σε όλο τον κόσμο. Παρόλα αυτά, η “έκρηξη” της άντλησης κεφαλαίων τελείωσε, όταν ξέσπασε η οικονομική κρίση, τον Αύγουστο του 2007 (Hale, 2011).

Σύμφωνα με τον Kirkpatrick (2009), στα μέσα του 2008, ήταν σαφές ότι η κρίση της αγοράς ενυπόθηκων δανείων υψηλού κινδύνου στις Η.Π.Α. και η σχετιζόμενη με αυτήν κρίση ρευστότητας, είχαν έναν σημαντικό αντίκτυπο στα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα και τις τράπεζες σε πολλές χώρες. Πολλά χρηματοπιστωτικά ιδρύματα τόσο στις Η.Π.Α. (π.χ. Citibank, Merrill Lynch) όσο και στην Ευρώπη (π.χ. UBS, Credit Suisse), συνέχισαν να σηκώνουν το βάρος επιπλέον χρηματοδοτήσεων, εμφάνισαν περισσότερες πραγματοποιηθείσες ζημιές, ενώ, σε ορισμένες περιπτώσεις αποδυναμώθηκαν και οι υφιστάμενοι μέτοχοί τους. Η κρίση εντάθηκε κατά το τρίτο τρίμηνο του 2008, με ένα σημαντικό αριθμό καταρρεύσεων - ειδικά της Lehman Brothers - και μία γενικευμένη απώλεια εμπιστοσύνης που έπληξε όλα τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα. Ως αποτέλεσμα, πολλές τράπεζες στην Ευρώπη και τις Η.Π.Α. απέτυχαν, ενώ άλλες ανακεφαλαιοποιήθηκαν προς το τέλος του 2008. Η ανάκαμψη των αγορών ξεκίνησε από τον Απρίλιο του 2009, υπό την έννοια ότι η χρηματιστηριακή αγορά ανέκαμψε από τα χαμηλότερα επίπεδά της και τα πιστωτικά spreads μειώθηκαν από το υψηλότερο επίπεδό τους.

Η παγκόσμια πιστωτική κρίση του 2007 – 2008 αποτέλεσε τη βαθύτερη οικονομική ύφεση που γνώρισε η αγορά, μετά την μεγάλη κρίση του 1929. Παρά το γεγονός ότι υπάρχει μία ασάφεια ως προς τα αίτια της κρίσης, είναι ευρέως αποδεκτό ότι αυτή είναι αποτέλεσμα μίας σειράς παραμέτρων, των οποίων τα αίτια βρίσκονται στο 2006 (Pavlatos and Kostakis, 2015). Σύμφωνα με τον Gregoriou (2009), παρά το γεγονός ότι η κρίση αποδόθηκε, αρχικά, στην αποτυχία του χρηματοπιστωτικού τομέα, η κατάρρευση της αγοράς ακινήτων των Η.Π.Α. και η επακόλουθη αδυναμία απαλλαγής από τα ενυπόθηκα δάνεια υψηλού κινδύνου, οδήγησαν, τελικά, σε μία μεγάλη πιστωτική κρίση. Αντιθέτως, υπάρχουν άλλοι μελετητές που υποστηρίζουν ότι αν και η αγορά κατοικίας ενεργοποίησε την κρίση, το τραπεζικό σύστημα ήταν ήδη επιρρεπές, λόγω του χαμηλού κόστους δανεισμού, της περίπλοκης οικονομικής πολιτικής των Η.Π.Α. και της έκθεσής του σε “τοξικά” προϊόντα.

Πολλοί μελετητές υποστηρίζουν ότι η πιο πιθανή αιτία της κρίσης ήταν οι ανεπάρκειες του τομέα διακυβέρνησης των επιχειρήσεων. Κατά την άποψη αυτή, τα διοικητικά συμβούλια αδυνατούσαν να παρακολουθήσουν τα στελέχη και να αξιολογήσουν τους κινδύνους που αυτά αναλάμβαναν (Muller-Kahle and Lewellyn, 2011). Κάποιοι άλλοι εντόπισαν διαρθρωτικά προβλήματα στις επιχειρήσεις, οι οποίες αδυνατούσαν να διαχειριστούν τους κινδύνους, να αξιολογήσουν την πιστοληπτική τους ικανότητα και να ακολουθήσουν τα ισχύοντα πρότυπα χρηματοοικονομικής πληροφόρησης (Conyon et al., 2011). Στο ίδιο πνεύμα, ο Καπιτσίνης (2011) υποστηρίζει ότι οι παράγοντες που οδήγησαν στην κρίση ήταν το επίπεδο της ανάπτυξης, η υπερβολική εξάρτηση από το χρηματοπιστωτικό τομέα και η εφαρμοστέα πολιτική των επιχειρήσεων.

Σε ό,τι αφορά στην ευρωζώνη, η παγκόσμια οικονομική κρίση προκάλεσε μία βαθιά οικονομική και πολιτική κρίση. Πέρα από αυτό, η κρίση στην ευρωζώνη είναι μία κρίση δημόσιου χρέους (sovereign debt crisis), μία κρίση του ευρωπαϊκού εγχειρήματος και των τρόπων λήψης αποφάσεων βάσει αυτού, με συνέπειες για τη σταθερότητα και τις συμμαχίες μεταξύ των ευρωπαϊκών κρατών. Ένα από τα πιο σημαντικά χαρακτηριστικά της κρίσης αυτής είναι ο διαφορετικός γεωγραφικός της αντίκτυπος. Αναλυτικότερα, η γεωγραφία της ευρωκρίσης είναι σαφώς ορατή σε επίπεδο έθνους – κράτους και οι άνισες γεωγραφικές της επιπτώσεις μπορούν να επεκταθούν σε πολλές χώρες της Ευρώπης. Επιπλέον, ο χάρτης της οικονομικής ανθεκτικότητας είναι εξαιρετικά διαφοροποιημένος, τόσο μεταξύ των εθνικών κρατών όσο και στο εσωτερικό αυτών (Martin, 2011, Doran and Fingleton, 2013, Capello et al., 2015).

Η παγκόσμια οικονομική κρίση δεν άφησε ανεπηρέαστη ούτε την Ελλάδα, αν και οι αρχικές επιπτώσεις ήταν σχετικά ήπιες. Αυτό οφείλεται κυρίως στη σχετικά μικρή

σύνδεση του ελληνικού τραπεζικού συστήματος με το αμερικάνικο και το βρετανικό και στην έλλειψη σημαντικών επενδύσεων των ελληνικών χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων σε “τοξικά” χρηματοπιστωτικά προϊόντα (Kotios et al., 2011). Η Ελλάδα βίωσε μία φάση ανάπτυξης, ιδιαίτερα μετά τη φιλοξενία των Ολυμπιακών Αγώνων του 2004, ωστόσο, μετά το 2008, το ΑΕΠ της μειώθηκε δραματικά, όπως συνέβη και σε άλλες ανεπτυγμένες χώρες της Ευρωζώνης (European Commission, 2010). Το 2009, το ελληνικό δημοσιονομικό έλλειμμα και το χρέος ανήλθαν σε ακραία επίπεδα και στη συνέχεια, τα spreads δανεισμού αυξήθηκαν σημαντικά. Ωστόσο, έρευνες αποκαλύπτουν ότι η τρέχουσα οικονομική κατάσταση της Ελλάδας είναι κυρίως αποτέλεσμα της κακής διαχείρισης των οικονομικών και της άδικης φορολογίας.

---

#### **2.8.4 ΕΠΙΠΤΩΣΕΙΣ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΚΡΙΣΕΩΝ**

---

Παρά το γεγονός ότι η κρίση του 2007 ξεκίνησε από λίγες ανεπτυγμένες χώρες, η επακόλουθη παγκόσμια ύφεση εξαπλώθηκε γρήγορα προς τις αναπτυσσόμενες χώρες μέσω των οικονομικών και εμπορικών διαύλων. Το αρχικό σοκ στο χρηματοπιστωτικό σύστημα των Η.Π.Α. προκάλεσε διαταραχές στα χρηματοπιστωτικά συστήματα αρκετών προηγμένων ευρωπαϊκών οικονομιών, αλλά και σε όλο τον κόσμο. Σταδιακά, αυτό το σοκ διαβιβάστηκε στην πραγματική οικονομία, με την οικονομική κρίση να προκαλεί εξαιρετική συρρίκνωση της οικονομικής δραστηριότητας, του εμπορίου και των διεθνών ροών κεφαλαίου. Συγκεκριμένα, βάσει της έκθεσης του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου για το 2011 (International Monetary Fund, World Economic Outlook, 2011), η παγκόσμια παραγωγή μειώθηκε κατά 0,5% το 2009 (σε ετήσια βάση) (στις προηγμένες οικονομίες ήταν περίπου 3,5%) και ο όγκος του παγκόσμιου εμπορίου μειώθηκε κατά σχεδόν 12%.

Ωστόσο, ο αντίκτυπος της κρίσης στην οικονομική δραστηριότητα διαφοροποιήθηκε ευρύτατα μεταξύ των χωρών. Αυτό μπορεί να αντικατοπτρίζει διαφορές στον βαθμό έκθεσης και την ευπάθεια στις πραγματικές και οικονομικές διαταραχές, καθώς και να αντανακλά την ετερογένεια των μακροοικονομικών και θεσμικών πλαισίων, όπως και των μέτρων που υιοθετήθηκαν. Η ετερογένεια, σε επίπεδο επιχείρησης, εμφανίζεται μεταξύ και εντός των χωρών, ενώ, σε επίπεδο χώρας, εξαρτάται από τον τρόπο αντίδρασης κάθε κλάδου στην κρίση. Γενικά, οι συνέπειες της κρίσης στις επιχειρήσεις εξαρτώνται από τον κλάδο της οικονομίας στον οποίο ανήκουν, το βαθμό έκθεσής τους στο διεθνές εμπόριο και τη χρηματοδότηση, την ένταση του δανεισμού, τα ταμειακά

διαθέσιμα, τη γεωγραφική θέση, την πολιτική που ακολουθεί κάθε χώρα και τα ισχύοντα θεσμικά πλαίσια (Medina, 2012). Δεδομένου ότι το κόστος κεφαλαίου διαδραματίζει ουσιαστικό ρόλο στις επιχειρηματικές αποφάσεις, αποτελεί έναν από τους κύριους παράγοντες που επηρεάζονται από την οικονομική κρίση σε κάθε αγορά.

Ο Rietz (1988) διατύπωσε για πρώτη φορά την άποψη ότι το υψηλό επίπεδο των ασφαλιστρών κινδύνου των ιδίων κεφαλαίων είναι αποτέλεσμα έκτακτων γεγονότων, όπως η οικονομική κρίση ή ο πόλεμος. Η αύξηση των ασφαλιστρών κινδύνου των ιδίων κεφαλαίων που παρουσιάζεται σε περιόδους κρίσης, αντικατοπτρίζει το γεγονός ότι ένας λογικός επενδυτής απαιτεί υψηλότερες αποδόσεις για να αντισταθμίσει τον κίνδυνο των χρηματοπιστωτικών κρίσεων. Σε αυτό το πλαίσιο, οι Bartram και Bodnar (2009) μελέτησαν το πώς οι παγκόσμιες αγορές μετοχών (η αγορά των Η.Π.Α., οι ανεπτυγμένες αγορές και οι αναδυόμενες αγορές) συμπεριφέρθηκαν κατά τη διάρκεια της πρόσφατης κρίσης. Βρήκαν ότι η μεταβλητότητα των αποδόσεων και των τριών αγορών μετοχών ήταν πανομοιότυπη και συγκεκριμένα, αυξήθηκε σχεδόν τέσσερις φορές πάνω από το κανονικό επίπεδο.

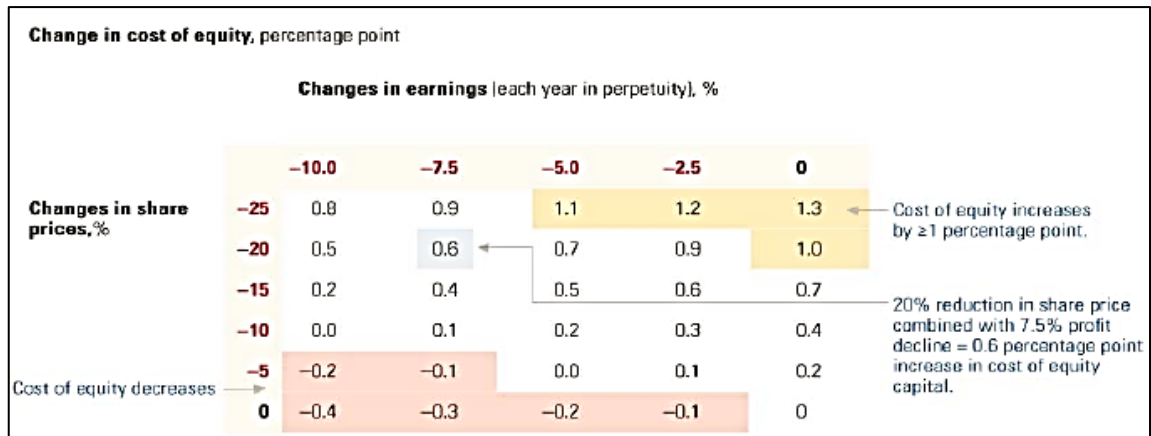
Οι Deesomsak et al. (2004), μελετώντας τη χρηματοοικονομική κρίση του 1997, στις χώρες της ανατολικής Ασίας, κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι αυτή επηρέασε σημαντικά τις αποφάσεις κεφαλαιακής διάρθρωσης των επιχειρήσεων, αποδεικνύοντας ότι οι μεγάλες αλλαγές στο συνολικό οικονομικό περιβάλλον μπορούν να μεταβάλουν σημαντικά τους καθοριστικούς παράγοντες των αποφάσεων μίας επιχείρησης. Συνολικά, υποστηρίζουν ότι η κεφαλαιακή διάρθρωση μίας επιχείρησης δεν είναι προϊόν μόνο των δικών της χαρακτηριστικών γνωρισμάτων, αλλά και αποτέλεσμα της εταιρικής διακυβέρνησης, του νομικού πλαισίου και του θεσμικού περιβάλλοντος της χώρας όπου αυτή δραστηριοποιείται. Συνεπώς, για την κατανόηση όλων των αποφάσεων των επιχειρήσεων, προτείνουν την προσεχτική εξέταση των διαφόρων θεσμικών και νομικών παραγόντων, καθώς και των εγχώριων και διεθνών οικονομικών συνθηκών.

Οι Deesomsak et al. (2004) αναφέρουν, επίσης, ότι οι σημαντικοί παράγοντες για την διάρθρωση του κεφαλαίου, κατά τη διάρκεια και μετά την κρίση, είναι η ρευστότητα, το μέγεθος της επιχείρησης και το φορολογικό όφελος, ενώ η απτότητα (tangibility) και η μεταβλητότητα των κερδών δεν είναι τόσο σημαντικές. Με την ασιατική οικονομική κρίση ασχολήθηκαν και οι Kim et al. (2006). Υποστηρίζουν ότι η ασιατική οικονομική κρίση επηρέασε σημαντικά τις ασιατικές χρηματοπιστωτικές αγορές και ιδιαίτερα την αγορά της Κορέας. Ειδικότερα, οι αναπτυσσόμενες και κερδοφόρες κορεάτικες μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις, μετά το ξέσπασμα της κρίσης, προσπάθησαν να

αποφύγουν τον κίνδυνο, καταφεύγοντας στην εσωτερική χρηματοδότηση αντί του δανεισμού.

Κατά τη διάρκεια μίας οικονομικής κρίσης, παρατηρείται μία αρνητική σχέση ανάμεσα στην αξία της επιχείρησης και το ρίσκο που αυτή αναλαμβάνει, καθώς αυξάνεται ο κίνδυνος χρεοκοπίας. Επιπλέον, η οικονομική κρίση έχει μεγαλύτερες αρνητικές επιπτώσεις στην αξία των επιχειρήσεων που έχουν χαμηλές ταμειακές ροές και μικρή ρευστότητα, όπως και σε αυτές που αντιμετωπίζουν οικονομικά προβλήματα και έχουν υψηλή μόχλευση, ειδικά στην περίπτωση που έχουν αναπτύξει ισχυρούς δεσμούς με το εγχώριο τραπεζικό σύστημα. Τέλος, όσο χειρότερη ήταν η απόδοση της επιχείρησης στο παρελθόν, τόσο περισσότερες δυσκολίες θα κληθεί να αντιμετωπίσει κατά τη διάρκεια μίας κρίσης (Baek et al., 2004).

Οι Dobbs et al. (2009), σε έρευνα που πραγματοποίησαν για λογαριασμό της McKinsey & Company, δεν εντόπισαν κανένα στοιχείο που να αποδεικνύει σημαντική αύξηση του κόστους των μακροπρόθεσμων κεφαλαίων, παρά την πτώση των χρηματιστηριακών αξιών και την αύξηση των spreads του εταιρικού δανεισμού. Βέβαια, τονίζουν ότι υπάρχει πιθανότητα αύξησης του κόστους κεφαλαίου κατά τα επόμενα χρόνια, με την εξέλιξη της ύφεσης. Παράλληλα, σημειώνουν ότι η ανάλυσή τους πραγματοποιήθηκε σε ονομαστική βάση, το οποίο συνεπάγεται ότι για να παραμείνει το πραγματικό κόστος κεφαλαίου αμετάβλητο, θα πρέπει ο μακροπρόθεσμος πληθωρισμός να κυμανθεί μεταξύ του 2% και του 3%. Αναλυτικότερα, αναφέρουν ότι ο αποπληθωρισμός ή τα υψηλά επίπεδα πληθωρισμού για μεγάλο χρονικό διάστημα θα μπορούσαν να μεταβάλλουν τόσο την άποψη των επενδυτών για τον κίνδυνο, όσο και το πραγματικό κόστος του κεφαλαίου. Βάσει της ανάλυσής τους, παρέχουν έναν πίνακα εκτίμησης της μεταβολής του κόστους των ιδίων κεφαλαίων. Σύμφωνα με αυτόν, για να αυξηθεί το κόστος ιδίων κεφαλαίων κατά μία ποσοστιαία μονάδα, οι τιμές των μετοχών θα πρέπει να μειωθούν κατά 25% από τα φυσιολογικά τους επίπεδα, ενώ τα κέρδη να παραμείνουν σχετικά σταθερά. Στην περίπτωση μίας μεγαλύτερης μείωσης των κερδών, θα προκύψει μία ακόμη μικρότερη αύξηση του κόστους κεφαλαίου.



**ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 2. 1: ΜΕΤΑΒΟΛΗ ΤΟΥ ΚΟΣΤΟΥΣ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΒΑΣΕΙ ΤΩΝ ΜΕΤΑΒΟΛΩΝ ΤΩΝ ΤΙΜΩΝ ΤΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ ΚΑΙ ΤΩΝ ΚΕΡΔΩΝ**

Πηγή: *Dobbs, R., Jiang, B., and Koller, T. M. (2009) 'Why the crisis hasn't shaken the cost of capital', McKinsey on Finance, Perspectives on Corporate Finance and Strategy, No. 30, pp.27*

Σύμφωνα με τους Bartrama και Bodnar (2009), η κρίση μετέβαλε τις πρόσφατα αποκτηθείσες αντιλήψεις των επενδυτών για τον κίνδυνο των επενδύσεων σε ίδια κεφάλαια και τα οφέλη της παγκόσμιας διαφοροποίησης. Αναλυτικότερα, αν και η τραπεζική κρίση ξεκίνησε από τις αρχές του 2007, η αγορά των μετοχών αντέδρασε κατά τον Ιούλιο / Αύγουστο του 2008, με την πραγματική κατάρρευση να ξεκινά στα μέσα Σεπτεμβρίου 2008, με την πτώχευση της Lehman και τη διάσωση της AIG. Ενώ, λοιπόν, οι παγκόσμιες αγορές μετοχών είχαν κεφαλαιοποίηση άνω των \$51 τρισεκατομμυρίων, μέχρι τον Οκτώβριο του 2007, όσα ακολούθησαν κατά τους επόμενους 17 μήνες αποτέλεσαν τη μεγαλύτερη καταστροφή της αξίας του μετοχικού κεφαλαίου στην ιστορία. Συγκεκριμένα, μέχρι το τέλος Φεβρουαρίου του 2009, η παγκόσμια κεφαλαιοποίηση της αγοράς μετοχών ανήλθε σε μόλις \$22 τρισεκατομμύρια, δηλαδή, υπήρξε μία μείωση της αξίας των ιδίων κεφαλαίων κατά \$29 τρισεκατομμύρια, περίπου. Αυτή η απώλεια πλούτου για τους κατόχους ιδίων κεφαλαίων ισοδυναμεί σε αξία με το 50%, περίπου, του παγκόσμιου ΑΕΠ για το 2007.

Η έρευνα των Duchin et al. (2010) μελετά τις επιδράσεις της οικονομικής κρίσης, που ξεκίνησε τον Αύγουστο του 2007, στις εταιρικές επενδύσεις. Σύμφωνα με αυτούς, η κρίση αντιπροσωπεύει ένα ανεξερεύνητο αρνητικό σοκ για την απόκτηση εξωτερικής χρηματοδότησης από τα μη χρηματοπιστωτικά ιδρύματα. Τα αποτελέσματά τους δείχνουν ότι οι εταιρικές επενδύσεις μειώθηκαν κατά 6,4%, μετά την έναρξη της κρίσης

(1η Ιουλίου 2007). Αυτή η μείωση των επενδύσεων μετά την κρίση είναι σημαντικά μεγαλύτερη για τις επιχειρήσεις που είναι οικονομικά επιβαρυνμένες ή δραστηριοποιούνται σε κλάδους έντονα εξαρτημένους από την εξωτερική χρηματοδότηση, έχουν χαμηλά ταμειακά αποθέματα ή υψηλό καθαρό βραχυπρόθεσμο δανεισμό.

Οι επιπτώσεις της κρίσης στο δυνητικό ΑΕΠ εμφάνισαν μεγάλες διαφοροποιήσεις μεταξύ των χωρών, αντανακλώντας, εν μέρει, διαφορές στο μέγεθος του σοκ και τις διαρθρωτικές πολιτικές (OECD, 2010). Συνολικά, τα δύο τρίτα των χωρών του Οργανισμού Οικονομικής Συνεργασίας και Ανάπτυξης (ΟΟΣΑ) παρουσίασαν ευρεία μείωση του δυνητικού ΑΕΠ, λόγω του υψηλότερου κόστους κεφαλαίου, κυρίως, αλλά και λόγω της πτώσης της δυνητικής απασχόλησης. Το υψηλότερο κόστος κεφαλαίου, που οφείλεται στη μακροχρόνια αύξηση των ασφαλιστρών κινδύνου, σε συνδυασμό με την απότομη πτώση των επενδύσεων, αντικατοπτρίζουν, εν μέρει, τη μόνιμη επιστροφή σε υψηλότερα επίπεδα αποστροφής του κινδύνου (OECD, 2009). Σύμφωνα με τον ΟΟΣΑ (OECD, 2009), οι επιπτώσεις της κρίσης στο δυνητικό ΑΕΠ εκτιμώνται μέσω δύο διακριτών καναλιών. Το πρώτο αφορά στη μείωση των δυνατοτήτων απασχόλησης, η οποία οφείλεται κυρίως στην αύξηση της διαρθρωτικής ανεργίας (structural unemployment), ενώ, το δεύτερο στην αρνητική επίδραση ενός διαρκώς υψηλότερου κόστους κεφαλαίου, λόγω του υψηλότερου ασφαλιστρου κινδύνου των μετοχών.

Η πληθώρα των προβλημάτων που αντιμετώπισε ο τραπεζικός τομέας, κατά τη διάρκεια της κρίσης, υποδηλώνει ότι οι επιχειρήσεις των οποίων η χρηματοδότηση και η επενδυτική πολιτική εξαρτώνται από τις τράπεζες, παρουσιάζουν μία πτώση του δανεισμού με την έναρξη της κρίσης. Για να αντιμετωπίσουν αυτή τη μείωση, οι επιχειρήσεις θα πρέπει είτε να εκδώσουν περισσότερες μετοχές, είτε να χρησιμοποιήσουν τα ταμειακά τους διαθέσιμα (Leary, 2009). Βέβαια, σύμφωνα με τους Kahle και Stulz (2013), ο αντίκτυπος της κρίσης σε μία πηγή χρηματοδότησης της επιχείρησης μπορεί να περιοριστεί σε περίπτωση που η επιχείρηση έχει πρόσβαση σε εναλλακτικές πηγές, εκτός από τον τραπεζικό δανεισμό, όπως η χρήση των ταμειακών διαθεσίμων, ο δανεισμός από μη τραπεζικούς χρηματοπιστωτικούς ενδιάμεσους (non-bank financial intermediaries), ή η πώληση περιουσιακών στοιχείων. Αναλυτικότερα, οι Kahle και Stulz (2013) διαπίστωσαν ότι η έκδοση δανεισμού αυξήθηκε κατά το πρώτο έτος της κρίσης για τους περισσότερους τύπους επιχειρήσεων. Επιπρόσθετα, η έκδοση μετοχικού κεφαλαίου μειώθηκε κατά 53% το πρώτο έτος της κρίσης, ενώ, μετά την πτώση της Lehman, μειώθηκε κατά ένα πρόσθετο 32%, σε σχέση με τα προ κρίσης



επίπεδα. Ωστόσο, από τον Απρίλιο του 2009 και έπειτα, εμφανίστηκε σημαντικά αυξημένη, σε σχέση με το έτος πριν από την κρίση.

Σύμφωνα με τη Mokhona (2011), οι κύριες συνέπειες της κρίσης ήταν η χαμηλότερη απόδοση των επενδύσεων, η μειωμένη ρευστότητα, η επαναξιολόγηση των κινδύνων, η δυσκολία εύρεσης μακροπρόθεσμων δανείων και άλλων χρηματοοικονομικών πόρων, τα υψηλότερα spreads, η χαμηλή διαθεσιμότητα πιστώσεων και η ανάγκη για κρατικές εγγυήσεις. Έτσι, κατέληξε στο συμπέρασμα ότι η οικονομική κρίση του 2008 είχε μεγάλη επίδραση στο κόστος κεφαλαίου, από την πλευρά του κόστους των ιδίων κεφαλαίων και από την πλευρά του κόστους δανεισμού.

Όπως αναφέρει ο Jones (2011) ερμηνεύοντας το παρακάτω γράφημα (Διάγραμμα 2. 2), η οικονομική κρίση επηρέασε δραστικά τις χρηματιστηριακές αγορές προς τα τέλη του 2008 και τις αρχές του 2009, με τους δείκτες FTSE100 και της εταιρείας Imperial Tobacco να δείχνουν μία σημαντική μείωση της αξίας. Ωστόσο, η μετοχή της Imperial Tobacco δεν εμφάνισε τόσο μεγάλη πτώση, αφού είναι μία επιχείρηση χαμηλού επιχειρηματικού κινδύνου, της οποίας τα εμπορεύματα (τσιγάρα, πούρα, καπνός και χαρτί καπνού) είναι σχετικά σταθερά προϊόντα, με την κατανάλωσή τους να επηρεάζεται ελάχιστα και μόνο από τις αλλαγές στο εισόδημα.



ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 2. 2: ΠΟΣΟΣΤΙΑΙΕΣ ΑΛΛΑΓΕΣ ΣΤΙΣ ΤΙΜΕΣ ΤΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ ΓΙΑ ΤΟΥΣ ΔΕΙΚΤΕΣ IMT ΚΑΙ FTSE 100 ΓΙΑ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ ΙΑΝΟΥΑΡΙΟΣ 2007 – ΔΕΚΕΜΒΡΙΟΣ 2010

Πηγή: Jones, S. (2011) 'Discuss the potential impact of the recent financial crisis on the capital structure of UK companies', *Norwich Economic Papers, University of East Anglia*.



Οι Zarebski και Dimovski (2012) αναφέρουν ότι μετά την κρίση, η χρήση βραχυπρόθεσμου δανεισμού φαίνεται να είναι μία στρατηγική που χρησιμοποιείται από τις μικρότερες επιχειρήσεις για δύο λόγους. Πρώτον, η συχνότερη ανανέωση των βραχυπρόθεσμων δανείων μείωσε τον κίνδυνο αθέτησης των υποχρεώσεων, γιατί οι μικρότερες επιχειρήσεις δεν είχαν άλλη επιλογή χρηματοδότησης και ήταν δύσκολο να προσελκύσουν ίδια κεφάλαια. Δεύτερον, τα ίδια κεφάλαια μπορούσαν να αποκτηθούν δύσκολα και με υψηλό κόστος.

Οι Chor και Manova (2012) υποστηρίζουν ότι οι “κινήσεις” του κόστους κεφαλαίου, κατά τη διάρκεια μίας κρίσης, μπορούν να έχουν μεγάλες πραγματικές επιπτώσεις στο εμπόριο, βραχυπρόθεσμα, ακόμα και όταν τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα παραμένουν αμετάβλητα. Συγκεκριμένα, παρατήρησαν ότι η αύξηση του κόστους κεφαλαίου είχε μεγαλύτερη επίδραση στη διάρθρωση του εμπορίου και όχι στην παραγωγή. Το συμπέρασμα αυτό βρίσκεται σε άμεση συνάρτηση με τη μεγαλύτερη πτώση των εμπορικών ροών σε σχέση με το ΑΕΠ, καθώς και με την άποψη ότι η οικονομική κρίση στρεβλώνει περισσότερο τη διασυνοριακή δραστηριότητα και όχι τις εγχώριες συναλλαγές. Οι χώρες στις οποίες το κόστος κεφαλαίου δεν μειώθηκε πολύ αποδείχθηκε ότι είχαν χειρότερη συνολική απόδοση στο εμπόριο, σε σύγκριση με τις χώρες όπου τα διατραπεζικά επιτόκια μειώθηκαν πολύ περισσότερο.

Οι Amann και Jaussaud (2012) μελέτησαν τις οικογενειακές και μη οικογενειακές επιχειρήσεις της Ιαπωνίας, χρησιμοποιώντας ένα δείγμα 1271 επιχειρήσεων. Σύμφωνα με τα αποτελέσματά τους, οι οικογενειακές επιχειρήσεις εμφανίζουν μεγαλύτερη ανθεκτικότητα, τόσο κατά τη διάρκεια όσο και μετά από μία οικονομική κρίση, σε σύγκριση με τις μη οικογενειακές επιχειρήσεις. Συγκεκριμένα, οι οικογενειακές επιχειρήσεις καταφέρνουν να αντισταθούν καλύτερα στην ύφεση, να ανακάμψουν ταχύτερα και να εμφανίσουν υψηλότερες επιδόσεις και ισχυρότερες χρηματοοικονομικές δομές σε βάθος χρόνου.

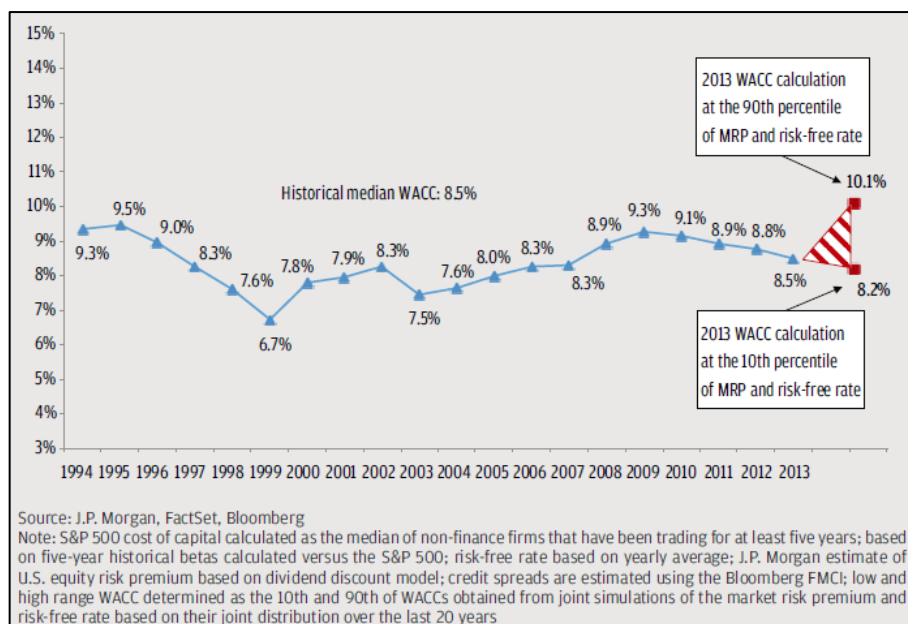
Όπως υποστηρίζεται από τους Gitman και Zutter (2014), οι περίοδοι αβεβαιότητας κάνουν αβέβαιο και το κόστος κεφαλαίου των επιχειρήσεων. Καθώς οι χρηματοπιστωτικές αγορές των Η.Π.Α. βίωναν και συνέρχονταν από την οικονομική κρίση του 2008 και τη μεγάλη ύφεση του 2009, οι επιχειρήσεις “πάλευαν” να παρακολουθήσουν το κόστος κεφαλαίου τους, δεδομένου ότι οι επιμέρους δαπάνες κινούνταν γρήγορα, για την αντιμετώπιση της αναταραχής των χρηματοπιστωτικών αγορών. Η οικονομική κρίση ώθησε το κόστος του δανεισμού σε ένα σημείο όπου το μακροπρόθεσμο χρέος ήταν απρόσιτο και οδήγησε τις αποδόσεις των ομολόγων του

Δημοσίου (Treasury bonds) σε ιστορικά χαμηλά επίπεδα, καθιστώντας τις προβλέψεις για το κόστος των ιδίων κεφαλαίων αδικαιολόγητα χαμηλές.

Οι Harrison και Widjaja (2013) μελέτησαν την επιρροή της χρηματοοικονομικής κρίσης του 2008 στο κόστος κεφαλαίου των επιχειρήσεων. Παρατήρησαν ότι ο αριθμοδείκτης της χρηματιστηριακής προς τη λογιστική αξία (M/B ratio) ασκούσε μεγαλύτερη επίδραση στην επιλογή της κεφαλαιακής δομής κατά τη διάρκεια του 2008, από ό, τι πριν το 2008. Αντιθέτως, ο συντελεστής της κερδοφορίας ασκούσε μικρότερη επιρροή από ό, τι πριν την κρίση. Επιπρόσθετα, το πρόσημο του συντελεστή του μεγέθους της επιχείρησης είναι πλέον αρνητικό, δηλαδή ακριβώς αντίθετο από την αρχική κατάσταση, δείχνοντας ότι οι μικρότερες επιχειρήσεις είναι πιθανότερο να μην μπορούν να καταφύγουν στον εσωτερικό δανεισμό και να εξαρτώνται περισσότερο από τα εξωτερικά κεφάλαια.

Οι Nestorovski και Naumoski (2013) αναφέρουν ότι κατά τη διάρκεια της οικονομικής ύφεσης παρατηρείται πτώση των χρηματιστηριακών δεικτών και των αποδόσεων των μετοχών και κατ' επέκταση, μείωση του ασφαλιστικού κινδύνου των μετοχών. Σε περιόδους οικονομικής κρίσης παρατηρείται αύξηση της αποστροφής του κινδύνου μεταξύ των συμμετεχόντων στην αγορά, λόγω της αβεβαιότητας για το τί θα συμβεί στο μέλλον. Ως εκ τούτου, είναι λογικό ότι οι επενδυτές θα απαιτήσουν υψηλότερη αποζημίωση με τη μορφή πρόσθετης απόδοσης για την επένδυση σε μετοχές κατά τη διάρκεια της οικονομικής ύφεσης, από ό,τι κατά τη διάρκεια της επεκτατικής φάσης του επιχειρηματικού κύκλου. Όπως έχει ήδη αναφερθεί, αυτή η επιπλέον απόδοση, που θα πρέπει να τονώσει τις επενδύσεις, είναι το ασφαλιστικού κινδύνου των μετοχών.

Σε έρευνα των Zenner et al. (2014) περιγράφεται ότι ενώ το κόστος δανεισμού μειώθηκε σε χαμηλά επίπεδα ρεκόρ, κατά την περίοδο μετά την κρίση, το κόστος των ιδίων κεφαλαίων παρέμεινε σχετικά σταθερό. Δεδομένου ότι οι περισσότερες μεγάλες επιχειρήσεις των Η.Π.Α. χρηματοδοτούνται κατά κύριο λόγο με ίδια κεφάλαια, το μέσο σταθμισμένο κόστος κεφαλαίου δεν μειώνεται ανάλογα με τα επιτόκια. Η μελέτη εκτιμά το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου (WACC) του 2013 για τις S&P 500 επιχειρήσεις στο 8,5%, το οποίο δεν απέχει πολύ από τον ιστορικό μέσο, ο οποίος βρίσκεται στο 8,3%. Σημειώνεται, μάλιστα, ότι παρά το πρωτοφανές χαμηλό κόστος δανεισμού, οι επιχειρήσεις δεν βίωσαν σημαντική μείωση του κόστους κεφαλαίου. Αυτό οφείλεται στο γεγονός ότι τα χαμηλά επιτόκια δανεισμού αντισταθμίστηκαν από το σχετικά σταθερό κόστος ιδίων κεφαλαίων και τη μειωμένη μόχλευση της αγοράς (market – based leverage).



### ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 2. 3: ΙΣΤΟΡΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ S&P 500 ΚΟΣΤΟΥΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ

Πηγή: Zenner, M., Junek, E. and Chivukula, R. (2014) 'Bridging the gap between interest rates and investments', *Journal of Applied Corporate Finance*, 26(4), pp. 75–80. doi: 10.1111/jacf.12091.

Οι Iqbal και Kume (2015) μελέτησαν την επίδραση της πρόσφατης χρηματοοικονομικής κρίσης στις αποφάσεις κεφαλαιακής διάρθρωσης των επιχειρήσεων του Ηνωμένου Βασιλείου, της Γαλλίας και της Γερμανίας. Σύμφωνα με τα αποτελέσματά τους, οι δείκτες μόχλευσης αυξήθηκαν κατά την περίοδο της κρίσης (2008 – 2009) και μειώθηκαν μετά την κρίση (2010 – 2011), στις επιχειρήσεις του Ηνωμένου Βασιλείου και της Γερμανίας. Τόσο τα επίπεδα των ιδίων κεφαλαίων όσο και του δανεισμού μεταβλήθηκαν κατά τη διάρκεια της κρίσης, αλλά και μετά την κρίση. Επιπρόσθετα, τα ευρήματα αποκαλύπτουν ότι οι επιχειρήσεις, με συντηρητική κεφαλαιακή διάρθρωση σε σχέση με τον κλάδο, προ κρίσης, βίωσαν μία σταδιακή αύξηση της μόχλευσης κατά τη διάρκεια της κρίσης και μετά την κρίση. Ωστόσο, οι επιχειρήσεις, με υψηλότερες αναλογίες κεφαλαιακής διάρθρωσης από τον κλάδο, προ κρίσης, αντιμετώπισαν μία σημαντική μείωση των δεικτών μόχλευσης, ιδίως κατά την περίοδο μετά την κρίση, κυρίως λόγω αλλαγών στα επίπεδα των ιδίων κεφαλαίων τους.

Οι Matthiesen και Salzmann (2015) παρατήρησαν ότι πριν από την κρίση, η εταιρική κοινωνική ευθύνη έχει αρνητική, αλλά στατιστικά ασήμαντη, επίδραση στο κόστος των ιδίων κεφαλαίων. Ωστόσο, σε περιόδους κρίσης και μετά από αυτές, ο συντελεστής της

εταιρικής κοινωνικής ευθύνης είναι στατιστικά σημαντικός, δείχνοντας ότι η κρίση αυξάνει την ευαισθητοποίηση σε θέματα εταιρικής κοινωνικής ευθύνης.

Οι Persakis και Iatridis (2015) διερεύνησαν τη συμπεριφορά του κόστους κεφαλαίου κατά την κρίση, υπό το πρίσμα της κατηγοριοποίησης των χωρών βάσει της προστασίας που προσφέρουν στους επενδυτές. Στην ομάδα 1 ανήκουν οι χώρες με ισχυρή προστασία των μετόχων και επιβολή των νόμων, στην ομάδα 2 τοποθετούνται οι χώρες με μέτρια επιβολή του νόμου και στην ομάδα 3 οι χώρες με ασθενή προστασία των μετόχων και επιβολή του νόμου. Τα αποτελέσματά τους αποδεικνύουν ότι η παγκόσμια οικονομική κρίση του 2008 είχε θετική επίδραση στο κόστος ιδίων κεφαλαίων για όλες τις ομάδες και στο κόστος δανεισμού για τις ομάδες 1 και 2. Το κόστος των ιδίων κεφαλαίων και το κόστος δανεισμού συνδέονται αρνητικά με την παρουσία των Big Four, ανεξάρτητα από την ομάδα στην οποία ανήκει η επιχείρηση. Επιπλέον, η έρευνα εντοπίζει μία αρνητική σχέση ανάμεσα στο κόστος κεφαλαίου και στην ποιότητα των κερδών, πριν και κατά τη διάρκεια της κρίσης.

Οι Blasco et al. (2015) μελέτησαν την επίδραση της οικονομικής κρίσης στο κόστος κεφαλαίου δύο κλάδων της ισπανικής οικονομίας. Ο πρώτος ήταν η βιομηχανία τροφίμων, ένας σχετικά σταθερός κλάδος, με χαμηλή εισοδηματική ελαστικότητα ζήτησης. Ο δεύτερος κλάδος που μελέτησαν ήταν ο κατασκευαστικός, ο οποίος γνώρισε μία τεράστια ανάπτυξη, πριν την κρίση, αλλά, υπέστη τις σοβαρότερες συνέπειες από την ύφεση. Η εξέλιξη του κόστους κεφαλαίου, κατά την περίοδο 1998-2013, δείχνει ότι το κόστος κεφαλαίου της βιομηχανίας τροφίμων είναι πολύ σταθερό, ενώ, το κόστος κεφαλαίου του κατασκευαστικού κλάδου εμφανίζει μία απότομη μείωση, λόγω της δραματικής πτώσης των κερδών του. Επιπλέον, οι ερευνητές παρατηρούν ότι το κόστος των ιδίων κεφαλαίων είναι ο πιο σημαντικός παράγοντας στην εξέλιξη του κόστους κεφαλαίου της βιομηχανίας τροφίμων. Αντιθέτως, για τον κατασκευαστικό κλάδο, η μεγαλύτερη επιρροή προέρχεται από το κόστος δανεισμού, λόγω της υψηλής μόχλευσης που τον χαρακτηρίζει.

Σημειώνεται, ακόμα, ότι σε περιόδους οικονομικής κρίσης, ο δανεισμός έχει υψηλότερα επιτόκια στα πρώτα στάδια, ενώ, κατά τα τελευταία στάδια, τα επιτόκια δανεισμού μπορεί να μειωθούν, χάρη στην προσπάθεια των κυβερνήσεων να ενθαρρύνουν την οικονομική ανάπτυξη. Από την άλλη πλευρά, τα αρνητικά εταιρικά αποτελέσματα μπορούν να οδηγήσουν σε αρνητική απόδοση των επενδύσεων. Ανάλογα, λοιπόν, με την εξέλιξη όλων αυτών των παραγόντων, οι ερευνητές καταλήγουν ότι το κόστος κεφαλαίου μπορεί να μειωθεί ή να αυξηθεί, αυξάνοντας ή μειώνοντας την αξία των επιχειρήσεων, αντίστοιχα.

## 2.9 ΤΑ ΕΠΟΜΕΝΑ ΒΗΜΑΤΑ ΓΙΑ ΤΟ ΚΟΣΤΟΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ

---

Ο τρόπος που τα στελέχη επιλέγουν να επενδύσουν τα διαθέσιμα κεφάλαια μίας επιχείρησης, θα καθοδηγήσει τη στρατηγική της και θα καθορίσει την ανταγωνιστικότητά της, κατά την επόμενη δεκαετία κι έπειτα. Σε βραχυχρόνιο επίπεδο, οι παρούσες αποφάσεις που αφορούν τα διαθέσιμα κεφάλαια, θα επηρεάσουν τη χρόνια κατάσταση ανεργίας που πλήττει τον ανεπτυγμένο κόσμο και την αργή οικονομική ανάκαμψη. Οι επιχειρήσεις θα πρέπει να διεκπεραιώνουν τις υποθέσεις τους με αποφασιστικότητα και στρατηγική ώστε να καταφέρουν να ανταποκριθούν έγκαιρα στις δυσάρεστες οικονομικές αλλαγές. Επιπλέον, οι επενδύσεις στα δεδομένα και στα συστήματα αποτελούν μία σημαντική πρόκληση και μία περιοχή που θα αναλάβει σημαντικά κονδύλια τα επόμενα χρόνια.

Οι Middelmann και Heppelmann (2011) παρατηρούν ότι στον απόηχο της κρίσης, πολλοί CEOs και CFOs είναι προσεκτικοί και σπάνια εκμεταλλεύονται το οικονομικό περιθώριο που ανέκτησαν πρόσφατα. Κάποιοι από αυτούς μειώνουν το δανεισμό περαιτέρω, αυξάνοντας το ποσοστό των ιδίων κεφαλαίων στον ισολογισμό της εταιρείας τους. Ο λόγος αυτής της επιφυλακτικότητας είναι ότι πολλά εταιρικά στελέχη αναμένουν πως τα κεφάλαια θα είναι, σύντομα, και πάλι σε έλλειψη, καθιστώντας το κεφάλαιο ένα στρατηγικό περιουσιακό στοιχείο. Ωστόσο, σύμφωνα με την καθιερωμένη θεωρία, μία αύξηση στο ποσοστό των ιδίων κεφαλαίων στην κεφαλαιακή διάρθρωση μίας εταιρείας, θα πρέπει, αναπόφευκτα, να οδηγήσει σε μία αύξηση του κόστους κεφαλαίου.

Οι Middelmann και Heppelmann (2011) προτείνουν στους managers να λαμβάνουν υπόψη τους τα ακόλουθα:

- Το κεφάλαιο, σύντομα, θα είναι σπάνιο και ακριβό για άλλη μία φορά,
- Το μέσο κόστος κεφαλαίου (average cost of capital rate) δεν είναι κατάλληλο για τη βέλτιστη διαχείριση του κεφαλαίου,
- Ο κίνδυνος και η ωριμότητα των περιουσιακών στοιχείων καθορίζουν το κόστος του κεφαλαίου,
- Η διαχείριση χαρτοφυλακίου απαιτεί τη χρήση ενός διαφοροποιημένου και δυναμικού κόστους κεφαλαίου,
- Η κεφαλαιακή δομή θα βελτιστοποιηθεί όταν λαμβάνεται υπόψη η μέγιστη δυνατή στρατηγική ευελιξία.

Με αυτές τις αρχές, οι CEOs και οι CFOs πρέπει να εκμεταλλευτούν την παρούσα ήρεμη φάση στις κεφαλαιαγορές για να κατανοήσουν καλύτερα το κόστος κεφαλαίου των επιχειρήσεών τους και να εντοπίσουν τη βέλτιστη κεφαλαιακή διάρθρωση, καθώς και τις πιο κατάλληλες πηγές χρηματοδότησης. Αυτή η διαδικασία θα τους φανεί πολύτιμη στην αμέσως επόμενη φάση σπανιότητας των κεφαλαίων, όταν η επιτυχής κατανομή του κεφαλαίου στο εσωτερικό μίας εταιρίας θα είναι καθοριστική για το μέλλον της.

Οι κύριες δράσεις που απαιτούνται για την επίτευξη αυτών των στόχων, σύμφωνα με τους Middelmann και Herpelmann (2011), είναι οι εξής:

- Ο προσδιορισμός του κόστους κεφαλαίου, βάσει των περιουσιακών στοιχείων,
- Η ενσωμάτωση του προφίλ κινδύνου-απόδοσης στο χαρτοφυλάκιο και την εταιρική διαχείριση,
- Ο σχεδιασμός του χαρτοφυλακίου με τρόπο που να μεγιστοποιεί την αξία της εταιρείας,
- Η δημιουργία μακροπρόθεσμων στρατηγικών και η αντίστοιχη κατανομή των κεφαλαίων,
- Η ενσωμάτωση των αποτελεσμάτων στο στρατηγικό σχεδιασμό και την ανάλυση σεναρίων,
- Ο προσδιορισμός της δυναμικής κεφαλαιακής διάρθρωσης, με στόχο να διατηρηθεί η στρατηγική ευελιξία.

## **2.10 ΑΝΑΛΥΣΗ ΤΗΣ ΕΡΕΥΝΑΣ “FAMILY CONTROL AND THE IMPLIED COST OF EQUITY: EVIDENCE BEFORE AND AFTER THE ASIAN FINANCIAL CRISIS”**

---

Η παρούσα μελέτη σχετικά με το τεκμαρτό κόστος κεφαλαίου, πριν και μετά τη χρηματοοικονομική κρίση, έχει εμπνευστεί από τη δημοσιευμένη έρευνα των Boubakri et al. (2010), με τίτλο “Family control and the implied cost of equity: Evidence before and after the Asian financial crisis”.

Αντικειμενικός σκοπός της έρευνας των Boubakri et al. είναι ο εντοπισμός της σχέσης ανάμεσα στην οικογενειακή ιδιοκτησία και το κόστος αντιπροσώπευσης, η οποία είναι ορατή στο κόστος ιδίων κεφαλαίων των επιχειρήσεων. Συγκεκριμένα, οι ερευνητές

εστιάζουν στο κόστος ιδίων κεφαλαίων των οικογενειακών επιχειρήσεων της ανατολικής Ασίας πριν, κατά τη διάρκεια και αμέσως μετά την ασιατική κρίση (1997-1998).

Πηγή έμπνευσης αποτελεί η υπάρχουσα βιβλιογραφία που υπογραμμίζει τη σημασία της εταιρικής διακυβέρνησης στην ανάπτυξη της χρηματοοικονομικής αγοράς και στην αξία της επιχείρησης, καθώς και διάφορες ενδείξεις που υποστηρίζουν την επιδείνωση της κρίσης λόγω των μηχανισμών εταιρικής διακυβέρνησης, οι οποίοι σχετίζονται με τη συγκέντρωση του ελέγχου και της ιδιοκτησίας των επιχειρήσεων σε έναν μικρό αριθμό βασικών μετόχων (major shareholders).

Η έρευνα των Boubakri et al. (2010) πραγματοποιήθηκε για ένα δείγμα 566 επιχειρήσεων από οχτώ χώρες της Ανατολικής Ασίας, κατά το χρονικό διάστημα 1996-1999. Αυτό το χρονικό διάστημα καλύπτει τρεις σημαντικές περιόδους: την περίοδο πριν την κρίση στην Ανατολική Ασία (1996-1997), την περίοδο κατά τη διάρκεια της κρίσης (1997-1998) και τέλος, την περίοδο μετά την κρίση (1998-1999). Η εξέταση αυτού του είδους επιχειρήσεων οφείλεται σε δύο λόγους: οι οικογενειακές επιχειρήσεις αποτελούν έναν τύπο ιδιοκτησιακής δομής με πολλές ιδιαιτερότητες, ενώ, παράλληλα, είναι κυρίαρχες σε παγκόσμια κλίμακα και αποτελούν τον επικρατέστερο τύπο ιδιοκτησίας σε χώρες με αδύναμα θεσμικά όργανα. Σχετικά με την περίοδο εξέτασης, επιλέχθηκε η ασιατική κρίση, δεδομένου ότι οι συγκρούσεις αντιπροσώπευσης είναι πιο ορατές κατά τη διάρκεια ενός τέτοιου φαινομένου.

Για τη διεξαγωγή της έρευνας, οι μελετητές εστιάζουν στο κόστος ιδίων κεφαλαίων, αντί στην αξία της επιχείρησης. Αυτή η προσέγγιση επιλέχθηκε για τους ακόλουθους λόγους. Αρχικά, η αποτελεσματική εταιρική διακυβέρνηση βελτιώνει την αξία της επιχείρησης, μειώνοντας τα προβλήματα αντιπροσώπευσης και πληροφόρησης και κατ' επέκταση, το κόστος κεφαλαίου. Επιπρόσθετα, μία αδύναμη εταιρική διακυβέρνηση σε συνδυασμό με την ύπαρξη μεγαλομετόχων, όπως συμβαίνει στις οικογενειακές επιχειρήσεις της ανατολικής Ασίας, οδηγούν σε εκμετάλλευση των μειοψηφούντων μετόχων, επηρεάζουν το μη-διαφοροποιήσιμο κίνδυνο της επιχείρησης και φυσικά, το κόστος κεφαλαίου, ιδιαίτερα σε περιόδους κρίσης. Ένας άλλος λόγος χρήσης του κόστους ιδίων κεφαλαίων αντί της αξίας της επιχείρησης ή του μέτρου Tobin's Q (το Tobin's Q είναι ένα μέτρο των ευκαιριών ανάπτυξης της επιχείρησης) είναι ότι το κόστος ιδίων κεφαλαίων αντιδρά καλύτερα στις ετήσιες αλλαγές της εταιρικής διακυβέρνησης, χωρίς να επηρεάζεται από εξωγενείς παράγοντες που επιδρούν στη μελλοντική ανάπτυξη και κερδοφορία. Τέλος, το κόστος κεφαλαίου κατέχει εξέχοντα ρόλο στην αξιολόγηση των επενδύσεων.



Για την εκτίμηση του κόστους ιδίων κεφαλαίων χρησιμοποιήθηκαν τέσσερα διαφορετικά μοντέλα: των Ohlson και Juettner-Nauroth, του Easton, των Gebhardt, Lee και Swaminathan και των Claus και Thomas. Η τελική εκτίμηση του κόστους ιδίων κεφαλαίων κάθε επιχείρησης προκύπτει ως ο μέσος όρος των εκτιμήσεων των προαναφερθέντων μοντέλων. Η ανάλυση ακολουθεί τα εξής βήματα:

1<sup>ο</sup> Βήμα: Μονοπαραγοντική ανάλυση, χωρίζοντας το δείγμα σε οικογενειακές και μη οικογενειακές επιχειρήσεις,

2<sup>ο</sup> Βήμα: Πολυπαραγοντική ανάλυση για τον εντοπισμό του φαινομένου που επικρατεί στις οικογενειακές επιχειρήσεις και για την εξέταση της υπόθεσης ότι το φαινόμενο γίνεται πιο έντονο μετά την κρίση,

3<sup>ο</sup> Βήμα: Έλεγχοι ανθεκτικότητας (robustness checks) των αποτελεσμάτων.

Τέλος, οι ερευνητές, για να εξάγουν περισσότερα και ποιοτικότερα συμπεράσματα, χρησιμοποιούν εναλλακτικά μοντέλα υπολογισμού του κόστους ιδίων κεφαλαίων, κάνουν εναλλακτικές υποθέσεις και πραγματοποιούν επιπρόσθετους ελέγχους σε επίπεδο χώρας και επιχείρησης.

Οι ερευνητές, συγκρίνοντας το κόστος ιδίων κεφαλαίων των οικογενειακών και των μη οικογενειακών επιχειρήσεων, ανά έτος, παρατηρούν ασήμαντες διαφορές προ κρίσης. Αντιθέτως, μετά την κρίση, το κόστος ιδίων κεφαλαίων των οικογενειακών επιχειρήσεων είναι σημαντικά υψηλότερο. Συμπεραίνουν, λοιπόν, μία αλλαγή στις αντιλήψεις των επενδυτών για τις οικογενειακές επιχειρήσεις, μετά το ξέσπασμα της κρίσης, οι οποίοι πλέον απαιτούν υψηλότερα ασφάλιστρα κινδύνου από αυτές. Επιπρόσθετα, η έρευνα υποστηρίζει ότι ο οικογενειακός έλεγχος δεν σχετίζεται με το κόστος κεφαλαίου πριν την κρίση, αλλά συνδέεται με ένα υψηλότερο κόστος ιδίων κεφαλαίων μετά την κρίση.



## 2.11 ΣΥΝΔΕΣΗ ΥΠΑΡΧΟΥΣΩΝ ΕΡΕΥΝΩΝ ΜΕ ΠΑΡΟΥΣΑ ΜΕΛΕΤΗ

---

Η παρούσα έρευνα έχει ως αντικείμενο τη μελέτη του κόστους κεφαλαίου και του κόστους ιδίων κεφαλαίων πριν, κατά τη διάρκεια και μετά την παγκόσμια χρηματοοικονομική κρίση του 2008. Στόχος της είναι η κατανόηση της επίδρασης μίας κρίσης στο σημαντικό ζήτημα της χρηματοδότησης των επιχειρήσεων και η εξεύρεση τρόπων αντιμετώπισης των αρνητικών συνεπειών που ενδέχεται να προκύψουν.

Αναλυτικότερα, στο πνεύμα της έρευνας των Boubakri et al. (2010), η παρούσα μελέτη προσπαθεί να εντοπίσει τον τρόπο που το καθεστώς ιδιοκτησίας των επιχειρήσεων (οικογενειακές και μη) επηρεάζει το κόστος κεφαλαίου και το κόστος των ιδίων κεφαλαίων κατά τη διάρκεια περιόδων ομαλής ανάπτυξης, κατά τις χρηματοοικονομικές κρίσεις και στον απόηχό τους. Επιπρόσθετα, εξετάζεται και ο ρόλος που διαδραματίζουν διάφορα χαρακτηριστικά των επιχειρήσεων στον καθορισμό του κόστους κεφαλαίου και του κόστους ιδίων κεφαλαίων, κατά τη διάρκεια των προαναφερθέντων περιόδων. Τα χαρακτηριστικά που θα μελετηθούν προέκυψαν από την υπάρχουσα βιβλιογραφία και τις επιστημονικές μελέτες που αναλύθηκαν προηγουμένως.

Η συμβολή της παρούσας έρευνας στην υπάρχουσα βιβλιογραφία είναι πολλαπλή. Καταρχήν, αποτελεί μία μελέτη που εξετάζει τη σχέση κόστους ιδίων κεφαλαίων και οικογενειακού ελέγχου / ιδιοκτησίας, για μία μακρά περίοδο που περιλαμβάνει την παγκόσμια χρηματοοικονομική κρίση του 2008. Επιπλέον, θα συμβάλει στην κατανόηση της υπόθεσης σχετικά με το εάν οι οικογενειακές επιχειρήσεις συμβάλουν στην επιδείνωση της κρίσης, μέσα από τη σύνδεση της οικογενειακής ιδιοκτησίας με την εμπιστοσύνη των επενδυτών, όπως αυτή μετράται με το κόστος ιδίων κεφαλαίων.

Τα αποτελέσματα της έρευνας αναμένεται να οδηγήσουν στην καλύτερη κατανόηση της χρηματοοικονομικής κρίσης του 2008 και του αντίκτυπού της στις επιχειρήσεις. Επιπλέον, θα προκύψουν κρίσιμοι παράγοντες καθορισμού του κόστους κεφαλαίου και ιδίων κεφαλαίων, τους οποίους οι επιχειρήσεις μπορούν να λαμβάνουν υπόψη ώστε να αντιμετωπίζουν τις αλλαγές που συντελούνται στο εξωτερικό τους περιβάλλον και να επιλέγουν το βέλτιστο τρόπο χρηματοδότησής τους κάθε φορά.

## BIBΛΙΟΓΡΑΦΙΑ 2<sup>ΟΥ</sup> ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ

---

- Aboody, D. and Lev, B. (2000) 'Information asymmetry, R&D, and insider gains', *The Journal of Finance*, 55(6), pp. 2747–2766. doi: 10.1111/0022-1082.00305.
- Affleck-Graves, J., Callahan, C.M. and Chipalkatti, N. (2002) 'Earnings predictability, information asymmetry, and market liquidity', *Journal of Accounting Research*, 40(3), pp. 561–583. doi: 10.1111/1475-679x.00062.
- Amann, B. and Jaussaud, J. (2012) 'Family and non-family business resilience in an economic downturn', *Asia Pacific Business Review*, 18(2), pp. 203–223. doi: 10.1080/13602381.2010.537057.
- Ammann, M., Oesch, D. and Schmid, M.M. (2011) 'Corporate governance and firm value: International evidence', *Journal of Empirical Finance*, 18(1), pp. 36–55. doi: 10.1016/j.jempfin.2010.10.003.
- Anderson, R.C. and Reeb, D.M. (2003) 'Founding-family ownership and firm performance: Evidence from the S&P 500', *The Journal of Finance*, 58(3), pp. 1301–1327. doi: 10.1111/1540-6261.00567.
- Anderson, R.C., Mansi, S.A. and Reeb, D.M. (2003) 'Founding family ownership and the agency cost of debt', *Journal of Financial Economics*, 68(2), pp. 263–285. doi: 10.1016/s0304-405x(03)00067-9.
- Antoniou, A., Guney, Y., and Paudyal, K. (2002) 'The determinants of corporate capital structure: Evidence from European countries', University of Durham, Department of Economics and Finance.
- Armstrong, C.S., Barth, M.E., Jagolinzer, A.D. and Riedl, E.J. (2010) 'Market reaction to the adoption of IFRS in Europe', *The Accounting Review*, 85(1), pp. 31–61. doi: 10.2308/accr.2010.85.1.31.
- Arouri, M. E. H., & Jawadi, F. (2010) 'On the impacts of crisis on the risk premium: Evidence from the US stock market using a conditional CAPM', <hal-00507824>.
- Attig, N., Guedhami, O. and Mishra, D. (2008) 'Multiple large shareholders, control contests, and implied cost of equity', *Journal of Corporate Finance*, 14(5), pp. 721–737. doi: 10.1016/j.jcorpfin.2008.08.008.
- Bae, K.-H., Baek, J.-S., Kang, J.-K. and Liu, W.-L. (2012) 'Do controlling shareholders' expropriation incentives imply a link between corporate governance and firm value? Theory and evidence', *Journal of Financial Economics*, 105(2), pp. 412–435. doi: 10.1016/j.jfineco.2012.02.007.
- Baek, J.-S., Kang, J.-K., and Suh Park, K. (2004) 'Corporate governance and firm value: Evidence from the Korean financial crisis', *Journal of Financial Economics*, 71(2), pp. 265–313. doi: 10.1016/s0304-405x(03)00167-3.
- Barry, C.B. and Brown, S.J. (1985) 'Differential information and security market equilibrium', *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 20(4), p. 407-422. doi: 10.2307/2330758.

- Bartram, S.M. and Bodnar, G.M. (2009) 'No place to hide: The global crisis in equity markets in 2008/2009', *Journal of International Money and Finance*, 28(8), pp. 1246–1292. doi: 10.1016/j.jimonfin.2009.08.005.
- Bebczuk, R., and Galindo, A. J. (2010) 'Corporate leverage, the cost of capital, and the financial crisis in Latin America', Available at SSRN 1577687.
- Bebczuk, R.N. (2003) 'Asymmetric information in financial markets: Introduction and applications'. Cambridge, UK: Cambridge University Press.
- Beck, T., Levine, R. and Loayza, N. (2000) 'Finance and the sources of growth', *Journal of Financial Economics*, 58(1-2), pp. 261–300. doi: 10.1016/s0304-405x(00)00072-6.
- Bekaert, G. and Harvey, C.R. (2003) 'Emerging markets finance', *Journal of Empirical Finance*, 10(1-2), pp. 3–55. doi: 10.1016/s0927-5398(02)00054-3.
- Bekaert, G., Harvey, C. and Lundblad, C. (2005) 'Does financial liberalization spur growth?', *Journal of Financial Economics*, 77(1), pp. 3–55. doi: 10.1016/j.jfineco.2004.05.007.
- Ben-Nasr, H. and Al-Dakheel, A.M. (2014) 'The impact of earnings quality on the cost of equity: Evidence from privatized firms', *International Journal of Financial Research*, 6(1). doi: 10.5430/ijfr.v6n1p68.
- Ben-Nasr, H., Boubakri, N. and Cosset, J.-C. (2012) 'The political determinants of the cost of equity: Evidence from newly privatized firms', *Journal of Accounting Research*, 50(3), pp. 605–646. doi: 10.1111/j.1475-679x.2011.00435.x.
- Bertrand, M., & Schoar, A. (2006) 'The role of family in family firms', *The Journal of Economic Perspectives*, 20(2), 73-96. doi: 10.1257/089533006777641040
- Bhattacharya, N., Ecker, F., Olsson, P.M. and Schipper, K. (2012) 'Direct and mediated associations among earnings quality, information asymmetry, and the cost of equity', *The Accounting Review*, 87(2), pp. 449–482. doi: 10.2308/accr-10200.
- Bhattacharya, U. and Daouk, H. (2002) 'The world price of insider trading', *The Journal of Finance*, 57(1), pp. 75–108. doi: 10.1111/1540-6261.00416.
- Bhojraj, S. and Sengupta, P. (2003) 'Effect of corporate governance on bond ratings and yields: The role of institutional investors and outside Directors', *The Journal of Business*, 76(3), pp. 455–475. doi: 10.1086/344114.
- Binks, M.R., Ennew, C.T. and Reed, G.V. (1992) 'Information Asymmetries and the provision of finance to small firms', *International Small Business Journal*, 11(1), pp. 35–46. doi: 10.1177/026624269201100103.
- Blasco A., Postiguillo D., Ribal J. (2015) 'The impact of the economic crisis on the cost of capital. Evidences from Spain', 1st International Conference on Business Management, Universitat Politècnica de València, pp. 163-167. doi: 10.4995/ICBM.2015.1346
- Boubakri, N., Guedhami, O. and Mishra, D. (2010) 'Family control and the implied cost of equity: Evidence before and after the Asian financial crisis', *Journal of International Business Studies*, 41(3), pp. 451–474. doi: 10.1057/jibs.2009.77.

- Boubakri, N., Guedhami, O., Mishra, D. and Saffar, W. (2012) 'Political connections and the cost of equity capital', *Journal of Corporate Finance*, 18(3), pp. 541–559. doi: 10.1016/j.jcorpfin.2012.02.005.
- Boycko, M., Shleifer, A. and Vishny, R.W. (1996) 'A theory of Privatisation', *The Economic Journal*, 106(435), p. 309. doi: 10.2307/2235248.
- Brogaard, J., Dai, L., Ngo, P.T.H. and Zhang, B. (2015) 'The world price of political uncertainty', *SSRN Electronic Journal*. doi: 10.2139/ssrn.2488820.
- Brunnermeier, M. K. (2009) 'Deciphering the liquidity and credit crunch 2007 – 2008', *The Journal of economic perspectives*, 23(1), 77-100. doi: 10.1257/089533009797614162
- Bryant, C. (2016) 'McDonald's stock: Capital structure analysis (MCD)'. Available in: <http://www.investopedia.com/articles/markets/052016/mcdonalds-stock-capital-structure-analysis-mcd.asp>
- Burkart, M., Panunzi, F. and Shleifer, A. (2003) 'Family firms', *The Journal of Finance*, 58(5), pp. 2167–2201. doi: 10.1111/1540-6261.00601.
- Capello, R., Caragliu, A. and Fratesi, U. (2015) 'Spatial heterogeneity in the costs of the economic crisis in Europe: Are cities sources of regional resilience?', *Journal of Economic Geography*, 15(5), pp. 951–972. doi: 10.1093/jeg/lbu053.
- Chaney, P.K., Faccio, M. and Parsley, D. (2011) 'The quality of accounting information in politically connected firms', *Journal of Accounting and Economics*, 51(1-2), pp. 58–76. doi: 10.1016/j.jacceco.2010.07.003.
- Charumilind, C., Kali, R. and Wiwattanakantang, Y. (2006) 'Connected lending: Thailand before the financial Crisis\*', *The Journal of Business*, 79(1), pp. 181–218. doi: 10.1086/497410.
- Chava, S. (2014) 'Environmental Externalities and cost of capital', *Management Science*, 60(9), pp. 2223–2247. doi: 10.1287/mnsc.2013.1863.
- Chen, C., Dai, Z., Shackelford, D. and Zhang, H. (2011) 'Does financial constraint affect shareholder taxes and the cost of equity capital?', *National Bureau of Economic Research*. doi: 10.3386/w17169
- Chen, C.J., Ding, Y. and Kim, C. (2010) 'High-level politically connected firms, corruption, and analyst forecast accuracy around the world', *Journal of International Business Studies*, 41(9), pp. 1505–1524. doi: 10.1057/jibs.2010.27.
- Chen, K. C., Chen, Z., & Wei, K. C. (2004) 'Disclosure, corporate governance, and the cost of equity capital in emerging markets', *Hong Kong University of Science and Technology, Department of Accounting, Working Paper*.
- Chen, K.C.W., Chen, Z. and Wei, K.C.J. (2009) 'Legal protection of investors, corporate governance, and the cost of equity capital', *Journal of Corporate Finance*, 15(3), pp. 273–289. doi: 10.1016/j.jcorpfin.2009.01.001.

Chor, D. and Manova, K. (2012) 'Off the cliff and back? Credit conditions and international trade during the global financial crisis', *Journal of International Economics*, 87(1), pp. 117–133. doi: 10.1016/j.jinteco.2011.04.001.

Claessens, S., Djankov, S. and Klapper, L. (2003) 'Resolution of corporate distress in east Asia', *Journal of Empirical Finance*, 10(1-2), pp. 199–216. doi: 10.1016/s0927-5398(02)00023-3.

Clarkson, P., Guedes, J. and Thompson, R. (1996) 'On the diversification, Observability, and measurement of estimation risk', *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 31(1), p. 69-84. doi: 10.2307/2331387.

Coles, J.L., Loewenstein, U. and Suay, J. (1995) 'On equilibrium pricing under parameter uncertainty', *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 30(3), p. 347-364. doi: 10.2307/2331345.

Commission of the European Communities (2001) 'Green Paper: Promoting a European framework for corporate social responsibility', Office for Official Publications of the European Communities, Brussels.

Commission of the European Communities (2006) 'Implementing the partnership for growth and jobs: Making Europe a pole of excellence on corporate social responsibility', Brussels. Available in: <http://www.qualitynet.gr/LH2Uploads/ItemsContent/66618/European-Commission-Implementing-the-partnership-for-growth-and-jobs.pdf>

Canyon, M., Judge, W.Q. and Useem, M. (2011) 'Corporate governance and the 2008-09 financial crisis', *Corporate Governance: An International Review*, 19(5), pp. 399–404. doi: 10.1111/j.1467-8683.2011.00879.x.

Corsetti, G., Pesenti, P. and Roubini, N. (1999) 'What caused the Asian currency and financial crisis?', *Japan and the World Economy*, 11(3), pp. 305–373. doi: 10.1016/s0922-1425(99)00019-5.

Deesomsak, R., Paudyal, K. and Pescetto, G. (2004) 'The determinants of capital structure: Evidence from the Asia Pacific region', *Journal of Multinational Financial Management*, 14(4-5), pp. 387–405. doi: 10.1016/j.mulfin.2004.03.001.

Demirgüç-Kunt, A. and Maksimovic, V. (1996) 'Stock market development and financing choices of firms', *The World Bank Economic Review*, 10(2), pp. 341–369. doi: 10.1093/wber/10.2.341.

Dhaliwal, D., Heitzman, S. and Zhen Li, O. (2006) 'Taxes, leverage, and the cost of equity capital', *Journal of Accounting Research*, 44(4), pp. 691–723. doi: 10.1111/j.1475-679x.2006.00214.x.

Diamond, D.W. and Verrecchia, R.E. (1991) 'Disclosure, liquidity, and the cost of capital', *The Journal of Finance*, 46(4), pp. 1325–1359. doi: 10.1111/j.1540-6261.1991.tb04620.x.

Djankov, S., McLiesh, C. and Shleifer, A. (2007) 'Private credit in 129 countries', *Journal of Financial Economics*, 84(2), pp. 299–329. doi: 10.1016/j.jfineco.2006.03.004.

- Dobbs, R., Jiang, B., and Koller, T. M. (2009) 'Why the crisis hasn't shaken the cost of capital', *McKinsey on Finance, Perspectives on Corporate Finance and Strategy*, No. 30.
- Doidge, C., Karolyi, G. A., and Stulz, R. M. (2007) 'Why do countries matter so much for corporate governance?', *Journal of Financial Economics*, 86(1), pp. 1–39. doi: 10.1016/j.jfineco.2006.09.002.
- Donker, H. and Zahir, S. (2008) 'Towards an impartial and effective corporate governance rating system', *Corporate Governance: The international journal of business in society*, 8(1), pp. 83–93. doi: 10.1108/14720700810853428.
- Doran, J. and Fingleton, B. (2013) 'Economic shocks and growth: Spatio-temporal perspectives on Europe's economies in a time of crisis', *Papers in Regional Science*, 93, pp. S137–S165. doi: 10.1111/pirs.12048.
- Duchin, R., Ozbas, O. and Sensoy, B.A. (2010) 'Costly external finance, corporate investment, and the subprime mortgage credit crisis', *Journal of Financial Economics*, 97(3), pp. 418–435. doi: 10.1016/j.jfineco.2009.12.008.
- Durnev, A. and Kim, E.H. (2005) 'To steal or not to steal: Firm attributes, legal environment, and valuation', *The Journal of Finance*, 60(3), pp. 1461–1493. doi: 10.1111/j.1540-6261.2005.00767.x.
- Easley, D. and O'hara, M. (2004) 'Information and the cost of capital', *The Journal of Finance*, 59(4), pp. 1553–1583. doi: 10.1111/j.1540-6261.2004.00672.x.
- Eisfeldt, A.L. and Papanikolaou, D. (2013) 'Organization capital and the cross-section of expected returns', *The Journal of Finance*, 68(4), pp. 1365–1406. doi: 10.1111/jofi.12034.
- El Ghouli, S., Guedhami, O., Kwok, C.C.Y. and Mishra, D.R. (2011) 'Does corporate social responsibility affect the cost of capital?', *Journal of Banking & Finance*, 35(9), pp. 2388–2406. doi: 10.1016/j.jbankfin.2011.02.007.
- El Ghouli, S., Guedhami, O., Lennox, C.S. and Pittman, J.A. (2015) 'External versus internal monitoring: The importance of multiple large shareholders and families to auditor choice in western European firms', *SSRN Electronic Journal*, . doi: 10.2139/ssrn.1373808.
- Engelen, P.-J. and van Essen, M. (2010) 'Underpricing of IPOs: Firm-, issue- and country-specific characteristics', *Journal of Banking & Finance*, 34(8), pp. 1958–1969. doi: 10.1016/j.jbankfin.2010.01.002.
- Erb, C.B., Harvey, C.R. and Viskanta, T.E. (1996) 'Expected returns and volatility in 135 countries', *The Journal of Portfolio Management*, 22(3), pp. 46–58. doi: 10.3905/jpm.1996.409554.
- Erkens, D.H., Hung, M. and Matos, P. (2012) 'Corporate governance in the 2007–2008 financial crisis: Evidence from financial institutions worldwide', *Journal of Corporate Finance*, 18(2), pp. 389–411. doi: 10.1016/j.jcorpfin.2012.01.005.
- Erol, M., Apak, S., Atmaca, M. and Öztürk, S. (2011) 'Management measures to be taken for the enterprises in difficulty during times of global crisis: An empirical study',



Procedia - Social and Behavioral Sciences, 24, pp. 16–32. doi: 10.1016/j.sbspro.2011.09.086.

Errunza, V. (2001) 'Foreign portfolio equity investments, financial liberalization, and economic development', *Review of International Economics*, 9(4), pp. 703–726. doi: 10.1111/1467-9396.00308.

Errunza, V. R., and Miller, D. P. (2000) 'Market segmentation and the cost of the capital in international equity markets', *Journal of Financial and Quantitative analysis*, 35(04), 577-600. doi: 10.2469/dig.v31.n3.912

Espenlaub, S., Khurshed, A. and Sitthipongpanich, T. (2012) 'Bank connections, corporate investment and crisis', *Journal of Banking & Finance*, 36(5), pp. 1336–1353. doi: 10.1016/j.jbankfin.2011.11.024.

European Commission (2010) 'The economic adjustment programme for Greece - Second review - Autumn 2010', *European Economy, Occasional Papers*, No. 72, Brussels. doi: 10.2765/96888

Faccio, M., Lang, L.H.P. and Young, L. (2001) 'Dividends and Expropriation', *The American Economic Review*, 91(1), pp. 54–78. doi: 10.2307/2677898.

Faccio, M., Masulis, R.W. and McConnell, J.J. (2006) 'Political connections and corporate bailouts', *The Journal of Finance*, 61(6), pp. 2597–2635. doi: 10.1111/j.1540-6261.2006.01000.x.

Fan, J.P.H. and Wong, T.J. (2005) 'Do external auditors perform a corporate governance role in emerging markets? Evidence from east Asia', *Journal of Accounting Research*, 43(1), pp. 35–72. doi: 10.1111/j.1475-679x.2004.00162.x.

Fich, E.M. and Slezak, S.L. (2008) 'Can corporate governance save distressed firms from bankruptcy? An empirical analysis', *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 30(2), pp. 225–251. doi: 10.1007/s11156-007-0048-5.

Foster, N. (2003) 'The FASB and the capital markets', *The FASB Report*, Available in: [http://www.fasb.org/articles&reports/Foster\\_FASBReport.pdf](http://www.fasb.org/articles&reports/Foster_FASBReport.pdf)

Francis, J., LaFond, R., Olsson, P.M. and Schipper, K. (2004) 'Costs of equity and earnings attributes', *The Accounting Review*, 79(4), pp. 967–1010. doi: 10.2308/accr.2004.79.4.967.

Francis, J.R., Khurana, I.K. and Pereira, R. (2005) 'Disclosure incentives and effects on cost of capital around the world', *The Accounting Review*, 80(4), pp. 1125–1162. doi: 10.2308/accr.2005.80.4.1125.

Friedman, E., Johnson, S. and Mitton, T. (2003) 'Propping and tunneling', *Journal of Comparative Economics*, 31(4), pp. 732–750. doi: 10.1016/j.jce.2003.08.004.

Gebhardt, W.R., Lee, C.M.C. and Swaminathan, B. (2001) 'Toward an implied cost of capital', *Journal of Accounting Research*, 39(1), pp. 135–176. doi: 10.1111/1475-679x.00007.

Ghosh, S. (2007) 'Leverage, managerial monitoring and firm valuation: A simultaneous equation approach', *Research in Economics*, 61(2), pp. 84–98. doi: 10.1016/j.rie.2007.03.001.

Gibbins, M., Richardson, A. and Waterhouse, J. (1990) 'The management of corporate financial disclosure: Opportunism, Ritualism, policies, and processes', *Journal of Accounting Research*, 28(1), pp. 121–143. doi: 10.2307/2491219.

Girerd-Potin, I., Jimenez-Garcès, S. and Louvet, P. (2013) 'Which dimensions of social responsibility concern financial investors?', *Journal of Business Ethics*, 121(4), pp. 559–576. doi: 10.1007/s10551-013-1731-1.

Gitman, L.J. and Zutter, C.J. (2014) 'Principles of managerial finance', 13th edition, Chapter 9, Boston: Pearson Prentice Hall.

Gode, D. and Mohanram, P. (2003) 'Inferring the cost of capital using the Ohlson – Juettner model', *Review of Accounting Studies*, 8(4), pp. 399–431. doi: 10.1023/a:1027378728141.

Goss, A. and Roberts, G.S. (2011) 'The impact of corporate social responsibility on the cost of bank loans', *Journal of Banking & Finance*, 35(7), pp. 1794–1810. doi: 10.1016/j.jbankfin.2010.12.002.

Graham, J.R. and Harvey, C.R. (2015) 'The equity risk premium in 2015', *SSRN Electronic Journal*, . doi: 10.2139/ssrn.2611793.

Graham, J.R. and Tucker, A.L. (2006) 'Tax shelters and corporate debt policy', *Journal of Financial Economics*, 81(3), pp. 563–594. doi: 10.1016/j.jfineco.2005.09.002.

Graham, J.R., Leary, M.T. and Roberts, M.R. (2015) 'A century of capital structure: The leveraging of corporate America', *Journal of Financial Economics*, 118(3), pp. 658–683. doi: 10.1016/j.jfineco.2014.08.005.

Greenwald, B. C., Stiglitz, J. E., & Weiss, A. (1984) 'Informational imperfections in the capital market and macro-economic fluctuations', *American Economic Review* 74, pp. 194-200.

Gregoriou, N. Greg (2009) 'The banking crisis handbook', London: Taylor & Francis Group.

Grossman, S.J. and Hart, O.D. (1986) 'The costs and benefits of ownership: A theory of vertical and lateral integration', *Journal of Political Economy*, 94(4), p. 691. doi: 10.1086/261404.

Guedhami, O. and Mishra, D. (2009) 'Excess control, corporate governance and implied cost of equity: International evidence', *Financial Review*, 44(4), pp. 489–524. doi: 10.1111/j.1540-6288.2009.00227.x.

Gupta, K., Krishnamurti, C., and Tourani-Rad, A. (2010) 'Corporate governance and cost of equity: Do financial development and legal origin matter?', Doctoral dissertation, Financial Management Association.

Hail, L. and Leuz, C. (2006) 'International differences in the cost of equity capital: Do legal institutions and securities regulation matter?', *Journal of Accounting Research*, 44(3), pp. 485–531. doi: 10.1111/j.1475-679x.2006.00209.x.

Hajjiha, Z. and Sarfaraz, B. (2014) 'The Investigation of the Relationship between Corporate Social Responsibility and Debt Cost in Tehran Stock Exchange Listed



Companies', *The Journal of European Theoretical and Applied Studies*, 2(2), pp. 95–108.

Hale, G. (2011) 'Evidence on financial globalization and crisis: Capital raisings', *Work Paper Series, Federal Reserve Bank of San Francisco*. Available in: <http://www.frbsf.org/economic-research/files/wp11-04bk.pdf>

Hall, B.H., Jaffe, A. and Trajtenberg, M. (2005) 'Market value and patent citations', *The RAND Journal of Economics*, 36(1), pp. 16–38. doi: 10.2307/1593752.

Harrison, B., and Widjaja, T.W. (2013) 'Did the financial crisis impact on the capital structure of firms?', *Discussion Papers in Economics*, No. 2013/5, ISSN 1478-9396, Nottingham Trent University.

Healy, P.M. and Palepu, K.G. (2001) 'Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature', *Journal of Accounting and Economics*, 31(1-3), pp. 405–440. doi: 10.1016/s0165-4101(01)00018-0.

Hegde, S.P. and Mishra, D.R. (2014) 'Do patented innovations affect cost of equity capital?', *SSRN Electronic Journal*, . doi: 10.2139/ssrn.2385062.

Heinkel, R., Kraus, A. and Zechner, J. (2001) 'The effect of green investment on corporate behavior', *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 36(4), p. 431-449. doi: 10.2307/2676219.

Hu, J. and Lin, Z. (2014) 'The implied cost of equity capital, corporate investment and chief executive officer turnover', *Accounting & Finance*, 55(4), pp. 1041-1070. doi: 10.1111/acfi.12072.

Hung, M. and Trezevant, R. (2003) 'Insider trading and corporate governance structure: Evidence from southeast Asia', *SSRN Electronic Journal*, . doi: 10.2139/ssrn.374422.

Idialu, J. U., and Arowoshegbe, A. O. (2013) 'Toward A Reliable Cost of Capital', *Current Research Journal of Social Sciences*, 5(4), 112-120.

International Monetary Fund, *World Economic Outlook (WEO)* (2011) 'Tensions from the Two-Speed Recovery: Unemployment, Commodities, and Capital Flows', *World economic and financial surveys*. Available in: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2011/01/>

Iqbal, A. and Kume, O. (2015) 'Impact of financial crisis on firms' capital structure in UK, France, and Germany', *Multinational Finance Journal*, Vol. 18 (3/4), pp. 249-280. Available in: <https://ssrn.com/abstract=2619193>

Izzo, M.F. and Magnanelli, B.S. (2012) 'Does it pay or does firm pay? The relation between CSR performance and the cost of debt', *SSRN Electronic Journal*. doi: 10.2139/ssrn.1986131.

Jacobs, M. T., and Shivdasani, A. (2012) 'Do you know your cost of capital?', *Harvard business review*, 118.

- Jensen, M.C. and Meckling, W.H. (1976) 'Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure', *Journal of Financial Economics*, 3(4), pp. 305–360. doi: 10.1016/0304-405x(76)90026-x.
- Johnson, S., Boone, P., Breach, A. and Friedman, E. (2000) 'Corporate governance in the Asian financial crisis', *Journal of Financial Economics*, 58(1-2), pp. 141–186. doi: 10.1016/s0304-405x(00)00069-6.
- Jones, S. (2011) 'Discuss the potential impact of the recent financial crisis on the capital structure of UK companies', *Norwich Economic Papers*, University of East Anglia.
- Kahle, K.M. and Stulz, R.M. (2013) 'Access to capital, investment, and the financial crisis', *Journal of Financial Economics*, 110(2), pp. 280–299. doi: 10.1016/j.jfineco.2013.02.014.
- Kashyap, A. K., Rajan, R., & Stein, J. C. (2008) 'Rethinking capital regulation', Publisher not identified.
- Kim, E. (2006) 'The impact of family ownership and capital structures on productivity performance of Korean manufacturing firms: Corporate governance and the “chaebol problem”', *Journal of the Japanese and International Economies*, 20(2), pp. 209–233. doi: 10.1016/j.jjie.2005.02.001.
- Kim, H., Heshmati, A. and Aoun, D. (2006) 'Dynamics of capital structure: The case of Korean listed manufacturing companies', *Asian Economic Journal*, 20(3), pp. 275–302. doi: 10.1111/j.1467-8381.2006.00236.x.
- Kirkpatrick Grant (2009) 'The corporate governance lessons from the financial crisis', *OECD JOURNAL: FINANCIAL MARKET TRENDS*, Vol. 2009/1, pp. 61-87. doi: 10.1787/fmt-v2009-art3-en
- Klapper, L.F. and Love, I. (2004) 'Corporate governance, investor protection, and performance in emerging markets', *Journal of Corporate Finance*, 10(5), pp. 703–728. doi: 10.1016/s0929-1199(03)00046-4.
- Korajczyk, R., Lucas, D. and McDonald, R. (1989) 'Understanding stock price behavior around the time of equity issues', *National Bureau of Economic Research*.
- Korajczyk, R.A. and Levy, A. (2003) 'Capital structure choice: Macroeconomic conditions and financial constraints', *Journal of Financial Economics*, 68(1), pp. 75–109. doi: 10.1016/s0304-405x(02)00249-0.
- Kotios, A., Pavlidis, G. and Galanos, G. (2011) 'Greece and the Euro: The chronicle of an expected collapse', *Intereconomics*, 46(5), pp. 263–269. doi: 10.1007/s10272-011-0390-7.
- Kwabi, F., Faff, R., Marshall, A. and Thapa, C. (2016) 'Sub-optimal international portfolio allocations and the cost of capital', *Journal of Multinational Financial Management*, 35, pp. 41–58. doi: 10.1016/j.mulfin.2016.04.001.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. and Vishny, R. (2000) 'Investor protection and corporate governance', *Journal of Financial Economics*, 58(1-2), pp. 3–27. doi: 10.1016/s0304-405x(00)00065-9.

- La Porta, R., Lopez-De-Silanes, F., Shleifer, A. and Vishny, R. (2002) 'Investor protection and corporate valuation', *The Journal of Finance*, 57(3), pp. 1147–1170. doi: 10.1111/1540-6261.00457.
- Lambert, R., Leuz, C. and Verrecchia, R.E. (2007) 'Accounting information, disclosure, and the cost of capital', *Journal of Accounting Research*, 45(2), pp. 385–420. doi: 10.1111/j.1475-679x.2007.00238.x.
- Lambert, R.A., Leuz, C. and Verrecchia, R.E. (2011) 'Information asymmetry, information precision, and the cost of capital', *Review of Finance*, 16(1), pp. 1–29. doi: 10.1093/rof/rfr014.
- Leary, M.T. (2009) 'Bank loan supply, lender choice, and corporate capital structure', *The Journal of Finance*, 64(3), pp. 1143–1185. doi: 10.1111/j.1540-6261.2009.01461.x.
- Lee, C.M.C., Ng, D. and Swaminathan, B. (2003) 'International asset pricing: Evidence from the cross section of implied cost of capital', In 14th Annual Conference on Financial Economics and Accounting (FEA), SSRN Electronic Journal, . doi: 10.2139/ssrn.485762.
- Leuz, C. and Verrecchia, R.E. (2005) 'Firms' capital allocation choices, information quality, and the cost of capital', SSRN Electronic Journal, . doi: 10.2139/ssrn.495363.
- Levitt, A. (1998) 'The importance of high quality accounting standards', *Accounting Horizons*, 12(1), pp. 79–82.
- Li, S. (2010) 'Does mandatory adoption of international financial reporting standards in the European Union reduce the cost of equity capital?', *The Accounting Review*, 85(2), pp. 607–636. doi: 10.2308/accr.2010.85.2.607.
- Lim, Y. (2011) 'Tax avoidance, cost of debt and shareholder activism: Evidence from Korea', *Journal of Banking & Finance*, 35(2), pp. 456–470. doi: 10.1016/j.jbankfin.2010.08.021.
- Lombardo, D., and Pagano, M. (2002) 'Law and equity markets: a simple model.' In: 'Corporate Governance Regimes: Convergence and Diversity'. Edited by Joseph A. McCahery, Theo Raaijmakers, and Luc Renneboog. Oxford: Oxford University Press, London.
- Luo, X., Chung, C.-N., and Sobczak, M. (2008) 'How do corporate governance model differences affect foreign direct investment in emerging economies?', *Journal of International Business Studies*, 40(3), pp. 444–467. doi: 10.1057/jibs.2008.66.
- Martin, R. (2011) 'Regional economic resilience, hysteresis and recessionary shocks', *Journal of Economic Geography*, 12(1), pp. 1–32. doi: 10.1093/jeg/lbr019.
- Matthiesen, M.-L., and Salzmann, A.J. (2015) 'Corporate social responsibility and Firms' cost of capital: Does culture matter?', SSRN Electronic Journal, . doi: 10.2139/ssrn.2600542.
- Maurty, B. (2006) 'Family ownership and firm performance: Empirical evidence from western European corporations', *Journal of Corporate Finance*, 12(2), pp. 321–341. doi: 10.1016/j.jcorpfin.2005.02.002.
- May, D.O. (1995) 'Do managerial motives influence firm risk reduction strategies?', *The Journal of Finance*, 50(4), pp. 1291–1308. doi: 10.1111/j.1540-6261.1995.tb04059.x.

- McCahery, J.A., Sautner, Z. and Starks, L.T. (2016) 'Behind the scenes: The corporate governance preferences of institutional investors', *The Journal of Finance*, pp. n/a–n/a. doi: 10.1111/jofi.12393.
- McConnell, J.J. and Servaes, H. (1990) 'Additional evidence on equity ownership and corporate value', *Journal of Financial Economics*, 27(2), pp. 595–612. doi: 10.1016/0304-405x(90)90069-c.
- Medina, L. (2012) 'Spring Forward or fall back? The post-crisis recovery of firms', IMF Working Paper No. 12/292, Middle East and Central Asia Department. Available in: <https://ssrn.com/abstract=2199305>
- Middelmann, M. and Heppelmann, S. (2011) 'Completely Underestimating (once again) the Cost of Capital? The Importance of the Capital Structure and the Cost of Capital for Strategic Corporate Management', *Stern Stewart Research*, Volume 49. Available in: [http://www.sternstewart.com/files/ssco\\_studie49\\_en.pdf](http://www.sternstewart.com/files/ssco_studie49_en.pdf)
- Mikhail, M.B.B., Walther, B.R. and Willis, R.H. (2004) 'Earnings surprises and the cost of equity capital', *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 19(4), pp. 491–513. doi: 10.1177/0148558X0401900409.
- Mishra, D.R. (2014) 'The dark side of CEO ability: CEO general managerial skills and cost of equity capital', *Journal of Corporate Finance*, 29, pp. 390–409. doi: 10.1016/j.jcorpfin.2014.10.003.
- Mitton, T. (2002) 'A cross-firm analysis of the impact of corporate governance on the east Asian financial crisis', *Journal of Financial Economics*, 64(2), pp. 215–241. doi: 10.1016/s0304-405x(02)00076-4.
- Mitton, T. (2006) 'Stock market liberalization and operating performance at the firm level', *Journal of Financial Economics*, 81(3), pp. 625–647. doi: 10.1016/j.jfineco.2005.09.001.
- Mitton, T. and O'Connor, T. (2010) 'Investability and firm value', *European Financial Management*, 18(5), pp. 731–761. doi: 10.1111/j.1468-036x.2010.00573.x.
- Mokhova, N. (2011). 'The cost of capital in the present-day condition: The impact of the global financial crisis', *Economics and Management*, Vol. 16, pp. 1170-1173. Available in: <http://internet.ktu.lt/lt/mokslas/zurnalai/ekovad/16/1822-6515-2011-1170.pdf>
- Muller-Kahle, M.I. and Lewellyn, K.B. (2011) 'Did board configuration matter? The case of US Subprime lenders', *Corporate Governance: An International Review*, 19(5), pp. 405–417. doi: 10.1111/j.1467-8683.2011.00871.x.
- Murphy, K.J. and Zbojnik, J. (2007) 'Managerial capital and the market for CEOs', *SSRN Electronic Journal*. doi: 10.2139/ssrn.984376.
- Myers, S.C. (2001) 'Capital structure', *The Journal of Economic Perspectives*, 15(2), pp. 81–102. doi: 10.2307/2696593.
- Myers, S.C. and Majluf, N.S. (1984) 'Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have', *Journal of Financial Economics*, 13(2), pp. 187–221. doi: 10.1016/0304-405x(84)90023-0.

Najah, A. and Jarboui, A. (2013) 'Extra-financial disclosure and the cost of debt of big French companies', *Business Excellence and Management*, 3(4), pp. 57–69.

Nestorovski, M., and Naumoski, A. (2013) 'Economic Crisis and the Equity Risk Premium', 9th International ASECU Conference on "Systemic Economic Crisis: Current Issues and Perspectives".

O'Connor, T., Kinsella, S. and O'Sullivan, V. (2014) 'Legal protection of investors, corporate governance, and investable premia in emerging markets', *International Review of Economics & Finance*, 29, pp. 426–439. doi: 10.1016/j.iref.2013.07.003.

OECD (2009) 'Is Informal Normal? Towards More and Better Jobs in Developing Countries', Edited by: Jutting, J. P. and de Laiglesia J.R., Development Centre, Paris. Available in: <http://www.materialien.org/planet/ocedinformellersektor.pdf>

OECD (2010) 'Economic policy reforms: Going for growth 2010'. Available in: <http://www.oecd.org/eco/growth/economicpolicyreformsgoingforgrowth2010.htm>

Pandey, I.M. (2004) 'Financial Management', 8<sup>th</sup> edition, Vikas Publishing House PVT Ltd, New Delhi.

Patibandla, M. (2006) 'Equity pattern, corporate governance and performance: A study of India's corporate sector', *Journal of Economic Behavior & Organization*, 59(1), pp. 29–44. doi: 10.1016/j.jebo.2004.04.004.

Pavlatos, O. and Kostakis, H. (2015) 'Management accounting practices before and during economic crisis: Evidence from Greece', *Advances in Accounting*, 31(1), pp. 150–164. doi: 10.1016/j.adiac.2015.03.016.

Persakis, A. and Iatridis, G.E. (2015) 'Cost of capital, audit and earnings quality under financial crisis: A global empirical investigation', *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 38, pp. 3–24. doi: 10.1016/j.intfin.2015.05.011.

Porta, R.L., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. and Vishny, R. (1996) 'Law and finance', National Bureau of Economic Research. doi: 10.3386/w5661

Porta, R.L., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. and Vishny, R.W. (1998) 'Law and finance', *Journal of Political Economy*, 106(6), p. 1113. doi: 10.1086/250042.

Porta, R.L., Lopez-De-Silanes, F., Shleifer, A. and Vishny, R.W. (1997) 'Legal determinants of external finance', *The Journal of Finance*, 52(3), p. 1131-1150. doi: 10.2307/2329518.

Qian, M., Pan, H. and Yeung, B.Y. (2011) 'Expropriation of minority shareholders in politically connected firms', *SSRN Electronic Journal*, . doi: 10.2139/ssrn.1719335.

Rajan, R. and Zingales, L. (1996) 'Financial dependence and growth', National Bureau of Economic Research. doi: 10.3386/w5758

Rajan, R.G. and Zingales, L. (1995) 'What do we know about capital structure? Some evidence from international data', *The Journal of Finance*, 50(5), pp. 1421–1460. doi: 10.1111/j.1540-6261.1995.tb05184.x.

Rajan, R.G. and Zingales, L. (1998) 'Which capitalism? Lessons from the East Asian crisis', *Journal of Applied Corporate Finance*, 11(3), pp. 40–48. doi: 10.1111/j.1745-6622.1998.tb00501.x.

Ramly and Rashid, A. (2010) 'Critical review of literature on corporate governance and the cost of capital: The value creation perspective'. Available at: <http://repository.um.edu.my/id/eprint/86625> (Accessed: 10 February 2017).

Ramly, Z. (2012) 'Impact of corporate governance quality on the cost of equity capital in an emerging market: Evidence from Malaysian listed firms', *African Journal of Business Management*, 6(4). doi: 10.5897/ajbm10.1624.

Richardson, A.J. and Welker, M. (2001) 'Social disclosure, financial disclosure and the cost of equity capital', *Accounting, Organizations and Society*, 26(7-8), pp. 597–616. doi: 10.1016/s0361-3682(01)00025-3.

Richardson, A.J., Welker, M. and Hutchinson, I.R. (1999) 'Managing capital market reactions to corporate social Responsibility', *International Journal of Management Reviews*, 1(1), pp. 17–43. doi: 10.1111/1468-2370.00003.

Rietz, T.A. (1988) 'The equity risk premium a solution', *Journal of Monetary Economics*, 22(1), pp. 117–131. doi: 10.1016/0304-3932(88)90172-9.

Saad, N. M. (2010) 'Corporate governance compliance and the effects to capital structure in Malaysia', *International Journal of Economics and Finance*, 2(1), pp. 105-114.

Sharfman, M.P. and Fernando, C.S. (2008) 'Environmental risk management and the cost of capital', *Strategic Management Journal*, 29(6), pp. 569–592. doi: 10.1002/smj.678.

Shleifer, A. and Wolfenzon, D. (2002) 'Investor protection and equity markets', *Journal of Financial Economics*, 66(1), pp. 3–27. doi: 10.1016/s0304-405x(02)00149-6.

Skaife, H.A., Collins, D.W. and LaFond, R. (2004) 'Corporate governance and the cost of equity capital', *SSRN Electronic Journal*, . doi: 10.2139/ssrn.639681.

Stulz, R.M. (1999) 'Globalization, corporate finance, and the cost of capital', *Journal of Applied Corporate Finance*, 12(3), pp. 8–25. doi: 10.1111/j.1745-6622.1999.tb00027.x.

Suchard, J.-A., Pham, P.K. and Zein, J. (2007) 'Corporate governance and the cost of capital: Evidence from Australian firms', doi: 10.2139/ssrn.1015986.

Suchard, Jo-Ann, Pham, Peter K. and Zein, Jason. (2012) 'Corporate Governance and the Cost of Capital: Evidence from Australian Firms', *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 24, Issue 3, pp. 84-93, 2012; UNSW Australian School of Business Research Paper No. 2013 BFIN 03. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1015986>.

Titman, S. and Wessels, R. (1988) 'The determinants of capital structure choice', *The Journal of Finance*, 43(1), pp. 1–19. doi: 10.1111/j.1540-6261.1988.tb02585.x.

van Essen, M., Engelen, P.-J. and Carney, M. (2012) 'Does "Good" corporate governance help in a crisis? The impact of country- and firm-level governance mechanisms in the European financial crisis', *Corporate Governance: An International Review*, 21(3), pp. 201–224. doi: 10.1111/corg.12010.



van Essen, M., Strike, V.M., Carney, M. and Sapp, S. (2014) 'The resilient family firm: Stakeholder outcomes and institutional effects', *Corporate Governance: An International Review*, 23(3), pp. 167–183. doi: 10.1111/corg.12087.

Verrecchia, R.E. (2001) 'Essays on disclosure', *Journal of Accounting and Economics*, 32(1-3), pp. 97–180. doi: 10.1016/s0165-4101(01)00025-8.

Villalonga, B. and Amit, R. (2006) 'How do family ownership, control and management affect firm value?', *Journal of Financial Economics*, 80(2), pp. 385–417. doi: 10.1016/j.jfineco.2004.12.005.

Villalonga, B. and Amit, R. (2010) 'Family control of firms and industries', *Financial Management*, 39(3), pp. 863–904. doi: 10.1111/j.1755-053x.2010.01098.x.

Wald, J.K. (1999) 'How firm characteristics affect capital structure: an international comparison', *Journal of Financial Research*, 22(2), pp. 161–187. doi: 10.1111/j.1475-6803.1999.tb00721.x.

Watson, D. and Head, A. (2009) 'Corporate finance: Principles and practice', 5th edition. Harlow, England: Financial Times/Prentice Hall.

Williamson, O.E. (1985) 'The economic institutions of capitalism: Firms, markets, relational contracting', New York: Collier Macmillan.

Yeh, Y., Lee, T. and Woidtke, T. (2001) 'Family control and corporate governance: Evidence from Taiwan', *International Review of Finance*, 2(1&2), pp. 21–48. doi: 10.1111/1468-2443.00014.

Zarebski, P. and Dimovski, B. (2012) 'Determinants of capital structure of A-Reits and the global financial crisis', *Pacific Rim Property Research Journal*, 18(1), pp. 3–19. doi: 10.1080/14445921.2012.11104347.

Zenner, M., Junek, E. and Chivukula, R. (2014) 'Bridging the gap between interest rates and investments', *Journal of Applied Corporate Finance*, 26(4), pp. 75–80. doi: 10.1111/jacf.12091.

Βασιλείου Δ., Ηρειώτης, Ν. (2008) 'Χρηματοοικονομική Διοίκηση. Θεωρία και Πρακτική', Εκδόσεις Rosili, Αθήνα.

Ζάρκος, Σ. (2011) 'Η επίδραση της οικονομικής κρίσης στη χρηματοοικονομική διαχείριση των επιχειρήσεων', Το μάντζι σε καιρούς κρίσης. Διαθέσιμο στο: <http://www.alba.edu.gr/faculty/Documents/Zarkos%20siite.pdf>

Ζοπουνίδης, Κ., Βούλγαρη, Φ., Λεμονάκης, Χ., Γρηγορούδης, Ε., Καθαράκης, Μ. (2012) 'Σύγχρονα Θέματα Χρηματοδότησης και Στρατηγικού Σχεδιασμού Επιχειρήσεων', Εκδόσεις Σταμούλη, Αθήνα.

Καπιτσίνης, Ν. (2011) 'Οικονομική κρίση και ο ρόλος των κρατικών πολιτικών στη σύγχρονη παγκοσμιοποιημένη οικονομία. Η περίπτωση της Ελλάδας'. Διαθέσιμο στο: [http://www.prd.uth.gr/sites/GS\\_RSAI/CONFERENCE\\_MAY2011\\_SITE/PAPERS\\_MAY\\_2011\\_PDF\\_CD/KAPITSINIS\\_N\\_20.pdf](http://www.prd.uth.gr/sites/GS_RSAI/CONFERENCE_MAY2011_SITE/PAPERS_MAY_2011_PDF_CD/KAPITSINIS_N_20.pdf)

Χουλιάρης, Β. (2001) 'Βασικές Αρχές Χρηματοδότησης Επιχειρήσεων', Εκδόσεις Βακάλη, Θεσσαλονίκη.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3<sup>ο</sup>: ΕΜΠΕΙΡΙΚΗ ΜΕΛΕΤΗ

---

### 3.1 ΒΑΣΙΚΕΣ ΥΠΟΘΕΣΕΙΣ ΠΡΟΣ ΕΞΕΤΑΣΗ

---

Οι Boubakri et al. (2010) εξετάζουν στην έρευνά τους την άποψη ότι οι μεγάλοι μέτοχοι (large shareholders) μίας επιχείρησης εκμεταλλεύτηκαν τη θέση τους, ιδίως κατά τη διάρκεια της ασιατικής κρίσης του 1997 – 1998, προκειμένου να αποσπάσουν εταιρικούς πόρους, καθώς το αναμενόμενο ποσοστό απόδοσης των επενδύσεων μειώθηκε. Κατά αντιστοιχία, η παρούσα έρευνα εξετάζει την ανωτέρω άποψη για την περίοδο της παγκόσμιας χρηματοοικονομικής κρίσης του 2008. Αυτό πραγματοποιείται μέσω του μέσου σταθμισμένου κόστους κεφαλαίου και του κόστους ιδίων κεφαλαίων διαφόρων κλάδων της αμερικανικής οικονομίας, πριν, κατά τη διάρκεια και αμέσως μετά την κρίση.

Σύμφωνα με τους Boubakri et al. (2010), οι οικογενειακές επιχειρήσεις αξίζουν προσοχής για πολλούς λόγους. Πολλές φορές κυριαρχούν στο εταιρικό τοπίο ή ακόμα και σε ολόκληρους κλάδους, ενώ, η παρουσία τους γίνεται ακόμα πιο έντονη σε χώρες με αδύναμα θεσμικά όργανα και ασθενή προστασία των δικαιωμάτων των μετόχων. Επιπλέον, οι οικογενειακές επιχειρήσεις αποτελούν έναν ιδιαίτερο τύπο ιδιοκτησιακού καθεστώτος, καθώς οι οικογένειες διατηρούν μη διαφοροποιημένα χαρτοφυλάκια στην επιχείρηση, δεσμεύονται μακροπρόθεσμα σε αυτήν και δεν μοιράζονται με άλλους ιδιοκτήτες τα οφέλη που προκύπτουν από τη δραστηριότητά της.

Οι Boubakri et al. (2010) αναφέρουν ότι οι οικογενειακές επιχειρήσεις εμφανίζουν πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα σε σχέση με τις μη οικογενειακές. Εάν ο οικογενειακός έλεγχος μετριάξει το πρόβλημα αντιπροσώπευσης ανάμεσα στους μειοψηφούντες μετόχους και τις οικογένειες που έχουν τον έλεγχο, τότε υπερισχύει το “alignment effect”. Επειδή, λοιπόν, η οικογένεια που έχει τον έλεγχο κατέχει μεγάλο μέρος της επιχείρησης, ο επενδυτικός της ορίζοντας είναι μακροχρόνιος και η ευημερία της είναι στενά συνδεδεμένη με την επίδοση της επιχείρησης, φροντίζει να παρακολουθεί στενά τους managers και να εξασφαλίζει τη μεγιστοποίηση της αξίας της επιχείρησης. Επομένως, βάσει του “alignment effect”, ο οικογενειακός έλεγχος ωφελεί όλους τους μετόχους.



Φυσικά, ο οικογενειακός έλεγχος μπορεί να έχει και σημαντικό κόστος. Η οικογενειακή ιδιοκτησία μπορεί να οδηγήσει σε αυξημένες πιθανότητες εκμετάλλευσης του πλούτου των μειοψηφούντων μετόχων, ειδικά, όταν η οικογένεια απολαμβάνει σημαντικό έλεγχο των ιδίων κεφαλαίων και κυριαρχεί στο διοικητικό συμβούλιο. Σε μία τέτοια περίπτωση, υπερισχύει το “entrenchment effect”.

Τα παραπάνω οδηγούν στη διατύπωση της πρώτης υπόθεσης της έρευνας, κατ’ αντιστοιχία με την πρώτη υπόθεση της έρευνας των Boubakri et al. (2010):

1<sup>η</sup> Υπόθεση: Εάν κυριαρχεί το (alignment) entrenchment effect, ο οικογενειακός έλεγχος πρέπει να σχετίζεται (αρνητικά) θετικά με το κόστος ιδίων κεφαλαίων.

Οι οικονομικές κρίσεις αποτελούν περιόδους έντονων αναταραχών και σημαντικών αλλαγών για την οικονομία, την κοινωνία και τις επιχειρήσεις. Σε αυτές τις περιόδους, η εταιρική διακυβέρνηση των επιχειρήσεων μπορεί να καθορίσει σε μεγάλο βαθμό τις επιδόσεις και τη σταθερότητά τους, με πολλές φωνές να υποστηρίζουν ότι η συγκέντρωση του ελέγχου και της ιδιοκτησίας δυσχεραίνει και περιπλέκει περισσότερο την κατάσταση. Οι Boubakri et al. (2010) συγκέντρωσαν στοιχεία βάσει των οποίων οι managers εκμεταλλεύονται σε μεγαλύτερο βαθμό τους μειοψηφούντες μετόχους, όταν μειώνεται το αναμενόμενο ποσοστό απόδοσης των επενδύσεων, και κατ’ επέκταση, μία απώλεια της εμπιστοσύνης των επενδυτών δύναται να προκαλέσει αύξηση της εκμετάλλευσής τους από τους managers.

Οι ανωτέρω παρατηρήσεις οδηγούν στη διατύπωση της δεύτερης υπόθεσης της έρευνας, κατ’ αντιστοιχία με τη δεύτερη υπόθεση της έρευνας των Boubakri et al. (2010):

2<sup>η</sup> Υπόθεση: Είναι πιο πιθανό να παρατηρήσουμε μία θετική σχέση ανάμεσα στον οικογενειακό έλεγχο και το κόστος ιδίων κεφαλαίων μετά την κρίση.

## **3.2 ΚΑΤΑΣΚΕΥΗ ΒΑΣΕΩΣ ΔΕΔΟΜΕΝΩΝ**

---

### **3.2.1 ΕΠΙΛΟΓΗ ΧΡΟΝΙΚΗΣ ΠΕΡΙΟΔΟΥ ΕΡΕΥΝΑΣ**

---

Αντικείμενο της παρούσας μελέτης, όπως έχει ήδη αναφερθεί, είναι η μελέτη του κόστους κεφαλαίου και του κόστους ιδίων κεφαλαίων. Η χρονική περίοδος που επιλέχθηκε να μελετηθεί αφορά την παγκόσμια χρηματοοικονομική κρίση του 2008, κατά αντιστοιχία με τους Boubakri et al. (2010) που μελέτησαν την ασιατική κρίση του 1997 – 1998. Η επιλογή της εν λόγω περιόδου οφείλεται στο γεγονός ότι οι συγκρούσεις αντιπροσώπευσης είναι πιθανόν να γίνουν πιο ορατές σε περιόδους κρίσης. Επιπλέον, μία οικονομική κρίση είναι ένα απρόβλεπτο συμβάν που μπορεί να συμβάλει στην κατανόηση της επίδρασης της εταιρικής διακυβέρνησης στο κόστος κεφαλαίου, κατά τη διάρκεια μίας οικονομικής δυσχέρειας.

Άλλωστε, όπως έχει ήδη αναλυθεί, η εκμετάλλευση του πλούτου των μειοψηφούντων μετόχων οξύνεται σε περιόδους κρίσης, ενώ παράλληλα, η κρίση βοηθά τους επενδυτές να κατανοήσουν την ποιότητα της εταιρικής διακυβέρνησης και το βαθμό απουσίας προστασίας των δικαιωμάτων τους. Επομένως, το κόστος ιδίων κεφαλαίων, σε αυτή την περίπτωση, αντικατοπτρίζει και τα αυξημένα κίνητρα εκμετάλλευσης από τις οικογενειακές επιχειρήσεις και την καλύτερη κατανόηση τέτοιων πιθανοτήτων από την αγορά.

### **3.2.2 ΠΗΓΕΣ ΑΝΤΛΗΣΗΣ ΔΕΔΟΜΕΝΩΝ & ΕΠΙΛΟΓΗ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ**

---

Τα απαραίτητα δεδομένα για τη διεξαγωγή της εμπειρικής μελέτης αντλήθηκαν από τη βάση δεδομένων “Damodaran Online” του Aswath Damodaran, καθηγητή Χρηματοοικονομικών του Stern School of Business, του Πανεπιστημίου της Νέας Υόρκης. Η συγκεκριμένη βάση περιέχει δεδομένα ανά κλάδο και ανά έτος για τις Ηνωμένες Πολιτείες Αμερικής (Η.Π.Α.), την Ευρώπη, την Ιαπωνία, τις αναδυόμενες αγορές και σε παγκόσμιο επίπεδο.

Η παρούσα μελέτη ασχολείται με το κόστος κεφαλαίου και το κόστος ιδίων κεφαλαίων των κλάδων στις Η.Π.Α., κατά την κρίση (2008), καθώς και για τέσσερα έτη πριν και μετά από αυτήν (2004 – 2007 και 2009 – 2012). Για κάθε έτος, ο Damodaran παρέχει δεδομένα για εκατό, περίπου, κλάδους, οι οποίοι, όμως, δεν είναι διαχρονικά οι ίδιοι. Στην προσπάθεια απόκτησης των απαραίτητων δεδομένων για όλους τους κλάδους, κατά την περίοδο μελέτης, αναγκαζόμαστε να αποκλείσουμε εκείνους τους κλάδους που δεν εμφανίζονται σε κάθε έτος, καθώς και εκείνους τους κλάδους για τους οποίους δεν υπάρχουν διαθέσιμα τα απαραίτητα ετήσια δεδομένα. Με αυτή τη διαδικασία, καταλήξαμε στη μελέτη 54 κλάδων της οικονομίας των Η.Π.Α., για τους οποίους υπάρχουν διαθέσιμα τα απαραίτητα δεδομένα για όλη την περίοδο μελέτης. Οι κλάδοι οι οποίοι μελετώνται παρουσιάζονται στο Παράρτημα (Πίνακας Π. 1).

Σε αυτό το σημείο πρέπει να αναφέρουμε και κάποιες τροποποιήσεις που πραγματοποιήθηκαν για τη διευκόλυνση της έρευνας:

- Κατά τα έτη 2004 – 2006, ο Damodaran παρέχει δεδομένα για τους κλάδους “Beverage (Alcoholic)” και “Beverage (Soft Drink)”, ενώ, από το 2007 κι έπειτα εμφανίζεται μόνο ο κλάδος “Beverage”. Έτσι, επιλέγουμε να μελετήσουμε τον κλάδο “Beverage”, τα δεδομένα του οποίου για τα έτη 2004 – 2006 προκύπτουν ως ο μέσος όρος των δεδομένων των κλάδων “Beverage (Alcoholic)” και “Beverage (Soft Drink)”.
- Κατά τα έτη 2004 – 2010, ο Damodaran παρέχει δεδομένα για τον κλάδο “Medical Supplies”, ενώ, για το 2011 και το 2012 εμφανίζονται οι κλάδοι “Medical Supplies Invasive” και “Medical Supplies Non-Invasive”. Έτσι, επιλέγουμε να μελετήσουμε τον κλάδο “Medical Supplies”, τα δεδομένα του οποίου για τα έτη 2011 και 2012 προκύπτουν ως ο μέσος όρος των δεδομένων των κλάδων “Medical Supplies Invasive” και “Medical Supplies Non-Invasive”.
- Κατά τα έτη 2004 – 2010, ο Damodaran παρέχει δεδομένα για τους κλάδους “Steel (General)” και “Steel (Integrated)”, ενώ, για το 2011 και το 2012 εμφανίζεται μόνο ο κλάδος “Steel”. Έτσι, επιλέγουμε να μελετήσουμε τον κλάδο “Steel”, τα δεδομένα του οποίου για τα έτη 2004 – 2010 προκύπτουν ως ο μέσος όρος των δεδομένων των κλάδων “Steel (General)” και “Steel (Integrated)”.

---

### 3.2.3 ΑΠΑΡΑΙΤΗΤΑ ΔΕΔΟΜΕΝΑ

---

Τα δεδομένα που αντλούνται από τη βάση Damodaran Online, για κάθε ένα από τους 54 κλάδους και ανά έτος, διακρίνονται στις εξής κατηγορίες:

- Εταιρική Διακυβέρνηση (Corporate Governance): Δεδομένα απαραίτητα για το χαρακτηρισμό του καθεστώτος ιδιοκτησίας σε κάθε κλάδο (Insider and Institutional Holdings by Industry Sector),
- Εκτίμηση Επιτοκίου Προεξόφλησης (Discount Rate Estimation): Δεδομένα σχετικά με το κόστος κεφαλαίου κάθε κλάδου (Costs of Capital by Industry), όπως: κόστος κεφαλαίου (Cost of Capital), κόστος ιδίων κεφαλαίων (Cost of Equity), λόγος D/D+E και τυπική απόκλιση μετοχών (Standard Deviation in Stock),
- Μέτρα Απόδοσης (Return Measures): Δεδομένα σχετικά με την Οικονομική Προστιθέμενη Αξία ανά κλάδο (EVA and Equity EVA by Industry), όπως: λογιστική αξία ιδίων κεφαλαίων (Book Value of Equity),
- Μερισματική Πολιτική (Dividend Policy): Δεδομένα σχετικά με μεταβλητές που αφορούν τη μερισματική πολιτική ανά κλάδο (Dividend Policy Trade Off Variables by Industry), όπως: χρηματιστηριακή αξία (Market Capitalization),
- Λόγος PE ανά κλάδο: Δεδομένα σχετικά με την προσδοκώμενη ανάπτυξη για τα επόμενα πέντε έτη (Expected growth - next 5 years).

---

### 3.2.4 ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΜΟΣ ΚΛΑΔΩΝ ΩΣ “FAMILY – CONTROLLED”

---

Βασικό σημείο στην παρούσα μελέτη κατέχει η διάκριση των κλάδων σε “οικογενειακούς” (family – controlled) και “μη οικογενειακούς” (non – family – controlled). Σύμφωνα με τον Moldenhauer (2006), σε μία οικογενειακή επιχείρηση, τουλάχιστον το 25% της εταιρείας ανήκει σε μία ή περισσότερες οικογένειες, που εκπροσωπούνται στη διοίκηση και/ ή στο εποπτικό συμβούλιο (supervisory board).

Στην παρούσα μελέτη και βάσει των διαθέσιμων στοιχείων, το ποσοστό κάθε κλάδου που ελέγχεται από μία ή περισσότερες οικογένειες προκύπτει από το ποσοστό των “insider holdings”. Επιπλέον, τα δεδομένα αφορούν κλάδους, πράγμα το οποίο συνεπάγεται ότι το συγκεκριμένο μέτρο έχει υπολογιστεί ως ο μέσος όρος πολλών

επιχειρήσεων. Έτσι, γίνεται η παραδοχή ότι ένας κλάδος μπορεί να χαρακτηριστεί ως “family – controlled”, όταν το ποσοστό των “insider holdings” ξεπερνά το 20%.

Χρησιμοποιώντας, λοιπόν, το κριτήριο του 20% για τους 54 κλάδους της οικονομίας των Η.Π.Α. που μελετώνται, παρατηρούμε ότι υπάρχουν περίπου τέσσερις κλάδοι ανά έτος που μπορούν να χαρακτηριστούν ως “family – controlled”, οι οποίοι, όμως, δεν είναι οι ίδιοι διαχρονικά. Επιπρόσθετα, το ποσοστό των “insider holdings” για τους 54 κλάδους είναι σχετικά μικρό, με το μέσο όρο του να διαμορφώνεται στο 9,45% για την περίοδο μελέτης. Έτσι, για την παρούσα μελέτη, γίνεται η παραδοχή ότι ένας κλάδος θεωρείται ως “family – controlled”, όταν το ποσοστό των “insider holdings” είναι μεγαλύτερο από 15% για ένα κλάδο και για μία περίοδο μεγαλύτερη ή ίση με τρία έτη. Τελικά, βάσει των ανωτέρω, προκύπτουν οι “family – controlled” κλάδοι που παρουσιάζονται στο Παράρτημα (Πίνακας Π. 2).

### **3.3 ΑΝΑΛΥΤΙΚΗ ΠΕΡΙΓΡΑΦΗ ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑΣ**

---

#### **3.3.1 ΓΕΝΙΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ**

---

Για την απάντηση των ερωτημάτων της παρούσας έρευνας εστιάζουμε στο κόστος κεφαλαίου και το κόστος ιδίων κεφαλαίων και όχι στην αξία της επιχείρησης, ακριβώς όπως και οι Boubakri et al. (2010). Οι λόγοι επιλογής αυτής της προσέγγισης είναι τέσσερις. Αρχικά, έχει αποδειχτεί ότι η αποτελεσματική εταιρική διακυβέρνηση βελτιώνει την αξία της επιχείρησης, μέσω μίας μείωσης στα προβλήματα αντιπροσώπευσης και ασύμμετρης πληροφόρησης και επομένως, στο κόστος κεφαλαίου. Επιπρόσθετα, το κόστος κεφαλαίου αντιπροσωπεύει την απόδοση που αναμένουν οι επενδυτές, βάσει του συστηματικού κινδύνου της επιχείρησης, ο οποίος αναμένεται αυξημένος σε περιόδους οικονομικής κρίσης.

Ένα άλλο πλεονέκτημα της χρήσης του κόστους ιδίων κεφαλαίων είναι ότι αυτό αντιδρά καλύτερα στις αλλαγές του περιβάλλοντος εταιρικής διακυβέρνησης της επιχείρησης, από έτος σε έτος, χωρίς να επηρεάζεται από εξωγενείς παράγοντες που επιδρούν στη μελλοντική ανάπτυξη και την κερδοφορία. Τέλος, το κόστος κεφαλαίου είναι βασική παράμετρος αξιολόγησης μακροπρόθεσμων επενδύσεων κεφαλαίου από τους επενδυτές. Ως εκ τούτου, η χρήση του κόστους ιδίων κεφαλαίων συμβάλει όχι μόνο

στην εξέταση της σχέσης ανάμεσα στην εταιρική διακυβέρνηση της επιχείρησης και το κόστος χρηματοδότησής της, αλλά, έχει συνέπειες και στον τρόπο ρύθμισης αυτού του κόστους.

Για την εκτέλεση της παρούσας ανάλυσης ακολουθήθηκε η μεθοδολογία των Boubakri et al. (2010), με στόχο τον εντοπισμό της σύνδεσης ανάμεσα στον οικογενειακό έλεγχο και το κόστος ιδίων κεφαλαίων κατά τα έτη που περικλείουν την παγκόσμια χρηματοοικονομική κρίση του 2008. Αρχικά, η ανάλυση ξεκινάει με την πραγματοποίηση μονοπαραγοντικών συγκρίσεων, χωρίζοντας το δείγμα σε “family – controlled” και “non – family – controlled” κλάδους. Στο επόμενο τμήμα της ανάλυσης, κατ’ αντιστοιχία με τους Boubakri et al. (2010), εκτελούνται πολυπαραγοντικές παλινδρομήσεις για να καθοριστεί εάν υπερισχύει το “alignment effect” ή το “entrenchment effect” στους “family – controlled” κλάδους και εάν το φαινόμενο που υπερισχύει γίνεται πιο έντονο μετά την κρίση. Όλες οι αναλύσεις πραγματοποιήθηκαν για μία χρονική περίοδο τεσσάρων ετών, πριν και μετά την κρίση (2008). Επιπλέον, οι αναλύσεις θα γίνουν τόσο για το κόστος ιδίων κεφαλαίων, όσο και για το κόστος κεφαλαίου.

---

### 3.3.2 ΜΟΝΟΠΑΡΑΓΟΝΤΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ

---

Για τη διεξαγωγή της μονοπαραγοντικής ανάλυσης, τόσο για το κόστος κεφαλαίου όσο και για το κόστος ιδίων κεφαλαίων, ακολουθείται η διαδικασία που εφαρμόστηκε από τους Boubakri et al. (2010). Η διαδικασία αυτή αποτελείται από τρία βήματα, όπως περιγράφονται στη συνέχεια.

- 1<sup>ο</sup> Βήμα: Μελέτη κόστους κεφαλαίου και ιδίων κεφαλαίων για τους “family – controlled” κλάδους

Αρχικά, διακρίνουμε το δείγμα σε “family – controlled” και “non – family – controlled” κλάδους. Υπολογίζεται το μέσο κόστος κεφαλαίου ανά κλάδο για την περίοδο μελέτης ( $k_{\text{average, κλάδου}}$ ) και η αντίστοιχη διακύμανση. Επιπρόσθετα, για τους “family – controlled” κλάδους εκτιμάται το μέσο ετήσιο κόστος κεφαλαίου ( $k_{\text{average, ετήσιο}}$ ) ως ο μέσος όρος των ετήσιων τιμών του κόστους κεφαλαίου κάθε κλάδου που ανήκει σε αυτή την κατηγορία. Για κάθε έτος υπολογίζεται και η αντίστοιχη διακύμανση των τιμών του κόστους κεφαλαίου.

Στη συνέχεια, θεωρώντας ως έτος – βάση το 2004, υπολογίζονται οι διαφορές των τιμών του μέσου ετήσιου κόστους κεφαλαίου. Για παράδειγμα, υπολογίζεται η διαφορά του μέσου κόστους κεφαλαίου του 2005 με το μέσο κόστος κεφαλαίου του 2004. Αυτό δίνει τη δυνατότητα σύγκρισης των εκτιμήσεων του κόστους κεφαλαίου διαχρονικά, πριν, κατά τη διάρκεια και μετά την κρίση. Σε αυτό το πλαίσιο, υπολογίζονται και τα σχετικά t-statistics, τα οποία θα συγκριθούν με τα αντίστοιχα  $t_{\text{κρίσιμο, διπλευρο}}$ , ώστε να ελεγχθεί εάν οι διαφορές είναι στατιστικά σημαντικές ή όχι. Η ανωτέρω διαδικασία επαναλαμβάνεται και για το κόστος ιδίων κεφαλαίων.

- 2<sup>ο</sup> Βήμα: Μελέτη κόστους κεφαλαίου και ιδίων κεφαλαίων για τους “non – family – controlled” κλάδους

Επαναλαμβάνεται το 1<sup>ο</sup> Βήμα για τους “non – family – controlled” κλάδους.

- 3<sup>ο</sup> Βήμα: Μελέτη κόστους κεφαλαίου και ιδίων κεφαλαίων, συνδυαστικά.

Κλείνοντας τη μονοπαραγοντική ανάλυση, υπολογίζεται η διαφορά της μέσης τιμής του κόστους κεφαλαίου (ιδίων κεφαλαίων) των “family – controlled” κλάδων μείον τη μέση τιμή του κόστους κεφαλαίου (ιδίων κεφαλαίων) των “non – family – controlled” κλάδων. Επιπρόσθετα, υπολογίζονται και τα αντίστοιχα t-statistics, ώστε να ελεγχθεί εάν οι διαφορές είναι στατιστικώς σημαντικές.

---

### 3.3.3 ΠΟΛΥΠΑΡΑΓΟΝΤΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ

---

Για τη διεξαγωγή της πολυπαραγοντικής ανάλυσης για το κόστος ιδίων κεφαλαίων ακολουθείται μία διαδικασία παρόμοια με αυτή που εφαρμόστηκε από τους Boubakri et al. (2010). Για την ανάλυση χρησιμοποιείται το ακόλουθο μοντέλο, στο οποίο εμφανίζονται διάφορες μεταβλητές που πιθανώς να καθορίσουν το κόστος ιδίων κεφαλαίων ενός κλάδου:

$$k = \alpha_0 + \alpha_1 \cdot \text{Family\_Control} + \alpha_2 \cdot \text{Growth} + \alpha_3 \cdot \text{Leverage} + \alpha_4 \cdot \text{Industry\_Risk} + \alpha_5 \cdot \text{Market\_to\_Book} + \varepsilon$$

Στη συνέχεια παρουσιάζονται οι μεταβλητές του ανωτέρω μοντέλου. Η εξαρτημένη μεταβλητή  $k$  είναι το ετήσιο κόστος ιδίων κεφαλαίων για κάθε κλάδο, όπως αυτό προκύπτει από τη βάση δεδομένων “Damodaran Online”. Η ανεξάρτητη μεταβλητή *Family\_Control* είναι μία ψευδομεταβλητή (dummy variable), η οποία λαμβάνει την τιμή 1 στην περίπτωση “family – controlled” κλάδων και την τιμή 0 στην περίπτωση “non – family – controlled” κλάδων. Επιπλέον, ο όρος  $\varepsilon$  αντιστοιχεί στο σφάλμα του εκτιμηθέντος μοντέλου.

Οι υπόλοιπες ανεξάρτητες μεταβλητές του μοντέλου αποτελούν δυνητικούς παράγοντες καθορισμού του κόστους των ιδίων κεφαλαίων, σύμφωνα με την υπάρχουσα βιβλιογραφία. Κατά τους Boubakri et al. (2010), ο αναμενόμενος ρυθμός ανάπτυξης του κλάδου (*Growth*) αναμένεται να συσχετίζεται θετικά με το κόστος ιδίων κεφαλαίων. Η μόχλευση του κλάδου (*Leverage*), η οποία υπολογίζεται ως ο λόγος του συνολικού δανεισμού προς το συνολικό κεφάλαιο, αναμένεται να συσχετίζεται θετικά με το κόστος ιδίων κεφαλαίων.

Σχετικά με τον κίνδυνο του κλάδου (*Industry\_Risk*), ο οποίος λαμβάνεται ίσος με την τυπική απόκλιση των μετοχών (Standard Deviation in Stock), αναμένεται να έχει μία θετική συσχέτιση με το κόστος ιδίων κεφαλαίων. Τέλος, ο λόγος της χρηματιστηριακής προς τη λογιστική αξία των ιδίων κεφαλαίων (*Market\_to\_Book*) αναμένεται να συσχετίζεται αρνητικά με το κόστος των ιδίων κεφαλαίων, δεδομένου ότι στη βιβλιογραφία υπάρχουν ενδείξεις σύμφωνα με τις οποίες οι επιχειρήσεις με υψηλότερο λόγο Book to Market, δηλαδή χαμηλότερο λόγο Market to Book, απολαμβάνουν υψηλότερες ex post αποδόσεις.

Για την εκπόνηση της πολυπαραγοντικής ανάλυσης χρησιμοποιήθηκε το στατιστικό πακέτο Stata.



## ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ 3<sup>ΟΥ</sup> ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ

---

Boubakri, N., Guedhami, O. and Mishra, D. (2010) 'Family control and the implied cost of equity: Evidence before and after the Asian financial crisis', *Journal of International Business Studies*, 41(3), pp. 451–474. doi: 10.1057/jibs.2009.77.

Damodaran online: Home page for Aswath Damodaran (no date). Available in: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/> (Accessed: 20 February 2017).

Moldenhauer, B. (2006) 'Insider ownership, corporate performance and the german entrepreneurial index (GEX)–Practical and academic evidence from Germany', CEFS Working Paper. Available in: [http://www.fese.eu/images/documents/deLaVega/DVP\\_Moldenhauer.pdf](http://www.fese.eu/images/documents/deLaVega/DVP_Moldenhauer.pdf)

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4<sup>ο</sup>: ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΕΜΠΕΙΡΙΚΗΣ ΜΕΛΕΤΗΣ

---

### 4.1 ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΜΟΝΟΠΑΡΑΓΟΝΤΙΚΗΣ ΑΝΑΛΥΣΗΣ

---

Στο σημείο αυτό παρουσιάζονται τα αποτελέσματα της εμπειρικής έρευνας που προέκυψαν μετά τη διεξαγωγή μονοπαραγοντικής ανάλυσης για τους 54 κλάδους της οικονομίας των Η.Π.Α., κατά το χρονικό διάστημα 2004 – 2012.

#### 4.1.1 ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΓΙΑ “FAMILY – CONTROLLED” ΚΛΑΔΟΥΣ

---

##### 4.1.1.1 ΚΟΣΤΟΣ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ

---

Τα αποτελέσματα της μονοπαραγοντικής ανάλυσης για το κόστος ιδίων κεφαλαίων των “family – controlled” κλάδων δίνονται στους Πίνακες Π. 3, Π. 7 και Π. 8 του Παραρτήματος.

Αρχικά, το μέσο κόστος ιδίων κεφαλαίων ανά κλάδο για την περίοδο μελέτης ( $k_{e,average,κλάδου}$ ), λαμβάνει τιμές από 7,74% έως 11,24% (Πίνακας Π. 7). Ο κλάδος “beverage” είναι αυτός που έχει το ελάχιστο μέσο κόστος ιδίων κεφαλαίων για την περίοδο μελέτης, ενώ, ο κλάδος “entertainment” έχει το μέγιστο μέσο κόστος ιδίων κεφαλαίων για την περίοδο μελέτης.

Ως προς το μέσο ετήσιο κόστος ιδίων κεφαλαίων των “family – controlled” κλάδων ( $k_{e,average,ετήσιο}$ ), παρατηρούμε ότι οι τιμές του κυμαίνονται από 8,51% έως 10,81% (Πίνακας Π. 8). Συγκεκριμένα, το 2004 είναι το έτος κατά το οποίο οι “family – controlled” κλάδοι εμφανίζουν το μικρότερο μέσο ετήσιο κόστος ιδίων κεφαλαίων. Αντιθέτως, το 2007, ένα χρόνο πριν το ξέσπασμα της κρίσης, οι “family – controlled” κλάδοι εμφανίζουν το μεγαλύτερο μέσο ετήσιο κόστος ιδίων κεφαλαίων, για την περίοδο μελέτης.



**ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 4. 1: ΜΕΣΟ ΕΤΗΣΙΟ ΚΟΣΤΟΣ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ "FAMILY – CONTROLLED" ΚΛΑΔΩΝ**

Έχοντας ως έτος – βάση το 2004, το μέσο ετήσιο κόστος ιδίων κεφαλαίων των "family – controlled" κλάδων αυξάνεται συνεχώς έως το 2007, οπότε και καταγράφει τη μέγιστη τιμή του (10,81%). Κατά τη διάρκεια της κρίσης (2008), το  $k_{e,average,ετήσιο}$  των "family – controlled" κλάδων παρουσιάζει μία σημαντική μείωση σε σχέση με το 2007, αν και παραμένει υψηλότερο από τα προηγούμενα έτη (2004 – 2006). Κατά το 2009, ένα χρόνο μετά την κρίση, το μέσο ετήσιο κόστος ιδίων κεφαλαίων των "family – controlled" κλάδων εμφανίζει μία αύξηση σε σχέση με το 2008, καταγράφοντας τη δεύτερη μεγαλύτερη τιμή του για την περίοδο μελέτης (9,97%). Από εκεί κι έπειτα, το  $k_{e,average,ετήσιο}$  των "family – controlled" κλάδων διαμορφώνεται σε χαμηλότερα επίπεδα σε σχέση με το 2008, αλλά συνεχώς υψηλότερο από την αντίστοιχη τιμή του έτους – βάση.

Σημαντικές παρατηρήσεις προκύπτουν από τις συγκρίσεις του μέσου κόστους ιδίων κεφαλαίων πριν, κατά τη διάρκεια και μετά τη χρηματοοικονομική κρίση του 2008. Το μέσο κόστος ιδίων κεφαλαίων των "family – controlled" κλάδων προ κρίσης (2004-2007) ανέρχεται σε 9,48%, ενώ, η αντίστοιχη τιμή για την τετραετία μετά την κρίση (2009-2012) είναι 9,54%. Επιπλέον, το μέσο κόστος ιδίων κεφαλαίων των "family – controlled" κλάδων κατά τη διάρκεια της κρίσης (2008) λαμβάνει τιμή ίση με 9,87%.

Από τα ανωτέρω, παρατηρούμε ότι το 2008 είχαμε αύξηση του μέσου κόστους ιδίων κεφαλαίων των “family – controlled” κλάδων, σε σχέση με την τετραετία προ κρίσης. Αύξηση είχαμε και κατά την τετραετία μετά την κρίση, σε σύγκριση με την τετραετία προ κρίσης. Τέλος, το μέσο κόστος ιδίων κεφαλαίων των “family – controlled” κλάδων για την τετραετία μετά την κρίση παρουσίασε μείωση της τάξεως του 0,33% από την τιμή που έλαβε κατά τη διάρκεια της κρίσης.

Στα πλαίσια της μονοπαραγοντικής ανάλυσης του κόστους ιδίων κεφαλαίων για τους “family – controlled” κλάδους, υπολογίστηκαν και οι διαφορές ανάμεσα στο  $k_{e,average,ετήσιο}$  και στο μέσο ετήσιο κόστος ιδίων κεφαλαίων του έτους – βάση (2004) (Πίνακας Π. 15). Επιπλέον, έγινε έλεγχος στατιστικής σημαντικότητας των παρατηρούμενων διαφορών. Σύμφωνα με τους Boubakri et al. (2010), μία θετική διαφορά υποδεικνύει ότι το μέσο κόστος ιδίων κεφαλαίων για τη δεδομένη περίοδο είναι υψηλότερο από το κόστος ιδίων κεφαλαίου του έτους – βάση (2004). Στην έρευνά τους προέκυψε ότι για τις “family – controlled” επιχειρήσεις, το κόστος ιδίων κεφαλαίων είναι σημαντικά υψηλότερο κατά το 1998 και το 1999, σε σύγκριση με το έτος – βάση (1996).

Στην παρούσα έρευνα και από την παραπάνω διαδικασία προέκυψαν μόνο θετικές διαφορές ανάμεσα στο  $k_{e,average,ετήσιο}$  και στο μέσο ετήσιο κόστος ιδίων κεφαλαίων του έτους – βάση, οι οποίες, όμως, δεν ήταν πάντα στατιστικώς σημαντικές. Παρόλα αυτά, οι θετικές διαφορές υποδεικνύουν ότι  $k_{e,average,ετήσιο}$  είναι μεγαλύτερο του μέσου ετήσιου κόστους ιδίων κεφαλαίων του έτους – βάση, καθ’ όλη τη διάρκεια της περιόδου μελέτης.

Η μεγαλύτερη διαφορά (2,30%) εμφανίστηκε ανάμεσα στα έτη 2007 και 2004 και είναι στατιστικώς σημαντική. Βάσει αυτού, το μέσο ετήσιο κόστος ιδίων κεφαλαίων λαμβάνει τη μεγαλύτερη τιμή του το 2007 και αυτή η τιμή είναι 2,30% μεγαλύτερη της αντίστοιχης τιμής του 2004. Η δεύτερη μεγαλύτερη διαφορά καταγράφεται ανάμεσα στα έτη 2009 και 2004 (1,46%) και η τρίτη μεγαλύτερη διαφορά ανάμεσα στα έτη 2008 και 2004 (1,46%). Επιπρόσθετα, αυτές οι τρεις διαφορές που εμφανίζονται κατά την κρίση (2008), καθώς και κατά τα έτη ακριβώς πριν (2007) και μετά (2009) την κρίση είναι και οι μόνες στατιστικώς σημαντικές διαφορές. Ως προς τη μικρότερη διαφορά (0,49%), αυτή εμφανίζεται ανάμεσα στα έτη 2010 και 2004 και δεν είναι στατιστικώς σημαντική. Τέλος, οι διαφορές που αφορούν την περίοδο προ κρίσης είναι κατά μέσο όρο μικρότερες των διαφορών μετά την κρίση (0,97% και 1,03%, αντίστοιχα).

#### 4.1.1.2 ΚΟΣΤΟΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ

Τα αποτελέσματα της μονοπαραγοντικής ανάλυσης για το κόστος κεφαλαίου των “family – controlled” κλάδων δίνονται στους Πίνακες Π. 5, Π. 9 και Π. 10 του Παραρτήματος.

Αρχικά, οι τιμές του μέσου κόστους κεφαλαίου ανά κλάδο για την περίοδο μελέτης ( $k_{\text{average, κλάδου}}$ ) κυμαίνονται από 7,06% έως 9,55% (Πίνακας Π. 9). Ο κλάδος “beverage” έχει το ελάχιστο μέσο κόστος κεφαλαίου για την περίοδο μελέτης, ενώ, ο κλάδος “entertainment” έχει το μέγιστο μέσο κόστος κεφαλαίου για την περίοδο μελέτης.

Το μέσο ετήσιο κόστος κεφαλαίου των “family – controlled” κλάδων ( $k_{\text{average, ετήσιο}}$ ), παρατηρούμε ότι λαμβάνει τιμές που κυμαίνονται από 7,62% έως 9,55% (Πίνακας Π. 10). Συγκεκριμένα, το 2004 είναι το έτος κατά το οποίο οι “family – controlled” κλάδοι εμφανίζουν το μικρότερο μέσο ετήσιο κόστος κεφαλαίου. Αντιθέτως, το 2007, ένα χρόνο πριν το ξέσπασμα της κρίσης, οι “family – controlled” κλάδοι εμφανίζουν το μεγαλύτερο μέσο ετήσιο κόστος κεφαλαίου, για την περίοδο μελέτης. Σημειώνεται ότι αντίστοιχα αποτελέσματα προέκυψαν για το μέσο ετήσιο κόστος ιδίων κεφαλαίων αυτών των ετών.



ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 4. 2: ΜΕΣΟ ΕΤΗΣΙΟ ΚΟΣΤΟΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ “FAMILY – CONTROLLED” ΚΛΑΔΩΝ

Έχοντας ως έτος – βάση το 2004, το μέσο ετήσιο κόστος κεφαλαίου των “family – controlled” κλάδων αυξάνεται συνεχώς έως το 2007, οπότε και καταγράφει τη μέγιστη τιμή του (9,55%). Κατά τη διάρκεια της κρίσης (2008), το  $k_{\text{average,ετήσιο}}$  των “family – controlled” κλάδων (7,82%) παρουσιάζει μία σημαντική μείωση σε σχέση με το 2007, παραμένοντας χαμηλότερο των τιμών που αφορούν τα έτη 2005 και 2006 και υψηλότερο κατά 0,20% της τιμής για το 2004. Κατά το 2009, ένα χρόνο μετά την κρίση, το μέσο ετήσιο κόστος κεφαλαίου των “family – controlled” κλάδων εμφανίζει μία αύξηση σε σχέση με το 2008, καταγράφοντας τη δεύτερη μεγαλύτερη τιμή του για την περίοδο μελέτης (8,87%). Από εκεί κι έπειτα, το  $k_{\text{average,ετήσιο}}$  των “family – controlled” κλάδων διαμορφώνεται σε υψηλότερα επίπεδα σε σχέση με το 2008, αλλά συνεχώς χαμηλότερο της μέγιστης τιμής της περιόδου μελέτης (2007).

Σημαντικές είναι και οι παρατηρήσεις που προκύπτουν από τις συγκρίσεις του μέσου κόστους κεφαλαίου πριν, κατά τη διάρκεια και μετά τη χρηματοοικονομική κρίση του 2008. Το μέσο κόστος κεφαλαίου των “family – controlled” κλάδων προ κρίσης (2004-2007) ανέρχεται σε 8,51%, ενώ, η αντίστοιχη τιμή για την τετραετία μετά την κρίση (2009-2012) είναι 8,27%. Επιπλέον, το μέσο κόστος κεφαλαίου των “family – controlled” κλάδων κατά τη διάρκεια της κρίσης (2008) λαμβάνει τιμή ίση με 7,82%.

Από τα ανωτέρω, παρατηρούμε ότι το 2008 είχαμε μείωση του μέσου κόστους κεφαλαίου των “family – controlled” κλάδων, σε σχέση με την τετραετία προ κρίσης. Αντιθέτως, κατά την τετραετία μετά την κρίση, είχαμε μία αύξηση της τάξεως του 0,45% από την τιμή του 2008. Τέλος, το μέσο κόστος κεφαλαίου των “family – controlled” κλάδων για την τετραετία μετά την κρίση παρουσίασε μείωση της τάξεως του 0,24% από την τιμή που έλαβε κατά την τετραετία πριν την κρίση.

Στα πλαίσια της μονοπαραγοντικής ανάλυσης του κόστους κεφαλαίου για τους “family – controlled” κλάδους, υπολογίστηκαν και οι διαφορές ανάμεσα στο  $k_{\text{average,ετήσιο}}$  και στο μέσο ετήσιο κόστος κεφαλαίου του έτους – βάση (2004) (Πίνακας Π. 16). Επιπλέον, έγινε έλεγχος στατιστικής σημαντικότητας των παρατηρούμενων διαφορών. Από την παραπάνω διαδικασία προέκυψαν μόνο θετικές διαφορές ανάμεσα στο  $k_{\text{average,ετήσιο}}$  και στο μέσο ετήσιο κόστος κεφαλαίου του έτους – βάση, οι οποίες, όμως, δεν ήταν πάντα στατιστικώς σημαντικές. Παρόλα αυτά, οι θετικές διαφορές υποδεικνύουν ότι  $k_{\text{average,ετήσιο}}$  είναι μεγαλύτερο του μέσου ετήσιου κόστους κεφαλαίου του έτους – βάση, καθ' όλη τη διάρκεια της περιόδου μελέτης.

Η μεγαλύτερη διαφορά (1,93%) εμφανίστηκε ανάμεσα στα έτη 2007 και 2004 και είναι στατιστικώς σημαντική. Βάσει αυτού, το μέσο ετήσιο κόστος κεφαλαίου λαμβάνει τη μεγαλύτερη τιμή του το 2007 και αυτή η τιμή είναι κατά 1,93% μεγαλύτερη της

αντίστοιχης τιμής του 2004. Η δεύτερη μεγαλύτερη διαφορά καταγράφεται ανάμεσα στα έτη 2009 και 2004 (1,24%) και η τρίτη μεγαλύτερη διαφορά ανάμεσα στα έτη 2006 και 2004 (1,02%). Επιπρόσθετα, αυτές οι τρεις διαφορές που εμφανίζονται κατά τα δύο έτη πριν την κρίση (2006 και 2007) και ένα έτος μετά την κρίση (2009), είναι και οι μόνες στατιστικώς σημαντικές διαφορές. Ως προς τη μικρότερη διαφορά (0,20%), αυτή εμφανίζεται ανάμεσα στα έτη 2008 και 2004 και δεν είναι στατιστικώς σημαντική. Τέλος, οι διαφορές που αφορούν την περίοδο προ κρίσης είναι κατά μέσο όρο μεγαλύτερες των διαφορών μετά την κρίση (0,88% έναντι 0,64%, αντίστοιχα).

---

#### **4.1.2 ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΓΙΑ “NON – FAMILY – CONTROLLED” ΚΛΑΔΟΥΣ**

---

---

##### **4.1.2.1 ΚΟΣΤΟΣ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ**

---

Τα αποτελέσματα της μονοπαραγοντικής ανάλυσης για το κόστος ιδίων κεφαλαίων των “non – family – controlled” κλάδων δίνονται στους Πίνακες Π. 4, Π. 11 και Π. 12 του Παραρτήματος.

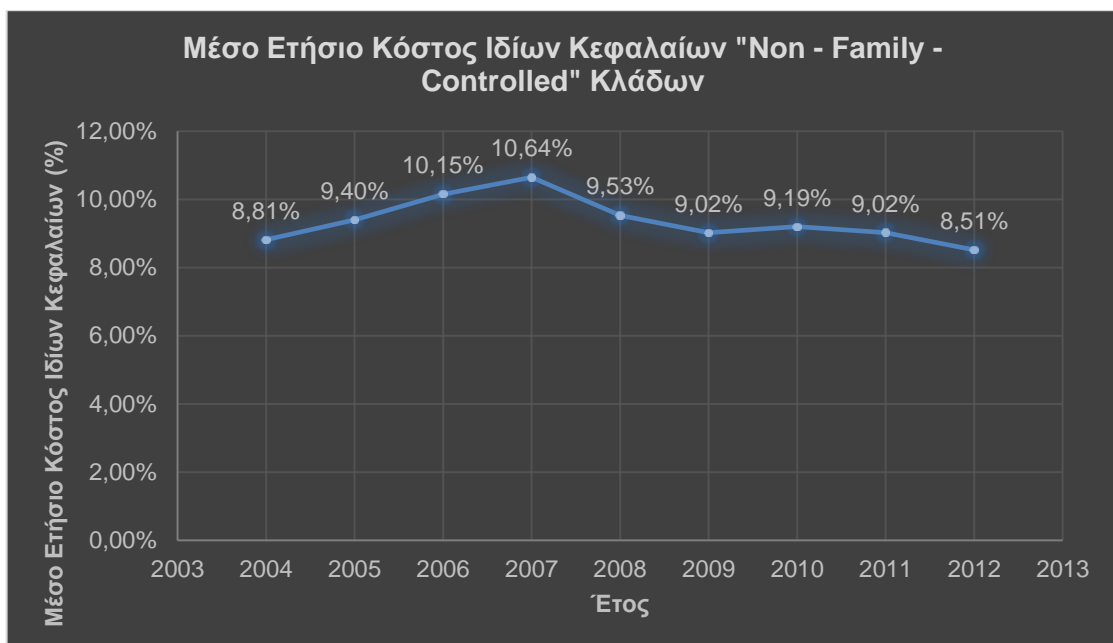
Αρχικά, το μέσο κόστος ιδίων κεφαλαίων ανά κλάδο για την περίοδο μελέτης ( $k_{e,average,κλάδου}$ ), λαμβάνει τιμές από 7,47% έως 13,87% (Πίνακας Π. 11). Ο κλάδος “food processing” είναι αυτός που έχει το ελάχιστο μέσο κόστος ιδίων κεφαλαίων για την περίοδο μελέτης, ενώ, ο κλάδος “semiconductor” έχει το μέγιστο μέσο κόστος ιδίων κεφαλαίων για την περίοδο μελέτης.

Ως προς το μέσο ετήσιο κόστος ιδίων κεφαλαίων των “non – family – controlled” κλάδων ( $k_{e,average,ετήσιο}$ ), παρατηρούμε ότι οι τιμές του κυμαίνονται από 8,51% έως 10,64% (Πίνακας Π. 12). Συγκεκριμένα, το 2012 είναι το έτος κατά το οποίο οι “non – family – controlled” κλάδοι εμφανίζουν το μικρότερο μέσο ετήσιο κόστος ιδίων κεφαλαίων. Αντιθέτως, το 2007, ένα χρόνο πριν το ξέσπασμα της κρίσης, οι “non – family – controlled” κλάδοι εμφανίζουν το μεγαλύτερο μέσο ετήσιο κόστος ιδίων κεφαλαίων, για την περίοδο μελέτης.

Έχοντας ως έτος – βάση το 2004, το μέσο ετήσιο κόστος ιδίων κεφαλαίων των “non – family – controlled” κλάδων αυξάνεται συνεχώς έως το 2007, οπότε και καταγράφει τη μέγιστη τιμή του (10,64%). Επιπλέον, δύο έτη πριν την κρίση (2006), το μέσο ετήσιο



κόστος ιδίων κεφαλαίων των “non –family – controlled” κλάδων καταγράφει τη δεύτερη μεγαλύτερη τιμή του για την περίοδο μελέτης (10,15%). Κατά τη διάρκεια της κρίσης (2008), το  $K_{e,average,ετήσιο}$  των “non – family – controlled” κλάδων παρουσιάζει μία σημαντική μείωση σε σχέση με το 2007, παραμένοντας, όμως, μεγαλύτερο της τιμής του έτους – βάση. Κατά το 2009, ένα χρόνο μετά την κρίση, το μέσο ετήσιο κόστος ιδίων κεφαλαίων των “non – family – controlled” κλάδων εμφανίζει μία επιπρόσθετη μείωση σε σχέση με το 2008, φτάνοντας το 9,02%. Από εκεί κι έπειτα, το  $K_{e,average,ετήσιο}$  των “non – family – controlled” κλάδων διαμορφώνεται σε χαμηλότερα επίπεδα σε σχέση με το 2008, όντας χαμηλότερο από την αντίστοιχη τιμή του έτους – βάση κατά το 2012, οπότε και καταγράφει την ελάχιστη τιμή του.

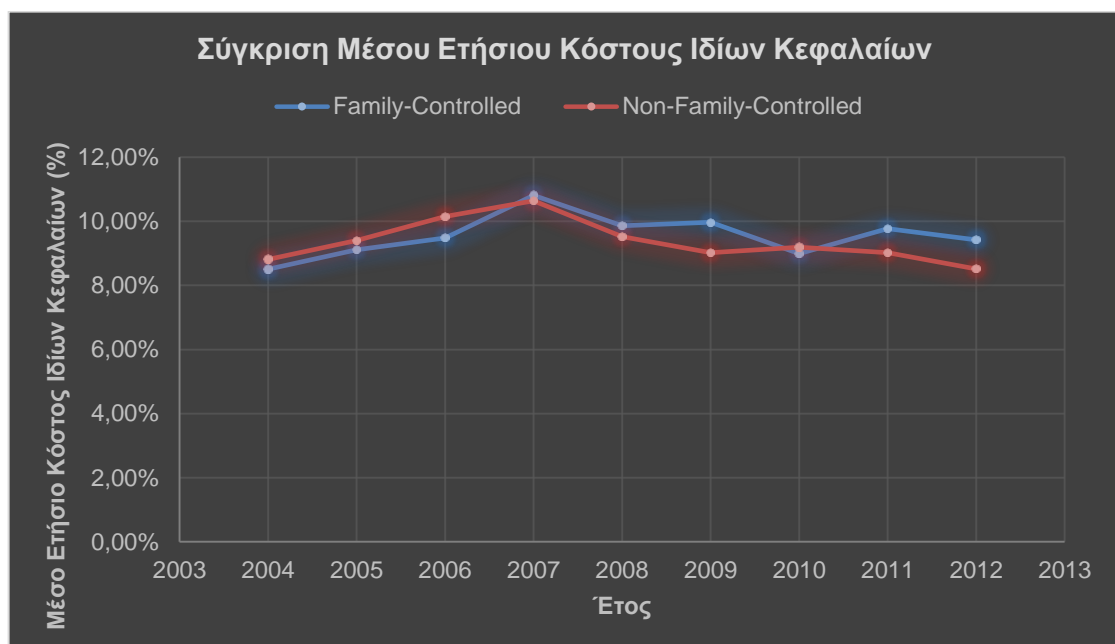


**ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 4. 3: ΜΕΣΟ ΕΤΗΣΙΟ ΚΟΣΤΟΣ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ “NON – FAMILY – CONTROLLED” ΚΛΑΔΩΝ**

Σημαντικές παρατηρήσεις προκύπτουν από τις συγκρίσεις του μέσου κόστους ιδίων κεφαλαίων πριν, κατά τη διάρκεια και μετά τη χρηματοοικονομική κρίση του 2008. Το μέσο κόστος ιδίων κεφαλαίων των “non – family – controlled” κλάδων προ κρίσης (2004-2007) ανέρχεται σε 9,75%, ενώ, η αντίστοιχη τιμή για την τετραετία μετά την κρίση (2009-2012) είναι 8,94%. Επιπλέον, το μέσο κόστος ιδίων κεφαλαίων των “non – family – controlled” κλάδων κατά τη διάρκεια της κρίσης (2008) λαμβάνει τιμή ίση με 9,53%.

Από τα ανωτέρω, παρατηρούμε ότι το 2008 είχαμε μία μείωση του μέσου κόστους ιδίων κεφαλαίων των “non – family – controlled” κλάδων, σε σχέση με την τετραετία προ κρίσης. Μείωση είχαμε και κατά την τετραετία μετά την κρίση, σε σύγκριση με την τετραετία προ κρίσης. Τέλος, το μέσο κόστος ιδίων κεφαλαίων των “non – family – controlled” κλάδων για την τετραετία μετά την κρίση παρουσίασε μείωση της τάξεως του 0,59% από την τιμή που έλαβε κατά τη διάρκεια της κρίσης.

Συγκρίνοντας το μέσο κόστος ιδίων κεφαλαίων των “family – controlled” και των “non – family – controlled” κλάδων προκύπτουν οι εξής παρατηρήσεις. Κατά την τετραετία πριν την κρίση, οι “non – family – controlled” κλάδοι εμφανίζουν μεγαλύτερο μέσο κόστος ιδίων κεφαλαίων. Ωστόσο, τόσο κατά τη διάρκεια της κρίσης όσο και κατά την τετραετία μετά την κρίση, οι “non – family – controlled” κλάδοι έχουν μικρότερο μέσο κόστος ιδίων κεφαλαίων από τους “family – controlled” κλάδους. Επομένως, όπως θα αναλυθεί και στα συμπεράσματα της μελέτης, προκύπτει μία αλλαγή της στάσης των επενδυτών και μία στροφή προς τους “non – family – controlled” κλάδους.



**ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 4. 4: ΣΥΓΚΡΙΣΗ ΜΕΣΟΥ ΕΤΗΣΙΟΥ ΚΟΣΤΟΥΣ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ “FAMILY – CONTROLLED” ΚΑΙ “NON – FAMILY – CONTROLLED” ΚΛΑΔΩΝ**

Στα πλαίσια της μονοπαραγοντικής ανάλυσης του κόστους ιδίων κεφαλαίων για τους “non – family – controlled” κλάδους, υπολογίστηκαν και οι διαφορές ανάμεσα στο  $k_{e,average,ετήσιο}$  και στο μέσο ετήσιο κόστος ιδίων κεφαλαίων του έτους – βάση (2004) (Πίνακας Π. 17). Επιπλέον, έγινε έλεγχος στατιστικής σημαντικότητας των παρατηρούμενων διαφορών. Οι Boubakri et al. (2010) παρατήρησαν ότι για τις “non – family – controlled” επιχειρήσεις, το κόστος ιδίων κεφαλαίων είναι σημαντικά υψηλότερο κατά το 1997 και το 1998, σε σύγκριση με το έτος – βάση, που στην περίπτωση τους ήταν το 1996. Παρόλα αυτά, οι ερευνητές προχώρησαν σε κάποια προσαρμογή για να λάβουν υπόψη το κόστος κεφαλαίου των κλάδων και παρατήρησαν, τελικά, ότι το κόστος ιδίων κεφαλαίων των μη οικογενειακών επιχειρήσεων δεν άλλαξε σημαντικά κατά τη διάρκεια ή μετά την κρίση.

Από την παραπάνω διαδικασία προέκυψαν θετικές διαφορές ανάμεσα στο  $k_{e,average,ετήσιο}$  και στο μέσο ετήσιο κόστος ιδίων κεφαλαίων του έτους – βάση, με εξαίρεση το έτος 2012, οπότε και η διαφορά ήταν αρνητική. Αυτές οι παρατηρούμενες διαφορές δεν ήταν πάντα στατιστικώς σημαντικές. Οι θετικές διαφορές, κατά τα έτη 2005 – 2011, υποδεικνύουν ότι το  $k_{e,average,ετήσιο}$  είναι μεγαλύτερο του μέσου ετήσιου κόστους ιδίων κεφαλαίων του έτους – βάση, ενώ, η αρνητική διαφορά του 2012 υποδεικνύει ότι το  $k_{e,average,ετήσιο}$  του 2012 είναι μικρότερο του μέσου ετήσιου κόστους ιδίων κεφαλαίων του έτους – βάση.

Η μεγαλύτερη διαφορά (1,83%) εμφανίστηκε ανάμεσα στα έτη 2007 και 2004 και είναι στατιστικώς σημαντική. Βάσει αυτού, το μέσο ετήσιο κόστος ιδίων κεφαλαίων λαμβάνει τη μεγαλύτερη τιμή του το 2007 και αυτή η τιμή είναι κατά 1,83% μεγαλύτερη της αντίστοιχης τιμής του 2004. Η δεύτερη μεγαλύτερη διαφορά καταγράφεται ανάμεσα στα έτη 2006 και 2004 (1,33%). Επιπρόσθετα, αυτές οι διαφορές που εμφανίζονται δύο έτη πριν την κρίση, είναι και οι μόνες στατιστικώς σημαντικές διαφορές. Ως προς τη μικρότερη διαφορά (0,21%), αυτή εμφανίζεται ανάμεσα στα έτη 2009 και 2004, καθώς και ανάμεσα στα έτη 2011 και 2004 και δεν είναι στατιστικώς σημαντικές. Τέλος, οι διαφορές που αφορούν την περίοδο προ κρίσης είναι κατά μέσο όρο μεγαλύτερες των διαφορών μετά την κρίση (0,94% και 0,12%, αντίστοιχα).

---

#### 4.1.2.2 ΚΟΣΤΟΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ

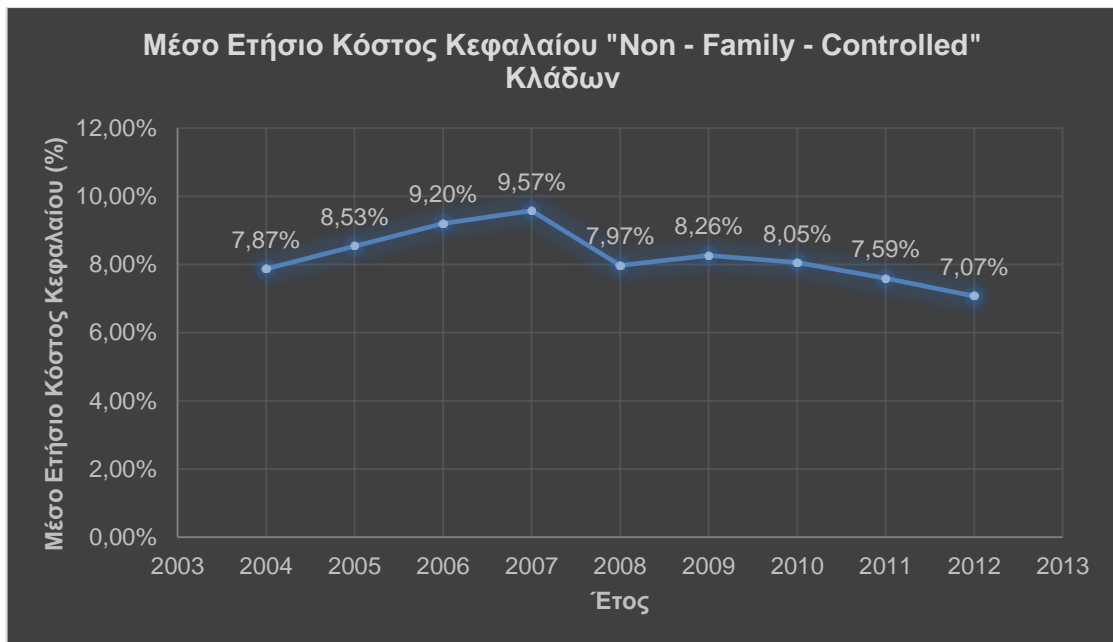
---

Τα αποτελέσματα της μονοπαραγοντικής ανάλυσης για το κόστος κεφαλαίου των “non – family – controlled” κλάδων δίνονται στους Πίνακες Π. 6, Π. 13 και Π. 14 του Παραρτήματος.

Αρχικά, οι τιμές του μέσου κόστους κεφαλαίου ανά κλάδο για την περίοδο μελέτης ( $k_{\text{average, κλάδου}}$ ), κυμαίνονται από 5,58% έως 13,26% (Πίνακας Π. 13). Ο κλάδος “electric utilities (central)” έχει το ελάχιστο μέσο κόστος κεφαλαίου για την περίοδο μελέτης, ενώ, ο κλάδος “semiconductor” έχει το μέγιστο μέσο κόστος κεφαλαίου για την περίοδο μελέτης.

Το μέσο ετήσιο κόστος κεφαλαίου των “non – family – controlled” κλάδων ( $k_{\text{average, ετήσιο}}$ ), παρατηρούμε ότι λαμβάνει τιμές που κυμαίνονται από 7,07% έως 9,57% (Πίνακας Π. 14). Συγκεκριμένα, το 2012 είναι το έτος κατά το οποίο οι “non – family – controlled” κλάδοι εμφανίζουν το μικρότερο μέσο ετήσιο κόστος κεφαλαίου. Αντιθέτως, το 2007, ένα χρόνο πριν το ξέσπασμα της κρίσης, οι “non – family – controlled” κλάδοι εμφανίζουν το μεγαλύτερο μέσο ετήσιο κόστος κεφαλαίου, για την περίοδο μελέτης. Σημειώνεται ότι αντίστοιχα αποτελέσματα προέκυψαν για το μέσο ετήσιο κόστος ιδίων κεφαλαίων αυτών των ετών.

Έχοντας ως έτος – βάση το 2004, το μέσο ετήσιο κόστος κεφαλαίου των “non – family – controlled” κλάδων αυξάνεται συνεχώς έως το 2007, οπότε και καταγράφει τη μέγιστη τιμή του (9,57%). Η δεύτερη μεγαλύτερη τιμή αφορά το έτος 2006, δηλαδή δύο χρόνια πριν το ξέσπασμα της κρίσης. Κατά τη διάρκεια της κρίσης (2008), το  $k_{\text{average, ετήσιο}}$  των “non – family – controlled” κλάδων (7,97%) παρουσιάζει μία σημαντική μείωση σε σχέση με το 2007, παραμένοντας χαμηλότερο των τιμών που αφορούν τα έτη 2005 – 2007 και υψηλότερο κατά 0,10% της τιμής για το 2004. Κατά το 2009 και το 2010, το μέσο ετήσιο κόστος κεφαλαίου των “non – family – controlled” κλάδων εμφανίζει μία αύξηση σε σχέση με το 2008. Από εκεί κι έπειτα, το  $k_{\text{average, ετήσιο}}$  των “non – family – controlled” κλάδων διαμορφώνεται σε χαμηλότερα επίπεδα σε σχέση με το 2008.



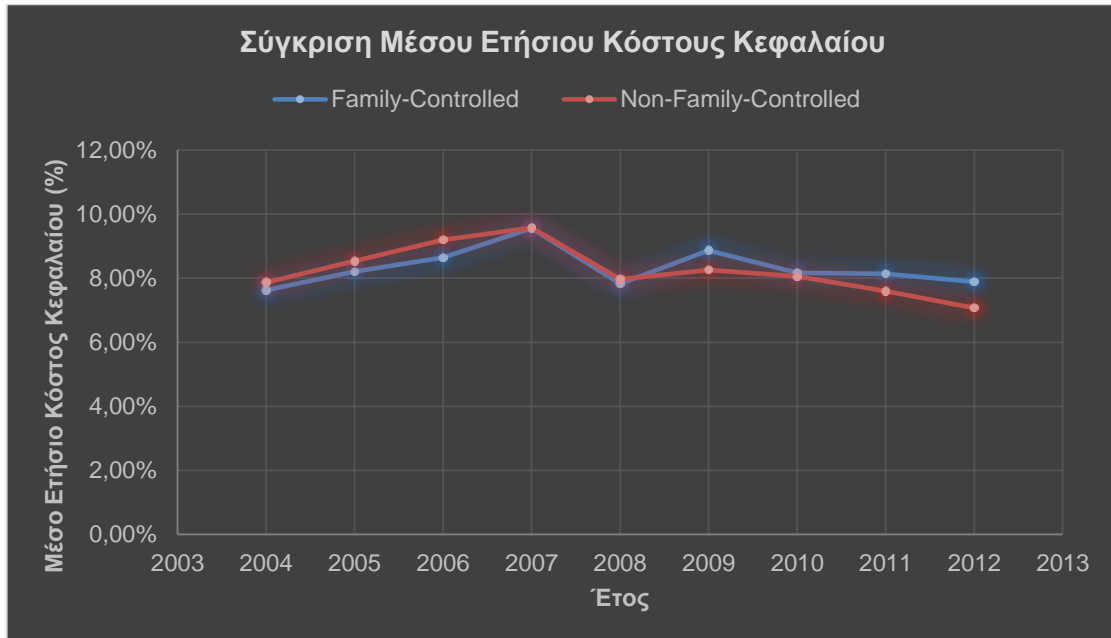
**ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 4. 5: ΜΕΣΟ ΕΤΗΣΙΟ ΚΟΣΤΟΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ "NON –FAMILY –  
CONTROLLED" ΚΛΑΔΩΝ**

Σημαντικές παρατηρήσεις προκύπτουν από τις συγκρίσεις του μέσου κόστους κεφαλαίου πριν, κατά τη διάρκεια και μετά τη χρηματοοικονομική κρίση του 2008. Το μέσο κόστος κεφαλαίου των "non – family – controlled" κλάδων προ κρίσης (2004-2007) ανέρχεται σε 8,79%, ενώ, η αντίστοιχη τιμή για την τετραετία μετά την κρίση (2009 – 2012) είναι 7,74%. Επιπλέον, το μέσο κόστος κεφαλαίου των "non – family – controlled" κλάδων κατά τη διάρκεια της κρίσης (2008) λαμβάνει τιμή ίση με 7,97%.

Από τα ανωτέρω, παρατηρούμε ότι το 2008 είχαμε μείωση του μέσου κόστους κεφαλαίου των "non – family – controlled" κλάδων κατά 0,82%, σε σχέση με την τετραετία προ κρίσης. Μείωση της τάξεως του 0,23% από την τιμή του 2008 είχαμε και κατά την τετραετία μετά την κρίση. Τέλος, το μέσο κόστος κεφαλαίου των "non – family – controlled" κλάδων για την τετραετία μετά την κρίση παρουσίασε μείωση της τάξεως του 1,05% από την τιμή που έλαβε κατά την τετραετία πριν την κρίση.

Συγκρίνοντας το μέσο κόστος κεφαλαίου των "family – controlled" και των "non – family – controlled" κλάδων προκύπτουν οι εξής παρατηρήσεις. Κατά την τετραετία πριν την κρίση, οι "non – family – controlled" κλάδοι εμφανίζουν μεγαλύτερο μέσο κόστος κεφαλαίου. Ωστόσο, τόσο κατά τη διάρκεια της κρίσης όσο και κατά την τετραετία μετά την κρίση, οι "non – family – controlled" κλάδοι έχουν μικρότερο μέσο κόστος κεφαλαίου από τους "family – controlled" κλάδους. Επομένως, όπως θα αναλυθεί και

στα συμπεράσματα της μελέτης, προκύπτει μία αλλαγή στη στάση των επενδυτών και μία στροφή προς τους “non – family – controlled” κλάδους.



ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 4. 6: ΣΥΓΚΡΙΣΗ ΜΕΣΟΥ ΕΤΗΣΙΟΥ ΚΟΣΤΟΥΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ “FAMILY – CONTROLLED” ΚΑΙ “NON – FAMILY – CONTROLLED” ΚΛΑΔΩΝ

Στα πλαίσια της μονοπαραγοντικής ανάλυσης του κόστους κεφαλαίου για τους “non – family – controlled” κλάδους, υπολογίστηκαν και οι διαφορές ανάμεσα στο  $k_{\text{average,ετήσιο}}$  και στο μέσο ετήσιο κόστος κεφαλαίου του έτους – βάση (2004) (Πίνακας Π. 18). Επιπλέον, έγινε έλεγχος στατιστικής σημαντικότητας των παρατηρούμενων διαφορών. Από την παραπάνω διαδικασία προέκυψαν τόσο θετικές όσο και αρνητικές διαφορές ανάμεσα στο  $k_{\text{average,ετήσιο}}$  και στο μέσο ετήσιο κόστος κεφαλαίου του έτους – βάση, οι οποίες, όμως, δεν ήταν πάντα στατιστικώς σημαντικές. Παρόλα αυτά, οι θετικές διαφορές, που αφορούν τα έτη 2005-2010, υποδεικνύουν ότι το  $k_{\text{average,ετήσιο}}$  είναι μεγαλύτερο του μέσου ετήσιου κόστους κεφαλαίου του έτους – βάση, ενώ οι αρνητικές διαφορές του 2011 και του 2012 δείχνουν ότι το αντίστοιχο  $k_{\text{average,ετήσιο}}$  είναι μικρότερο του μέσου ετήσιου κόστους κεφαλαίου του έτους – βάση.

Η μεγαλύτερη διαφορά (1,70%) εμφανίστηκε ανάμεσα στα έτη 2007 και 2004 και είναι στατιστικώς σημαντική. Βάσει αυτού, το μέσο ετήσιο κόστος κεφαλαίου λαμβάνει τη μεγαλύτερη τιμή του το 2007 και αυτή η τιμή είναι κατά 1,70% μεγαλύτερη της αντίστοιχης τιμής του 2004. Η δεύτερη μεγαλύτερη διαφορά καταγράφεται ανάμεσα στα

έτη 2006 και 2004 (1,33%) και η τρίτη μεγαλύτερη διαφορά ανάμεσα στα έτη 2012 και 2004 (-0,80%). Επιπρόσθετα, αυτές οι τρεις διαφορές που εμφανίζονται δύο έτη πριν την κρίση (2006, 2007) και στο τέλος της περιόδου μελέτης (2012), είναι και οι μόνες στατιστικώς σημαντικές διαφορές. Ως προς τη μικρότερη διαφορά (0,10%), αυτή εμφανίζεται ανάμεσα στα έτη 2008 και 2004 και δεν είναι στατιστικώς σημαντική. Τέλος, οι διαφορές που αφορούν την περίοδο προ κρίσης είναι κατά μέσο όρο μεγαλύτερες των διαφορών μετά την κρίση (0,92% έναντι 0,13%, αντίστοιχα).

---

#### **4.1.3 ΜΕΛΕΤΗ ΤΩΝ ΔΙΑΦΟΡΩΝ ΑΝΑΜΕΣΑ ΣΤΟ $k_{e,average,ετήσιο}$ ΚΑΙ ΣΤΟ ΜΕΣΟ ΕΤΗΣΙΟ ΚΟΣΤΟΣ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΤΟΥ ΕΤΟΥΣ – ΒΑΣΗ**

---

Στα υποκεφάλαια 4.1.1.1. και 4.1.2.1 παρουσιάστηκαν τα αποτελέσματα των διαφορών ανάμεσα στο  $k_{e,average,ετήσιο}$  και στο μέσο ετήσιο κόστος ιδίων κεφαλαίων του έτους – βάση (2004), για τους “family – controlled” και τους “non – family – controlled” κλάδους. Σε αυτό το σημείο γίνεται μία σύγκριση των διαφορών ανάμεσα στις δύο κατηγορίες κλάδων που έχουμε διακρίνει. Αυτή η σύγκριση πραγματοποιήθηκε και από τους Boubakri et al. (2010), οι οποίοι αναφέρουν στην έρευνά τους ότι η διαφορά στο μέσο κόστος ιδίων κεφαλαίων για τις “family – controlled” επιχειρήσεις είναι διπλάσια της αντίστοιχης διαφοράς για τις “non – family – controlled” επιχειρήσεις κατά το 1998, σε σύγκριση με το 1996.

Οι διαφορές ανάμεσα στο  $k_{e,average,ετήσιο}$  και στο μέσο ετήσιο κόστος ιδίων κεφαλαίων του έτους – βάση (2004) για τους “family – controlled” κλάδους διαμορφώθηκαν ως εξής: 0,61% για το 2005, 0,98% για το 2006, 2,30% για το 2007, 1,36% για το 2008, 1,46% για το 2009, 0,49% για το 2010, 1,27% για το 2011 και 0,92% για το 2012 (Πίνακας Π. 15). Οι αντίστοιχες διαφορές για τους “non – family – controlled” κλάδους ήταν: 0,58% για το 2005, 1,33% για το 2006, 1,83% για το 2007, 0,71% για το 2008, 0,21% για το 2009, 0,38% για το 2010, 0,21% για το 2011 και -0,30% για το 2012 (Πίνακας Π. 17).





**ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 4. 7: ΜΕΛΕΤΗ ΔΙΑΦΟΡΩΝ  $k_{e,average,ετήσιο} - k_{e,average,2004}$  ΓΙΑ “FAMILY – CONTROLLED” ΚΑΙ “NON – FAMILY – CONTROLLED” ΚΛΑΔΟΥΣ**

Από τα παραπάνω προκύπτει ότι η διαφορά ανάμεσα στο  $k_{e,average,2008}$  και στο  $k_{e,average,2004}$  για τους “family – controlled” κλάδους είναι διπλάσια της αντίστοιχης διαφοράς για τους “non – family – controlled” κλάδους. Η διαφορά ανάμεσα στο  $k_{e,average,2009}$  και στο  $k_{e,average,2004}$  για τους “family – controlled” κλάδους είναι επταπλάσια της αντίστοιχης διαφοράς για τους “non – family – controlled” κλάδους. Σε ότι αφορά στη διαφορά ανάμεσα στο  $k_{e,average,2011}$  και στο  $k_{e,average,2004}$  για τους “family – controlled” κλάδους είναι εξαπλάσια της αντίστοιχης διαφοράς για τους “non – family – controlled” κλάδους. Τέλος, η διαφορά ανάμεσα στο  $k_{e,average,2012}$  και στο  $k_{e,average,2004}$  για τους “family – controlled” κλάδους είναι τριπλάσια της αντίστοιχης διαφοράς για τους “non – family – controlled” κλάδους.

#### 4.1.4 ΜΕΛΕΤΗ ΤΩΝ ΔΙΑΦΟΡΩΝ ΑΝΑΜΕΣΑ ΣΤΟ $k_{\text{average,ετήσιο}}$ ΚΑΙ ΣΤΟ ΜΕΣΟ ΕΤΗΣΙΟ ΚΟΣΤΟΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ ΤΟΥ ΕΤΟΥΣ – ΒΑΣΗ

Στα υποκεφάλαια 4.1.1.2. και 4.1.2.2 παρουσιάστηκαν τα αποτελέσματα των διαφορών ανάμεσα στο  $k_{\text{average,ετήσιο}}$  και στο μέσο ετήσιο κόστος κεφαλαίου του έτους – βάση (2004), για τους “family – controlled” και τους “non – family – controlled” κλάδους. Σε αυτό το σημείο γίνεται μία σύγκριση των διαφορών ανάμεσα στις δύο κατηγορίες κλάδων που έχουμε διακρίνει.

Οι διαφορές ανάμεσα στο  $k_{\text{average,ετήσιο}}$  και στο μέσο ετήσιο κόστος κεφαλαίου του έτους – βάση (2004) για τους “family – controlled” κλάδους διαμορφώθηκαν ως εξής: 0,58% για το 2005, 1,02% για το 2006, 1,93% για το 2007, 0,20% για το 2008, 1,24% για το 2009, 0,55% για το 2010, 0,51% για το 2011 και 0,27% για το 2012 (Πίνακας Π. 16). Οι αντίστοιχες διαφορές για τους “non – family – controlled” κλάδους ήταν: 0,66% για το 2005, 1,33% για το 2006, 1,70% για το 2007, 0,10% για το 2008, 0,39% για το 2009, 0,18% για το 2010, -0,28% για το 2011 και -0,80% για το 2012 (Πίνακας Π. 18).



ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 4. 8: ΜΕΛΕΤΗ ΔΙΑΦΟΡΩΝ  $k_{\text{average,ετήσιο}} - k_{\text{average,2004}}$  ΓΙΑ “FAMILY – CONTROLLED” ΚΑΙ “NON – FAMILY – CONTROLLED” ΚΛΑΔΟΥΣ

Από τα παραπάνω προκύπτει ότι η διαφορά ανάμεσα στο  $k_{e,average,2008}$  και στο  $k_{e,average,2004}$  για τους “family – controlled” κλάδους είναι διπλάσια της αντίστοιχης διαφοράς για τους “non – family – controlled” κλάδους. Η διαφορά ανάμεσα στο  $k_{e,average,2009}$  και στο  $k_{e,average,2004}$ , αλλά και ανάμεσα στο  $k_{e,average,2010}$  και στο  $k_{e,average,2004}$  για τους “family – controlled” κλάδους είναι τριπλάσια της αντίστοιχης διαφοράς για τους “non – family – controlled” κλάδους. Σε ότι αφορά στη διαφορά ανάμεσα στο  $k_{e,average,2011}$  και στο  $k_{e,average,2004}$  για τους “family – controlled” κλάδους είναι σχεδόν διπλάσια της αντίστοιχης διαφοράς για τους “non – family – controlled” κλάδους. Τέλος, η διαφορά ανάμεσα στο  $k_{e,average,2012}$  και στο  $k_{e,average,2004}$  για τους “non – family – controlled” κλάδους είναι σχεδόν τριπλάσια της αντίστοιχης διαφοράς για τους “family – controlled” κλάδους.

---

#### **4.1.5 ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΣΥΝΔΥΑΣΤΙΚΗΣ ΜΕΛΕΤΗΣ ΚΟΣΤΟΥΣ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ**

---

Στο παρόν υποκεφάλαιο παρουσιάζονται τα αποτελέσματα του τελευταίου βήματος της μονοπαραγοντικής ανάλυσης, σύμφωνα με το οποίο υπολογίζονται οι διαφορές της μέσης τιμής του κόστους ιδίων κεφαλαίων των “family – controlled” κλάδων μείον τη μέση τιμή του κόστους ιδίων κεφαλαίων των “non – family – controlled” κλάδων. Σύμφωνα με τους Boubakri et al. (2010), μία θετική διαφορά υποδεικνύει ότι το μέσο κόστος ιδίων κεφαλαίων των οικογενειακών επιχειρήσεων είναι μεγαλύτερο από αυτό των μη οικογενειακών επιχειρήσεων για το συγκεκριμένο έτος.

Τα αποτελέσματα των Boubakri et al. (2010) δείχνουν ότι το προ κρίσης μέσο κόστος ιδίων κεφαλαίων ήταν γενικώς χαμηλότερο για τις “family – controlled” επιχειρήσεις, αν και η διαφορά δεν είναι στατιστικώς σημαντική. Αντιθέτως, το κόστος ιδίων κεφαλαίων της ίδιας κατηγορίας επιχειρήσεων μετά την κρίση είναι σημαντικά υψηλότερο από το μετά την κρίση μέσο κόστος ιδίων κεφαλαίων των “non – family – controlled” επιχειρήσεων.

Στην παρούσα μελέτη παρατηρείται ότι το μέσο κόστος ιδίων κεφαλαίων των “non – family – controlled” κλάδων είναι μεγαλύτερο του μέσου κόστους ιδίων κεφαλαίων των “family – controlled” κλάδων, κατά τα έτη 2004 – 2006 και 2010. Αναλυτικότερα, το μέσο κόστος ιδίων κεφαλαίων των “non – family – controlled” κλάδων είναι μεγαλύτερο

του μέσου κόστους ιδίων των “family – controlled” κλάδων κατά 0,31% το 2004, 0,28% το 2005, 0,67% το 2006 και 0,20% κατά το 2010 (Πίνακας Π. 19).

Κατά τα υπόλοιπα έτη, προέκυψε ότι το μέσο κόστος ιδίων κεφαλαίων των “non – family – controlled” κλάδων είναι μικρότερο του μέσου κόστους ιδίων κεφαλαίων των “family – controlled” κλάδων. Συγκεκριμένα, το μέσο κόστος ιδίων κεφαλαίων των “non – family – controlled” κλάδων είναι μικρότερο του μέσου κόστους ιδίων των “family – controlled” κλάδων κατά 0,17% το 2007, 0,34% το 2008, 0,95% το 2009, 0,75% το 2011 και 0,91% κατά το 2010 (Πίνακας Π. 19).

Επομένως, η μεγαλύτερη διαφορά ανάμεσα στη μέση τιμή του κόστους ιδίων κεφαλαίων των “family – controlled” κλάδων και την αντίστοιχη τιμή των “non – family – controlled” κλάδων, εμφανίζεται κατά το 2009 (0,95%) και αποτελεί τη μόνη στατιστικώς σημαντική διαφορά της περιόδου μελέτης. Η δεύτερη μεγαλύτερη διαφορά εντοπίζεται το 2012 (0,91%), χωρίς, ωστόσο, να είναι στατιστικώς σημαντική. Σχετικά με την ελάχιστη παρατηρούμενη διαφορά, αυτή σημειώνεται το 2007 (0,17%), χωρίς να είναι στατιστικώς σημαντική.

Τα ανωτέρω αποτελέσματα οδηγούν στην εξαγωγή συμπερασμάτων σχετικά με τη στάση των επενδυτών πριν, κατά τη διάρκεια και μετά την κρίση, όπως θα αναλυθεί και στη συνέχεια.

---

#### **4.1.6 ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΣΥΝΔΥΑΣΤΙΚΗΣ ΜΕΛΕΤΗΣ ΚΟΣΤΟΥΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ**

---

Στη συνέχεια παρουσιάζονται τα αποτελέσματα του τελευταίου βήματος της μονοπαραγοντικής ανάλυσης, σύμφωνα με το οποίο υπολογίζονται οι διαφορές της μέσης τιμής του κόστους κεφαλαίου των “family – controlled” κλάδων μείον τη μέση τιμή του κόστους κεφαλαίου των “non – family – controlled” κλάδων.

Γενικά, παρατηρείται ότι το μέσο κόστος κεφαλαίου των “non – family – controlled” κλάδων είναι μεγαλύτερο του μέσου κόστους κεφαλαίου των “family – controlled” κλάδων, κατά τα έτη 2004 – 2008. Αναλυτικότερα, το μέσο κόστος κεφαλαίου των “non – family – controlled” κλάδων είναι μεγαλύτερο του μέσου κόστους κεφαλαίου των “family – controlled” κλάδων κατά 0,25% το 2004, 0,33% το 2005, 0,55% το 2006, 0,02% το 2007 και 0,15% κατά το 2008 (Πίνακας Π. 20).

Κατά τα υπόλοιπα έτη, προέκυψε ότι το μέσο κόστος κεφαλαίου των “non – family – controlled” κλάδων είναι μικρότερο του μέσου κόστους κεφαλαίου των “family – controlled” κλάδων. Συγκεκριμένα, το μέσο κόστος κεφαλαίου των “non – family – controlled” κλάδων είναι μικρότερο του μέσου κόστους κεφαλαίου των “family – controlled” κλάδων κατά 0,61% το 2009, 0,12% το 2010, 0,55% το 2011 και 0,82% κατά το 2012 (Πίνακας Π. 20).

Επομένως, η μεγαλύτερη διαφορά ανάμεσα στη μέση τιμή του κόστους κεφαλαίου των “family – controlled” κλάδων και την αντίστοιχη τιμή των “non – family – controlled” κλάδων, εμφανίζεται κατά το 2012 (0,82%), χωρίς όμως να είναι στατιστικώς σημαντική. Η δεύτερη μεγαλύτερη διαφορά εντοπίζεται το 2009 (0,61%), η οποία είναι και η μόνη στατιστικώς σημαντική διαφορά. Σχετικά με την ελάχιστη παρατηρούμενη διαφορά, αυτή σημειώνεται το 2007 (-0,02%), χωρίς να είναι στατιστικώς σημαντική.

Τα ανωτέρω αποτελέσματα οδηγούν στην εξαγωγή συμπερασμάτων σχετικά με τη στάση των επενδυτών πριν, κατά τη διάρκεια και μετά την κρίση, όπως θα αναλυθεί και στο 5<sup>ο</sup> Κεφάλαιο.

## **4.2 ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΠΟΛΥΠΑΡΑΓΟΝΤΙΚΗΣ ΑΝΑΛΥΣΗΣ**

---

Στο σημείο αυτό παρουσιάζονται τα αποτελέσματα της εμπειρικής έρευνας που προέκυψαν μετά τη διεξαγωγή πολυπαραγοντικής ανάλυσης για τους 54 κλάδους της οικονομίας των Η.Π.Α., κατά το χρονικό διάστημα 2004 – 2012.

### **4.2.1. ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΗΣ ΑΝΑΛΥΣΗΣ ΓΙΑ ΤΟ ΣΥΝΟΛΟ ΤΩΝ ΔΕΔΟΜΕΝΩΝ**

---

Στα πλαίσια της πολυπαραγοντικής ανάλυσης με το στατιστικό πακέτο Stata, μελετήθηκε, αρχικά, η συμπεριφορά της εξαρτημένης και των ανεξάρτητων μεταβλητών του μοντέλου.

Σύμφωνα με τη στατιστική ανάλυση για το σύνολο των δεδομένων (Πίνακας Π. 21), το κόστος ιδίων κεφαλαίων (εξαρτημένη τιμή) λαμβάνει μία μέση τιμή ίση με 9,4019% για την περίοδο μελέτης, με την ελάχιστη τιμή του να είναι ίση με 4,40427% και τη μέγιστη τιμή του να φτάνει το 19,02692%. Η μέση τιμή του αναμενόμενου ρυθμού ανάπτυξης των κλάδων για την επόμενη πενταετία (ανεξάρτητη μεταβλητή) λαμβάνει μία μέση τιμή ίση με 14,26817%, ενώ, η ελάχιστη τιμή διαμορφώνεται σε -8,4375% και η μέγιστη σε 45,08333%. Η μέση τιμή της μόχλευσης των κλάδων (ανεξάρτητη μεταβλητή) ανέρχεται σε 22,39245%, η ελάχιστη τιμή της μεταβλητής είναι ίση με 1,17537% και η μέγιστη τιμή της ίση με 90,23957%. Σχετικά με τον κίνδυνο των κλάδων (ανεξάρτητη μεταβλητή), η μέση τιμή του είναι ίση με 59,25252%, η ελάχιστη τιμή του είναι 17,09914% και η μέγιστη τιμή του 797,0384%. Τέλος, ο λόγος της χρηματιστηριακής προς τη λογιστική αξία των ιδίων κεφαλαίων (ανεξάρτητη μεταβλητή) λαμβάνει μία μέση τιμή ίση με 337,8226%, ενώ, η ελάχιστη τιμή του είναι -2341,455% και η μέγιστη τιμή του 5114,233%.

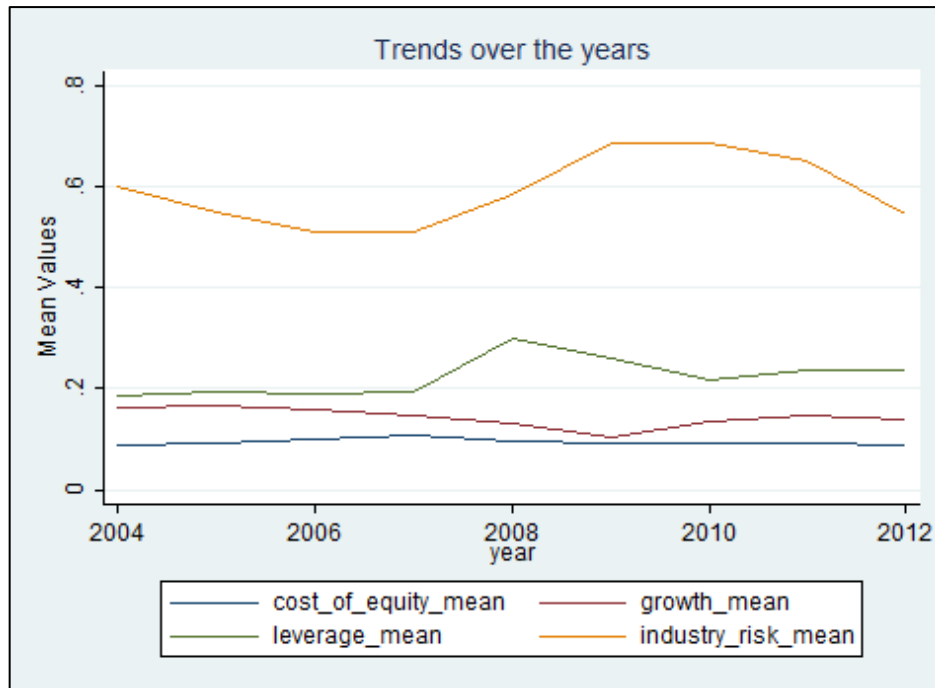
---

#### **4.2.2. ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΗΣ ΑΝΑΛΥΣΗΣ ΓΙΑ ΕΤΗΣΙΑ ΔΕΔΟΜΕΝΑ**

---

Για κάθε ένα από τα έτη της έρευνας, πραγματοποιήθηκε στατιστική ανάλυση κατά την οποία υπολογίστηκε η μέση τιμή, η τυπική απόκλιση, η ελάχιστη και η μέγιστη τιμή για κάθε μία εξαρτημένη και ανεξάρτητη μεταβλητή. Τα αποτελέσματα παρουσιάζονται αναλυτικά στους Πίνακες Π. 22 – Π. 26 του Παραρτήματος.

Βάσει των ανωτέρω αποτελεσμάτων, προέκυψαν τα Διαγράμματα 4. 9 και 4. 10. Στο Διάγραμμα 4. 9, παρατηρούμε τη διαχρονική εξέλιξη της μέσης τιμής της εξαρτημένης μεταβλητής “Κόστος ιδίων κεφαλαίων” (*cost\_of\_equity\_mean*) και της μέσης τιμής των ανεξάρτητων μεταβλητών: “Αναμενόμενος ρυθμός ανάπτυξης κλάδων για την επόμενη πενταετία” (*growth\_mean*), “Μόχλευση κλάδων” (*leverage\_mean*) και “Κίνδυνος κλάδων” (*industry\_risk*). Στο Διάγραμμα 4. 10, δίνεται η διαχρονική εξέλιξη της ανεξάρτητης μεταβλητής “Λόγος χρηματιστηριακής προς λογιστική αξία ιδίων κεφαλαίων” (*Market Value of Equity / Book Value of Equity*).



ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 4. 9: ΔΙΑΧΡΟΝΙΚΗ ΕΞΕΛΙΞΗ ΤΗΣ ΜΕΣΗΣ ΤΙΜΗΣ ΤΗΣ ΑΝΕΞΑΡΤΗΤΗΣ ΜΕΤΑΒΛΗΤΗΣ “ΚΟΣΤΟΣ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ” ΚΑΙ ΤΩΝ ΑΝΕΞΑΡΤΗΤΩΝ ΜΕΤΑΒΛΗΤΩΝ: “ΑΝΑΜΕΝΟΜΕΝΟΣ ΡΥΘΜΟΣ ΑΝΑΠΤΥΞΗΣ ΚΛΑΔΩΝ ΓΙΑ ΤΗΝ ΕΠΟΜΕΝΗ ΠΕΝΤΑΕΤΙΑ”, “ΜΟΧΛΕΥΣΗ ΚΛΑΔΩΝ” ΚΑΙ “ΚΙΝΔΥΝΟΣ ΚΛΑΔΩΝ”

Σχετικά με τη διαχρονική εξέλιξη της μέσης τιμής της εξαρτημένης μεταβλητής “Κόστος ιδίων κεφαλαίων”, παρατηρούμε ότι κατά την τριετία πριν την κρίση (2005 – 2007) έχουμε μία σταδιακή αύξηση της μέσης τιμής σε σχέση με το 2004, το οποίο αποτελεί και το έτος – βάση. Κατά την κρίση, η μέση τιμή του κόστους ιδίων κεφαλαίων είναι μειωμένη σε σχέση με την αντίστοιχη τιμή του 2007, αλλά παραμένει αρκετά υψηλότερη της τιμής του 2004. Μετά την κρίση (2008 – 2012), η μέση τιμή του κόστους ιδίων κεφαλαίων μειώνεται σταδιακά, λαμβάνοντας το 2012 μικρότερη τιμή από αυτή του 2004 (8,69931% το 2012 έναντι 8,7509% το 2004).

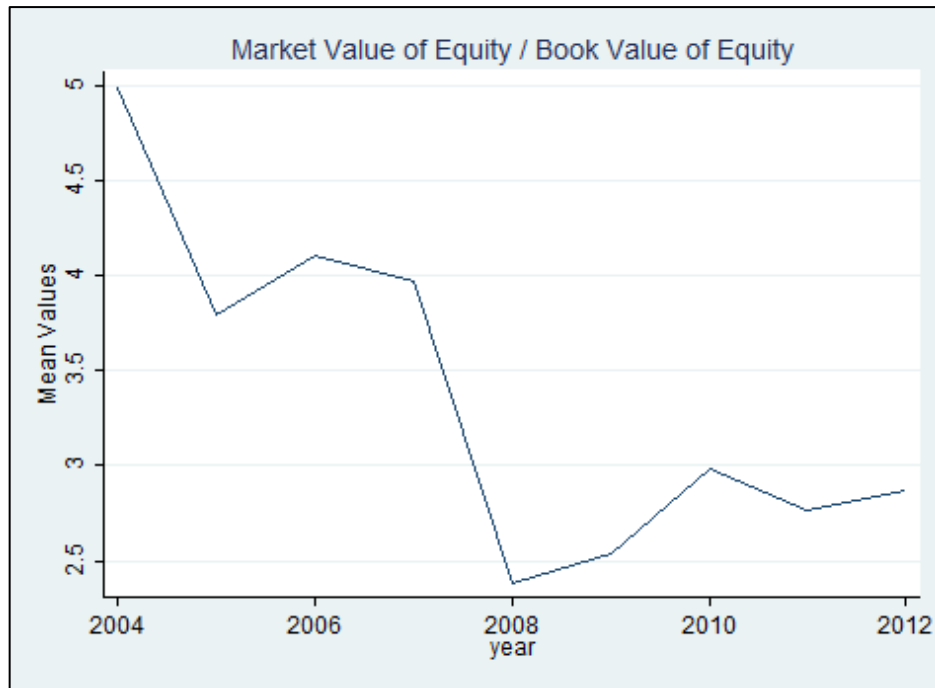
Μελετώντας τη διαχρονική εξέλιξη της μέσης τιμής της ανεξάρτητης μεταβλητής “Αναμενόμενος ρυθμός ανάπτυξης κλάδων για την επόμενη πενταετία”, προκύπτει ότι κατά την τριετία πριν την κρίση (2005 – 2007) έχουμε μία σταδιακή μείωση της μέσης τιμής σε σχέση με το 2004, η οποία συνεχίζεται και κατά τη διάρκεια της κρίσης (2008). Παρόλα αυτά, η μέση τιμή της μεταβλητής αυτής λαμβάνει την ελάχιστη τιμή της περιόδου μελέτης ένα χρόνο μετά την κρίση (2009). Από εκεί κι έπειτα, παρατηρείται μία σταδιακή αύξηση της μέσης τιμής, χωρίς, όμως, να προσεγγίζει τα προ κρίσης επίπεδα.



Σε ότι αφορά στη διαχρονική εξέλιξη της μέσης τιμής της ανεξάρτητης μεταβλητής “Μόχλευση κλάδων”, παρατηρούμε ότι κατά την τριετία πριν την κρίση (2005 – 2007) έχουμε μία σταδιακή αύξηση της μέσης τιμής σε σχέση με το 2004. Κατά το 2008, η μέση τιμή της μόχλευσης των κλάδων εμφανίζει μία πολύ σημαντική αύξηση, καταγράφοντας τη μέγιστη τιμή της περιόδου μελέτης. Κατά τα έτη μετά την κρίση (2009 – 2012), η μέση μόχλευση των κλάδων σταδιακά μειώνεται, αν και οι τιμές της παραμένουν πολύ υψηλότερες από τις αντίστοιχες τιμές των ετών πριν το ξέσπασμα της κρίσης.

Για την ανεξάρτητη μεταβλητή “Κίνδυνος κλάδων”, διακρίνουμε μία σταδιακή μείωση της μέσης τιμής της κατά την τριετία πριν την κρίση (2005 – 2007) σε σχέση με το 2004 και μία απότομη αύξηση κατά το 2008. Πολύ σημαντική αύξηση της μέσης τιμής της εν λόγω μεταβλητής παρατηρείται και κατά το 2009, η οποία συνεχίζεται και κατά το 2010, οπότε καταγράφεται και η μέγιστη μέση τιμή του κινδύνου. Τελικά, η μέση τιμή της μεταβλητής επανέρχεται στα προ κρίσης επίπεδα κατά το 2012.

Τέλος, η μέση τιμή της ανεξάρτητης μεταβλητής “Λόγος χρηματιστηριακής προς λογιστική αξία ιδίων κεφαλαίων” εμφανίζει μία ιδιαίτερη συμπεριφορά, η οποία χωρίζει το Διάγραμμα 4. 10 σε δύο “περιοχές”. Η πρώτη αφορά στα έτη 2004 – 2007, οπότε η μέση τιμή λαμβάνει σχετικά υψηλές τιμές, παρόλες τις διακυμάνσεις της. Κατά το 2008, η μέση τιμή της μεταβλητής εμφανίζει μία πολύ σημαντική μείωση που έχει σαν αποτέλεσμα η μεταβλητή να λάβει την ελάχιστη μέση τιμή της περιόδου μελέτης. Η δεύτερη “περιοχή” του Διαγράμματος 4. 10, αφορά στα έτη 2009 – 2012, οπότε η μέση τιμή λαμβάνει τιμές οι οποίες είναι υψηλότερες της αντίστοιχης τιμής του 2008, αλλά, πολύ χαμηλότερες των αντίστοιχων τιμών πριν την κρίση.



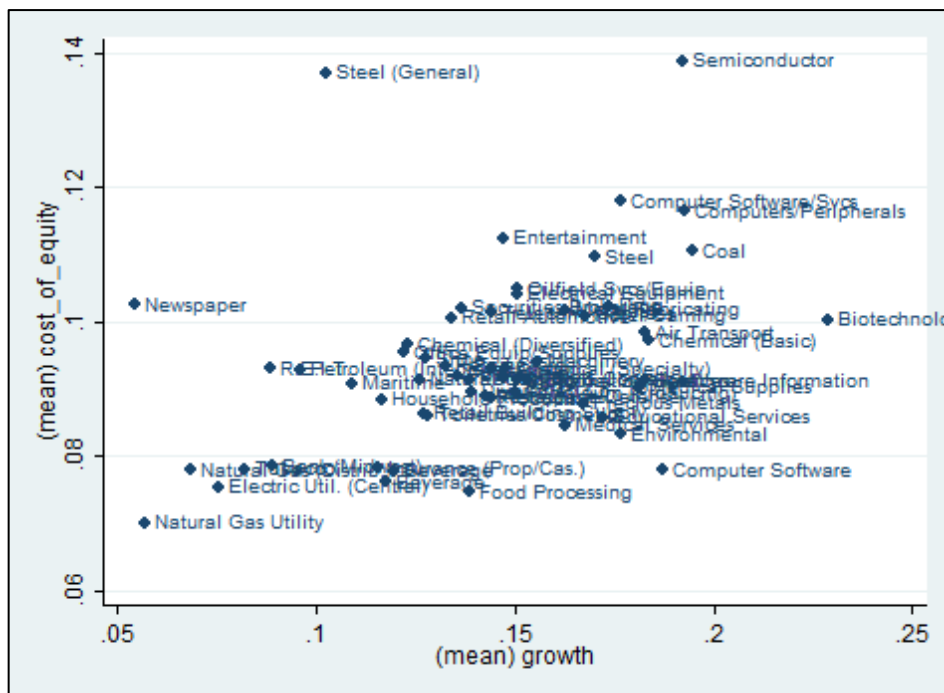
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 4. 10: ΔΙΑΧΡΟΝΙΚΗ ΕΞΕΛΙΞΗ ΤΗΣ ΜΕΣΗΣ ΤΙΜΗΣ ΤΗΣ ΑΝΕΞΑΡΤΗΤΗΣ ΜΕΤΑΒΛΗΤΗΣ “ΛΟΓΟΣ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗΣ ΠΡΟΣ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗ ΑΞΙΑ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ”

#### 4.2.3. ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΗΣ ΑΝΑΛΥΣΗΣ ΑΝΑ ΚΛΑΔΟ

Για κάθε έναν από τους υπό μελέτη κλάδους της οικονομίας των Ηνωμένων Πολιτειών Αμερικής, πραγματοποιήθηκε στατιστική ανάλυση κατά την οποία υπολογίστηκε η μέση τιμή, η τυπική απόκλιση, η ελάχιστη και η μέγιστη τιμή για κάθε μία εξαρτημένη και ανεξάρτητη μεταβλητή. Τα αποτελέσματα παρουσιάζονται αναλυτικά στους Πίνακες Π. 27 – Π. 55 του Παραρτήματος.

Παρατηρώντας τα αποτελέσματα της στατιστικής ανάλυσης για τους “family – controlled” κλάδους, προκύπτει ότι η μέση τιμή της ανεξάρτητης μεταβλητής “Κόστος ιδίων κεφαλαίων” λαμβάνει τη μέγιστη τιμή της για τον κλάδο “Entertainment” και την ελάχιστη για τον κλάδο “Beverage”. Η μέση τιμή της ανεξάρτητης μεταβλητής “Αναμενόμενος ρυθμός ανάπτυξης κλάδων για την επόμενη πενταετία” εμφανίζει τη μέγιστη τιμή στον κλάδο “Hotel / Gaming” και την ελάχιστη στον κλάδο “Newspaper”. Σε ότι αφορά στη μέση τιμή της ανεξάρτητης μεταβλητής “Μόχλευση κλάδων”, αυτή λαμβάνει τη μέγιστη τιμή της στον κλάδο “Hotel / Gaming” και την ελάχιστη τιμή της

στον κλάδο “Shoe”. Η μέση τιμή της ανεξάρτητης μεταβλητής “Κίνδυνος κλάδων” εμφανίζει τη μέγιστη τιμή της για τον κλάδο “Entertainment” και την ελάχιστη για τον κλάδο “Shoe”. Τέλος, σχετικά με τη μέση τιμή της ανεξάρτητης μεταβλητής “Λόγος χρηματιστηριακής προς λογιστική αξία ιδίων κεφαλαίων”, αυτή λαμβάνει τη μέγιστη τιμή της στον κλάδο “Toiletries/Cosmetics” και την ελάχιστη τιμή της στον κλάδο “Entertainment”.

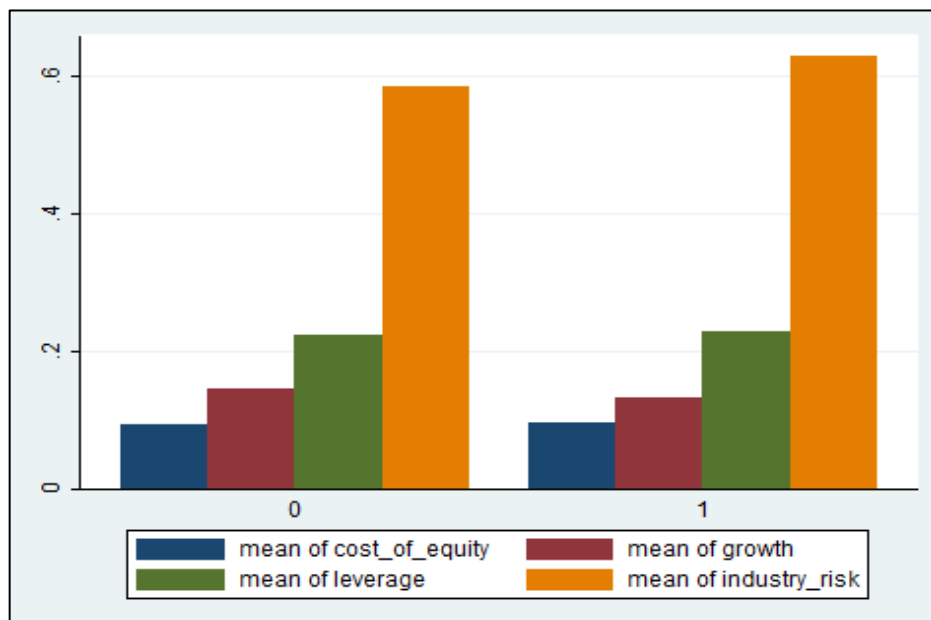


ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 4. 11: ΑΠΕΙΚΟΝΙΣΗ ΤΟΥ ΜΕΣΟΥ ΚΟΣΤΟΥΣ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΣΕ ΣΥΝΔΥΑΣΜΟ ΜΕ ΤΟ ΜΕΣΟ ΑΝΑΜΕΝΟΜΕΝΟ ΡΥΘΜΟ ΑΝΑΠΤΥΞΗΣ ΓΙΑ ΤΗΝ ΕΠΟΜΕΝΗ ΠΕΝΤΑΕΤΙΑ, ΑΝΑ ΚΛΑΔΟ

Μελετώντας τα αποτελέσματα της στατιστικής ανάλυσης για τους “non – family – controlled” κλάδους, προκύπτει ότι η μέση τιμή της ανεξάρτητης μεταβλητής “Κόστος ιδίων κεφαλαίων” λαμβάνει τη μέγιστη τιμή της για τον κλάδο “Semiconductor” και την ελάχιστη για τον κλάδο “Natural Gas Utility”. Η μέση τιμή της ανεξάρτητης μεταβλητής “Αναμενόμενος ρυθμός ανάπτυξης κλάδων για την επόμενη πενταετία” εμφανίζει τη μέγιστη τιμή στον κλάδο “Biotechnology” και την ελάχιστη στον κλάδο “Natural Gas Utility”. Σε ότι αφορά στη μέση τιμή της ανεξάρτητης μεταβλητής “Μόχλευση κλάδων”, αυτή λαμβάνει τη μέγιστη τιμή της στον κλάδο “Securities Brokerage” και την ελάχιστη τιμή της στον κλάδο “Computer Software / Svcs”. Η μέση τιμή της ανεξάρτητης

μεταβλητής “Κίνδυνος κλάδων” εμφανίζει τη μέγιστη τιμή της για τον κλάδο “Packaging & Container” και την ελάχιστη για τον κλάδο “Natural Gas (Distrib.)”. Τέλος, σχετικά με τη μέση τιμή της ανεξάρτητης μεταβλητής “Λόγος χρηματιστηριακής προς λογιστική αξία ιδίων κεφαλαίων”, αυτή λαμβάνει τη μέγιστη τιμή της στον κλάδο “R.E.I.T.” και την ελάχιστη τιμή της στον κλάδο “Maritime”.

Το Διάγραμμα 4. 11 παρουσιάζει τη διαμόρφωση των τιμών των εξαρτημένων και των ανεξάρτητων μεταβλητών, βάσει του χαρακτηρισμού των κλάδων ως “family – controlled” και “non – family – controlled”. Τα αποτελέσματα δίνονται αναλυτικά και στον Πίνακα Π. 56 του Παραρτήματος. Η μέση τιμή της ανεξάρτητης μεταβλητής “Κόστος ιδίων κεφαλαίων” είναι μεγαλύτερη για τους “family – controlled” κλάδους, αν και η διαφορά ανάμεσα σε “family – controlled” και “non – family – controlled” κλάδους δεν είναι σημαντική (9,54956% έναντι 9,36412%). Σχετικά με τη μέση τιμή της ανεξάρτητης μεταβλητής “Αναμενόμενος ρυθμός ανάπτυξης κλάδων για την επόμενη πενταετία”, αυτή λαμβάνει μεγαλύτερη τιμή για τους “non – family – controlled” κλάδους. Αντιθέτως, η μέση τιμή των ανεξάρτητων μεταβλητών “Μόχλευση κλάδων” και “Κίνδυνος κλάδων” , λαμβάνει μεγαλύτερες τιμές για τους “family – controlled” κλάδους. Τέλος, οι “non – family – controlled” κλάδοι εμφανίζουν μεγαλύτερη μέση τιμή για την ανεξάρτητη μεταβλητή “Λόγος χρηματιστηριακής προς λογιστική αξία ιδίων κεφαλαίων”.



**ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 4. 12: ΔΙΑΜΟΡΦΩΣΗ ΤΩΝ ΤΙΜΩΝ ΤΩΝ ΕΞΑΡΤΗΜΕΝΩΝ ΚΑΙ ΤΩΝ ΑΝΕΞΑΡΤΗΤΩΝ ΜΕΤΑΒΛΗΤΩΝ, ΒΑΣΕΙ ΤΟΥ ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΜΟΥ ΤΩΝ ΚΛΑΔΩΝ ΩΣ “FAMILY – CONTROLLED” ΚΑΙ “NON – FAMILY – CONTROLLED”**

---

#### 4.2.4. ΕΛΕΓΧΟΣ ΠΟΛΥΣΥΓΓΡΑΜΜΙΚΟΤΗΤΑΣ

---

Χρησιμοποιώντας τη μέθοδο πολλαπλής παλινδρόμησης, μπορούμε να λάβουμε πιο ποιοτικά αποτελέσματα όταν οι ανεξάρτητες μεταβλητές του υπό μελέτη μοντέλου είναι μεταξύ τους ασυσχέτιστες. Αυτό οφείλεται στο γεγονός πως, εάν υπάρχουν έντονες συσχετίσεις μεταξύ των μεταβλητών, δυσχεραίνεται ή καθίσταται ακόμα και αδύνατη η αξιολόγηση της πραγματικής συνεισφοράς μιας συγκεκριμένης ανεξάρτητης μεταβλητής επί της εξαρτημένης μεταβλητής.

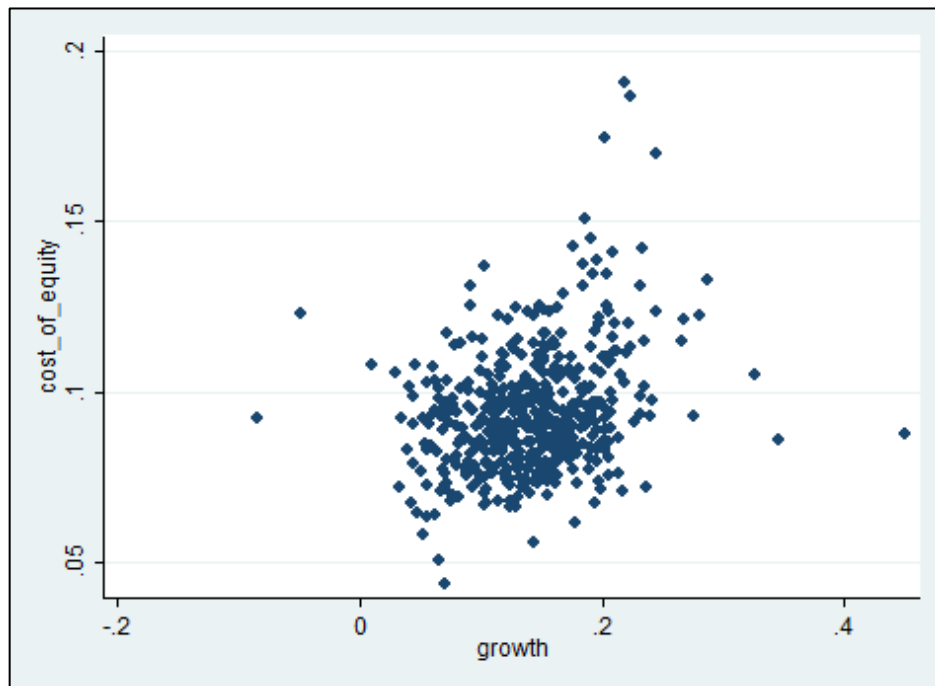
Όταν υπάρχουν ισχυρές συσχετίσεις μεταξύ των ανεξάρτητων μεταβλητών στην πολλαπλή παλινδρόμηση δημιουργείται μία κατάσταση, γνωστή ως “πολυσυγγραμμικότητα”. Η ύπαρξη πολυσυγγραμμικότητας μπορεί να γίνει αντιληπτή μέσω του πίνακα των συντελεστών συσχέτισεως των ανεξάρτητων μεταβλητών. Εάν σε αυτόν πίνακα υπάρχουν μεγάλες θετικές ή αρνητικές τιμές, υπάρχει μία ένδειξη ότι οι αντίστοιχες ανεξάρτητες μεταβλητές του μοντέλου έχουν μεταξύ τους ισχυρό βαθμό συσχέτισης.

Για τη διεξαγωγή του ελέγχου της πολυσυγγραμμικότητας κατασκευάστηκε ο πίνακας των συντελεστών συσχέτισεως (Πίνακας Π. 57 του Παραρτήματος). Σύμφωνα με αυτόν, ο αναμενόμενος ρυθμός ανάπτυξης του κλάδου συσχετίζεται θετικά με το κόστος ιδίων κεφαλαίων, όπως αναμενόταν. Επιπλέον, η μόχλευση του κλάδου συσχετίζεται αρνητικά με το κόστος ιδίων κεφαλαίων, αν και αναμενόταν να συσχετίζεται θετικά. Σχετικά με τον κίνδυνο του κλάδου, αυτός έχει μία θετική συσχέτιση με το κόστος ιδίων κεφαλαίων, ενώ, ο λόγος της χρηματιστηριακής προς τη λογιστική αξία των ιδίων κεφαλαίων συσχετίζεται αρνητικά με το κόστος των ιδίων κεφαλαίων, ακριβώς όπως αναμενόταν.

Το γεγονός ότι η μόχλευση του κλάδου συσχετίζεται αρνητικά με το κόστος ιδίων κεφαλαίων, παρά την αρχική μας εκτίμηση, αποτελεί ένδειξη ύπαρξης πολυσυγγραμμικότητας. Παρόλα αυτά, μέσα από τη συνολική εξέταση του πίνακα των συντελεστών συσχέτισης, οδηγούμαστε στο συμπέρασμα ότι στο μοντέλο μας δεν εμφανίζεται το πρόβλημα της πολυσυγγραμμικότητας.

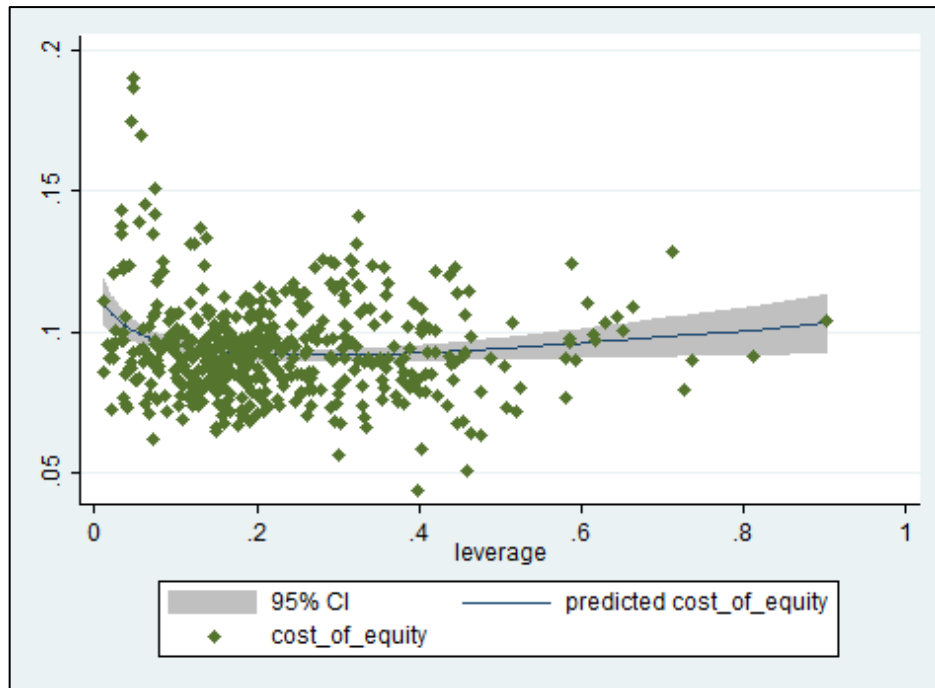
Από τον Πίνακα Π. 57 παρατηρούμε, ακόμα, ότι ο συντελεστής συσχέτισης της εξαρτημένης μεταβλητής “Κόστος ιδίων κεφαλαίων” και της ανεξάρτητης μεταβλητής “Αναμενόμενος ρυθμός ανάπτυξης κλάδων για την επόμενη πενταετία” είναι ίσος με

0,2843. Συνεπώς υπάρχει μία μικρή θετική γραμμική συσχέτιση μεταξύ των δύο μεταβλητών. Αυτό είναι φανερό και από το Διάγραμμα 4. 12, σύμφωνα με το οποίο ο κύριος όγκος των παρατηρήσεων είναι συγκεντρωμένος σε μία περιοχή με αναμενόμενο ρυθμό ανάπτυξης από 0 έως 0,2 και με κόστος ιδίων κεφαλαίων μεγαλύτερο από 0,05 και μικρότερο από 0,15.



ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 4. 13: ΑΠΕΙΚΟΝΙΣΗ ΤΟΥ ΚΟΣΤΟΥΣ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΣΕ ΣΥΝΔΥΑΣΜΟ ΜΕ ΤΟΝ ΑΝΑΜΕΝΟΜΕΝΟ ΡΥΘΜΟ ΑΝΑΠΤΥΞΗΣ ΤΩΝ ΚΛΑΔΩΝ ΓΙΑ ΤΗΝ ΕΠΟΜΕΝΗ ΠΕΝΤΑΕΤΙΑ

Τέλος, στον Πίνακα Π. 57, ο συντελεστής συσχέτισης της εξαρτημένης μεταβλητής “Κόστος ιδίων κεφαλαίων” και της ανεξάρτητης μεταβλητής “Μόχλευση κλάδων” είναι ίσος με -0,0635. Συνεπώς υπάρχει μία πολύ μικρή αρνητική γραμμική συσχέτιση μεταξύ των δύο μεταβλητών. Αυτό είναι φανερό και από το Διάγραμμα, σύμφωνα με το οποίο ο κύριος όγκος των παρατηρήσεων είναι συγκεντρωμένος σε μία περιοχή με μόχλευση μεγαλύτερη από 0 και μικρότερη από 0,4 και με κόστος ιδίων κεφαλαίων μεγαλύτερο από 0,05 και μικρότερο από 0,15.



ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 4. 14: ΑΠΕΙΚΟΝΙΣΗ ΤΟΥ ΚΟΣΤΟΥΣ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΣΕ ΣΥΝΔΥΑΣΜΟ ΜΕ ΤΗ ΜΟΧΛΕΥΣΗ ΤΩΝ ΚΛΑΔΩΝ

#### 4.2.5. ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΠΟΛΛΑΠΛΗΣ ΠΑΛΙΝΔΡΟΜΗΣΗΣ

Στον Πίνακα Π. 58 του Παραρτήματος παρουσιάζονται τα αποτελέσματα της πολλαπλής παλινδρόμησης, από τα οποία προκύπτει το εκτιμηθέν μοντέλο.

Στο άνω μέρος του Πίνακα Π. 58, δίδονται τα αθροίσματα των τετραγώνων (SS) του μοντέλου της πολλαπλής παλινδρόμησης ( $SSR = 0,014593837$ ), των καταλοίπων ( $SSE = 0,138097272$ ) και το συνολικό άθροισμα τετραγώνων ( $SST = 0,152691109$ ). Η διπλανή στήλη (df) δίνει τους βαθμούς ελευθερίας για το μοντέλο της πολλαπλής παλινδρόμησης ( $df = \text{αριθμός ανεξάρτητων μεταβλητών μοντέλου} = 5$ ), για τα κατάλοιπα ( $df = \text{αριθμός παρατηρήσεων} - \text{αριθμός ανεξάρτητων μεταβλητών μοντέλου} - 1 = 486 - 5 - 1$ ) και οι συνολικοί βαθμοί ελευθερίας ( $df = \text{αριθμός παρατηρήσεων} - 1 = 486 - 1$ ). Τέλος, η στήλη MS δίνει το μέσο τετραγωνικό σφάλμα που σε κάθε περίπτωση ισούται με το λόγο του αθροίσματος των τετραγώνων προς τους αντίστοιχους βαθμούς ελευθερίας. Επιπλέον, ο Πίνακας Π. 58 δίνει τα αποτελέσματα του F – test το οποίο πραγματοποιείται για να ελεγχθεί η υπόθεση ότι όλοι οι συντελεστές του εκτιμηθέντος μοντέλου είναι ταυτόχρονα ίσοι με το μηδέν. Όταν ο



αριθμός που προκύπτει στο  $\text{Prob} > F$  είναι μικρότερος από 0,05, απορρίπτεται η υπόθεση ότι όλοι οι συντελεστές του εκτιμηθέντος μοντέλου είναι ταυτόχρονα ίσοι με το μηδέν. Στο παρόν μοντέλο προέκυψε  $\text{Prob} > F = 0,0000 < 0,05$ , επομένως, απορρίπτεται η υπόθεση ότι όλοι οι συντελεστές του εκτιμηθέντος μοντέλου είναι ταυτόχρονα ίσοι με το μηδέν.

Στη συνέχεια, ο Πίνακας Π. 58 δίνει την τιμή του συντελεστή προσδιορισμού ( $R - \text{squared}$  ή  $R^2$ ), ο οποίος δείχνει το ποσοστό της μεταβλητότητας της εξαρτημένης μεταβλητής που ερμηνεύεται από το εκτιμηθέν υπόδειγμα. Για το παρόν υπόδειγμα, ο συντελεστής προσδιορισμού λαμβάνει μία πολύ μικρή τιμή, η οποία είναι ίση με 0,0956. Αυτό σημαίνει ότι μόνο το 9,56% της μεταβλητότητας της εξαρτημένης μεταβλητής ερμηνεύεται από το εκτιμηθέν υπόδειγμα, ενώ, το 90,44% της μεταβλητότητας της εξαρτημένης μεταβλητής ερμηνεύεται από παράγοντες που δεν έχουν ληφθεί υπόψη. Άρα, η ερμηνευτική ικανότητα του επιλεγμένου μοντέλου είναι πολύ μικρή και υπάρχουν κάποιες σημαντικές επεξηγηματικές μεταβλητές που έχουν παραληφθεί από το εκτιμηθέν υπόδειγμα. Στην περίπτωση της πολλαπλής παλινδρόμησης, υπολογίζεται και ο προσαρμοσμένος συντελεστής προσδιορισμού ( $\text{Adj } R - \text{squared}$ ), καθώς ο συντελεστής προσδιορισμού αυξάνεται όσο αυξάνεται ο αριθμός των ανεξάρτητων μεταβλητών του μοντέλου. Ο προσαρμοσμένος συντελεστής προσδιορισμού είναι θετικός και ίσος με 0,0862. Στην περίπτωση που η τιμή του ήταν αρνητική, το εκτιμηθέν μοντέλο δεν θα είχε καμία ερμηνευτική ικανότητα.

Μελετώντας το κάτω μέρος του Πίνακα Π. 58, η στήλη *Coef.* δίνει την τιμή της παραμέτρου  $\alpha_i$  ( $i = 0, 1, \dots, 5$ ) κάθε ανεξάρτητης μεταβλητής του μοντέλου. Η τιμή της σταθεράς  $\alpha_0$  ( $\_cons = 0,0777512$ ) είναι ίση με την τιμή που θα λάβει η εξαρτημένη μεταβλητή “Κόστος ιδίων κεφαλαίων” όταν όλες οι ανεξάρτητες μεταβλητές είναι ίσες με μηδέν. Οι τιμές των υπολοίπων παραμέτρων  $\alpha_i$  ( $i = 1, \dots, 5$ ) εκφράζουν την αναμενόμενη μεταβολή της εξαρτημένης μεταβλητής “Κόστος ιδίων κεφαλαίων”, όταν η αντίστοιχη ανεξάρτητη μεταβλητή μεταβληθεί κατά μία μονάδα, θεωρώντας ότι όλες οι άλλες ανεξάρτητες μεταβλητές παραμένουν αμετάβλητες. Τελικά, βάσει των τιμών των παραμέτρων που προέκυψαν, το εκτιμηθέν μοντέλο διατυπώνεται ως εξής:

$$k = 0,0777512 + 0,0029406 \cdot \text{Family\_Control} + 0,0996727 \cdot \text{Growth} + \\ + 0,0031295 \cdot \text{Leverage} + 0,003053 \cdot \text{Industry\_Risk} - \\ - 0,0003145 \cdot \text{Market\_to\_Book}$$

Από το παραπάνω μοντέλο, παρατηρούμε ότι ο αναμενόμενος ρυθμός ανάπτυξης του κλάδου (Growth), η μόχλευση του κλάδου (Leverage) και ο κίνδυνος του κλάδου (Industry\_Risk) συσχετίζονται θετικά με το κόστος ιδίων κεφαλαίων, όπως αναμενόταν. Τέλος, ο λόγος της χρηματοπιστηριακής προς τη λογιστική αξία των ιδίων κεφαλαίων (Market\_to\_Book) συσχετίζεται αρνητικά με το κόστος των ιδίων κεφαλαίων, ως αναμενόταν.

Η στήλη t του Πίνακα Π. 58 χρησιμοποιείται για να ελεγχθεί η μηδενική υπόθεση ότι κάθε μία παράμετρος, χωριστά, είναι ίση με το μηδέν, έναντι της εναλλακτικής υπόθεσης ότι είναι διάφορη του μηδενός. Για την απόρριψη της μηδενικής υπόθεσης με 95% εμπιστοσύνη, πρέπει η απόλυτη τιμή t να είναι μεγαλύτερη από 1,96 (κρίσιμη τιμή t). Στην περίπτωση που αυτό ισχύει, η ανεξάρτητη μεταβλητή έχει σημαντική επιρροή στην εξαρτημένη μεταβλητή. Στην περίπτωσή μας, παρατηρούμε ότι η απόλυτη τιμή t είναι μεγαλύτερη από 1,96 για τις παραμέτρους  $\alpha_0$  και  $\alpha_2$ . Ο ανωτέρω έλεγχος πραγματοποιείται και από τη στήλη  $P > |t|$ . Οι δίπλευρες p values ελέγχουν την υπόθεση ότι κάθε παράμετρος είναι ίση με το μηδέν. Για να απορριφθεί η υπόθεση, πρέπει το p value να είναι μικρότερο του 0,05 (για 95% εμπιστοσύνη) και τότε, η αντίστοιχη ανεξάρτητη μεταβλητή έχει σημαντική επιρροή στην εξαρτημένη μεταβλητή. Στο υπό μελέτη μοντέλο, παρατηρούμε ότι το p value είναι μικρότερο του 0,05 για τις παραμέτρους  $\alpha_0$  και  $\alpha_2$ , επομένως, η μόνη ανεξάρτητη μεταβλητή που έχει σημαντική επιρροή στο κόστος ιδίων κεφαλαίων είναι ο αναμενόμενος ρυθμός ανάπτυξης του κλάδου (Growth).

Η τελευταία στήλη (95% Conf. Interval) του Πίνακα Π. 58, δίνει τις τιμές που αναμένεται να λάβει κάθε μία παράμετρος, βάσει του εκτιμηθέντος υποδείγματος και της πιθανότητας κατασκευής του διαστήματος εμπιστοσύνης (95%). Για παράδειγμα, η παράμετρος  $\alpha_0$ , με τρέχουσα τιμή 0,0822733, αναμένεται να λάβει τιμές από 0,0746387 έως 0,089908.

---

#### 4.2.6. ΕΛΕΓΧΟΣ ΕΤΕΡΟΣΚΕΔΑΣΤΙΚΟΤΗΤΑΣ

---

Κατά την εφαρμογή της μεθόδου των ελαχίστων τετραγώνων (OLS) γίνεται η υπόθεση ότι η διακύμανση του διαταρακτικού όρου (σφάλμα) είναι σταθερή ( $\text{Var}(\varepsilon_j) = \sigma^2$ , για όλα τα j), φαινόμενο το οποίο καλείται “ομοσκεδαστικότητα”. Σε περίπτωση που

τα σφάλματα δεν έχουν σταθερή διακύμανση, εμφανίζεται “ετεροσκεδαστικότητα”, η οποία επηρεάζει τις διακυμάνσεις των εκτιμητών (estimators) της μεθόδου των ελαχίστων τετραγώνων.

Για να ελεγχθεί η ύπαρξη ετεροσκεδαστικότητας, πραγματοποιήθηκε, αρχικά, το Breusch – Pagan / Cook – Weisberg test, το οποίο μπορεί να εντοπίσει κάθε γραμμική μορφή ετεροσκεδαστικότητας. Το εν λόγω test ελέγχει τη μηδενική υπόθεση ότι οι διακυμάνσεις των σφαλμάτων είναι όλες ίσες, έναντι της εναλλακτικής υπόθεσης οι διακυμάνσεις των σφαλμάτων είναι συνάρτηση μίας ή περισσότερων μεταβλητών. Όταν προκύψει μία μεγάλη τιμή του chi – square ή το p value είναι μικρότερο του 0,05, η μηδενική υπόθεση απορρίπτεται και υπάρχει ένδειξη ετεροσκεδαστικότητας.

Στην περίπτωση μας, από το Breusch – Pagan / Cook – Weisberg test προκύπτει μία μεγάλη τιμή για το chi – square ( $\chi^2(1) = 35,61$ ) και το p value είναι μικρότερο του 0,05 (Πίνακας Π. 59 του Παραρτήματος). Επομένως, καταλήγουμε στο συμπέρασμα ότι υπάρχει ετεροσκεδαστικότητα, δηλαδή, οι διακυμάνσεις των σφαλμάτων είναι συνάρτηση μίας ή περισσότερων μεταβλητών.

Δεδομένου ότι το Breusch – Pagan / Cook – Weisberg test αφορά τον έλεγχο ύπαρξης γραμμικής μορφής ετεροσκεδαστικότητας (όσο αυξάνεται η εκτίμηση της εξαρτημένης μεταβλητής, τόσο αυξάνονται οι διακυμάνσεις των σφαλμάτων), δεν δίδει σωστά αποτελέσματα για τις μη γραμμικές μορφές ετεροσκεδαστικότητας. Επομένως, απαιτείται η διεξαγωγή του πιο γενικού White's test, στο οποίο η μηδενική υπόθεση αφορά στην ύπαρξη ομοσκεδαστικότητας.

Από τα αποτελέσματα του White's test (Πίνακας Π. 60 του Παραρτήματος) παρατηρούμε ότι το chi – square λαμβάνει μία πολύ υψηλή τιμή ( $\chi^2(19) = 50,52$ ) και το p value είναι μικρότερο του 0,05. Επομένως, απορρίπτεται η μηδενική υπόθεση για την ύπαρξη ομοσκεδαστικότητας. Το συγκεκριμένο test δίνει και κάποιους άλλους ελέγχους για την ύπαρξη ασυμμετρίας ή λοξότητας (skewness) και κύρτωσης (kurtosis). Σύμφωνα με τα αποτελέσματα, παρατηρούμε ότι εκτός από ετεροσκεδαστικότητα, εμφανίζεται και έντονη ασυμμετρία, ενώ, υπάρχουν και ενδείξεις κύρτωσης, αν και δεν είναι τόσο σημαντικές όσο οι ενδείξεις για την ύπαρξη των προαναφερθέντων φαινομένων.

Η ύπαρξη ετεροσκεδαστικότητας έχει ως αποτέλεσμα τα τυπικά σφάλματα να μην είναι αμερόληπτα (unbiased). Η μέθοδος των ελαχίστων τετραγώνων υποθέτει ότι τα σφάλματα είναι και ανεξάρτητα και ομοιόμορφα κατανομημένα, αλλά τα “ανθεκτικά” τυπικά σφάλματα (robust standard errors) “χαλαρώνουν” μία ή και τις δύο αυτές

υποθέσεις. Ως εκ τούτου, όταν εμφανίζεται ετεροσκεδαστικότητα, τα robust standard errors τείνουν να είναι πιο αξιόπιστα.

Χρησιμοποιώντας, λοιπόν, robust standard errors επαναλαμβάνουμε την πολλαπλή παλινδρόμηση, τα αποτελέσματα της οποίας δίνονται στον Πίνακα Π. 61 του Παραρτήματος. Παρατηρούμε ότι οι τιμές των παραμέτρων  $\alpha_i$  ( $i = 0, 1, \dots, 5$ ) παραμένουν αμετάβλητες, αλλά υπάρχουν αλλαγές στα τυπικά σφάλματα και κατ' επέκταση στις τιμές των  $t$  και  $p$ . Παρόλα αυτά, οι αλλαγές δεν έχουν κάποια επιρροή στα συμπεράσματα της πολλαπλής παλινδρόμησης, αν και το  $p$  value για την παράμετρο  $\alpha_5$  προσεγγίζει το 0,05 δείχνοντας ότι η ανεξάρτητη μεταβλητή "Λόγος χρηματιστηριακής προς λογιστική αξία ιδίων κεφαλαίων" ασκεί, πλέον, σημαντικότερη επιρροή στην εξαρτημένη μεταβλητή.

---

#### 4.2.7. ΕΚΤΙΜΗΣΗ RANDOM & FIXED EFFECTS ΜΟΝΤΕΛΩΝ

---

Στην παρούσα μελέτη έγινε χρήση panel data, δηλαδή ενός συνόλου δεδομένων που επιτρέπουν τη διαχρονική παρακολούθηση της συμπεριφοράς των οντοτήτων, δηλαδή των κλάδων της οικονομίας των Η.Π.Α.. Τα panel data επιτρέπουν τον έλεγχο για μεταβλητές που δεν μπορούμε να παρακολουθήσουμε, όπως οι διαφορετικές επιχειρηματικές πρακτικές μεταξύ των εταιρειών ή των κλάδων. Για την ανάλυση των panel data χρησιμοποιούνται δύο τεχνικές: οι random effects και οι fixed effects.

Η χρήση των fixed effects τεχνικών (εφεξής FE) αφορά στην περίπτωση που ενδιαφερόμαστε μόνο για την ανάλυση της επίδρασης των μεταβλητών οι οποίες μεταβάλλονται με την πάροδο του χρόνου. Οι FE εξετάζουν τη σχέση ανάμεσα στις ανεξάρτητες (predictor) και τις εξαρτημένες (outcome) μεταβλητές μίας οντότητας. Κάθε οντότητα έχει τα δικά της χαρακτηριστικά που μπορούν ή δεν μπορούν να επηρεάσουν τις predictor μεταβλητές.

Όταν χρησιμοποιούνται οι FE υποθέτουμε ότι κάτι μέσα στην οντότητα μπορεί να επηρεάσει ή να μεροληπτήσει τις predictor ή τις outcome μεταβλητές και έτσι, πρέπει να ελεγχθεί. Αυτό είναι το σκεπτικό πίσω από την υπόθεση της συσχέτισης ανάμεσα στον όρο του σφάλματος της οντότητας και των predictor μεταβλητών. Οι FE αφαιρούν την επίδραση των εν λόγω χρονικά αναλλοίωτων χαρακτηριστικών από τις predictor

μεταβλητές, ώστε να μπορούμε να αξιολογήσουμε την καθαρή επίδραση των predictors.

Μια άλλη σημαντική υπόθεση του μοντέλου FE είναι ότι εκείνα τα χρονικά αναλλοίωτα χαρακτηριστικά είναι μοναδικά για την οντότητα και δεν πρέπει να συσχετίζονται με άλλα χαρακτηριστικά της. Κάθε οντότητα είναι διαφορετική, επομένως, ο όρος σφάλματος της οντότητας και ο σταθερός της όρος δεν πρέπει να συσχετίζονται με τους άλλους. Εάν οι όροι σφάλματος συσχετίζονται, το FE μοντέλο δεν είναι κατάλληλο, αφού τα συμπεράσματα μπορεί να μην είναι σωστά και θα πρέπει να μοντελοποιηθεί αυτή η σχέση (πιθανώς με τη χρήση random effects), πράγμα το οποίο αποτελεί και το βασικό σκεπτικό για το Hausman test. Συνοπτικά, μπορούμε να πούμε ότι το μοντέλο FE ελέγχει όλες τις χρονικά αμετάβλητες διαφορές μεταξύ των οντοτήτων, έτσι ώστε οι εκτιμώμενες παράμετροι του FE μοντέλου να μην μπορούν να είναι μεροληπτικοί (biased) εξαιτίας των παραλειπόμενων χρονικά αμετάβλητων χαρακτηριστικών.

Η λογική πίσω από το random effects μοντέλο (εφεξής RE) είναι ότι, σε αντίθεση με το FE μοντέλο, η διακύμανση μεταξύ των οντοτήτων υποτίθεται ότι είναι τυχαία και ασυσχέτιστη με τις predictor ή τις ανεξάρτητες μεταβλητές του μοντέλου. Εάν ο μελετητής έχει κάποιο λόγο για να πιστεύει ότι οι διαφορές μεταξύ των οντοτήτων έχουν κάποια επιρροή στην εξαρτημένη μεταβλητή, τότε θα πρέπει να χρησιμοποιήσει το RE μοντέλο. Ένα πλεονέκτημα του μοντέλου αυτού είναι ότι μπορεί να συμπεριλάβει τις χρονικά αναλλοίωτες μεταβλητές.

Οι RE τεχνικές υποθέτουν ότι ο όρος σφάλματος της οντότητας δεν συσχετίζεται με τους predictors, επιτρέποντας στις χρονικά αναλλοίωτες μεταβλητές να διαδραματίζουν κάποιο ρόλο ως επεξηγηματικές μεταβλητές. Σε αυτά τα μοντέλα πρέπει να καθοριστούν τα χαρακτηριστικά της οντότητας που μπορούν ή δεν μπορούν να επηρεάσουν τις predictor μεταβλητές.

Βάσει των ανωτέρω παρατηρήσεων, προχωρήσαμε στην εκτίμηση των RE και FE μοντέλων. Ο Πίνακας Π. 62 του Παραρτήματος δίνει τα αποτελέσματα για την εκτίμηση του RE μοντέλου, ενώ, ο Πίνακας Π. 63 δίνει τα αποτελέσματα για την εκτίμηση του FE μοντέλου.

Σε ό,τι αφορά στην εκτίμηση του RE μοντέλου, πρέπει να σημειώσουμε ότι η τιμή Prob > chi2 αφορά στον έλεγχο που γίνεται σχετικά με το εάν όλες οι παράμετροι του μοντέλου είναι ταυτόχρονα ίσες με το μηδέν. Για να απορριφθεί αυτή η υπόθεση θα πρέπει η τιμή Prob > chi2 να είναι μικρότερη από 0,05. Στην περίπτωση μας αυτό

ισχύει αφού  $\text{Prob} > \chi^2 = 0,0043$ . Επομένως, για το εκτιμηθέν RE μοντέλο απορρίπτεται η υπόθεση ότι όλες οι παράμετροί του είναι ταυτόχρονα ίσες με μηδέν.

Ένας αντίστοιχος έλεγχος γίνεται και για κάθε παράμετρο του RE μοντέλου, χωριστά. Συγκεκριμένα ελέγχεται η μηδενική υπόθεση ότι κάθε μία παράμετρος, χωριστά, είναι ίση με το μηδέν, έναντι της εναλλακτικής υπόθεσης ότι η παράμετρος αυτή είναι διάφορη του μηδενός. Για την απόρριψη της μηδενικής υπόθεσης με 95% εμπιστοσύνη, πρέπει η απόλυτη τιμή  $z$  να είναι μεγαλύτερη από 1,96 (κρίσιμη τιμή  $z$ ). Όταν αυτό ισχύει, η ανεξάρτητη μεταβλητή έχει σημαντική επιρροή στην εξαρτημένη μεταβλητή. Στην περίπτωση μας, παρατηρούμε ότι η απόλυτη τιμή  $z$  είναι μεγαλύτερη από 1,96 για τις παραμέτρους  $\alpha_0$  και  $\alpha_2$ . Ο ανωτέρω έλεγχος πραγματοποιείται και από τη στήλη  $P > |z|$ . Οι δίπλευρες  $p$  values ελέγχουν την υπόθεση ότι κάθε παράμετρος είναι ίση με το μηδέν. Για να απορριφθεί η υπόθεση, πρέπει το  $p$  value να είναι μικρότερο του 0,05 (για 95% εμπιστοσύνη) και τότε, η αντίστοιχη ανεξάρτητη μεταβλητή έχει σημαντική επιρροή στην εξαρτημένη μεταβλητή. Στο υπό μελέτη μοντέλο, παρατηρούμε ότι το  $p$  value είναι μικρότερο του 0,05 για τις παραμέτρους  $\alpha_0$  και  $\alpha_2$ . Άρα, η μόνη ανεξάρτητη μεταβλητή που έχει σημαντική επιρροή στο κόστος ιδίων κεφαλαίων είναι ο αναμενόμενος ρυθμός ανάπτυξης του κλάδου (Growth).

Τελικά, το εκτιμηθέν RE μοντέλο είναι το εξής:

$$k = 0,0822733 + 0,0015237 \cdot \text{Family\_Control} + 0,0631339 \cdot \text{Growth} + \\ + 0,0086052 \cdot \text{Leverage} + 0,001557 \cdot \text{Industry\_Risk} - \\ - 0,0001585 \cdot \text{Market\_to\_Book}$$

Συγκρίνοντας το RE μοντέλο με το αρχικό μοντέλο παρατηρούμε ότι οι τιμές των παραμέτρων έχουν αλλάξει. Συγκεκριμένα, οι παράμετροι  $\alpha_0$ ,  $\alpha_3$  και  $\alpha_5$  αυξήθηκαν, ενώ, οι τιμές των υπολοίπων παραμέτρων μειώθηκαν. Επομένως, στο RE μοντέλο έχει αυξηθεί η επιρροή των ανεξάρτητων μεταβλητών “Μόχλευση κλάδου” και “Λόγος της χρηματιστηριακής προς τη λογιστική αξία των ιδίων κεφαλαίων”. Παρόλα αυτά, η μόνη ανεξάρτητη μεταβλητή που συνεχίζει να έχει σημαντική επιρροή στο μοντέλο είναι ο αναμενόμενος ρυθμός ανάπτυξης του κλάδου (Growth).

Σε ό,τι αφορά στην εκτίμηση του FE μοντέλου, παρατηρούμε ότι η ανεξάρτητη μεταβλητή *Family\_Control* έχει παραληφθεί λόγω ύπαρξης συγγραμμικότητας (collinearity). Σχετικά με τους πραγματοποιηθέντες ελέγχους, η τιμή  $\text{Prob} > F$  αφορά

στον έλεγχο που γίνεται για το εάν όλες οι παράμετροι του μοντέλου είναι ταυτόχρονα ίσες με το μηδέν. Για να απορριφθεί αυτή η υπόθεση θα πρέπει η τιμή αυτή να είναι μικρότερη από 0,05. Στην περίπτωση μας αυτό ισχύει αφού  $Prob > F = 0,0285$ . Επομένως, για το εκτιμηθέν FE μοντέλο απορρίπτεται η υπόθεση ότι όλες οι παράμετροί του είναι ταυτόχρονα ίσες με μηδέν.

Ένας αντίστοιχος έλεγχος γίνεται και για κάθε παράμετρο του FE μοντέλου, χωριστά. Συγκεκριμένα ελέγχεται η μηδενική υπόθεση ότι κάθε μία παράμετρος, χωριστά, είναι ίση με το μηδέν, έναντι της εναλλακτικής υπόθεσης ότι η παράμετρος αυτή είναι διάφορη του μηδενός. Για την απόρριψη της μηδενικής υπόθεσης με 95% εμπιστοσύνη, πρέπει η απόλυτη τιμή  $t$  να είναι μεγαλύτερη από 1,96 (κρίσιμη τιμή  $t$ ). Όταν αυτό ισχύει, η ανεξάρτητη μεταβλητή έχει σημαντική επιρροή στην εξαρτημένη μεταβλητή. Στην περίπτωση μας, παρατηρούμε ότι η απόλυτη τιμή  $t$  είναι μεγαλύτερη από 1,96 για τις παραμέτρους  $\alpha_0$  και  $\alpha_2$ . Ο ανωτέρω έλεγχος πραγματοποιείται και από τη στήλη  $P > |t|$ . Οι δίπλευρες  $p$  values ελέγχουν την υπόθεση ότι κάθε παράμετρος είναι ίση με το μηδέν. Για να απορριφθεί η υπόθεση, πρέπει το  $p$  value να είναι μικρότερο του 0,05 (για 95% εμπιστοσύνη) και τότε, η αντίστοιχη ανεξάρτητη μεταβλητή έχει σημαντική επιρροή στην εξαρτημένη μεταβλητή. Στο υπό μελέτη μοντέλο, παρατηρούμε ότι το  $p$  value είναι μικρότερο του 0,05 για τις παραμέτρους  $\alpha_0$  και  $\alpha_2$ , οπότε, η μόνη ανεξάρτητη μεταβλητή που συνεχίζει να έχει σημαντική επιρροή στο μοντέλο είναι ο αναμενόμενος ρυθμός ανάπτυξης του κλάδου (Growth).

Τελικά, το εκτιμηθέν FE μοντέλο είναι το εξής:

$$k = 0,0833787 + 0,053098 \cdot Growth + 0,0126402 \cdot Leverage + \\ + 0,0009352 \cdot Industry\_Risk - 0,0000949 \cdot Market\_to\_Book$$

Συγκρίνοντας τόσο το FE μοντέλο με το αρχικό μοντέλο, όσο και το RE μοντέλο με το FE μοντέλο, παρατηρούμε ότι οι τιμές των παραμέτρων έχουν αλλάξει. Συγκεκριμένα, οι παράμετροι  $\alpha_0$ ,  $\alpha_3$  και  $\alpha_5$  αυξήθηκαν, οι παράμετροι  $\alpha_2$  και  $\alpha_4$  μειώθηκαν, ενώ, η παράμετρος  $\alpha_1$  μηδενίστηκε. Επομένως, στο FE μοντέλο έχει αυξηθεί η επιρροή των ανεξάρτητων μεταβλητών “Μόχλευση κλάδου” και “Λόγος χρηματιστηριακής προς λογιστική αξία των ιδίων κεφαλαίων”, έχει μειωθεί η επιρροή των ανεξάρτητων μεταβλητών “Αναμενόμενος ρυθμός ανάπτυξης του κλάδου” και “Κίνδυνος του κλάδου” και έχει μηδενιστεί η επιρροή της ανεξάρτητης μεταβλητής που εκφράζει την ύπαρξη οικογενειακού ελέγχου στον κλάδο. Παρόλα αυτά, η μόνη ανεξάρτητη μεταβλητή που



συνεχίζει να έχει σημαντική επιρροή στο μοντέλο είναι ο αναμενόμενος ρυθμός ανάπτυξης του κλάδου.

Έχοντας εκτιμήσεις τα RE και FE μοντέλα, θα πρέπει να επιλέξουμε ποιο εκ των δύο είναι το πιο κατάλληλο. Για το σκοπό αυτό πραγματοποιείται το Hausman test, στο οποίο η μηδενική υπόθεση είναι ότι το προτιμητέο μοντέλο είναι το RE, έναντι της εναλλακτικής υπόθεσης ότι το προτιμητέο είναι το FE. Για να απορριφθεί η μηδενική υπόθεση, πρέπει η τιμή Prob > chi2 να είναι μικρότερη του 0,05 και τότε καταλήγουμε στο συμπέρασμα ότι πρέπει να χρησιμοποιηθεί το FE μοντέλο. Βάσει των αποτελεσμάτων του Hausman test, τα οποία δίνονται στον Πίνακα Π. 64 του Παραρτήματος, η τιμή Prob > chi2 είναι ίση με 0,1521. Επομένως, το μοντέλο που πρέπει να χρησιμοποιηθεί για τα διαθέσιμα panel data είναι το RE μοντέλο κι έχουμε, τελικά,

$$k = 0,0822733 + 0,0015237 \cdot \text{Family\_Control} + 0,0631339 \cdot \text{Growth} + \\ + 0,0086052 \cdot \text{Leverage} + 0,001557 \cdot \text{Industry\_Risk} - \\ - 0,0001585 \cdot \text{Market\_to\_Book}$$

---

#### 4.2.8. ΕΠΙΛΟΓΗ ΜΟΝΤΕΛΟΥ

---

Μετά την επικράτηση του RE μοντέλου έναντι του FE μοντέλου, έχουμε στη διάθεσή μας δύο μοντέλα. Το πρώτο μοντέλο που προέκυψε από την εφαρμογή της μεθόδου των ελαχίστων τετραγώνων (simple OLS regression), δίνεται από τη σχέση:

$$k = 0,0777512 + 0,0029406 \cdot \text{Family\_Control} + 0,0996727 \cdot \text{Growth} + \\ + 0,0031295 \cdot \text{Leverage} + 0,003053 \cdot \text{Industry\_Risk} - \\ - 0,0003145 \cdot \text{Market\_to\_Book}$$

Το δεύτερο μοντέλο, που προέκυψε από την εφαρμογή των RE τεχνικών, δίνεται από τη σχέση:

$$k = 0,0822733 + 0,0015237 \cdot \textit{Family\_Control} + 0,0631339 \cdot \textit{Growth} + \\ + 0,0086052 \cdot \textit{Leverage} + 0,001557 \cdot \textit{Industry\_Risk} - \\ - 0,0001585 \cdot \textit{Market\_to\_Book}$$

Σε αυτό το σημείο, καλούμαστε να επιλέξουμε ποιο από τα δύο αυτά μοντέλα είναι το πιο κατάλληλο για τα διαθέσιμα δεδομένα. Η τελική απόφαση θα ληφθεί βάσει των αποτελεσμάτων του Breusch-Pagan Lagrange multiplier test (εφεξής LM test). Η μηδενική υπόθεση στο LM test αναφέρει ότι οι διακυμάνσεις μεταξύ των οντοτήτων είναι ίσες με μηδέν, πράγμα το οποίο σημαίνει ότι δεν υπάρχουν σημαντικές διαφορές μεταξύ των μονάδων (units), δηλαδή δεν υπάρχει panel effect.

Τα αποτελέσματα του LM test δίνονται στον Πίνακα Π. 65 του Παραρτήματος. Σε περίπτωση που η τιμή Prob > chibar2 είναι μικρότερη του 0,05, η μηδενική υπόθεση απορρίπτεται και το πιο κατάλληλο μοντέλο είναι το RE μοντέλο. Διαφορετικά, η μηδενική υπόθεση δεν απορρίπτεται, το RE μοντέλο δεν είναι κατάλληλο, δεν υπάρχουν ενδείξεις σημαντικών διαφορών μεταξύ των οντοτήτων και το πιο κατάλληλο μοντέλο είναι αυτό που προέκυψε από την εφαρμογή της μεθόδου των ελαχίστων τετραγώνων.

Στην παρούσα μελέτη, τα αποτελέσματα του LM test δίνουν μία τιμή Prob > chibar2 ίση με μηδέν, δηλαδή μικρότερη του 0,05. Επομένως, η μηδενική υπόθεση απορρίπτεται, υπάρχουν ενδείξεις σημαντικών διαφορών μεταξύ των κλάδων της οικονομίας των Η.Π.Α. και το πιο κατάλληλο μοντέλο είναι το RE μοντέλο:

$$k = 0,0822733 + 0,0015237 \cdot \textit{Family\_Control} + 0,0631339 \cdot \textit{Growth} + \\ + 0,0086052 \cdot \textit{Leverage} + 0,001557 \cdot \textit{Industry\_Risk} - \\ - 0,0001585 \cdot \textit{Market\_to\_Book}$$

---

#### 4.2.9. ΕΛΕΓΧΟΣ ΑΥΤΟΣΥΣΧΕΤΙΣΗΣ

---

Η αυτοσυσχέτιση (autocorrelation) είναι ένα φαινόμενο που εμφανίζεται όταν οι τιμές του όρου του σφάλματος δεν είναι ασυσχέτιστες ( $E(\varepsilon_i \varepsilon_j) = 0$ , για όλα τα  $i \neq j$ ). Όπως και η ετεροσκεδαστικότητα, έτσι και η αυτοσυσχέτιση επηρεάζει τις διακυμάνσεις των εκτιμητών (estimators) της μεθόδου των ελαχίστων τετραγώνων. Για το λόγο αυτό, η αγνόηση του προβλήματος της αυτοσυσχέτισης οδηγεί σε υποεκτίμηση των παραμέτρων του μοντέλου και σε υψηλότερες τιμές του R – squared.

Για τον έλεγχο ύπαρξης αυτοσυσχέτισης, πραγματοποιείται το Wooldridge test, στο οποίο η μηδενική υπόθεση αναφέρει ότι δεν υπάρχει αυτοσυσχέτιση πρώτης τάξεως. Για να απορριφθεί η μηδενική υπόθεση θα πρέπει η τιμή Prob > F να είναι μικρότερη από 0,05 και τότε θα υπάρχει αυτοσυσχέτιση ανάμεσα στις τιμές του σφάλματος. Τα αποτελέσματα του Wooldridge test δίνονται στον Πίνακα Π. 66 του Παραρτήματος. Παρατηρούμε, λοιπόν, ότι η τιμή Prob > F είναι ίση με 0, δηλαδή μικρότερη του 0,05. Επομένως, η μηδενική υπόθεση απορρίπτεται και καταλήγουμε στο συμπέρασμα ότι υπάρχει αυτοσυσχέτιση μεταξύ των τιμών του σφάλματος.

---

#### 4.2.10. ΔΙΑΜΟΡΦΩΣΗ ΤΕΛΙΚΟΥ ΜΟΝΤΕΛΟΥ

---

Μετά τους ελέγχους από τους οποίους προέκυψαν η ύπαρξη ετεροσκεδαστικότητας και αυτοσυσχέτισης, γίνονται οι απαραίτητες διορθώσεις στο RE μοντέλο (Πίνακας Π. 67 Παραρτήματος) και το τελικό μοντέλο της παρούσας μελέτης είναι το εξής:

$$k = 0,0822733 + 0,0015237 \cdot \text{Family\_Control} + 0,0631339 \cdot \text{Growth} + \\ + 0,0086052 \cdot \text{Leverage} + 0,001557 \cdot \text{Industry\_Risk} - \\ - 0,0001585 \cdot \text{Market\_to\_Book}$$

## ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ 4<sup>ΟΥ</sup> ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ

---

Boubakri, N., Guedhami, O. and Mishra, D. (2010) 'Family control and the implied cost of equity: Evidence before and after the Asian financial crisis', *Journal of International Business Studies*, 41(3), pp. 451–474. doi: 10.1057/jibs.2009.77.

Oscar Torres-Reyna (2007) 'Getting Started in Data Analysis using Stata (v. 6.0)', Princeton University. Available in: <http://dss.princeton.edu/training/StataTutorial.pdf>

Oscar Torres-Reyna (2007) 'Panel Data Analysis – Fixed and Random Effects using Stata (v. 4.2)', Princeton University. Available in: <http://dss.princeton.edu/training/Panel101.pdf>

Richard Williams (2015) 'Heteroskedasticity', University of Notre Dame. Available in: <http://www3.nd.edu/~rwilliam/stats2/l25.pdf>

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5<sup>ο</sup>: ΒΑΣΙΚΑ ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ ΕΜΠΕΙΡΙΚΗΣ ΜΕΛΕΤΗΣ

---

### 5.1 ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ ΜΟΝΟΠΑΡΑΓΟΝΤΙΚΗΣ ΑΝΑΛΥΣΗΣ

---

Από τα δεδομένα για το κόστος ιδίων κεφαλαίων και το κόστος κεφαλαίου προκύπτουν σημαντικά συμπεράσματα σχετικά με τη συμπεριφορά των επενδυτών κατά την περίοδο μελέτης και την επικινδυνότητα των κλάδων της οικονομίας των Η.Π.Α.

Σύμφωνα με το μέσο κόστος ιδίων κεφαλαίων των “family – controlled” κλάδων για την περίοδο μελέτης ( $k_{e,average,κλάδου}$ ), ο κλάδος “beverage” (7,74%) αντιμετωπίζεται ως ο πιο ασφαλής για τους επενδυτές, καθώς έχει το μικρότερο μέσο κόστος ιδίων κεφαλαίων. Αντιθέτως, ο κλάδος “entertainment” (11,24%) είναι ο πιο επικίνδυνος, δεδομένου ότι εμφανίζει το μέγιστο μέσο κόστος ιδίων κεφαλαίων για την περίοδο μελέτης.

Για τους “non – family – controlled” κλάδους, ο κλάδος “food processing” (7,47%) θεωρείται ο πιο ασφαλής για επενδύσεις, ενώ ο κλάδος “semiconductor” (13,87%) είναι ο λιγότερος ασφαλής και γι’ αυτό το λόγο οι επενδυτές απαιτούν υψηλότερη απόδοση, πράγμα που αυξάνει το μέσο κόστος ιδίων κεφαλαίων του. Συνολικά για όλους τους κλάδους και κατά την περίοδο μελέτης, οι επενδυτές προτιμούν να επενδύσουν στον κλάδο “food processing” και αντιμετωπίζουν με τη μεγαλύτερη δυνατή αβεβαιότητα τον κλάδο “semiconductor”.

Παρατηρώντας το μέσο κόστος κεφαλαίου των “family – controlled” κλάδων, τα συμπεράσματα είναι αντίστοιχα με αυτά που προέκυψαν και από το μέσο κόστος ιδίων κεφαλαίων. Διαφορετικά, όμως, είναι τα συμπεράσματα από το μέσο κόστος κεφαλαίου των “non – family – controlled” κλάδων, καθώς ο λιγότερο επικίνδυνος κλάδος είναι πλέον ο “electric utilities” και όχι ο “food processing”. Αυτό οφείλεται στο γεγονός ότι ο κλάδος “electric utilities” εμφανίζει περισσότερο δανεισμό στην κεφαλαιακή του διάρθρωση και μικρότερο κόστος δανεισμού, ταυτόχρονα, από τον κλάδο “food processing”.

Οι επενδυτές εκφράζουν μεγαλύτερη βεβαιότητα για τις επενδύσεις τους στους “family – controlled” κλάδους κατά το 2004, οπότε και το μέσο ετήσιο κόστος ιδίων κεφαλαίων λαμβάνει τη μικρότερη τιμή της περιόδου. Από εκεί κι έπειτα, η μέση ετήσια απαιτούμενη απόδοση αυξάνεται συνεχώς, λαμβάνοντας τη μέγιστη τιμή της κατά το 2007. Από αυτό μπορεί κανείς να συμπεράνει ότι το 2007 έγιναν αντιληπτά τα πρώτα προβλήματα στην οικονομία των Η.Π.Α., τα οποία έκαναν αρκετά διστακτικούς τους επενδυτές. Αξίζει να σημειωθεί, ακόμα, ότι η συμπεριφορά των επενδυτών δεν εμφάνισε ουσιαστική αλλαγή τόσο κατά τη διάρκεια της κρίσης, όσο και μετά από αυτήν. Αντίστοιχα είναι και τα συμπεράσματα από τη μελέτη του μέσου ετήσιου κόστους κεφαλαίου των “family – controlled” κλάδων.

Συγκρίνοντας το μέσο κόστος ιδίων κεφαλαίων των “family – controlled” κλάδων πριν (9,48%), κατά τη διάρκεια (9,87%) και μετά (9,54%) τη χρηματοοικονομική κρίση του 2008, διακρίνουμε μία απροθυμία του επενδυτικού κοινού να επενδύσει στους “family – controlled” κλάδους κατά τη διάρκεια της κρίσης, η οποία, όμως, εξασθενεί κατά την περίοδο μετά την κρίση, δεδομένου ότι η μέση απαιτούμενη απόδοση μετά την κρίση προσεγγίζει τα προ κρίσης επίπεδα.

Λαμβάνοντας υπόψη το μέσο κόστος κεφαλαίου των “family – controlled” κλάδων πριν (8,51%), κατά τη διάρκεια (7,82%) και μετά (8,27%) την κρίση του 2008, παρατηρούμε ότι το μέσο κόστος κεφαλαίου μειώθηκε κατά το 2008, αν και το μέσο κόστος ιδίων κεφαλαίων αυξήθηκε. Επομένως, κατά το 2008, οι “family – controlled” κλάδοι στράφηκαν στη χρηματοδότηση μέσω δανεισμού, λόγω του υψηλού κόστους των ιδίων κεφαλαίων. Αντιθέτως, το μέσο κόστος κεφαλαίου της περιόδου μετά την κρίση αυξήθηκε, παρά τη μείωση του μέσου κόστους ιδίων κεφαλαίων, λόγω της αύξησης του κόστους δανεισμού των “family – controlled” κλάδων, δεδομένων και των προβλημάτων που αντιμετώπιζε το χρηματοπιστωτικό σύστημα.

Οι θετικές διαφορές που προέκυψαν ανάμεσα στο  $k_{e,average,ετήσιο}$  των “family – controlled” κλάδων και στο μέσο ετήσιο κόστος ιδίων κεφαλαίων του 2004 (έτος – βάση) αποδεικνύουν ότι, από το 2005 έως το 2012, οι επενδυτές απαιτούν υψηλότερες αποδόσεις ιδίων κεφαλαίων, αυξάνοντας το κόστος χρηματοδότησης από ίδια κεφάλαια των “family – controlled” κλάδων. Από τις διαφορές που έχουν καταγραφεί, τρεις μόνο είναι στατιστικώς σημαντικές: αυτές των ετών 2007, 2009 και 2008 (κατά σειρά μεγέθους). Επομένως, κατά την κρίση, καθώς και κατά τα έτη ακριβώς πριν και μετά από αυτήν, οι επενδυτές αποφεύγουν να επενδύσουν στους “family – controlled” κλάδους, τους θεωρούν ιδιαίτερος επικίνδυνους κι απαιτούν από αυτούς πολύ υψηλές αποδόσεις. Το αρνητικό κλίμα μοιάζει να αντιστρέφεται κατά το 2010, οπότε και το

κόστος ιδίων κεφαλαίων είναι μεγαλύτερο της αντίστοιχης τιμής του 2004 κατά 0,49%. Παρόλα αυτά, κατά το 2011 και το 2012 οι παρατηρούμενες διαφορές είναι πολύ υψηλότερες, χωρίς, όμως, να είναι στατιστικώς σημαντικές.

Σε ότι αφορά στους “non – family – controlled” κλάδους, οι επενδυτές δείχνουν μεγαλύτερη εμπιστοσύνη σε αυτούς κατά το 2012, οπότε και το μέσο ετήσιο κόστος ιδίων κεφαλαίων λαμβάνει τη μικρότερη τιμή της περιόδου. Αυτή είναι μία ουσιαστική διαφορά ανάμεσα στους “family – controlled” και τους “non – family – controlled” κλάδους: οι επενδυτές προτιμούν να επενδύσουν στην πρώτη κατηγορία κλάδων προς κρίσης και στη δεύτερη κατηγορία κλάδων μετά από την κρίση. Σε συμφωνία με τα συμπεράσματα για τους “family – controlled” κλάδους, το 2007 οι επενδυτές απαιτούν τη μέγιστη ετήσια απόδοση της περιόδου μελέτης από τους “non – family – controlled” κλάδους, πράγμα το οποίο αποδεικνύει για ακόμη μία φορά τον αρνητικό αντίκτυπο που είχαν στους επενδυτές οι πρώτες ενδείξεις της κρίσης. Αντίστοιχα είναι και τα συμπεράσματα από τη μελέτη του μέσου ετήσιου κόστους κεφαλαίου των “non – family – controlled” κλάδων.

Παρατηρώντας το μέσο κόστος ιδίων κεφαλαίων των “non – family – controlled” κλάδων πριν (9,75%), κατά τη διάρκεια (9,53%) και μετά (8,94%) τη χρηματοοικονομική κρίση του 2008, διακρίνουμε μία βελτίωση της στάσης του επενδυτικού κοινού απέναντι στους “non – family – controlled” κλάδους, τόσο κατά τη διάρκεια της κρίσης, όσο και μετά από αυτήν. Προχωρώντας σε μία σύγκριση των τιμών του μέσου κόστους ιδίων κεφαλαίων πριν, κατά τη διάρκεια και μετά την κρίση των “family – controlled” και των “non – family – controlled” κλάδων, προκύπτει ότι, πριν την κρίση, οι επενδυτές θεωρούσαν πιο ακίνδυνους τους “family – controlled” κλάδους κι επένδυναν σε αυτούς απαιτώντας χαμηλότερες αποδόσεις. Παρόλα αυτά, με τη χρηματοοικονομική κρίση του 2008, οι επενδυτές απέκτησαν επίγνωση των πιθανών κινδύνων που ελλοχεύουν από τον οικογενειακό έλεγχο των επιχειρήσεων κι έτσι άρχισαν να απαιτούν υψηλότερες αποδόσεις από τους “family – controlled” κλάδους. Επομένως, κατά τη διάρκεια της κρίσης και κατά την τετραετία μετά από αυτήν, οι “family – controlled” κλάδοι είναι αντιμέτωποι με υψηλότερο κόστος χρηματοδότησης από ίδια κεφάλαια, σε σύγκριση με τους “non – family – controlled” κλάδους.

Συνεχή μείωση εμφανίζει και το μέσο κόστος κεφαλαίου των “non – family – controlled” κλάδων κατά τη διάρκεια και μετά την κρίση του 2008. Επιπρόσθετα, το μέσο κόστος κεφαλαίου των “non – family – controlled” κλάδων είναι μεγαλύτερο από αυτό των “family – controlled” κλάδων, πριν και κατά τη διάρκεια της κρίσης. Σε ότι αφορά το



χρονικό διάστημα πριν την κρίση, αυτό ήταν αναμενόμενο, αφού οι “non – family – controlled” κλάδοι έχουν υψηλότερο μέσο κόστος ιδίων κεφαλαίων. Κατά τη διάρκεια της κρίσης, λαμβάνοντας υπόψη ότι το μέσο κόστος ιδίων κεφαλαίων των “non – family – controlled” κλάδων είναι μικρότερο από αυτό των “family – controlled” κλάδων, μπορούμε να καταλήξουμε στο συμπέρασμα ότι το υψηλότερο κόστος κεφαλαίου των “non – family – controlled” κλάδων οφείλεται στο υψηλότερο κόστος δανεισμού που αντιμετώπισαν κατά το 2008. Τέλος, μετά την κρίση, οι “non – family – controlled” κλάδοι μπορούν να χρηματοδοτηθούν με μικρότερο κόστος από τους “family – controlled” κλάδους.

Οι θετικές διαφορές που προέκυψαν ανάμεσα στο  $k_{e,average,ετήσιο}$  των “non – family – controlled” κλάδων και στο μέσο ετήσιο κόστος ιδίων κεφαλαίων του 2004 (έτος – βάση) αποδεικνύουν ότι, από το 2005 έως το 2011, οι επενδυτές απαιτούν υψηλότερες αποδόσεις ιδίων κεφαλαίων, αυξάνοντας το κόστος χρηματοδότησης από ίδια κεφάλαια των “non – family – controlled” κλάδων. Αντιθέτως, το μέσο ετήσιο κόστος ιδίων κεφαλαίων του 2012 ήταν μικρότερο από αυτό του 2004, πράγμα το οποίο μείωσε το κόστος χρηματοδότησης από ίδια κεφάλαια. Από τις διαφορές που έχουν καταγραφεί, δύο μόνο είναι στατιστικώς σημαντικές: αυτές των ετών 2007 και 2006 (κατά σειρά μεγέθους). Επομένως, κατά τα δύο έτη πριν την κρίση, οι επενδυτές αποφεύγουν να επενδύσουν στους “non – family – controlled” κλάδους, τους θεωρούν ιδιαιτέρως επικίνδυνους κι απαιτούν από αυτούς πολύ υψηλές αποδόσεις. Το αρνητικό κλίμα μοιάζει να αντιστρέφεται κατά το 2012, όπως προαναφέρθηκε, οπότε και το κόστος ιδίων κεφαλαίων είναι μικρότερο της αντίστοιχης τιμής του 2004.

Από τα αποτελέσματα της συνδυαστικής μελέτης του κόστους ιδίων κεφαλαίων προέκυψαν τα ακόλουθα συμπεράσματα. Το γεγονός ότι το μέσο κόστος ιδίων κεφαλαίων των “non – family – controlled” κλάδων είναι μεγαλύτερο του μέσου κόστους ιδίων κεφαλαίων των “family – controlled” κλάδων, κατά τα έτη 2004 – 2006 και 2010, αποδεικνύει ότι οι “non – family – controlled” κλάδοι αποκτούν πρόσβαση σε ίδια κεφάλαια με μεγαλύτερο κόστος από ότι οι “family – controlled” κλάδοι. Επομένως, πριν τη χρηματοοικονομική κρίση του 2008, το επενδυτικό κοινό διστάζει να επενδύσει στους “non – family – controlled” κλάδους, και απαιτεί υψηλότερες αποδόσεις από αυτούς, θεωρώντας αυτή την κατηγορία επενδύσεων πιο επικίνδυνη.

Εντούτοις, κατά τα έτη 2007 – 2009 και 2011 – 2012, οι “non – family – controlled” κλάδοι παρουσιάζουν χαμηλότερο κόστος ιδίων κεφαλαίων από τους “family – controlled” κλάδους, υποδεικνύοντας μία σαφή αλλαγή της στάσης των επενδυτών. Αυτή η αλλαγή οφείλεται στη χρηματοοικονομική κρίση του 2008, η οποία συνέβαλε

στο να αντιληφθούν οι επενδυτές την πιθανότητα αυξημένης εκμετάλλευσής τους από τις επιχειρήσεις με οικογενειακό έλεγχο. Ο κίνδυνος, λοιπόν, που αντιλαμβάνονται οι επενδυτές από τους “family – controlled” κλάδους, οδήγησε στο να απαιτήσουν υψηλότερες αποδόσεις από αυτούς, στην προσπάθειά τους να προστατεύσουν τα δικαιώματά τους. Σε αυτό το σημείο αξίζει να τονιστεί ότι η μόνη στατιστικώς σημαντική διαφορά ήταν αυτή του 2009.

Σύμφωνα με τα αποτελέσματα της συνδυαστικής μελέτης του κόστους κεφαλαίου, το μέσο κόστος κεφαλαίου των “non – family – controlled” κλάδων είναι μεγαλύτερο του μέσου κόστους κεφαλαίου των “family – controlled” κλάδων, κατά τα έτη 2004 – 2008. Βάσει αυτού, οι “non – family – controlled” κλάδοι χρηματοδοτούνται με μεγαλύτερο κόστος πριν από την κρίση. Το αποτέλεσμα αυτό ήταν αναμενόμενο για τα έτη 2004 – 2006, δεδομένου ότι οι “non – family – controlled” κλάδοι εμφανίζουν μεγαλύτερο μέσο κόστος ιδίων κεφαλαίων. Σε ότι αφορά στα έτη 2007 και 2008, το υψηλότερο κόστος χρηματοδότησης των “non – family – controlled” κλάδων, παρά το χαμηλότερο κόστος ιδίων κεφαλαίων, οφείλεται στο κόστος δανεισμού. Συνεπώς, τα δανειακά κεφάλαια φαίνονται μία αρκετά ακριβή πηγή χρηματοδότησης για τους “non – family – controlled” κλάδους, κατά το 2007 και το 2008.

Επιπλέον, κατά τα έτη 2009 – 2012, οι “family – controlled” κλάδοι χρηματοδοτούνται με υψηλότερο κόστος από τους “non – family – controlled” κλάδους. Το αποτέλεσμα αυτό ήταν αναμενόμενο για τα έτη 2009 και 2011 – 2012 λόγω του υψηλότερου κόστους ιδίων κεφαλαίων. Για το έτος 2010, το υψηλότερο κόστος κεφαλαίου των “family – controlled” κλάδων, παρά το χαμηλότερο κόστος ιδίων κεφαλαίων τους, οφείλεται στο υψηλότερο κόστος δανεισμού που αντιμετώπισαν κατά τη διάρκεια αυτού του έτους. Συνολικά, η συνδυαστική μελέτη του κόστους κεφαλαίου αποδεικνύει ότι οι “non – family – controlled” κλάδοι χρηματοδοτούνται με υψηλότερο κόστος προ κρίσης, ενώ με χαμηλότερο κόστος μετά την κρίση, αποδεικνύοντας ότι θεωρούνται πιο επικίνδυνοι από τους “family – controlled” κλάδους πριν την κρίση, αλλά, πιο ασφαλείς μετά από αυτήν.

Βάσει των ανωτέρω, καταλήγουμε στα ίδια συμπεράσματα με την έρευνα των Boubakri et al. (2010). Οι επενδυτές, μετά την κρίση, θεώρησαν πιθανότερο οι οικογενειακές επιχειρήσεις να προσπαθήσουν να οικειοποιηθούν εταιρικούς πόρους και να εξαγάγουν προσωπικά οφέλη. Επομένως, απαίτησαν και ένα υψηλότερο ποσοστό απόδοσης για τις επενδύσεις τους σε αυτές. Επιπρόσθετα, οι δυνητικοί επενδυτές δείχνουν να αποκτούν επίγνωση των αδυναμιών της εταιρικής διακυβέρνησης των οικογενειακών επιχειρήσεων και να προβλέπουν ότι οι εν λόγω αδυναμίες μπορούν να

επιδεινωθούν σε μια δυσμενή κατάσταση (π.χ. χρηματοοικονομική κρίση), απαιτώντας, έτσι, ένα υψηλότερο ποσοστό απόδοσης ιδίων κεφαλαίων. Συγκεντρωτικά, τα αποτελέσματα της μονοπαραγοντικής ανάλυσης υποστηρίζουν την επικράτηση του “entrenchment effect” του οικογενειακού ελέγχου και προτείνουν ότι το φαινόμενο αυτό είναι πιο εμφανές μετά από μία κρίση. Τα ανωτέρω αποδεικνύουν ότι οι μειοψηφούντες επενδυτές έγιναν πιο “ευαίσθητοι” σε μία δυναμική απαλλοτρίωση από τις οικογενειακές επιχειρήσεις, μετά από την κρίση.

## 5.2 ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ ΠΟΛΥΠΑΡΑΓΟΝΤΙΚΗΣ ΑΝΑΛΥΣΗΣ

---

Τα αποτελέσματα που προέκυψαν από την πολυπαραγοντική ανάλυση συνέβαλαν στη διεξαγωγή των συμπερασμάτων που παρουσιάζονται αναλυτικά στη συνέχεια.

Αρχικά, η διαχρονική εξέλιξη της μέσης τιμής του κόστους ιδίων κεφαλαίων αποδεικνύει ότι κατά τα έτη πριν την κρίση (2005 – 2007), οι επενδυτές είχαν κάποιες αρνητικές ενδείξεις σχετικά με τη μελλοντική πορεία της οικονομίας των Η.Π.Α. και αυτοί οι προβληματισμοί τους αποτυπώνονται στη σταδιακή αύξηση του κόστους ιδίων κεφαλαίων των επιχειρήσεων. Η μείωση του κόστους ιδίων κεφαλαίων κατά το 2008 μπορεί εκ πρώτης όψεως να φαίνεται παράλογη, παρόλα αυτά, οφείλεται στο γεγονός ότι η πλειοψηφία των κλάδων που μελετήθηκαν χαρακτηρίζονται ως “non – family – controlled” και κατά το 2008 παρουσίασαν μείωση του κόστους ιδίων κεφαλαίων. Η σταδιακή μείωση του κόστους ιδίων κεφαλαίων μετά την κρίση οφείλεται στην αποκατάσταση της εμπιστοσύνης των επενδυτών στην οικονομία των Η.Π.Α., καθώς απομακρυνόμαστε από τη χρηματοοικονομική κρίση του 2008.

Σε ότι αφορά στη διαχρονική εξέλιξη της μέσης τιμής του αναμενόμενου ρυθμού ανάπτυξης των κλάδων για την επόμενη πενταετία, η μείωση κατά την τριετία προ κρίσης οφείλεται και πάλι στα αρνητικά σημάδια που ήταν ορατά στους επενδυτές και προκάλεσαν την απαισιοδοξία τους. Η ελάχιστη τιμή της εν λόγω μεταβλητής το 2009, ερμηνεύεται από την αβεβαιότητα που επικρατούσε και τη δυσπιστία που εξέφραζαν οι επενδυτές για την ανάκαμψη της οικονομίας.

Σχετικά με τη μόχλευση των κλάδων, η μέση τιμή της αυξάνεται όσο προσεγγίζουμε το έτος που ξέσπασε η κρίση και μεγιστοποιείται το 2008, λόγω του ότι εκείνη την περίοδο

οι επιχειρήσεις στρέφονται όλο και περισσότερο στα δανειακά κεφάλαια, δεδομένης της αύξησης του κόστους χρηματοδότησης από ίδια κεφάλαια.

Μελετώντας τις κινήσεις της μέσης τιμής του κινδύνου των κλάδων γίνονται αντιληπτά τα προβλήματα που επέφερε η οικονομική κρίση του 2008 στους κλάδους της οικονομίας των Η.Π.Α., αφού η επικινδυνότητά τους αυξάνεται συνεχώς μετά το 2007 και έως το 2011. Οι αρνητικές συνέπειες της χρηματοοικονομικής κρίσης φαίνονται και από την πτωτική πορεία της μέσης τιμής του λόγου της χρηματιστηριακής προς τη λογιστική αξία των ιδίων κεφαλαίων, έως το 2008.

Από τη στατιστική ανάλυση για τους “family – controlled” κλάδους προκύπτει ότι οι επενδυτές απαιτούν τη μεγαλύτερη δυνατή αμοιβή από τον κλάδο “entertainment”, πράγμα το οποίο ήταν αναμενόμενο καθώς αυτός ο κλάδος κρίνεται ως ο πιο επικίνδυνος από το επενδυτικό κοινό. Επιπρόσθετα, ο κλάδος “Hotel / Gaming” εμφανίζει τη μέγιστη μέση τιμή του αναμενόμενου ρυθμού ανάπτυξης για την επόμενη πενταετία. Αυτό συνδέεται άμεσα και με το γεγονός ότι στον εν λόγω κλάδο, η μόχλευση λαμβάνει τη μέγιστη τιμή της. Εν συντομία, ο κλάδος “Hotel / Gaming” έχει τον υψηλότερο δανεισμό χάρη στους υψηλούς αναμενόμενους ρυθμούς ανάπτυξης για την επόμενη πενταετία. Τέλος, ο κλάδος “Shoe” θεωρείται ο λιγότερο επικίνδυνος, δεδομένου και του πολύ χαμηλότερου δανεισμού του σε σχέση με τους υπόλοιπους κλάδους.

Συγκρίνοντας τους “family – controlled” και τους “non – family – controlled” κλάδους, μπορούμε να καταλήξουμε στα ακόλουθα συμπεράσματα για την περίοδο μελέτης:

- Οι επενδυτές απαιτούν υψηλότερες αποδόσεις από τους “family – controlled” κλάδους στην προσπάθειά τους να προστατευτούν από τους κινδύνους αυτής της κατηγορίας κλάδων,
- Η υψηλότερη απαιτούμενη απόδοση από τους “family – controlled” κλάδους μπορεί να ερμηνευτεί από το ότι το επενδυτικό κοινό αναμένει χαμηλότερο ρυθμό ανάπτυξής τους κατά την επόμενη πενταετία,
- Το υψηλότερο κόστος ιδίων κεφαλαίων των “family – controlled” κλάδων έχει ως αποτέλεσμα και την υψηλότερη μόχλευση, καθώς οι κλάδοι αυτοί αναγκάζονται να καταφύγουν στη χρηματοδότηση μέσω δανεισμού, ως μία πιο συμφέρουσα λύση. Φυσικά, η υψηλότερη μόχλευση αυτών των κλάδων οδηγεί σε υψηλότερο κίνδυνο, ο οποίος με τη σειρά του προκαλεί αύξηση του κόστους ιδίων κεφαλαίων,

- Η υπεροχή και η προτίμηση του επενδυτικού κοινού στους “non – family – controlled” κλάδους είναι ορατή και από την υψηλότερη τιμή του λόγου της χρηματιστηριακής προς τη λογιστική αξία των ιδίων κεφαλαίων.

Το τελικό μοντέλο παλινδρόμησης για τα διαθέσιμα δεδομένα, που προέκυψε μετά από μία σειρά βημάτων, όπως αυτά περιγράφονται στο 4<sup>ο</sup> Κεφάλαιο, είναι το ακόλουθο (Πίνακας του Παραρτήματος):

$$k = 0,0822733 + 0,0015237 \cdot \text{Family\_Control} + 0,0631339 \cdot \text{Growth} + \\ + 0,0086052 \cdot \text{Leverage} + 0,001557 \cdot \text{Industry\_Risk} - \\ - 0,0001585 \cdot \text{Market\_to\_Book}$$

Η ερμηνευτική ικανότητα του υποδείγματος κρίνεται χαμηλή, καθώς μόνο το 8,84% ( $R - sq \text{ overall} = 8,84\%$ ) της μεταβλητότητας της εξαρτημένης μεταβλητής ερμηνεύεται από το εκτιμηθέν υπόδειγμα, ενώ, το 91,16% της μεταβλητότητας της εξαρτημένης μεταβλητής ερμηνεύεται από παράγοντες που δεν έχουν ληφθεί υπόψη. Επομένως, υπάρχουν κάποιες σημαντικές επεξηγηματικές μεταβλητές που έχουν παραληφθεί από το εκτιμηθέν υπόδειγμα.

Το κόστος ιδίων κεφαλαίων θα λάβει την τιμή 8,22733% ( $\_cons = 0,0822733$ ) όταν όλες οι ανεξάρτητες μεταβλητές είναι ίσες με μηδέν. Οι τιμές των υπολοίπων παραμέτρων  $\alpha_i$  ( $i = 1, \dots, 5$ ) εκφράζουν την αναμενόμενη μεταβολή της εξαρτημένης μεταβλητής “Κόστος ιδίων κεφαλαίων”, όταν η αντίστοιχη ανεξάρτητη μεταβλητή μεταβληθεί κατά μία μονάδα, θεωρώντας ότι όλες οι άλλες ανεξάρτητες μεταβλητές παραμένουν αμετάβλητες.

Επιπρόσθετα, παρατηρούμε ότι ο αναμενόμενος ρυθμός ανάπτυξης του κλάδου (Growth), η μόχλευση του κλάδου (Leverage) και ο κίνδυνος του κλάδου (Industry\_Risk) συσχετίζονται θετικά με το κόστος ιδίων κεφαλαίων, όπως αναμενόταν. Συνεπώς, μία αύξηση των ανωτέρω μεταβλητών θα έχει ως αποτέλεσμα την αύξηση του κόστους ιδίων κεφαλαίων. Αντιθέτως, μία αύξηση του λόγου της χρηματιστηριακής προς τη λογιστική αξία των ιδίων κεφαλαίων (Market\_to\_Book) θα επιφέρει μείωση του κόστους ιδίων κεφαλαίων, αφού οι δύο μεταβλητές συσχετίζονται αρνητικά, ως αναμενόταν.

Για το μοντέλο που μελετήθηκε προέκυψε ότι η μόνη ανεξάρτητη μεταβλητή που έχει σημαντική επιρροή στο κόστος ιδίων κεφαλαίων είναι ο αναμενόμενος ρυθμός ανάπτυξης του κλάδου (Growth). Μικρότερη επιρροή στο κόστος ιδίων κεφαλαίων φαίνεται να έχει η ανεξάρτητη μεταβλητή που εκφράζει τη μόχλευση των κλάδων, ενώ, όλες οι υπόλοιπες μεταβλητές δεν έχουν κάποια ιδιαίτερη επιρροή. Επομένως, η ύπαρξη οικογενειακού ελέγχου, ο κίνδυνος των κλάδων και ο λόγος της χρηματιστηριακής προς τη λογιστική αξία των ιδίων κεφαλαίων δεν ακούν σημαντική επίδραση στο κόστος ιδίων κεφαλαίων, για την περίοδο μελέτης που περιβάλλει τη χρηματοοικονομική κρίση του 2008 (2004 – 2012).

Εν συντομία, τα αποτελέσματα της παρούσας έρευνας υποστηρίζουν ότι πριν από την χρηματοοικονομική κρίση του 2008, ο οικογενειακός έλεγχος δεν επιδρά στο κόστος χρηματοδότησης των επιχειρήσεων από ίδια κεφάλαια, ενώ, μετά την κρίση, ο οικογενειακός έλεγχος σχετίζεται με ένα υψηλότερο κόστος ιδίων κεφαλαίων. Αυτό προτείνει ότι μία κρίση βοηθά τους δυνητικούς επενδυτές να αποκτήσουν επίγνωση των αδυναμιών της εταιρικής διακυβέρνησης των οικογενειακών επιχειρήσεων και των πιθανοτήτων εκμετάλλευσής τους από αυτές, κάνοντάς τους να απαιτούν υψηλότερες αποδόσεις.

Δεδομένου, λοιπόν, ότι οι επενδυτές αντιλαμβάνονται πλέον το ενδεχόμενο εκμετάλλευσής τους από τις οικογενειακές επιχειρήσεις και “τιμολογούν” αυτόν τον κίνδυνο, η χρηματοοικονομική κρίση μπορεί να έχει πιο μακροπρόθεσμες αρνητικές επιδράσεις σε μακροοικονομικό επίπεδο. Καθώς το κόστος ιδίων κεφαλαίων των οικογενειακών επιχειρήσεων αυξάνεται, αυτές θα είναι πιο απρόθυμες να αντλήσουν εξωτερικούς πόρους (external funds), πράγμα το οποίο θα επιδράσει δυσμενώς στην ανάπτυξη τοπικών κεφαλαιαγορών (capital markets). Φυσικά, όσο μεγαλύτερη η σπουδαιότητα αυτών των επιχειρήσεων σε μία οικονομία, τόσο χειρότερες θα είναι και οι αναμενόμενες επιδράσεις.

Παρόλα αυτά, όταν λαμβάνονται υπόψη και άλλες μεταβλητές που μπορούν να επηρεάσουν το κόστος ιδίων κεφαλαίων, παρατηρείται μία μειωμένη επίδραση του οικογενειακού ελέγχου. Συγκεκριμένα, ο αναμενόμενος ρυθμός ανάπτυξης του κλάδου και η μόχλευση του κλάδου κρίνονται ως πιο σημαντικοί παράγοντες καθορισμού του κόστους ιδίων κεφαλαίων, κατά την περίοδο 2004 – 2012.

Τα συμπεράσματα της έρευνας έρχονται σε συμφωνία με πολλές από τις έρευνες που παρουσιάστηκαν στο 2ο Κεφάλαιο, ως προς το ποιοι παράγοντες επηρεάζουν και ποιοι όχι το κόστος ιδίων κεφαλαίων. Το ίδιο ισχύει και για την έρευνα των Boubakri et al.

(2010), η οποία αφορά στην Ασιατική οικονομική κρίση του 1997 – 1998. Συγκρίνοντας αυτές τις δύο οικονομικές κρίσεις, μπορούμε να παρατηρήσουμε ότι η κακή εταιρική διακυβέρνηση και η έλλειψη διαφάνειας στις επιχειρήσεις αποτελούν κοινές αιτίες αυτών των κρίσεων.

### **5.3 ΣΥΝΕΙΣΦΟΡΑ & ΣΗΜΕΙΑ ΠΡΟΣΟΧΗΣ ΕΡΕΥΝΑΣ**

---

Η συνεισφορά της παρούσας έρευνας εντοπίζεται στην κατανόηση της επίδρασης της εταιρικής διακυβέρνησης στο κόστος ιδίων κεφαλαίων των επιχειρήσεων, καθώς και στην “τιμολόγηση” των αδυναμιών της από τους επενδυτές κατά τη διάρκεια συμβάντων όπως η χρηματοοικονομική κρίση του 2008. Επιπλέον, συμβάλει στο να αντιληφθούμε καλύτερα τους παράγοντες που επέδρασαν στη διαμόρφωση του κόστους ιδίων κεφαλαίων, κατά τη χρονική περίοδο που περιβάλλει τη χρηματοοικονομική κρίση (2004 – 2012). Σημαντική είναι και η συμβολή της στον εντοπισμό των σημείων προσοχής σχετικά με το κόστος ιδίων κεφαλαίων και τη συμπεριφορά των επενδυτών, στα οποία οφείλουν να εστιάζουν οι σύγχρονες επιχειρήσεις στα πλαίσια επιλογής του τρόπου χρηματοδότησής τους.

Φυσικά, πρέπει να τονιστεί ότι τα αποτελέσματα της παρούσας έρευνας προέκυψαν για συγκεκριμένους κλάδους της οικονομίας των Η.Π.Α., αφορούν ένα ορισμένο χρονικό διάστημα (2004 – 2012) και τα δεδομένα που χρησιμοποιήθηκαν αντλήθηκαν από μία ορισμένη βάση. Επιπρόσθετα, για τη διευκόλυνση της μελέτης έγιναν ορισμένες παραδοχές, οι οποίες παρουσιάστηκαν εκτενώς στο 3<sup>ο</sup> Κεφάλαιο.

Σε αυτό το σημείο εντοπίζουμε την ανάγκη για επιπρόσθετη έρευνα ώστε να αξιολογηθεί η επίδραση του οικογενειακού ελέγχου, όπως και των υπολοίπων δομών ελέγχου, στην ανάπτυξη των επιχειρήσεων, αλλά και στο περιβάλλον που αυτές ανήκουν. Έτσι, θα προκύψουν περισσότερα συμπεράσματα σχετικά με το εάν αυτές οι δομές καθορίζουν τις συνέπειες μίας κρίσης. Τέλος, περαιτέρω μελέτη θα μπορούσε να γίνει ώστε να εντοπιστούν και άλλοι παράγοντες που διαμορφώνουν το κόστος ιδίων κεφαλαίων, τόσο σε περιόδους αναταραχών (π.χ. οικονομική κρίση), όσο και υπό φυσιολογικές συνθήκες.

## ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ 5<sup>ΟΥ</sup> ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ

---

Boubakri, N., Guedhami, O. and Mishra, D. (2010) 'Family control and the implied cost of equity: Evidence before and after the Asian financial crisis', *Journal of International Business Studies*, 41(3), pp. 451–474. doi: 10.1057/jibs.2009.77.



## ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

---

### ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

---

Βασιλείου Δ., Ηρειώτης, Ν. (2008) 'Χρηματοοικονομική Διοίκηση. Θεωρία και Πρακτική', Εκδόσεις Rosili, Αθήνα.

Ζάρκος, Σ. (2011) 'Η επίδραση της οικονομικής κρίσης στη χρηματοοικονομική διαχείριση των επιχειρήσεων', Το μάντζιμεντ σε καιρούς κρίσης. Διαθέσιμο στο: <http://www.alba.edu.gr/faculty/Documents/Zarkos%20siite.pdf>

Ζοπουνίδης, Κ., Βούλγαρη, Φ., Λεμονάκης, Χ., Γρηγορούδης, Ε., Καθαράκης, Μ. (2012) 'Σύγχρονα Θέματα Χρηματοδότησης και Στρατηγικού Σχεδιασμού Επιχειρήσεων', Εκδόσεις Σταμούλη, Αθήνα.

Καπιτσίνης, Ν. (2011) 'Οικονομική κρίση και ο ρόλος των κρατικών πολιτικών στη σύγχρονη παγκοσμιοποιημένη οικονομία. Η περίπτωση της Ελλάδας'. Διαθέσιμο στο: [http://www.prd.uth.gr/sites/GS\\_RSAI/CONFERENCE\\_MAY2011\\_SITE/PAPERS\\_MAY\\_2011\\_PDF\\_CD/KAPITSINIS\\_N\\_20.pdf](http://www.prd.uth.gr/sites/GS_RSAI/CONFERENCE_MAY2011_SITE/PAPERS_MAY_2011_PDF_CD/KAPITSINIS_N_20.pdf)

Χουλιάρας, Β. (2001) 'Βασικές Αρχές Χρηματοδότησης Επιχειρήσεων', Εκδόσεις Βακάλη, Θεσσαλονίκη.

### ΞΕΝΟΓΛΩΣΣΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

---

Aboody, D. and Lev, B. (2000) 'Information asymmetry, R&D, and insider gains', *The Journal of Finance*, 55(6), pp. 2747–2766. doi: 10.1111/0022-1082.00305.

Affleck-Graves, J., Callahan, C.M. and Chipalkatti, N. (2002) 'Earnings predictability, information asymmetry, and market liquidity', *Journal of Accounting Research*, 40(3), pp. 561–583. doi: 10.1111/1475-679x.00062.

Amann, B. and Jaussaud, J. (2012) 'Family and non-family business resilience in an economic downturn', *Asia Pacific Business Review*, 18(2), pp. 203–223. doi: 10.1080/13602381.2010.537057.

Ammann, M., Oesch, D. and Schmid, M.M. (2011) 'Corporate governance and firm value: International evidence', *Journal of Empirical Finance*, 18(1), pp. 36–55. doi: 10.1016/j.jempfin.2010.10.003.

- Anderson, R.C. and Reeb, D.M. (2003) 'Founding-family ownership and firm performance: Evidence from the S&P 500', *The Journal of Finance*, 58(3), pp. 1301–1327. doi: 10.1111/1540-6261.00567.
- Anderson, R.C., Mansi, S.A. and Reeb, D.M. (2003) 'Founding family ownership and the agency cost of debt', *Journal of Financial Economics*, 68(2), pp. 263–285. doi: 10.1016/s0304-405x(03)00067-9.
- Antoniou, A., Guney, Y., and Paudyal, K. (2002) 'The determinants of corporate capital structure: Evidence from European countries', University of Durham, Department of Economics and Finance.
- Armstrong, C.S., Barth, M.E., Jagolinzer, A.D. and Riedl, E.J. (2010) 'Market reaction to the adoption of IFRS in Europe', *The Accounting Review*, 85(1), pp. 31–61. doi: 10.2308/accr.2010.85.1.31.
- Arouri, M. E. H., & Jawadi, F. (2010) 'On the impacts of crisis on the risk premium: Evidence from the US stock market using a conditional CAPM', <hal-00507824>.
- Attig, N., Guedhami, O. and Mishra, D. (2008) 'Multiple large shareholders, control contests, and implied cost of equity', *Journal of Corporate Finance*, 14(5), pp. 721–737. doi: 10.1016/j.jcorpfin.2008.08.008.
- Bae, K.-H., Baek, J.-S., Kang, J.-K. and Liu, W.-L. (2012) 'Do controlling shareholders' expropriation incentives imply a link between corporate governance and firm value? Theory and evidence', *Journal of Financial Economics*, 105(2), pp. 412–435. doi: 10.1016/j.jfineco.2012.02.007.
- Baek, J.-S., Kang, J.-K., and Suh Park, K. (2004) 'Corporate governance and firm value: Evidence from the Korean financial crisis', *Journal of Financial Economics*, 71(2), pp. 265–313. doi: 10.1016/s0304-405x(03)00167-3.
- Barry, C.B. and Brown, S.J. (1985) 'Differential information and security market equilibrium', *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 20(4), p. 407-422. doi: 10.2307/2330758.
- Bartram, S.M. and Bodnar, G.M. (2009) 'No place to hide: The global crisis in equity markets in 2008/2009', *Journal of International Money and Finance*, 28(8), pp. 1246–1292. doi: 10.1016/j.jimonfin.2009.08.005.
- Bebczuk, R., and Galindo, A. J. (2010) 'Corporate leverage, the cost of capital, and the financial crisis in Latin America', Available at SSRN 1577687.
- Bebczuk, R.N. (2003) 'Asymmetric information in financial markets: Introduction and applications'. Cambridge, UK: Cambridge University Press.
- Beck, T., Levine, R. and Loayza, N. (2000) 'Finance and the sources of growth', *Journal of Financial Economics*, 58(1-2), pp. 261–300. doi: 10.1016/s0304-405x(00)00072-6.
- Bekaert, G. and Harvey, C.R. (2003) 'Emerging markets finance', *Journal of Empirical Finance*, 10(1-2), pp. 3–55. doi: 10.1016/s0927-5398(02)00054-3.

- Bekaert, G., Harvey, C. and Lundblad, C. (2005) 'Does financial liberalization spur growth?', *Journal of Financial Economics*, 77(1), pp. 3–55. doi: 10.1016/j.jfineco.2004.05.007.
- Ben-Nasr, H. and Al-Dakheel, A.M. (2014) 'The impact of earnings quality on the cost of equity: Evidence from privatized firms', *International Journal of Financial Research*, 6(1). doi: 10.5430/ijfr.v6n1p68.
- Ben-Nasr, H., Boubakri, N. and Cosset, J.-C. (2012) 'The political determinants of the cost of equity: Evidence from newly privatized firms', *Journal of Accounting Research*, 50(3), pp. 605–646. doi: 10.1111/j.1475-679x.2011.00435.x.
- Bertrand, M., & Schoar, A. (2006) 'The role of family in family firms', *The Journal of Economic Perspectives*, 20(2), 73-96. doi: 10.1257/089533006777641040
- Bhattacharya, N., Ecker, F., Olsson, P.M. and Schipper, K. (2012) 'Direct and mediated associations among earnings quality, information asymmetry, and the cost of equity', *The Accounting Review*, 87(2), pp. 449–482. doi: 10.2308/accr-10200.
- Bhattacharya, U. and Daouk, H. (2002) 'The world price of insider trading', *The Journal of Finance*, 57(1), pp. 75–108. doi: 10.1111/1540-6261.00416.
- Bhojraj, S. and Sengupta, P. (2003) 'Effect of corporate governance on bond ratings and yields: The role of institutional investors and outside Directors', *The Journal of Business*, 76(3), pp. 455–475. doi: 10.1086/344114.
- Binks, M.R., Ennew, C.T. and Reed, G.V. (1992) 'Information Asymmetries and the provision of finance to small firms', *International Small Business Journal*, 11(1), pp. 35–46. doi: 10.1177/026624269201100103.
- Blasco A., Postiguillo D., Ribal J. (2015) 'The impact of the economic crisis on the cost of capital. Evidences from Spain', 1st International Conference on Business Management, Universitat Politècnica de València, pp. 163-167. doi: 10.4995/ICBM.2015.1346
- Boubakri, N., Guedhami, O. and Mishra, D. (2010) 'Family control and the implied cost of equity: Evidence before and after the Asian financial crisis', *Journal of International Business Studies*, 41(3), pp. 451–474. doi: 10.1057/jibs.2009.77.
- Boubakri, N., Guedhami, O., Mishra, D. and Saffar, W. (2012) 'Political connections and the cost of equity capital', *Journal of Corporate Finance*, 18(3), pp. 541–559. doi: 10.1016/j.jcorpfin.2012.02.005.
- Boycko, M., Shleifer, A. and Vishny, R.W. (1996) 'A theory of Privatisation', *The Economic Journal*, 106(435), p. 309. doi: 10.2307/2235248.
- Brogaard, J., Dai, L., Ngo, P.T.H. and Zhang, B. (2015) 'The world price of political uncertainty', *SSRN Electronic Journal*. doi: 10.2139/ssrn.2488820.
- Brunnermeier, M. K. (2009) 'Deciphering the liquidity and credit crunch 2007 – 2008', *The Journal of economic perspectives*, 23(1), 77-100. doi: 10.1257/089533009797614162

- Bryant, C. (2016) 'McDonald's stock: Capital structure analysis (MCD)'. Available in: <http://www.investopedia.com/articles/markets/052016/mcdonalds-stock-capital-structure-analysis-mcd.asp>
- Burkart, M., Panunzi, F. and Shleifer, A. (2003) 'Family firms', *The Journal of Finance*, 58(5), pp. 2167–2201. doi: 10.1111/1540-6261.00601.
- Capello, R., Caragliu, A. and Fratesi, U. (2015) 'Spatial heterogeneity in the costs of the economic crisis in Europe: Are cities sources of regional resilience?', *Journal of Economic Geography*, 15(5), pp. 951–972. doi: 10.1093/jeg/lbu053.
- Chaney, P.K., Faccio, M. and Parsley, D. (2011) 'The quality of accounting information in politically connected firms', *Journal of Accounting and Economics*, 51(1-2), pp. 58–76. doi: 10.1016/j.jacceco.2010.07.003.
- Charumilind, C., Kali, R. and Wiwattanakantang, Y. (2006) 'Connected lending: Thailand before the financial Crisis\*', *The Journal of Business*, 79(1), pp. 181–218. doi: 10.1086/497410.
- Chava, S. (2014) 'Environmental Externalities and cost of capital', *Management Science*, 60(9), pp. 2223–2247. doi: 10.1287/mnsc.2013.1863.
- Chen, C., Dai, Z., Shackelford, D. and Zhang, H. (2011) 'Does financial constraint affect shareholder taxes and the cost of equity capital?', *National Bureau of Economic Research*. doi: 10.3386/w17169
- Chen, C.J., Ding, Y. and Kim, C. (2010) 'High-level politically connected firms, corruption, and analyst forecast accuracy around the world', *Journal of International Business Studies*, 41(9), pp. 1505–1524. doi: 10.1057/jibs.2010.27.
- Chen, K. C., Chen, Z., & Wei, K. C. (2004) 'Disclosure, corporate governance, and the cost of equity capital in emerging markets', *Hong Kong University of Science and Technology, Department of Accounting, Working Paper*.
- Chen, K.C.W., Chen, Z. and Wei, K.C.J. (2009) 'Legal protection of investors, corporate governance, and the cost of equity capital', *Journal of Corporate Finance*, 15(3), pp. 273–289. doi: 10.1016/j.jcorpfin.2009.01.001.
- Chor, D. and Manova, K. (2012) 'Off the cliff and back? Credit conditions and international trade during the global financial crisis', *Journal of International Economics*, 87(1), pp. 117–133. doi: 10.1016/j.jinteco.2011.04.001.
- Claessens, S., Djankov, S. and Klapper, L. (2003) 'Resolution of corporate distress in east Asia', *Journal of Empirical Finance*, 10(1-2), pp. 199–216. doi: 10.1016/s0927-5398(02)00023-3.
- Clarkson, P., Guedes, J. and Thompson, R. (1996) 'On the diversification, Observability, and measurement of estimation risk', *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 31(1), p. 69-84. doi: 10.2307/2331387.
- Coles, J.L., Loewenstein, U. and Suay, J. (1995) 'On equilibrium pricing under parameter uncertainty', *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 30(3), p. 347-364. doi: 10.2307/2331345.

Commission of the European Communities (2001) 'Green Paper: Promoting a European framework for corporate social responsibility', Office for Official Publications of the European Communities, Brussels.

Commission of the European Communities (2006) 'Implementing the partnership for growth and jobs: Making Europe a pole of excellence on corporate social responsibility', Brussels. Available in: <http://www.qualitynet.gr/LH2Uploads/ItemsContent/66618/European-Commission-Implementing-the-partnership-for-growth-and-jobs.pdf>

Conyon, M., Judge, W.Q. and Useem, M. (2011) 'Corporate governance and the 2008-09 financial crisis', *Corporate Governance: An International Review*, 19(5), pp. 399–404. doi: 10.1111/j.1467-8683.2011.00879.x.

Corsetti, G., Pesenti, P. and Roubini, N. (1999) 'What caused the Asian currency and financial crisis?', *Japan and the World Economy*, 11(3), pp. 305–373. doi: 10.1016/s0922-1425(99)00019-5.

Damodaran online: Home page for Aswath Damodaran (no date). Available in: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/> (Accessed: 20 February 2017).

Deesomsak, R., Paudyal, K. and Pescetto, G. (2004) 'The determinants of capital structure: Evidence from the Asia Pacific region', *Journal of Multinational Financial Management*, 14(4-5), pp. 387–405. doi: 10.1016/j.mulfin.2004.03.001.

Demirgüç-Kunt, A. and Maksimovic, V. (1996) 'Stock market development and financing choices of firms', *The World Bank Economic Review*, 10(2), pp. 341–369. doi: 10.1093/wber/10.2.341.

Dhaliwal, D., Heitzman, S. and Zhen Li, O. (2006) 'Taxes, leverage, and the cost of equity capital', *Journal of Accounting Research*, 44(4), pp. 691–723. doi: 10.1111/j.1475-679x.2006.00214.x.

Diamond, D.W. and Verrecchia, R.E. (1991) 'Disclosure, liquidity, and the cost of capital', *The Journal of Finance*, 46(4), pp. 1325–1359. doi: 10.1111/j.1540-6261.1991.tb04620.x.

Djankov, S., McLiesh, C. and Shleifer, A. (2007) 'Private credit in 129 countries', *Journal of Financial Economics*, 84(2), pp. 299–329. doi: 10.1016/j.jfineco.2006.03.004.

Dobbs, R., Jiang, B., and Koller, T. M. (2009) 'Why the crisis hasn't shaken the cost of capital', *McKinsey on Finance, Perspectives on Corporate Finance and Strategy*, No. 30.

Doidge, C., Karolyi, G. A., and Stulz, R. M. (2007) 'Why do countries matter so much for corporate governance?', *Journal of Financial Economics*, 86(1), pp. 1–39. doi: 10.1016/j.jfineco.2006.09.002.

Donker, H. and Zahir, S. (2008) 'Towards an impartial and effective corporate governance rating system', *Corporate Governance: The international journal of business in society*, 8(1), pp. 83–93. doi: 10.1108/14720700810853428.

- Doran, J. and Fingleton, B. (2013) 'Economic shocks and growth: Spatio-temporal perspectives on Europe's economies in a time of crisis', *Papers in Regional Science*, 93, pp. S137–S165. doi: 10.1111/pirs.12048.
- Duchin, R., Ozbas, O. and Sensoy, B.A. (2010) 'Costly external finance, corporate investment, and the subprime mortgage credit crisis', *Journal of Financial Economics*, 97(3), pp. 418–435. doi: 10.1016/j.jfineco.2009.12.008.
- Durnev, A. and Kim, E.H. (2005) 'To steal or not to steal: Firm attributes, legal environment, and valuation', *The Journal of Finance*, 60(3), pp. 1461–1493. doi: 10.1111/j.1540-6261.2005.00767.x.
- Easley, D. and O'hara, M. (2004) 'Information and the cost of capital', *The Journal of Finance*, 59(4), pp. 1553–1583. doi: 10.1111/j.1540-6261.2004.00672.x.
- Eisfeldt, A.L. and Papanikolaou, D. (2013) 'Organization capital and the cross-section of expected returns', *The Journal of Finance*, 68(4), pp. 1365–1406. doi: 10.1111/jofi.12034.
- El Ghouli, S., Guedhami, O., Kwok, C.C.Y. and Mishra, D.R. (2011) 'Does corporate social responsibility affect the cost of capital?', *Journal of Banking & Finance*, 35(9), pp. 2388–2406. doi: 10.1016/j.jbankfin.2011.02.007.
- El Ghouli, S., Guedhami, O., Lennox, C.S. and Pittman, J.A. (2015) 'External versus internal monitoring: The importance of multiple large shareholders and families to auditor choice in western European firms', *SSRN Electronic Journal*, . doi: 10.2139/ssrn.1373808.
- Engelen, P.-J. and van Essen, M. (2010) 'Underpricing of IPOs: Firm-, issue- and country-specific characteristics', *Journal of Banking & Finance*, 34(8), pp. 1958–1969. doi: 10.1016/j.jbankfin.2010.01.002.
- Erb, C.B., Harvey, C.R. and Viskanta, T.E. (1996) 'Expected returns and volatility in 135 countries', *The Journal of Portfolio Management*, 22(3), pp. 46–58. doi: 10.3905/jpm.1996.409554.
- Erkens, D.H., Hung, M. and Matos, P. (2012) 'Corporate governance in the 2007–2008 financial crisis: Evidence from financial institutions worldwide', *Journal of Corporate Finance*, 18(2), pp. 389–411. doi: 10.1016/j.jcorpfin.2012.01.005.
- Erol, M., Apak, S., Atmaca, M. and Öztürk, S. (2011) 'Management measures to be taken for the enterprises in difficulty during times of global crisis: An empirical study', *Procedia - Social and Behavioral Sciences*, 24, pp. 16–32. doi: 10.1016/j.sbspro.2011.09.086.
- Errunza, V. (2001) 'Foreign portfolio equity investments, financial liberalization, and economic development', *Review of International Economics*, 9(4), pp. 703–726. doi: 10.1111/1467-9396.00308.
- Errunza, V. R., and Miller, D. P. (2000) 'Market segmentation and the cost of the capital in international equity markets', *Journal of Financial and Quantitative analysis*, 35(04), 577-600. doi: 10.2469/dig.v31.n3.912



Espenlaub, S., Khurshed, A. and Sitthipongpanich, T. (2012) 'Bank connections, corporate investment and crisis', *Journal of Banking & Finance*, 36(5), pp. 1336–1353. doi: 10.1016/j.jbankfin.2011.11.024.

European Commission (2010) 'The economic adjustment programme for Greece - Second review - Autumn 2010', *European Economy, Occasional Papers*, No. 72, Brussels. doi: 10.2765/96888

Faccio, M., Lang, L.H.P. and Young, L. (2001) 'Dividends and Expropriation', *The American Economic Review*, 91(1), pp. 54–78. doi: 10.2307/2677898.

Faccio, M., Masulis, R.W. and McConnell, J.J. (2006) 'Political connections and corporate bailouts', *The Journal of Finance*, 61(6), pp. 2597–2635. doi: 10.1111/j.1540-6261.2006.01000.x.

Fan, J.P.H. and Wong, T.J. (2005) 'Do external auditors perform a corporate governance role in emerging markets? Evidence from east Asia', *Journal of Accounting Research*, 43(1), pp. 35–72. doi: 10.1111/j.1475-679x.2004.00162.x.

Fich, E.M. and Slezak, S.L. (2008) 'Can corporate governance save distressed firms from bankruptcy? An empirical analysis', *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 30(2), pp. 225–251. doi: 10.1007/s11156-007-0048-5.

Foster, N. (2003) 'The FASB and the capital markets', *The FASB Report*, Available in: [http://www.fasb.org/articles&reports/Foster\\_FASBReport.pdf](http://www.fasb.org/articles&reports/Foster_FASBReport.pdf)

Francis, J., LaFond, R., Olsson, P.M. and Schipper, K. (2004) 'Costs of equity and earnings attributes', *The Accounting Review*, 79(4), pp. 967–1010. doi: 10.2308/accr.2004.79.4.967.

Francis, J.R., Khurana, I.K. and Pereira, R. (2005) 'Disclosure incentives and effects on cost of capital around the world', *The Accounting Review*, 80(4), pp. 1125–1162. doi: 10.2308/accr.2005.80.4.1125.

Friedman, E., Johnson, S. and Mitton, T. (2003) 'Propping and tunneling', *Journal of Comparative Economics*, 31(4), pp. 732–750. doi: 10.1016/j.jce.2003.08.004.

Gebhardt, W.R., Lee, C.M.C. and Swaminathan, B. (2001) 'Toward an implied cost of capital', *Journal of Accounting Research*, 39(1), pp. 135–176. doi: 10.1111/1475-679x.00007.

Ghosh, S. (2007) 'Leverage, managerial monitoring and firm valuation: A simultaneous equation approach', *Research in Economics*, 61(2), pp. 84–98. doi: 10.1016/j.rie.2007.03.001.

Gibbins, M., Richardson, A. and Waterhouse, J. (1990) 'The management of corporate financial disclosure: Opportunism, Ritualism, policies, and processes', *Journal of Accounting Research*, 28(1), pp. 121–143. doi: 10.2307/2491219.

Girerd-Potin, I., Jimenez-Garcès, S. and Louvet, P. (2013) 'Which dimensions of social responsibility concern financial investors?', *Journal of Business Ethics*, 121(4), pp. 559–576. doi: 10.1007/s10551-013-1731-1.

Gitman, L.J. and Zutter, C.J. (2014) 'Principles of managerial finance', 13th edition, Chapter 9, Boston: Pearson Prentice Hall.

Gode, D. and Mohanram, P. (2003) 'Inferring the cost of capital using the Ohlson – Juettner model', *Review of Accounting Studies*, 8(4), pp. 399–431. doi: 10.1023/a:1027378728141.

Goss, A. and Roberts, G.S. (2011) 'The impact of corporate social responsibility on the cost of bank loans', *Journal of Banking & Finance*, 35(7), pp. 1794–1810. doi: 10.1016/j.jbankfin.2010.12.002.

Graham, J.R. and Harvey, C.R. (2015) 'The equity risk premium in 2015', *SSRN Electronic Journal*, . doi: 10.2139/ssrn.2611793.

Graham, J.R. and Tucker, A.L. (2006) 'Tax shelters and corporate debt policy', *Journal of Financial Economics*, 81(3), pp. 563–594. doi: 10.1016/j.jfineco.2005.09.002.

Graham, J.R., Leary, M.T. and Roberts, M.R. (2015) 'A century of capital structure: The leveraging of corporate America', *Journal of Financial Economics*, 118(3), pp. 658–683. doi: 10.1016/j.jfineco.2014.08.005.

Greenwald, B. C., Stiglitz, J. E., & Weiss, A. (1984) 'Informational imperfections in the capital market and macro-economic fluctuations', *American Economic Review* 74, pp. 194-200.

Gregoriou, N. Greg (2009) 'The banking crisis handbook', London: Taylor & Francis Group.

Grossman, S.J. and Hart, O.D. (1986) 'The costs and benefits of ownership: A theory of vertical and lateral integration', *Journal of Political Economy*, 94(4), p. 691. doi: 10.1086/261404.

Guedhami, O. and Mishra, D. (2009) 'Excess control, corporate governance and implied cost of equity: International evidence', *Financial Review*, 44(4), pp. 489–524. doi: 10.1111/j.1540-6288.2009.00227.x.

Gupta, K., Krishnamurti, C., and Tourani-Rad, A. (2010) 'Corporate governance and cost of equity: Do financial development and legal origin matter?', Doctoral dissertation, Financial Management Association.

Hail, L. and Leuz, C. (2006) 'International differences in the cost of equity capital: Do legal institutions and securities regulation matter?', *Journal of Accounting Research*, 44(3), pp. 485–531. doi: 10.1111/j.1475-679x.2006.00209.x.

Hajiha, Z. and Sarfaraz, B. (2014) 'The Investigation of the Relationship between Corporate Social Responsibility and Debt Cost in Tehran Stock Exchange Listed Companies', *The Journal of European Theoretical and Applied Studies*, 2(2), pp. 95–108.

Hale, G. (2011) 'Evidence on financial globalization and crisis: Capital raisings', Work Paper Series, Federal Reserve Bank of San Francisco. Available in: <http://www.frbsf.org/economic-research/files/wp11-04bk.pdf>

Hall, B.H., Jaffe, A. and Trajtenberg, M. (2005) 'Market value and patent citations', *The RAND Journal of Economics*, 36(1), pp. 16–38. doi: 10.2307/1593752.



Harrison, B., and Widjaja, T.W. (2013) 'Did the financial crisis impact on the capital structure of firms?', Discussion Papers in Economics, No. 2013/5, ISSN 1478-9396, Nottingham Trent University.

Healy, P.M. and Palepu, K.G. (2001) 'Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature', *Journal of Accounting and Economics*, 31(1-3), pp. 405–440. doi: 10.1016/s0165-4101(01)00018-0.

Hegde, S.P. and Mishra, D.R. (2014) 'Do patented innovations affect cost of equity capital?', *SSRN Electronic Journal*, . doi: 10.2139/ssrn.2385062.

Heinkel, R., Kraus, A. and Zechner, J. (2001) 'The effect of green investment on corporate behavior', *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 36(4), p. 431-449. doi: 10.2307/2676219.

Hu, J. and Lin, Z. (2014) 'The implied cost of equity capital, corporate investment and chief executive officer turnover', *Accounting & Finance*, 55(4), pp. 1041-1070. doi: 10.1111/acfi.12072.

Hung, M. and Trezevant, R. (2003) 'Insider trading and corporate governance structure: Evidence from southeast Asia', *SSRN Electronic Journal*, . doi: 10.2139/ssrn.374422.

Idialu, J. U., and Arowoshegbe, A. O. (2013) 'Toward A Reliable Cost of Capital', *Current Research Journal of Social Sciences*, 5(4), 112-120.

International Monetary Fund, *World Economic Outlook (WEO)* (2011) 'Tensions from the Two-Speed Recovery: Unemployment, Commodities, and Capital Flows', *World economic and financial surveys*. Available in: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2011/01/>

Iqbal, A. and Kume, O. (2015) 'Impact of financial crisis on firms' capital structure in UK, France, and Germany', *Multinational Finance Journal*, Vol. 18 (3/4), pp. 249-280. Available in: <https://ssrn.com/abstract=2619193>

Izzo, M.F. and Magnanelli, B.S. (2012) 'Does it pay or does firm pay? The relation between CSR performance and the cost of debt', *SSRN Electronic Journal*. doi: 10.2139/ssrn.1986131.

Jacobs, M. T., and Shivdasani, A. (2012) 'Do you know your cost of capital?', *Harvard business review*, 118.

Jensen, M.C. and Meckling, W.H. (1976) 'Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure', *Journal of Financial Economics*, 3(4), pp. 305–360. doi: 10.1016/0304-405x(76)90026-x.

Johnson, S., Boone, P., Breach, A. and Friedman, E. (2000) 'Corporate governance in the Asian financial crisis', *Journal of Financial Economics*, 58(1-2), pp. 141–186. doi: 10.1016/s0304-405x(00)00069-6.

Jones, S. (2011) 'Discuss the potential impact of the recent financial crisis on the capital structure of UK companies', *Norwich Economic Papers*, University of East Anglia.

Kahle, K.M. and Stulz, R.M. (2013) 'Access to capital, investment, and the financial crisis', *Journal of Financial Economics*, 110(2), pp. 280–299. doi: 10.1016/j.jfineco.2013.02.014.

Kashyap, A. K., Rajan, R., & Stein, J. C. (2008) 'Rethinking capital regulation', Publisher not identified.

Kim, E. (2006) 'The impact of family ownership and capital structures on productivity performance of Korean manufacturing firms: Corporate governance and the "chaebol problem"', *Journal of the Japanese and International Economies*, 20(2), pp. 209–233. doi: 10.1016/j.jjie.2005.02.001.

Kim, H., Heshmati, A. and Aoun, D. (2006) 'Dynamics of capital structure: The case of Korean listed manufacturing companies', *Asian Economic Journal*, 20(3), pp. 275–302. doi: 10.1111/j.1467-8381.2006.00236.x.

Kirkpatrick Grant (2009) 'The corporate governance lessons from the financial crisis', *OECD JOURNAL: FINANCIAL MARKET TRENDS*, Vol. 2009/1, pp. 61-87. doi: 10.1787/fmt-v2009-art3-en

Klapper, L.F. and Love, I. (2004) 'Corporate governance, investor protection, and performance in emerging markets', *Journal of Corporate Finance*, 10(5), pp. 703–728. doi: 10.1016/s0929-1199(03)00046-4.

Korajczyk, R., Lucas, D. and McDonald, R. (1989) 'Understanding stock price behavior around the time of equity issues', National Bureau of Economic Research.

Korajczyk, R.A. and Levy, A. (2003) 'Capital structure choice: Macroeconomic conditions and financial constraints', *Journal of Financial Economics*, 68(1), pp. 75–109. doi: 10.1016/s0304-405x(02)00249-0.

Kotios, A., Pavlidis, G. and Galanos, G. (2011) 'Greece and the Euro: The chronicle of an expected collapse', *Intereconomics*, 46(5), pp. 263–269. doi: 10.1007/s10272-011-0390-7.

Kwabi, F., Faff, R., Marshall, A. and Thapa, C. (2016) 'Sub-optimal international portfolio allocations and the cost of capital', *Journal of Multinational Financial Management*, 35, pp. 41–58. doi: 10.1016/j.mulfin.2016.04.001.

La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. and Vishny, R. (2000) 'Investor protection and corporate governance', *Journal of Financial Economics*, 58(1-2), pp. 3–27. doi: 10.1016/s0304-405x(00)00065-9.

La Porta, R., Lopez-De-Silanes, F., Shleifer, A. and Vishny, R. (2002) 'Investor protection and corporate valuation', *The Journal of Finance*, 57(3), pp. 1147–1170. doi: 10.1111/1540-6261.00457.

Lambert, R., Leuz, C. and Verrecchia, R.E. (2007) 'Accounting information, disclosure, and the cost of capital', *Journal of Accounting Research*, 45(2), pp. 385–420. doi: 10.1111/j.1475-679x.2007.00238.x.

Lambert, R.A., Leuz, C. and Verrecchia, R.E. (2011) 'Information asymmetry, information precision, and the cost of capital', *Review of Finance*, 16(1), pp. 1–29. doi: 10.1093/rof/rfr014.

- Leary, M.T. (2009) 'Bank loan supply, lender choice, and corporate capital structure', *The Journal of Finance*, 64(3), pp. 1143–1185. doi: 10.1111/j.1540-6261.2009.01461.x.
- Lee, C.M.C., Ng, D. and Swaminathan, B. (2003) 'International asset pricing: Evidence from the cross section of implied cost of capital', In 14th Annual Conference on Financial Economics and Accounting (FEA), SSRN Electronic Journal, . doi: 10.2139/ssrn.485762.
- Leuz, C. and Verrecchia, R.E. (2005) 'Firms' capital allocation choices, information quality, and the cost of capital', SSRN Electronic Journal, . doi: 10.2139/ssrn.495363.
- Levitt, A. (1998) 'The importance of high quality accounting standards', *Accounting Horizons*, 12(1), pp. 79–82.
- Li, S. (2010) 'Does mandatory adoption of international financial reporting standards in the European Union reduce the cost of equity capital?', *The Accounting Review*, 85(2), pp. 607–636. doi: 10.2308/accr.2010.85.2.607.
- Lim, Y. (2011) 'Tax avoidance, cost of debt and shareholder activism: Evidence from Korea', *Journal of Banking & Finance*, 35(2), pp. 456–470. doi: 10.1016/j.jbankfin.2010.08.021.
- Lombardo, D., and Pagano, M. (2002) 'Law and equity markets: a simple model.' In: 'Corporate Governance Regimes: Convergence and Diversity'. Edited by Joseph A. McCahery, Theo Raaijmakers, and Luc Renneboog. Oxford: Oxford University Press, London.
- Luo, X., Chung, C.-N., and Sobczak, M. (2008) 'How do corporate governance model differences affect foreign direct investment in emerging economies?', *Journal of International Business Studies*, 40(3), pp. 444–467. doi: 10.1057/jibs.2008.66.
- Martin, R. (2011) 'Regional economic resilience, hysteresis and recessionary shocks', *Journal of Economic Geography*, 12(1), pp. 1–32. doi: 10.1093/jeg/lbr019.
- Matthiesen, M.-L., and Salzmann, A.J. (2015) 'Corporate social responsibility and Firms' cost of capital: Does culture matter?', SSRN Electronic Journal, . doi: 10.2139/ssrn.2600542.
- Maury, B. (2006) 'Family ownership and firm performance: Empirical evidence from western European corporations', *Journal of Corporate Finance*, 12(2), pp. 321–341. doi: 10.1016/j.jcorpfin.2005.02.002.
- May, D.O. (1995) 'Do managerial motives influence firm risk reduction strategies?', *The Journal of Finance*, 50(4), pp. 1291–1308. doi: 10.1111/j.1540-6261.1995.tb04059.x.
- McCahery, J.A., Sautner, Z. and Starks, L.T. (2016) 'Behind the scenes: The corporate governance preferences of institutional investors', *The Journal of Finance*, pp. n/a–n/a. doi: 10.1111/jofi.12393.
- McConnell, J.J. and Servaes, H. (1990) 'Additional evidence on equity ownership and corporate value', *Journal of Financial Economics*, 27(2), pp. 595–612. doi: 10.1016/0304-405x(90)90069-c.
- Medina, L. (2012) 'Spring Forward or fall back? The post-crisis recovery of firms', IMF Working Paper No. 12/292, Middle East and Central Asia Department. Available in: <https://ssrn.com/abstract=2199305>

- Middelmann, M. and Heppelmann, S. (2011) 'Completely Underestimating (once again) the Cost of Capital? The Importance of the Capital Structure and the Cost of Capital for Strategic Corporate Management', Stern Stewart Research, Volume 49. Available in: [http://www.sternstewart.com/files/ssco\\_studie49\\_en.pdf](http://www.sternstewart.com/files/ssco_studie49_en.pdf)
- Mikhail, M.B.B., Walther, B.R. and Willis, R.H. (2004) 'Earnings surprises and the cost of equity capital', *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 19(4), pp. 491–513. doi: 10.1177/0148558X0401900409.
- Mishra, D.R. (2014) 'The dark side of CEO ability: CEO general managerial skills and cost of equity capital', *Journal of Corporate Finance*, 29, pp. 390–409. doi: 10.1016/j.jcorpfin.2014.10.003.
- Mitton, T. (2002) 'A cross-firm analysis of the impact of corporate governance on the east Asian financial crisis', *Journal of Financial Economics*, 64(2), pp. 215–241. doi: 10.1016/s0304-405x(02)00076-4.
- Mitton, T. (2006) 'Stock market liberalization and operating performance at the firm level', *Journal of Financial Economics*, 81(3), pp. 625–647. doi: 10.1016/j.jfineco.2005.09.001.
- Mitton, T. and O'Connor, T. (2010) 'Investability and firm value', *European Financial Management*, 18(5), pp. 731–761. doi: 10.1111/j.1468-036x.2010.00573.x.
- Mokhova, N. (2011). 'The cost of capital in the present-day condition: The impact of the global financial crisis', *Economics and Management*, Vol. 16, pp. 1170-1173. Available in: <http://internet.ktu.lt/lt/mokslas/zurnalai/ekovad/16/1822-6515-2011-1170.pdf>
- Moldenhauer, B. (2006) 'Insider ownership, corporate performance and the german entrepreneurial index (GEX)—Practical and academic evidence from Germany', CEFS Working Paper. Available in: [http://www.fese.eu/images/documents/deLaVega/DVP\\_Moldenhauer.pdf](http://www.fese.eu/images/documents/deLaVega/DVP_Moldenhauer.pdf)
- Muller-Kahle, M.I. and Lewellyn, K.B. (2011) 'Did board configuration matter? The case of US Subprime lenders', *Corporate Governance: An International Review*, 19(5), pp. 405–417. doi: 10.1111/j.1467-8683.2011.00871.x.
- Murphy, K.J. and Zbojnik, J. (2007) 'Managerial capital and the market for CEOs', *SSRN Electronic Journal*. doi: 10.2139/ssrn.984376.
- Myers, S.C. (2001) 'Capital structure', *The Journal of Economic Perspectives*, 15(2), pp. 81–102. doi: 10.2307/2696593.
- Myers, S.C. and Majluf, N.S. (1984) 'Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have', *Journal of Financial Economics*, 13(2), pp. 187–221. doi: 10.1016/0304-405x(84)90023-0.
- Najah, A. and Jarboui, A. (2013) 'Extra-financial disclosure and the cost of debt of big French companies', *Business Excellence and Management*, 3(4), pp. 57–69.
- Nestorovski, M., and Naumoski, A. (2013) 'Economic Crisis and the Equity Risk Premium', 9th International ASECU Conference on "Systemic Economic Crisis: Current Issues and Perspectives".

- O'Connor, T., Kinsella, S. and O'Sullivan, V. (2014) 'Legal protection of investors, corporate governance, and investable premia in emerging markets', *International Review of Economics & Finance*, 29, pp. 426–439. doi: 10.1016/j.iref.2013.07.003.
- OECD (2009) 'Is Informal Normal? Towards More and Better Jobs in Developing Countries', Edited by: Jutting, J. P. and de Laiglesia J.R., Development Centre, Paris. Available in: <http://www.materialien.org/planet/ocedinformellersektor.pdf>
- OECD (2010) 'Economic policy reforms: Going for growth 2010'. Available in: <http://www.oecd.org/eco/growth/economicpolicyreformsgoingforgrowth2010.htm>
- Oscar Torres-Reyna (2007) 'Getting Started in Data Analysis using Stata (v. 6.0)', Princeton University. Available in: <http://dss.princeton.edu/training/StataTutorial.pdf>
- Oscar Torres-Reyna (2007) 'Panel Data Analysis – Fixed and Random Effects using Stata (v. 4.2)', Princeton University. Available in: <http://dss.princeton.edu/training/Panel101.pdf>
- Pandey, I.M. (2004) 'Financial Management', 8<sup>th</sup> edition, Vikas Publishing House PVT Ltd, New Delhi.
- Patibandla, M. (2006) 'Equity pattern, corporate governance and performance: A study of India's corporate sector', *Journal of Economic Behavior & Organization*, 59(1), pp. 29–44. doi: 10.1016/j.jebo.2004.04.004.
- Pavlatos, O. and Kostakis, H. (2015) 'Management accounting practices before and during economic crisis: Evidence from Greece', *Advances in Accounting*, 31(1), pp. 150–164. doi: 10.1016/j.adiac.2015.03.016.
- Persakis, A. and Iatridis, G.E. (2015) 'Cost of capital, audit and earnings quality under financial crisis: A global empirical investigation', *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 38, pp. 3–24. doi: 10.1016/j.intfin.2015.05.011.
- Porta, R.L., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. and Vishny, R. (1996) 'Law and finance', National Bureau of Economic Research. doi: 10.3386/w5661
- Porta, R.L., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. and Vishny, R.W. (1998) 'Law and finance', *Journal of Political Economy*, 106(6), p. 1113. doi: 10.1086/250042.
- Porta, R.L., Lopez-De-Silanes, F., Shleifer, A. and Vishny, R.W. (1997) 'Legal determinants of external finance', *The Journal of Finance*, 52(3), p. 1131-1150. doi: 10.2307/2329518.
- Qian, M., Pan, H. and Yeung, B.Y. (2011) 'Expropriation of minority shareholders in politically connected firms', *SSRN Electronic Journal*, . doi: 10.2139/ssrn.1719335.
- Rajan, R. and Zingales, L. (1996) 'Financial dependence and growth', National Bureau of Economic Research. doi: 10.3386/w5758
- Rajan, R.G. and Zingales, L. (1995) 'What do we know about capital structure? Some evidence from international data', *The Journal of Finance*, 50(5), pp. 1421–1460. doi: 10.1111/j.1540-6261.1995.tb05184.x.
- Rajan, R.G. and Zingales, L. (1998) 'Which capitalism? Lessons from the East Asian crisis', *Journal of Applied Corporate Finance*, 11(3), pp. 40–48. doi: 10.1111/j.1745-6622.1998.tb00501.x.

Ramly and Rashid, A. (2010) 'Critical review of literature on corporate governance and the cost of capital: The value creation perspective'. Available at: <http://repository.um.edu.my/id/eprint/86625> (Accessed: 10 February 2017).

Ramly, Z. (2012) 'Impact of corporate governance quality on the cost of equity capital in an emerging market: Evidence from Malaysian listed firms', *African Journal of Business Management*, 6(4). doi: 10.5897/ajbm10.1624.

Richardson, A.J. and Welker, M. (2001) 'Social disclosure, financial disclosure and the cost of equity capital', *Accounting, Organizations and Society*, 26(7-8), pp. 597–616. doi: 10.1016/s0361-3682(01)00025-3.

Richardson, A.J., Welker, M. and Hutchinson, I.R. (1999) 'Managing capital market reactions to corporate social Responsibility', *International Journal of Management Reviews*, 1(1), pp. 17–43. doi: 10.1111/1468-2370.00003.

Richard Williams (2015) 'Heteroskedasticity', University of Notre Dame. Available in: <https://www3.nd.edu/~rwilliam/stats2/l25.pdf>

Rietz, T.A. (1988) 'The equity risk premium a solution', *Journal of Monetary Economics*, 22(1), pp. 117–131. doi: 10.1016/0304-3932(88)90172-9.

Saad, N. M. (2010) 'Corporate governance compliance and the effects to capital structure in Malaysia', *International Journal of Economics and Finance*, 2(1), pp. 105-114.

Sharfman, M.P. and Fernando, C.S. (2008) 'Environmental risk management and the cost of capital', *Strategic Management Journal*, 29(6), pp. 569–592. doi: 10.1002/smj.678.

Shleifer, A. and Wolfenzon, D. (2002) 'Investor protection and equity markets', *Journal of Financial Economics*, 66(1), pp. 3–27. doi: 10.1016/s0304-405x(02)00149-6.

Skaife, H.A., Collins, D.W. and LaFond, R. (2004) 'Corporate governance and the cost of equity capital', *SSRN Electronic Journal*, . doi: 10.2139/ssrn.639681.

Stulz, R.M. (1999) 'Globalization, corporate finance, and the cost of capital', *Journal of Applied Corporate Finance*, 12(3), pp. 8–25. doi: 10.1111/j.1745-6622.1999.tb00027.x.

Suchard, J.-A., Pham, P.K. and Zein, J. (2007) 'Corporate governance and the cost of capital: Evidence from Australian firms', doi: 10.2139/ssrn.1015986.

Suchard, Jo-Ann, Pham, Peter K. and Zein, Jason. (2012) 'Corporate Governance and the Cost of Capital: Evidence from Australian Firms', *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 24, Issue 3, pp. 84-93, 2012; UNSW Australian School of Business Research Paper No. 2013 BFIN 03. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1015986>.

Titman, S. and Wessels, R. (1988) 'The determinants of capital structure choice', *The Journal of Finance*, 43(1), pp. 1–19. doi: 10.1111/j.1540-6261.1988.tb02585.x.

van Essen, M., Engelen, P.-J. and Carney, M. (2012) 'Does "Good" corporate governance help in a crisis? The impact of country- and firm-level governance mechanisms in the European financial crisis', *Corporate Governance: An International Review*, 21(3), pp. 201–224. doi: 10.1111/corg.12010.



- van Essen, M., Strike, V.M., Carney, M. and Sapp, S. (2014) 'The resilient family firm: Stakeholder outcomes and institutional effects', *Corporate Governance: An International Review*, 23(3), pp. 167–183. doi: 10.1111/corg.12087.
- Verrecchia, R.E. (2001) 'Essays on disclosure', *Journal of Accounting and Economics*, 32(1-3), pp. 97–180. doi: 10.1016/s0165-4101(01)00025-8.
- Villalonga, B. and Amit, R. (2006) 'How do family ownership, control and management affect firm value?', *Journal of Financial Economics*, 80(2), pp. 385–417. doi: 10.1016/j.jfineco.2004.12.005.
- Villalonga, B. and Amit, R. (2010) 'Family control of firms and industries', *Financial Management*, 39(3), pp. 863–904. doi: 10.1111/j.1755-053x.2010.01098.x.
- Wald, J.K. (1999) 'How firm characteristics affect capital structure: an international comparison', *Journal of Financial Research*, 22(2), pp. 161–187. doi: 10.1111/j.1475-6803.1999.tb00721.x.
- Watson, D. and Head, A. (2009) 'Corporate finance: Principles and practice', 5th edition. Harlow, England: Financial Times/Prentice Hall.
- Williamson, O.E. (1985) 'The economic institutions of capitalism: Firms, markets, relational contracting', New York: Collier Macmillan.
- Yeh, Y., Lee, T. and Woidtke, T. (2001) 'Family control and corporate governance: Evidence from Taiwan', *International Review of Finance*, 2(1&2), pp. 21–48. doi: 10.1111/1468-2443.00014.
- Zarebski, P. and Dimovski, B. (2012) 'Determinants of capital structure of A-Reits and the global financial crisis', *Pacific Rim Property Research Journal*, 18(1), pp. 3–19. doi: 10.1080/14445921.2012.11104347.
- Zenner, M., Junek, E. and Chivukula, R. (2014) 'Bridging the gap between interest rates and investments', *Journal of Applied Corporate Finance*, 26(4), pp. 75–80. doi: 10.1111/jacf.12091.

## ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ

---



ΠΙΝΑΚΑΣ Π. 1: ΥΠΟ ΜΕΛΕΤΗ ΚΛΑΔΟΙ ΤΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ ΤΩΝ ΗΝΩΜΕΝΩΝ  
ΠΟΛΙΤΕΙΩΝ ΑΜΕΡΙΚΗΣ ΓΙΑ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ 2004 – 2012.

A/A	Κλάδος	A/A	Κλάδος
1	Aerospace/Defense	28	Maritime
2	Air Transport	29	Medical Services
3	Apparel	30	Medical Supplies
4	Bank (Midwest)	31	Metal Fabricating
5	Beverage	32	Natural Gas (Distrib.)
6	Biotechnology	33	Natural Gas (Div.)
7	Chemical (Basic)	34	Newspaper
8	Chemical (Diversified)	35	Office Equip/Supplies
9	Chemical (Specialty)	36	Oilfield Svcs/Equip.
10	Coal	37	Packaging & Container
11	Computer Software/Svcs	38	Petroleum (Integrated)
12	Computers/Peripherals	39	Petroleum (Producing)
13	Diversified Co.	40	Precious Metals
14	Drug	41	Publishing
15	Educational Services	42	R.E.I.T.
16	Electric Util. (Central)	43	Railroad
17	Electrical Equipment	44	Restaurant
18	Entertainment	45	Retail Automotive
19	Environmental	46	Retail Building Supply
20	Food Processing	47	Retail Store
21	Healthcare Information	48	Securities Brokerage
22	Hotel/Gaming	49	Semiconductor
23	Household Products	50	Shoe
24	Industrial Services	51	Steel
25	Information Services	52	Telecom. Services
26	Insurance (Prop/Cas.)	53	Tobacco
27	Machinery	54	Toiletries/Cosmetics

ΠΙΝΑΚΑΣ Π. 2: “FAMILY – CONTROLLED” ΚΛΑΔΟΙ ΤΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ ΤΩΝ  
ΗΝΩΜΕΝΩΝ ΠΟΛΙΤΕΙΩΝ ΑΜΕΡΙΚΗΣ ΓΙΑ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ 2004 – 2012.

<b>A/A</b>	<b>Κλάδος</b>
<b>1</b>	Apparel
<b>2</b>	Beverage
<b>3</b>	Entertainment
<b>4</b>	Hotel/Gaming
<b>5</b>	Industrial Services
<b>6</b>	Newspaper
<b>7</b>	Publishing
<b>8</b>	Retail Automotive
<b>9</b>	Shoe
<b>10</b>	Telecom. Services
<b>11</b>	Toiletries/Cosmetics

ΠΙΝΑΚΑΣ Π. 3: ΚΟΣΤΟΣ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ “FAMILY – CONTROLLED” ΚΛΑΔΩΝ ΤΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ ΤΩΝ ΗΝΩΜΕΝΩΝ ΠΟΛΙΤΕΙΩΝ ΑΜΕΡΙΚΗΣ ΓΙΑ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ 2004 – 2012.

Κλάδος	Ετήσιο Κόστος Ιδίων Κεφαλαίων (%)								
	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
<b>Apparel</b>	7,91	8,69	9,26	8,98	9,04	9,52	9,70	9,71	9,68
<b>Beverage</b>	6,63	7,18	8,06	9,11	8,00	8,37	7,84	7,20	7,26
<b>Entertainment</b>	11,00	11,43	11,11	12,26	12,25	11,73	8,62	11,72	11,05
<b>Hotel/ Gaming</b>	7,81	8,34	8,47	10,86	12,40	11,45	7,76	12,37	11,33
<b>Industrial Services</b>	8,32	9,04	9,64	10,69	9,41	8,51	11,59	7,51	7,38
<b>Newspaper</b>	8,26	8,50	8,42	10,80	9,26	12,31	9,59	12,53	12,56
<b>Publishing</b>	7,81	7,95	9,09	11,38	9,63	10,09	8,90	9,40	8,56
<b>Retail Automotive</b>	8,56	9,07	9,79	12,45	10,09	10,22	10,39	10,13	9,82
<b>Shoe</b>	8,95	9,27	9,99	12,10	9,72	9,66	6,82	9,43	9,09
<b>Telecom. Services</b>	10,61	12,48	11,71	11,28	10,80	8,64	9,52	7,78	8,43
<b>Toiletries/ Cosmetics</b>	7,72	8,31	8,76	9,03	7,93	9,19	8,22	9,73	8,52

ΠΙΝΑΚΑΣ Π. 4: ΚΟΣΤΟΣ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ “NON – FAMILY – CONTROLLED”  
 ΚΛΑΔΩΝ ΤΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ ΤΩΝ ΗΝΩΜΕΝΩΝ ΠΟΛΙΤΕΙΩΝ ΑΜΕΡΙΚΗΣ ΓΙΑ ΤΗΝ  
 ΠΕΡΙΟΔΟ 2004 – 2012.

Κλάδος	Ετήσιο Κόστος Ιδίων Κεφαλαίων (%)								
	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
<b>Aerospace/ Defense</b>	8,08	8,44	9,20	10,59	9,88	9,02	8,74	8,49	7,45
<b>Air Transport</b>	10,69	11,12	11,48	11,63	9,14	8,47	9,04	9,21	7,73
<b>Bank (Midwest)</b>	7,65	7,98	8,60	8,89	7,66	8,03	7,39	7,50	6,95
<b>Biotechnology</b>	10,53	12,23	12,37	12,14	9,78	8,62	7,63	8,09	8,89
<b>Chemical (Basic)</b>	8,62	9,31	9,49	12,35	9,78	9,38	8,69	10,08	9,73
<b>Chemical (Diversified)</b>	8,05	8,42	9,45	10,43	9,57	9,83	9,39	11,02	10,75
<b>Chemical (Specialty)</b>	8,06	8,71	9,53	9,94	9,34	9,47	10,56	9,57	8,59
<b>Coal</b>	7,88	8,81	13,29	13,12	14,12	11,13	9,80	11,08	10,28
<b>Computer Software/ Svcs</b>	13,44	14,29	13,75	12,37	9,56	8,29	10,82	8,17	7,42
<b>Computers/ Peripherals</b>	14,18	15,07	14,49	13,86	9,98	9,45	8,30	9,71	9,68
<b>Diversified Co.</b>	7,86	8,33	9,00	9,76	9,70	9,09	9,34	8,76	8,82
<b>Drug</b>	10,53	12,01	12,50	13,48	9,20	8,67	9,06	8,63	8,00
<b>Educational Services</b>	9,55	9,64	10,04	11,06	7,23	7,12	8,69	6,91	7,01
<b>Electric Util. (Central)</b>	7,89	8,29	9,29	9,28	7,15	7,30	7,14	6,41	5,08
<b>Electrical Equipment</b>	11,01	12,01	12,17	11,36	10,47	9,99	6,83	9,89	10,03
<b>Environmental</b>	7,55	8,02	8,97	9,60	8,91	8,06	11,48	6,73	5,62
<b>Food Processing</b>	7,05	7,31	8,26	8,48	7,00	7,60	7,33	7,39	6,83

ΠΙΝΑΚΑΣ Π. 4 (ΣΥΝΕΧΕΙΑ): ΚΟΣΤΟΣ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ “NON – FAMILY – CONTROLLED” ΚΛΑΔΩΝ ΤΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ ΤΩΝ ΗΝΩΜΕΝΩΝ ΠΟΛΙΤΕΙΩΝ ΑΜΕΡΙΚΗΣ ΓΙΑ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ 2004 – 2012.

Κλάδος	Ετήσιο Κόστος Ιδίων Κεφαλαίων (%)								
	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Healthcare Information	9,35	11,02	10,69	9,15	8,48	8,08	9,08	8,95	7,36
Household Products	7,79	8,18	8,58	9,09	8,84	8,84	12,50	8,32	7,42
Information Services	8,75	8,54	9,69	9,91	9,62	9,44	8,82	8,35	9,00
Insurance (Prop/Cas.)	7,46	7,73	8,75	9,09	7,69	7,85	7,83	7,37	6,69
Machinery	7,96	8,39	9,64	10,54	10,55	9,60	9,82	9,12	9,07
Maritime	7,48	7,87	8,95	8,99	10,04	9,87	7,66	10,30	10,53
Medical Services	8,21	9,02	9,33	10,12	8,83	8,08	8,54	7,54	7,36
Medical Supplies	8,34	9,39	10,14	11,77	9,23	8,39	9,04	7,39	6,62
Metal Fabricating	8,11	8,62	9,68	10,57	11,56	10,55	9,79	11,48	11,19
Natural Gas (Distrib.)	7,36	7,76	8,26	9,25	9,50	9,47	8,14	9,87	9,16
Natural Gas (Div.)	8,27	8,98	9,66	8,51	6,36	6,78	10,11	5,85	4,40
Office Equip/Supplies	8,78	9,66	9,73	10,25	8,90	9,05	9,23	10,18	10,03
Oilfield Svcs/Equip.	8,98	9,30	9,86	10,11	11,56	10,18	11,69	11,24	11,39
Packaging & Container	8,09	8,31	8,95	10,23	9,84	9,06	10,17	8,86	8,72
Petroleum (Integrated)	8,32	8,69	9,40	9,71	10,34	9,26	10,33	9,01	8,55
Petroleum (Producing)	7,24	7,61	9,02	9,64	9,67	8,90	8,32	9,97	10,18

ΠΙΝΑΚΑΣ Π.4 (ΣΥΝΕΧΕΙΑ): ΚΟΣΤΟΣ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ “NON – FAMILY – CONTROLLED” ΚΛΑΔΩΝ ΤΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ ΤΩΝ ΗΝΩΜΕΝΩΝ ΠΟΛΙΤΕΙΩΝ ΑΜΕΡΙΚΗΣ ΓΙΑ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ 2004 – 2012.

Κλάδος	Ετήσιο Κόστος Ιδίων Κεφαλαίων (%)								
	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
<b>Precious Metals</b>	6,21	7,60	9,11	10,15	10,70	8,99	9,76	8,79	7,75
<b>R.E.I.T.</b>	7,28	7,63	8,50	9,12	10,28	10,80	9,33	10,73	10,04
<b>Railroad</b>	7,47	7,90	9,40	10,76	9,76	9,48	8,99	10,56	9,40
<b>Restaurant</b>	7,54	7,64	8,63	9,24	9,82	9,70	9,40	9,52	8,48
<b>Retail Building Supply</b>	8,50	8,68	9,36	10,62	8,30	7,98	7,91	8,18	8,22
<b>Retail Store</b>	8,93	9,16	9,30	10,22	8,28	9,71	9,63	9,64	9,26
<b>Securities Brokerage</b>	10,62	10,90	11,05	12,85	10,37	8,96	10,10	9,11	7,95
<b>Semiconductor</b>	17,00	18,63	19,03	17,46	13,10	10,64	7,64	10,94	10,41
<b>Steel</b>	9,24	9,38	11,22	13,70	13,11	11,38	9,95	12,03	11,32
<b>Tobacco</b>	7,09	7,58	8,58	8,16	6,49	7,25	11,35	7,03	6,75

ΠΙΝΑΚΑΣ Π. 5: ΚΟΣΤΟΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ “FAMILY – CONTROLLED” ΚΛΑΔΩΝ ΤΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ ΤΩΝ ΗΝΩΜΕΝΩΝ ΠΟΛΙΤΕΙΩΝ ΑΜΕΡΙΚΗΣ ΓΙΑ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ 2004 – 2012.

Κλάδος	Ετήσιο Κόστος Κεφαλαίου (%)								
	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
<b>Apparel</b>	7,23	8,12	8,79	8,32	7,84	8,95	8,95	8,77	8,87
<b>Beverage</b>	6,13	6,77	7,57	8,70	7,41	8,15	6,07	6,35	6,34
<b>Entertainment</b>	9,58	9,85	9,96	10,46	9,10	9,99	8,16	9,76	9,09
<b>Hotel/ Gaming</b>	6,53	7,59	7,79	9,54	8,12	9,31	7,52	9,26	8,66
<b>Industrial Services</b>	7,45	8,40	8,97	9,71	8,06	7,99	9,39	6,43	6,10
<b>Newspaper</b>	7,53	7,70	7,42	8,62	6,66	9,95	9,32	9,72	9,77
<b>Publishing</b>	7,07	7,21	8,20	9,75	6,22	8,66	8,68	6,82	7,06
<b>Retail Automotive</b>	7,16	7,37	8,22	9,79	7,14	8,49	8,82	7,95	7,48
<b>Shoe</b>	8,70	9,02	9,78	11,90	9,48	9,51	5,63	9,28	8,96
<b>Telecom. Services</b>	9,19	10,48	10,27	9,90	8,91	8,06	9,42	6,65	7,05
<b>Toiletries/ Cosmetics</b>	7,28	7,70	8,14	8,41	7,05	8,48	7,89	8,53	7,41

ΠΙΝΑΚΑΣ Π. 6: ΚΟΣΤΟΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ “NON – FAMILY – CONTROLLED” ΚΛΑΔΩΝ  
ΤΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ ΤΩΝ ΗΝΩΜΕΝΩΝ ΠΟΛΙΤΕΙΩΝ ΑΜΕΡΙΚΗΣ ΓΙΑ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ  
2004 – 2012.

Κλάδος	Ετήσιο Κόστος Κεφαλαίου (%)								
	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
<b>Aerospace/ Defense</b>	7,07	7,68	8,42	9,77	8,53	8,51	7,75	7,30	6,35
<b>Air Transport</b>	8,40	9,16	9,50	9,45	7,23	7,64	7,33	7,93	5,81
<b>Bank (Midwest)</b>	6,71	6,14	6,66	6,52	4,99	6,46	6,91	5,74	5,36
<b>Biotechnology</b>	10,28	12,01	12,12	11,66	9,44	8,47	7,24	7,81	8,17
<b>Chemical (Basic)</b>	7,44	8,39	8,69	11,44	8,45	8,70	7,62	8,41	8,22
<b>Chemical (Diversified)</b>	7,38	7,80	8,72	9,65	8,26	9,10	8,37	9,48	9,53
<b>Chemical (Specialty)</b>	7,20	7,98	8,69	9,20	8,22	8,88	9,42	8,46	7,59
<b>Coal</b>	7,23	8,43	12,19	12,16	11,05	10,30	8,81	9,26	7,28
<b>Computer Software/ Svcs</b>	13,13	14,01	13,49	12,14	9,25	8,22	9,96	7,87	7,16
<b>Computers/ Peripherals</b>	13,43	14,39	13,97	13,44	9,25	9,23	8,14	9,21	9,16
<b>Diversified Co.</b>	6,92	7,58	8,26	9,02	6,28	7,50	9,12	5,98	6,13
<b>Drug</b>	10,05	11,53	11,97	12,96	8,77	8,52	6,77	8,22	7,49
<b>Educational Services</b>	9,42	9,52	9,92	10,99	7,16	7,04	8,49	6,47	6,28
<b>Electric Util. (Central)</b>	5,67	6,22	6,96	6,90	4,55	5,43	6,85	4,19	3,47
<b>Electrical Equipment</b>	8,27	9,15	9,43	8,64	9,32	9,52	5,06	9,14	9,28
<b>Environmental</b>	6,31	7,20	8,02	8,45	7,70	7,62	10,00	5,99	4,97
<b>Food Processing</b>	6,39	6,75	7,62	7,84	6,14	7,16	6,83	6,32	6,02
<b>Healthcare Information</b>	8,67	10,34	10,21	8,69	7,94	7,88	7,05	8,60	6,82



ΠΙΝΑΚΑΣ Π. 6 (ΣΥΝΕΧΕΙΑ): ΚΟΣΤΟΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ “NON – FAMILY – CONTROLLED”  
 ΚΛΑΔΩΝ ΤΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ ΤΩΝ ΗΝΩΜΕΝΩΝ ΠΟΛΙΤΕΙΩΝ ΑΜΕΡΙΚΗΣ ΓΙΑ ΤΗΝ  
 ΠΕΡΙΟΔΟ 2004 – 2012.

Κλάδος	Ετήσιο Κόστος Κεφαλαίου (%)								
	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Household Products	7,27	7,51	7,94	8,39	7,71	8,09	10,00	7,40	6,66
Information Services	8,30	8,20	9,32	9,41	8,55	8,69	7,99	6,95	7,50
Insurance (Prop/Cas.)	7,30	7,42	8,32	8,98	7,53	7,36	7,09	6,40	5,95
Machinery	6,79	7,41	8,47	9,40	8,21	8,53	8,31	8,07	8,05
Maritime	5,98	6,86	7,60	7,69	7,26	8,15	6,89	6,11	5,68
Medical Services	7,57	8,53	8,76	9,39	7,50	7,56	8,51	7,05	6,82
Medical Supplies	8,09	9,16	9,88	11,32	8,78	8,25	8,01	5,97	5,44
Metal Fabricating	7,62	8,27	9,04	10,02	10,22	9,90	6,95	10,32	9,53
Natural Gas (Distrib.)	5,50	6,00	6,51	8,10	7,17	8,07	7,81	7,81	7,12
Natural Gas (Div.)	6,60	7,56	8,11	6,77	4,67	5,55	9,15	4,16	3,43
Office Equip/Supplies	7,52	8,36	8,60	8,76	6,93	7,97	7,89	7,27	6,88
Oilfield Svcs/Equip.	8,06	8,84	9,38	9,57	9,21	9,18	9,53	9,66	9,50
Packaging & Container	6,51	6,72	7,28	8,33	7,10	8,06	8,41	6,58	6,35
Petroleum (Integrated)	7,71	8,19	8,95	9,28	9,37	8,63	9,33	7,89	7,42
Petroleum (Producing)	6,64	7,36	8,62	9,00	8,49	8,48	6,93	8,76	8,68
Precious Metals	6,05	7,48	8,93	9,90	10,19	8,85	9,03	8,47	7,22
R.E.I.T.	7,11	7,42	7,18	7,43	7,38	9,58	8,88	8,70	8,07

ΠΙΝΑΚΑΣ Π. 6 (ΣΥΝΕΧΕΙΑ): ΚΟΣΤΟΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ “NON – FAMILY – CONTROLLED”  
ΚΛΑΔΩΝ ΤΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ ΤΩΝ ΗΝΩΜΕΝΩΝ ΠΟΛΙΤΕΙΩΝ ΑΜΕΡΙΚΗΣ ΓΙΑ ΤΗΝ  
ΠΕΡΙΟΔΟ 2004 – 2012.

Κλάδος	Ετήσιο Κόστος Κεφαλαίου (%)								
	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
<b>Railroad</b>	6,21	6,84	8,24	9,34	7,76	8,27	6,32	8,88	7,99
<b>Restaurant</b>	7,01	7,27	8,13	8,67	8,67	9,07	8,20	8,79	7,80
<b>Retail Building Supply</b>	8,30	8,47	9,07	9,46	7,21	7,38	7,35	7,41	7,57
<b>Retail Store</b>	8,16	8,53	8,67	9,37	7,17	9,01	8,90	8,27	7,87
<b>Securities Brokerage</b>	7,32	6,61	7,06	6,93	4,64	6,95	8,62	3,43	3,57
<b>Semiconductor</b>	16,24	18,02	18,41	16,93	12,20	10,37	7,10	10,36	9,72
<b>Steel</b>	8,18	8,66	10,19	12,50	9,97	9,90	7,63	9,06	8,00
<b>Tobacco</b>	6,31	6,97	7,89	7,70	6,24	6,98	9,62	6,23	5,97

ΠΙΝΑΚΑΣ Π. 7: ΜΕΣΟ ΚΟΣΤΟΣ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΓΙΑ “FAMILY – CONTROLLED”  
ΚΛΑΔΟΥΣ ΚΑΤΑ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ ΜΕΛΕΤΗΣ (2004 – 2012).

Κλάδος	$k_{e,average, κλάδου}$ (%)	Διακύμανση (%)
<b>Apparel</b>	9,17	0,004
<b>Beverage</b>	7,74	0,006
<b>Entertainment</b>	11,24	0,012
<b>Hotel/Gaming</b>	10,09	0,039
<b>Industrial Services</b>	9,12	0,019
<b>Newspaper</b>	10,25	0,034
<b>Publishing</b>	9,20	0,012
<b>Retail Automotive</b>	10,06	0,012
<b>Shoe</b>	9,45	0,018
<b>Telecom. Services</b>	10,14	0,026
<b>Toiletries/Cosmetics</b>	8,60	0,004

ΠΙΝΑΚΑΣ Π. 8: ΜΕΣΟ ΕΤΗΣΙΟ ΚΟΣΤΟΣ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΤΩΝ “FAMILY – CONTROLLED” ΚΛΑΔΩΝ ΚΑΤΑ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ ΜΕΛΕΤΗΣ (2004 – 2012).

Έτος	$k_{e,average,ετήσιο}$ (%)	Διακύμανση (%)
2004	8,51	0,016
2005	9,11	0,024
2006	9,48	0,013
2007	10,81	0,016
2008	9,87	0,022
2009	9,97	0,018
2010	9,00	0,018
2011	9,77	0,034
2012	9,42	0,028

ΠΙΝΑΚΑΣ Π. 9: ΜΕΣΟ ΚΟΣΤΟΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ ΓΙΑ “FAMILY – CONTROLLED” ΚΛΑΔΟΥΣ ΚΑΤΑ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ ΜΕΛΕΤΗΣ (2004 – 2012).

Κλάδος	$k_{average,κλάδου}$ (%)	Διακύμανση (%)
Apparel	8,43	0,004
Beverage	7,06	0,009
Entertainment	9,55	0,005
Hotel/Gaming	8,26	0,010
Industrial Services	8,05	0,015
Newspaper	8,52	0,015
Publishing	7,74	0,013
Retail Automotive	8,05	0,008
Shoe	9,14	0,026
Telecom. Services	8,88	0,019
Toiletries/Cosmetics	7,88	0,003

ΠΙΝΑΚΑΣ Π. 10: ΜΕΣΟ ΕΤΗΣΙΟ ΚΟΣΤΟΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ ΤΩΝ “FAMILY – CONTROLLED” ΚΛΑΔΩΝ ΚΑΤΑ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ ΜΕΛΕΤΗΣ (2004 – 2012).

Έτος	$k_{\text{average,ετήσιο}}$ (%)	Διακύμανση (%)
2004	7,62	0,012
2005	8,20	0,013
2006	8,65	0,010
2007	9,55	0,011
2008	7,82	0,011
2009	8,87	0,005
2010	8,17	0,017
2011	8,14	0,018
2012	7,89	0,015

ΠΙΝΑΚΑΣ Π. 11: ΜΕΣΟ ΚΟΣΤΟΣ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΓΙΑ “NON – FAMILY – CONTROLLED” ΚΛΑΔΟΥΣ ΚΑΤΑ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ ΜΕΛΕΤΗΣ (2004 – 2012).

Κλάδος	$k_{e,average,κλάδου}$ (%)	Διακύμανση (%)
<b>Aerospace/Defense</b>	8,88	0,009
<b>Air Transport</b>	9,83	0,020
<b>Bank (Midwest)</b>	7,85	0,004
<b>Biotechnology</b>	10,03	0,035
<b>Chemical (Basic)</b>	9,71	0,012
<b>Chemical (Diversified)</b>	9,66	0,010
<b>Chemical (Specialty)</b>	9,31	0,006
<b>Coal</b>	11,06	0,045
<b>Computer Software/Svcs</b>	10,90	0,071
<b>Computers/Peripherals</b>	11,64	0,072
<b>Diversified Co.</b>	8,96	0,004
<b>Drug</b>	10,23	0,039
<b>Educational Services</b>	8,58	0,024
<b>Electric Util. (Central)</b>	7,54	0,018
<b>Electrical Equipment</b>	10,42	0,025
<b>Environmental</b>	8,33	0,029
<b>Food Processing</b>	7,47	0,003
<b>Healthcare Information</b>	9,13	0,013
<b>Household Products</b>	8,84	0,022
<b>Information Services</b>	9,12	0,003
<b>Insurance (Prop/Cas.)</b>	7,83	0,005
<b>Machinery</b>	9,41	0,008
<b>Maritime</b>	9,08	0,014
<b>Medical Services</b>	8,56	0,008
<b>Medical Supplies</b>	8,92	0,023
<b>Metal Fabricating</b>	10,17	0,015
<b>Natural Gas (Distrib.)</b>	8,75	0,008
<b>Natural Gas (Div.)</b>	7,66	0,036
<b>Office Equip/Supplies</b>	9,53	0,003
<b>Oilfield Svcs/Equip.</b>	10,48	0,010
<b>Packaging &amp; Container</b>	9,14	0,006

ΠΙΝΑΚΑΣ Π. 11 (ΣΥΝΕΧΕΙΑ): ΜΕΣΟ ΚΟΣΤΟΣ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΓΙΑ “NON – FAMILY – CONTROLLED” ΚΛΑΔΟΥΣ ΚΑΤΑ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ ΜΕΛΕΤΗΣ (2004 – 2012).

Κλάδος	$k_{e,average,κλάδου}$ (%)	Διακύμανση (%)
<b>Petroleum (Integrated)</b>	9,29	0,005
<b>Petroleum (Producing)</b>	8,95	0,011
<b>Precious Metals</b>	8,79	0,020
<b>R.E.I.T.</b>	9,30	0,017
<b>Railroad</b>	9,30	0,012
<b>Restaurant</b>	8,89	0,007
<b>Retail Building Supply</b>	8,64	0,007
<b>Retail Store</b>	9,35	0,003
<b>Securities Brokerage</b>	10,21	0,020
<b>Semiconductor</b>	13,87	0,178
<b>Steel</b>	11,26	0,024
<b>Tobacco</b>	7,81	0,022

ΠΙΝΑΚΑΣ Π. 12: ΜΕΣΟ ΕΤΗΣΙΟ ΚΟΣΤΟΣ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΤΩΝ “NON – FAMILY – CONTROLLED” ΚΛΑΔΩΝ ΚΑΤΑ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ ΜΕΛΕΤΗΣ (2004 – 2012).

Έτος	$k_{e,average,ετήσιο}$ (%)	Διακύμανση (%)
<b>2004</b>	8,81	0,041
<b>2005</b>	9,40	0,052
<b>2006</b>	10,15	0,042
<b>2007</b>	10,64	0,033
<b>2008</b>	9,53	0,026
<b>2009</b>	9,02	0,012
<b>2010</b>	9,19	0,016
<b>2011</b>	9,02	0,022
<b>2012</b>	8,51	0,028

ΠΙΝΑΚΑΣ Π. 13: ΜΕΣΟ ΚΟΣΤΟΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ ΓΙΑ “NON – FAMILY – CONTROLLED”  
ΚΛΑΔΟΥΣ ΚΑΤΑ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ ΜΕΛΕΤΗΣ (2004 – 2012).

Κλάδος	$k_{\text{average, κλάδου}} (\%)$	Διακύμανση (%)
Aerospace/Defense	7,93	0,010
Air Transport	8,05	0,015
Bank (Midwest)	6,17	0,004
Biotechnology	9,69	0,036
Chemical (Basic)	8,60	0,013
Chemical (Diversified)	8,70	0,007
Chemical (Specialty)	8,40	0,005
Coal	9,63	0,036
Computer Software/Svcs	10,58	0,070
Computers/Peripherals	11,13	0,066
Diversified Co.	7,42	0,014
Drug	9,59	0,046
Educational Services	8,37	0,029
Electric Util. (Central)	5,58	0,016
Electrical Equipment	8,65	0,020
Environmental	7,36	0,022
Food Processing	6,79	0,004
Healthcare Information	8,47	0,015
Household Products	7,89	0,009
Information Services	8,33	0,006
Insurance (Prop/Cas.)	7,37	0,008
Machinery	8,14	0,005
Maritime	6,91	0,007
Medical Services	7,97	0,007
Medical Supplies	8,32	0,033
Metal Fabricating	9,10	0,015
Natural Gas (Distrib.)	7,12	0,009
Natural Gas (Div.)	6,22	0,037
Office Equip/Supplies	7,80	0,005
Oilfield Svcs/Equip.	9,21	0,002
Packaging & Container	7,26	0,007

ΠΙΝΑΚΑΣ Π. 13 (ΣΥΝΕΧΕΙΑ): ΜΕΣΟ ΚΟΣΤΟΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ ΓΙΑ “NON – FAMILY – CONTROLLED” ΚΛΑΔΟΥΣ ΚΑΤΑ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ ΜΕΛΕΤΗΣ (2004 – 2012).

Κλάδος	$k_{\text{average, κλάδου}}$ (%)	Διακύμανση (%)
Petroleum (Integrated)	8,53	0,006
Petroleum (Producing)	8,11	0,008
Precious Metals	8,46	0,018
R.E.I.T.	7,97	0,008
Railroad	7,76	0,012
Restaurant	8,18	0,005
Retail Building Supply	8,02	0,007
Retail Store	8,44	0,004
Securities Brokerage	6,13	0,033
Securities Brokerage	6,13	0,033
Semiconductor	13,26	0,175
Steel	9,34	0,023
Tobacco	7,10	0,013

ΠΙΝΑΚΑΣ Π. 14: ΜΕΣΟ ΕΤΗΣΙΟ ΚΟΣΤΟΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ ΤΩΝ “NON – FAMILY – CONTROLLED” ΚΛΑΔΩΝ ΚΑΤΑ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ ΜΕΛΕΤΗΣ (2004 – 2012).

Έτος	$k_{\text{average, ετήσιο}}$ (%)	Διακύμανση (%)
2004	7,87	0,044
2005	8,53	0,055
2006	9,20	0,048
2007	9,57	0,041
2008	7,97	0,027
2009	8,26	0,012
2010	8,05	0,012
2011	7,59	0,025
2012	7,07	0,025



ΠΙΝΑΚΑΣ Π. 15: ΜΕΛΕΤΗ ΔΙΑΦΟΡΩΝ ΑΝΑΜΕΣΑ ΣΤΟ  $K_{E,AVERAGE,ΕΤΗΣΙΟ}$  ΚΑΙ ΣΤΟ ΜΕΣΟ ΕΤΗΣΙΟ ΚΟΣΤΟΣ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΤΟΥ ΕΤΟΥΣ – ΒΑΣΗ (2004) ΓΙΑ ΤΟΥΣ “FAMILY – CONTROLLED” ΚΛΑΔΟΥΣ

	2005- 2004	2006- 2004	2007- 2004	2008- 2004	2009- 2004	2010- 2004	2011- 2004	2012- 2004
<b>Παρατηρούμενη Διαφορά</b>	0,61%	0,98%	2,30%	1,36%	1,46%	0,49%	1,27%	0,92%
<b>t-statistics</b>	-1,007	-1,891	-4,219	-2,309	-2,610	-0,871	-1,868	-1,443
<b>t<sub>κρίσιμο, δίπλευρο</sub></b>	2,093	2,086	2,086	2,086	2,086	2,086	2,101	2,093
<b>Είναι η διαφορά στατιστικώς σημαντική;</b>	ΟΧΙ	ΟΧΙ	ΝΑΙ	ΝΑΙ	ΝΑΙ	ΟΧΙ	ΟΧΙ	ΟΧΙ

ΠΙΝΑΚΑΣ Π. 16: ΜΕΛΕΤΗ ΔΙΑΦΟΡΩΝ ΑΝΑΜΕΣΑ ΣΤΟ  $K_{AVERAGE,ΕΤΗΣΙΟ}$  ΚΑΙ ΣΤΟ ΜΕΣΟ ΕΤΗΣΙΟ ΚΟΣΤΟΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ ΤΟΥ ΕΤΟΥΣ – ΒΑΣΗ (2004) ΓΙΑ ΤΟΥΣ “FAMILY – CONTROLLED” ΚΛΑΔΟΥΣ

	2005- 2004	2006- 2004	2007- 2004	2008- 2004	2009- 2004	2010- 2004	2011- 2004	2012- 2004
<b>Παρατηρούμενη Διαφορά</b>	0,58%	1,02%	1,93%	0,20%	1,24%	0,55%	0,51%	0,27%
<b>t-statistics</b>	-1,21	-2,32	-4,25	-0,43	-3,16	-1,07	-0,98	-0,54
<b>t<sub>κρίσιμο, δίπλευρο</sub></b>	2,086	2,086	2,086	2,086	2,101	2,093	2,093	2,086
<b>Είναι η διαφορά στατιστικώς σημαντική;</b>	ΟΧΙ	ΝΑΙ	ΝΑΙ	ΟΧΙ	ΝΑΙ	ΟΧΙ	ΟΧΙ	ΟΧΙ

ΠΙΝΑΚΑΣ Π. 17: ΜΕΛΕΤΗ ΔΙΑΦΟΡΩΝ ΑΝΑΜΕΣΑ ΣΤΟ  $K_{E,AVERAGE,ΕΤΗΣΙΟ}$  ΚΑΙ ΣΤΟ ΜΕΣΟ ΕΤΗΣΙΟ ΚΟΣΤΟΣ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΤΟΥ ΕΤΟΥΣ – ΒΑΣΗ (2004) ΓΙΑ ΤΟΥΣ “NON – FAMILY – CONTROLLED” ΚΛΑΔΟΥΣ

	2005- 2004	2006- 2004	2007- 2004	2008- 2004	2009- 2004	2010- 2004	2011- 2004	2012- 2004
<b>Παρατηρούμενη Διαφορά</b>	0,58%	1,33%	1,83%	0,71%	0,21%	0,38%	0,21%	-0,30%
<b>t-statistics</b>	-1,26	-3,03	-4,39	-1,80	-0,59	-1,04	-0,55	0,75
<b>t<sub>κρίσιμο, δίπλευρο</sub></b>	1,989	1,989	1,989	1,990	1,998	1,994	1,991	1,990
<b>Είναι η διαφορά στατιστικώς σημαντική;</b>	ΟΧΙ	ΝΑΙ	ΝΑΙ	ΟΧΙ	ΟΧΙ	ΟΧΙ	ΟΧΙ	ΟΧΙ

ΠΙΝΑΚΑΣ Π. 18: ΜΕΛΕΤΗ ΔΙΑΦΟΡΩΝ ΑΝΑΜΕΣΑ ΣΤΟ  $K_{AVERAGE,ΕΤΗΣΙΟ}$  ΚΑΙ ΣΤΟ ΜΕΣΟ ΕΤΗΣΙΟ ΚΟΣΤΟΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ ΤΟΥ ΕΤΟΥΣ – ΒΑΣΗ (2004) ΓΙΑ ΤΟΥΣ “NON – FAMILY – CONTROLLED” ΚΛΑΔΟΥΣ

	2005- 2004	2006- 2004	2007- 2004	2008- 2004	2009- 2004	2010- 2004	2011- 2004	2012- 2004
<b>Παρατηρούμενη Διαφορά</b>	0,66%	1,33%	1,70%	0,10%	0,39%	0,18%	-0,28%	-0,80%
<b>t-statistics</b>	-1,39	-2,87	-3,84	-0,25	-1,08	-0,50	0,70	2,01
<b>t<sub>κρίσιμο, δίπλευρο</sub></b>	1,989	1,989	1,989	1,990	1,998	1,998	1,991	1,991
<b>Είναι η διαφορά στατιστικώς σημαντική;</b>	ΟΧΙ	ΝΑΙ	ΝΑΙ	ΟΧΙ	ΟΧΙ	ΟΧΙ	ΟΧΙ	ΝΑΙ

ΠΙΝΑΚΑΣ Π. 19: ΣΥΝΔΥΑΣΤΙΚΗ ΜΕΛΕΤΗ ΚΟΣΤΟΥΣ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
<b>Παρατηρούμενη Διαφορά (%)</b>	-0,31	-0,28	-0,67	0,17	0,34	0,95	-0,20	0,75	0,91
<b>t-statistics</b>	-0,62	-0,49	-1,44	0,36	0,67	2,17	-0,44	1,25	1,61
<b>t<sub>κρίσιμο, δίπλευρο</sub></b>	2,060	2,069	2,045	2,074	2,110	2,160	2,131	2,160	2,120
<b>Είναι η διαφορά στατιστικώς σημαντική;</b>	ΟΧΙ	ΟΧΙ	ΟΧΙ	ΟΧΙ	ΟΧΙ	ΝΑΙ	ΟΧΙ	ΟΧΙ	ΟΧΙ

ΠΙΝΑΚΑΣ Π. 20: ΣΥΝΔΥΑΣΤΙΚΗ ΜΕΛΕΤΗ ΚΟΣΤΟΥΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
<b>Παρατηρούμενη Διαφορά (%)</b>	-0,25	-0,33	-0,55	-0,02	-0,15	0,61	0,12	0,55	0,82
<b>t-statistics</b>	-0,54	-0,67	-1,22	-0,04	-0,37	2,21	0,28	1,15	1,86
<b>t<sub>κρίσιμο, δίπλευρο</sub></b>	2,040	2,032	2,026	2,040	2,064	2,069	2,145	2,101	2,093
<b>Είναι η διαφορά στατιστικώς σημαντική;</b>	ΟΧΙ	ΟΧΙ	ΟΧΙ	ΟΧΙ	ΟΧΙ	ΝΑΙ	ΟΧΙ	ΟΧΙ	ΟΧΙ

ΠΙΝΑΚΑΣ Π. 21: ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΗΣ ΑΝΑΛΥΣΗΣ ΓΙΑ ΤΟ ΣΥΝΟΛΟ ΤΩΝ ΔΕΔΟΜΕΝΩΝ

```

. //summary statistics
. sum cost_of_equity family_control growth leverage industry_risk market_to_b
> ook

```

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
cost_of_eq~y	486	.094019	.0177434	.0440427	.1902692
family_con~l	486	.2037037	.4031662	0	1
growth	486	.1426817	.0528306	-.084375	.4508333
leverage	486	.2239245	.143997	.0117537	.9023957
industry_r~k	486	.5925252	.3932691	.1709914	7.970384
market_to~k	486	3.378226	3.345284	-23.41455	51.14233

ΠΙΝΑΚΑΣ Π. 22: ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΗΣ ΑΝΑΛΥΣΗΣ ΓΙΑ ΤΑ ΕΤΗ 2004 & 2005

```

. //summary statistics per year
. bysort year: sum cost_of_equity family_control growth leverage industry_risk market
> _to_book

```

-----					
-> year = 2004					
Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
cost_of_eq~y	54	.087509	.0189907	.0620757	.1699698
family_con~l	54	.2037037	.406533	0	1
growth	54	.1610615	.0548176	.045	.3466667
leverage	54	.1868503	.1185186	.0224018	.4770933
industry_r~k	54	.5991021	1.03373	.2037833	7.970384
market_to~k	54	4.992046	6.640547	1.563108	51.14233
-----					
-> year = 2005					
Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
cost_of_eq~y	54	.0933998	.0213256	.07179	.1862779
family_con~l	54	.2037037	.406533	0	1
growth	54	.1646507	.0624904	.055	.4508333
leverage	54	.1951256	.13151	.0249282	.6630806
industry_r~k	54	.5506254	.2204183	.19978	1.061315
market_to~k	54	3.790204	2.117349	1.416923	15.53593

ΠΙΝΑΚΑΣ Π. 23: ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΗΣ ΑΝΑΛΥΣΗΣ ΓΙΑ ΤΑ ΕΤΗ 2006 & 2007

```
-> year = 2006
```

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
cost_of_eq~y	54	.1001268	.0190595	.0806137	.1902692
family_con~l	54	.2037037	.406533	0	1
growth	54	.1597625	.0501311	.0587455	.286525
leverage	54	.1899542	.1218548	.0257847	.608375
industry_r~k	54	.5126215	.1954465	.1709914	.9555672
market_to~k	54	4.108463	4.187512	1.760571	33.36498

```
-> year = 2007
```

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
cost_of_eq~y	54	.1067543	.0171231	.0815804	.1746205
family_con~l	54	.2037037	.406533	0	1
growth	54	.1468364	.0507217	.01	.2676923
leverage	54	.1944592	.1375678	.0117537	.7121285
industry_r~k	54	.5119087	.2007617	.1842147	.9965492
market_to~k	54	3.970154	2.096403	1.433097	13.35799

ΠΙΝΑΚΑΣ Π. 24: ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΗΣ ΑΝΑΛΥΣΗΣ ΓΙΑ ΤΑ ΕΤΗ 2008 & 2009

```
-> year = 2008
```

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
cost_of_eq~y	54	.095959	.0158766	.0636	.1411571
family_con~l	54	.2037037	.406533	0	1
growth	54	.1299917	.0563403	-.084375	.2420833
leverage	54	.3012646	.1802504	.0222278	.9023957
industry_r~k	54	.5851511	.2156865	.2353091	1.168399
market_to~k	54	2.383126	1.85361	.6642707	11.73203

```
-> year = 2009
```

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
cost_of_eq~y	54	.092131	.0118861	.06783	.123093
family_con~l	54	.2037037	.406533	0	1
growth	54	.1021748	.050373	-.0491667	.2170136
leverage	54	.2586035	.152974	.0342525	.7375657
industry_r~k	54	.6857692	.1793829	.2946727	1.062314
market_to~k	54	2.541589	3.87033	-23.41455	8.186333

ΠΙΝΑΚΑΣ Π. 25: ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΗΣ ΑΝΑΛΥΣΗΣ ΓΙΑ ΤΑ ΕΤΗ 2010 & 2011

```
-> year = 2010
```

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
cost_of_eq~y	54	.0915395	.012861	.0681867	.1249745
family_con~l	54	.2037037	.406533	0	1
growth	54	.1334653	.0401446	.0527273	.2142464
leverage	54	.2155201	.1324148	.0122141	.592845
industry_r~k	54	.6880853	.196926	.2512429	1.118097
market_to~k	54	2.985441	1.332268	.8315181	6.861303

```
-> year = 2011
```

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
cost_of_eq~y	54	.0917581	.0157343	.0585091	.1252785
family_con~l	54	.2037037	.406533	0	1
growth	54	.1484952	.0410403	.0520833	.235
leverage	54	.2349701	.1436132	.0213159	.8115183
industry_r~k	54	.6525678	.1970643	.2337333	1.131064
market_to~k	54	2.766742	1.585968	.7185747	8.631929

ΠΙΝΑΚΑΣ Π. 26: ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΗΣ ΑΝΑΛΥΣΗΣ ΓΙΑ ΤΟ ΕΤΟΣ 2012

```
-> year = 2012
```

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
cost_of_eq~y	54	.0869931	.016932	.0440427	.1255767
family_con~l	54	.2037037	.406533	0	1
growth	54	.1376975	.037479	.0555455	.2228467
leverage	54	.238573	.1361654	.0190434	.7257223
industry_r~k	54	.5468957	.1559439	.172945	.83076
market_to~k	54	2.86627	1.71397	.8527869	11.46385

ΠΙΝΑΚΑΣ Π. 27: ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΗΣ ΑΝΑΛΥΣΗΣ ΓΙΑ ΤΟΥΣ ΚΛΑΔΟΥΣ AEROSPACE/DEFENSE ΚΑΙ AIR TRANSPORT

```
//summary statistics per industry
. bysort id: sum cost_of_equity family_control growth leverage industry_risk market_t
> o_book
```

---

```
-> id = Aerospace/Defense
```

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
cost_of_eq~y	9	.0887651	.0094217	.0744947	.1059302
family_con~l	9	0	0	0	0
growth	9	.1440345	.0344293	.0968333	.1986267
leverage	9	.1960905	.0272141	.1392329	.2324943
industry_r~k	9	.5359011	.0851188	.4332255	.66355
market_to~k	9	3.031381	.5997245	1.852662	4.063794

---

```
-> id = Air Transport
```

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
cost_of_eq~y	9	.0983342	.0141772	.07734	.1162515
family_con~l	9	0	0	0	0
growth	9	.182463	.0448571	.1176214	.2653476
leverage	9	.3364705	.0709456	.1956197	.437979
industry_r~k	9	.6101781	.1191715	.42109	.8100909
market_to~k	9	7.998958	9.689233	1.498684	33.36498

ΠΙΝΑΚΑΣ Π. 28: ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΗΣ ΑΝΑΛΥΣΗΣ ΓΙΑ ΤΟΥΣ ΚΛΑΔΟΥΣ APPAREL ΚΑΙ BANK (MIDWEST)

```
-> id = Apparel
```

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
cost_of_eq~y	9	.0916553	.0059591	.0790647	.0971357
family_con~l	9	1	0	1	1
growth	9	.1469218	.0271189	.1044737	.192665
leverage	9	.1681968	.0569641	.1180613	.3071763
industry_r~k	9	.7203866	.1103846	.4814605	.8881521
market_to~k	9	2.463563	.6015653	1.170962	3.38445

---

```
-> id = Bank (Midwest)
```

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
cost_of_eq~y	9	.0785008	.0060475	.0695055	.0889396
family_con~l	9	0	0	0	0
growth	9	.0889955	.0272593	.05025	.1441667
leverage	9	.3720706	.1435439	.1209987	.5797459
industry_r~k	9	.3042409	.1333125	.1709914	.5559628
market_to~k	9	2.137994	1.452461	1.12152	5.739761

ΠΙΝΑΚΑΣ Π. 29: ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΗΣ ΑΝΑΛΥΣΗΣ ΓΙΑ ΤΟΝ ΚΛΑΔΟ BEVERAGE

```
-> id = Beverage
```

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
cost_of_eq~y	7	.0777145	.0082476	.0662997	.0910627
family_con~l	7	1	0	1	1
growth	7	.1194742	.0274316	.0804	.165
leverage	7	.1941483	.1000312	.1031435	.4083966
industry_r~k	7	.5421116	.1390366	.3050839	.7344929
market_to~k	7	4.409147	1.766587	1.3861	6.419853

```
-> id = Beverage
```

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
cost_of_eq~y	2	.0762018	.0062393	.07179	.0806137
family_con~l	2	1	0	1	1
growth	2	.1172847	.017275	.1050694	.1295
leverage	2	.1616422	.0089609	.1553059	.1679785
industry_r~k	2	.3904867	.0170518	.3784293	.4025441
market_to~k	2	5.36459	.047902	5.330718	5.398462

ΠΙΝΑΚΑΣ Π. 30: ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΗΣ ΑΝΑΛΥΣΗΣ ΓΙΑ ΤΟΥΣ ΚΛΑΔΟΥΣ BIOTECHNOLOGY ΚΑΙ CHEMICAL (BASIC)

```
-> id = Biotechnology
```

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
cost_of_eq~y	9	.1003057	.0186577	.0763105	.1236798
family_con~l	9	0	0	0	0
growth	9	.2288149	.0595826	.11875	.3264083
leverage	9	.0879851	.040703	.0351983	.1373129
industry_r~k	9	.8446882	.1538511	.7093127	1.131064
market_to~k	9	4.754864	1.005761	3.194583	6.708676

```
-> id = Chemical (Basic)
```

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
cost_of_eq~y	9	.0971409	.0109857	.0862138	.1234869
family_con~l	9	0	0	0	0
growth	9	.1836353	.0860685	.0885	.3466667
leverage	9	.2039057	.0321638	.1343846	.2318685
industry_r~k	9	.5289227	.1578184	.36678	.8297636
market_to~k	9	3.350543	1.26257	1.728706	5.430788



ΠΙΝΑΚΑΣ Π. 31: ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΗΣ ΑΝΑΛΥΣΗΣ ΓΙΑ ΤΟΥΣ ΚΛΑΔΟΥΣ CHEMICAL (DIVERSIFIED) ΚΑΙ CHEMICAL (SPECIALTY)

```

-> id = Chemical (Diversified)

```

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
cost_of_eq~y	9	.0965533	.0099502	.0804719	.1101595
family_con~l	9	0	0	0	0
growth	9	.1229661	.0280903	.0652941	.1655211
leverage	9	.1606104	.0283753	.1249605	.2164938
industry_r~k	9	.462455	.0822631	.3481423	.5656077
market_to~k	9	3.425133	.5636144	2.277712	4.090001

```

-----
-> id = Chemical (Specialty)

```

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
cost_of_eq~y	9	.0930668	.0075549	.0805517	.1056075
family_con~l	9	0	0	0	0
growth	9	.1474186	.0310622	.0938848	.1920966
leverage	9	.1900331	.0334252	.1509194	.2618576
industry_r~k	9	.6162631	.1279083	.4413227	.8215014
market_to~k	9	3.186343	.4831077	2.01983	3.595799

ΠΙΝΑΚΑΣ Π. 32: ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΗΣ ΑΝΑΛΥΣΗΣ ΓΙΑ ΤΟΥΣ ΚΛΑΔΟΥΣ COAL ΚΑΙ COMPUTER SOFTWARE

```

-> id = Coal

```

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
cost_of_eq~y	9	.1105644	.0211911	.0788227	.1411571
family_con~l	9	0	0	0	0
growth	9	.1947228	.1184978	.0555455	.4508333
leverage	9	.2061127	.0993368	.1097075	.4061187
industry_r~k	9	.5350111	.1282566	.4026	.7912194
market_to~k	9	4.373853	2.134922	1.334784	7.376692

```

-----
-> id = Computer Software

```

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
cost_of_eq~y	2	.0779603	.0053372	.0741863	.0817343
family_con~l	2	0	0	0	0
growth	2	.1872771	.015135	.176575	.1979791
leverage	2	.0656061	.0058097	.061498	.0697142
industry_r~k	2	.7521107	.0964092	.6839391	.8202824
market_to~k	2	3.836899	.1434213	3.735485	3.938313

ΠΙΝΑΚΑΣ Π. 33: ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΗΣ ΑΝΑΛΥΣΗΣ ΓΙΑ ΤΟΥΣ ΚΛΑΔΟΥΣ  
COMPUTER SOFTWARE/SVCS ΚΑΙ COMPUTERS/PERIPHERALS

```

-> id = Computer Software/Svcs

```

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
cost_of_eq~y	7	.1178822	.0228593	.0828511	.142877
family_con~l	7	0	0	0	0
growth	7	.1767936	.0292416	.1153571	.2063658
leverage	7	.0576218	.0392285	.0326426	.1390847
industry_r~k	7	.872536	.156469	.6806	1.168399
market_to~k	7	4.797872	.8333203	3.236221	6.057597

```

-----
-> id = Computers/Peripherals

```

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
cost_of_eq~y	9	.1163605	.026823	.0830157	.1507
family_con~l	9	0	0	0	0
growth	9	.1928941	.0194755	.1693139	.2340531
leverage	9	.0845374	.03489	.0494598	.1660187
industry_r~k	9	.8895298	.0962808	.8159406	1.086135
market_to~k	9	4.092142	.8356894	2.371354	5.111768

ΠΙΝΑΚΑΣ Π. 34: ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΗΣ ΑΝΑΛΥΣΗΣ ΓΙΑ ΤΟΥΣ ΚΛΑΔΟΥΣ  
DIVERSIFIED CO. ΚΑΙ DRUG

```

-> id = Diversified Co.

```

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
cost_of_eq~y	9	.0896185	.0061415	.0786241	.0976449
family_con~l	9	0	0	0	0
growth	9	.1392833	.0370806	.0439467	.1704946
leverage	9	.3300481	.2046068	.0820018	.6170001
industry_r~k	9	.6060873	.2040542	.3784817	1.054805
market_to~k	9	2.767089	.8665675	1.539353	4.523399

```

-----
-> id = Drug

```

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
cost_of_eq~y	9	.1023079	.0197972	.0800467	.1347933
family_con~l	9	0	0	0	0
growth	9	.1735956	.0387954	.099525	.2151487
leverage	9	.1445185	.1315353	.0725478	.4889629
industry_r~k	9	.8527055	.1463448	.6693307	1.062314
market_to~k	9	3.527198	.8721052	2.450557	4.810124

ΠΙΝΑΚΑΣ Π. 35: ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΗΣ ΑΝΑΛΥΣΗΣ ΓΙΑ ΤΟΥΣ ΚΛΑΔΟΥΣ EDUCATIONAL SERVICES ΚΑΙ ELECTRIC UTIL. (CENTRAL)

```

-> id = Educational Services

```

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
cost_of_eq~y	9	.0858266	.0156244	.0691181	.1105962
family_con~l	9	0	0	0	0
growth	9	.1721649	.0506215	.0763	.2373437
leverage	9	.0587365	.060619	.0117537	.1983003
industry_r~k	9	.6512129	.1006012	.52118	.83076
market_to~k	9	5.134741	2.059017	1.672801	8.193871

```

-----
-> id = Electric Util. (Central)

```

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
cost_of_eq~y	9	.0753655	.0134419	.050834	.092929
family_con~l	9	0	0	0	0
growth	9	.0755334	.0471704	.045	.1997409
leverage	9	.4207468	.1297191	.0881844	.5188273
industry_r~k	9	.2849401	.1735097	.172945	.7349704
market_to~k	9	1.933073	.6276823	1.34387	3.375995

ΠΙΝΑΚΑΣ Π. 36: ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΗΣ ΑΝΑΛΥΣΗΣ ΓΙΑ ΤΟΥΣ ΚΛΑΔΟΥΣ ELECTRICAL EQUIPMENT ΚΑΙ ENTERTAINMENT

```

-> id = Electrical Equipment

```

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
cost_of_eq~y	9	.1041782	.0159439	.0682807	.1216811
family_con~l	9	0	0	0	0
growth	9	.1508183	.0466726	.0746154	.2110097
leverage	9	.3011773	.1559625	.1094061	.4540777
industry_r~k	9	.6127812	.1509709	.2512429	.8009919
market_to~k	9	2.946683	1.034445	1.375614	4.619555

```

-----
-> id = Entertainment

```

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
cost_of_eq~y	9	.1124082	.0109352	.0861555	.1225649
family_con~l	9	1	0	1	1
growth	9	.1472947	.0300684	.1020136	.2046647
leverage	9	.2669709	.0910519	.1454507	.4440812
industry_r~k	9	.8496484	.2243726	.4770187	1.083709
market_to~k	9	1.692152	.4655118	.7814692	2.380901

ΠΙΝΑΚΑΣ Π. 37: ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΗΣ ΑΝΑΛΥΣΗΣ ΓΙΑ ΤΟΥΣ ΚΛΑΔΟΥΣ ENVIRONMENTAL ΚΑΙ FOOD PROCESSING

```

-> id = Environmental

```

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
cost_of_eq~y	9	.0832668	.0169428	.0561643	.1148283
family_con~l	9	0	0	0	0
growth	9	.1765032	.0248854	.1404188	.2053571
leverage	9	.3180068	.0342705	.2424406	.3560001
industry_r~k	9	.8681042	.1162348	.6171882	1.023571
market_to_~k	9	2.541073	.3323413	2.013372	2.975799

```

-----
-> id = Food Processing

```

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
cost_of_eq~y	9	.0747144	.0055958	.068317	.0847546
family_con~l	9	0	0	0	0
growth	9	.1384191	.0208021	.1106333	.18022
leverage	9	.2153334	.0414982	.1628816	.2910673
industry_r~k	9	.5474164	.175028	.3784676	.9719429
market_to_~k	9	3.332942	.7382515	2.401876	4.571219

ΠΙΝΑΚΑΣ Π. 38: ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΗΣ ΑΝΑΛΥΣΗΣ ΓΙΑ ΤΟΥΣ ΚΛΑΔΟΥΣ HEALTHCARE INFORMATION ΚΑΙ HOTEL/GAMING

```

-> id = Healthcare Information

```

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
cost_of_eq~y	9	.0912925	.0115911	.0736062	.1101976
family_con~l	9	0	0	0	0
growth	9	.1826205	.0314057	.129	.2314364
leverage	9	.1374924	.0799159	.059681	.3367956
industry_r~k	9	.5626046	.1064316	.4191	.7379
market_to_~k	9	4.200839	1.038081	1.987789	5.641936

```

-----
-> id = Hotel/Gaming

```

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
cost_of_eq~y	9	.1008767	.0196248	.0776233	.1240318
family_con~l	9	1	0	1	1
growth	9	.1674747	.0376887	.0831407	.2048613
leverage	9	.3161458	.144929	.0675849	.5878725
industry_r~k	9	.664898	.1748465	.4038689	1.040855
market_to_~k	9	3.414387	1.33131	1.159738	5.296565

ΠΙΝΑΚΑΣ Π. 39: ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΗΣ ΑΝΑΛΥΣΗΣ ΓΙΑ ΤΟΥΣ ΚΛΑΔΟΥΣ  
HOUSEHOLD PRODUCTS ΚΑΙ INDUSTRIAL SERVICES

```

-> id = Household Products

```

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
cost_of_eq~y	9	.0884077	.0147083	.0742312	.1249745
family_con~l	9	0	0	0	0
growth	9	.1166519	.0206611	.0918867	.163
leverage	9	.1753496	.0571179	.1189673	.3170046
industry_r~k	9	.4951987	.1611634	.3337	.8619875
market_to~k	9	4.775586	1.754728	3.009842	7.193895

```

-----
-> id = Industrial Services

```

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
cost_of_eq~y	9	.0912103	.0139443	.073754	.115861
family_con~l	9	1	0	1	1
growth	9	.1505968	.0262119	.093696	.1811483
leverage	9	.2361182	.0586058	.164675	.327546
industry_r~k	9	.7367838	.1190985	.572388	.9023467
market_to~k	9	2.903926	.636921	1.840432	3.931584

ΠΙΝΑΚΑΣ Π. 40: ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΗΣ ΑΝΑΛΥΣΗΣ ΓΙΑ ΤΟΥΣ ΚΛΑΔΟΥΣ  
INFORMATION SERVICES ΚΑΙ INSURANCE (PROP/CAS.)

```

-> id = Information Services

```

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
cost_of_eq~y	9	.091243	.0055596	.0835293	.0991278
family_con~l	9	0	0	0	0
growth	9	.1533457	.0232659	.1173333	.1924316
leverage	9	.1456893	.064298	.0753308	.2320004
industry_r~k	9	.4244854	.0875757	.2830375	.5491545
market_to~k	9	3.842713	1.02947	2.446516	5.091596

```

-----
-> id = Insurance (Prop/Cas.)

```

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
cost_of_eq~y	9	.0782872	.0071784	.0669335	.0909333
family_con~l	9	0	0	0	0
growth	9	.1153575	.0218631	.0901614	.1537467
leverage	9	.1178753	.0749494	.0236622	.2041882
industry_r~k	9	.3724188	.1298474	.2722182	.6906205
market_to~k	9	3.328744	2.616324	1.002315	8.447442

ΠΙΝΑΚΑΣ Π. 41: ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΗΣ ΑΝΑΛΥΣΗΣ ΓΙΑ ΤΟΥΣ ΚΛΑΔΟΥΣ MACHINERY ΚΑΙ MARITIME

```

-> id = Machinery

```

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
cost_of_eq~y	9	.0940865	.0087845	.0795917	.1054576
family_con~l	9	0	0	0	0
growth	9	.1555719	.0487739	.0704297	.195363
leverage	9	.2461969	.0698649	.1481351	.358675
industry_r~k	9	.5422424	.0932294	.45072	.6972267
market_to~k	9	2.548759	.8373446	1.139487	3.803054

```

-----
-> id = Maritime

```

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
cost_of_eq~y	9	.0907615	.0118262	.0748354	.105296
family_con~l	9	0	0	0	0
growth	9	.1089121	.0483011	.0442909	.219012
leverage	9	.4686741	.1702347	.1819127	.6513807
industry_r~k	9	.5083584	.1736009	.2667	.7615429
market_to~k	9	1.409105	.5988115	.8304998	2.456256

ΠΙΝΑΚΑΣ Π. 42: ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΗΣ ΑΝΑΛΥΣΗΣ ΓΙΑ ΤΟΥΣ ΚΛΑΔΟΥΣ MEDICAL SERVICES ΚΑΙ MEDICAL SUPPLIES

```

-> id = Medical Services

```

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
cost_of_eq~y	9	.0845784	.0104215	.0662077	.1011503
family_con~l	9	0	0	0	0
growth	9	.1625907	.0269263	.1252661	.2055489
leverage	9	.2148206	.1185679	.0122141	.3535401
industry_r~k	9	.7964387	.158134	.6095937	1.118097
market_to~k	9	2.856198	1.119539	1.441457	5.089957

```

-----
-> id = Medical Supplies

```

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
cost_of_eq~y	9	.0902208	.0135759	.0736385	.1176528
family_con~l	9	0	0	0	0
growth	9	.1809661	.0209818	.1443	.2074475
leverage	9	.1049632	.050634	.0559621	.2153599
industry_r~k	9	.6972825	.0916555	.5830371	.8203711
market_to~k	9	3.966815	1.218169	2.716302	6.233682

ΠΙΝΑΚΑΣ Π. 43: ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΗΣ ΑΝΑΛΥΣΗΣ ΓΙΑ ΤΟΥΣ ΚΛΑΔΟΥΣ METAL FABRICATING ΚΑΙ NATURAL GAS (DISTRIB.)

```

-> id = Metal Fabricating

```

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
cost_of_eq~y	9	.1017289	.0122476	.081133	.1156455
family_con~l	9	0	0	0	0
growth	9	.1625335	.0649483	.0287909	.235
leverage	9	.1906139	.1532361	.0982523	.586687
industry_r~k	9	.6499884	.1030264	.4648815	.8129958
market_to~k	9	2.298615	.7630622	1.066031	3.153642

```

-----
-> id = Natural Gas (Distrib.)

```

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
cost_of_eq~y	3	.0779199	.0045185	.0735793	.0825975
family_con~l	3	0	0	0	0
growth	3	.068307	.0039694	.0645	.0724211
leverage	3	.4116644	.0291421	.3786287	.433727
industry_r~k	3	.2338403	.0032878	.2305357	.2371111
market_to~k	3	2.127865	.119099	1.990635	2.204252

ΠΙΝΑΚΑΣ Π. 44: ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΗΣ ΑΝΑΛΥΣΗΣ ΓΙΑ ΤΟΥΣ ΚΛΑΔΟΥΣ NATURAL GAS (DIV.) ΚΑΙ NATURAL GAS UTILITY

```

-> id = Natural Gas (Div.)

```

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
cost_of_eq~y	9	.0914517	.0059672	.0813974	.09873
family_con~l	9	0	0	0	0
growth	9	.126201	.0364339	.0614286	.174264
leverage	9	.2807488	.0779076	.1058171	.3694614
industry_r~k	9	.4464563	.1556454	.2895	.8034071
market_to~k	9	2.327977	.7562068	1.354801	3.177425

```

-----
-> id = Natural Gas Utility

```

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
cost_of_eq~y	6	.070026	.0202239	.0440427	.1010724
family_con~l	6	0	0	0	0
growth	6	.0567854	.0099189	.0423333	.0707308
leverage	6	.3818227	.1128546	.1597647	.475793
industry_r~k	6	.3530465	.1726115	.24897	.7011955
market_to~k	6	1.895884	.2790854	1.467142	2.206452



ΠΙΝΑΚΑΣ Π. 45: ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΗΣ ΑΝΑΛΥΣΗΣ ΓΙΑ ΤΟΥΣ ΚΛΑΔΟΥΣ NEWSPAPER ΚΑΙ OFFICE EQUIP/SUPPLIES

```

-> id = Newspaper

```

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
cost_of_eq~y	9	.102461	.0183199	.082614	.1255767
family_con~l	9	1	0	1	1
growth	9	.0545357	.0798487	-.084375	.1485857
leverage	9	.2658735	.1150911	.0966567	.4575
industry_r~k	9	.5729221	.3152764	.2222056	1.09062
market_to~k	9	2.363166	1.048445	.6642707	4.240124

```

-----
-> id = Office Equip/Supplies

```

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
cost_of_eq~y	9	.0953198	.0056065	.087762	.1024572
family_con~l	9	0	0	0	0
growth	9	.1222425	.0449501	.0527273	.1983846
leverage	9	.3029715	.0820146	.1957325	.4190898
industry_r~k	9	.4953826	.0981632	.38572	.6425783
market_to~k	9	2.286022	.8918422	1.107846	3.607874

ΠΙΝΑΚΑΣ Π. 46: ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΗΣ ΑΝΑΛΥΣΗΣ ΓΙΑ ΤΟΥΣ ΚΛΑΔΟΥΣ OILFIELD SVCS/EQUIP. ΚΑΙ PACKAGING & CONTAINER

```

-> id = Oilfield Svcs/Equip.

```

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
cost_of_eq~y	9	.1047947	.0101833	.0897725	.1169402
family_con~l	9	0	0	0	0
growth	9	.1506658	.0667451	.040818	.2395205
leverage	9	.1873357	.0787103	.0983298	.3049288
industry_r~k	9	.5756668	.1479619	.4158449	.9156455
market_to~k	9	2.998062	1.287829	1.422923	5.09729

```

-----
-> id = Packaging & Container

```

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
cost_of_eq~y	9	.091369	.0077844	.0808509	.1023193
family_con~l	9	0	0	0	0
growth	9	.1384405	.0262436	.0978125	.1755556
leverage	9	.3713897	.0435708	.3108625	.4630958
industry_r~k	9	1.305353	2.50201	.3564129	7.970384
market_to~k	9	2.528562	.5284815	1.450269	3.037847



ΠΙΝΑΚΑΣ Π. 47: ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΗΣ ΑΝΑΛΥΣΗΣ ΓΙΑ ΤΟΥΣ ΚΛΑΔΟΥΣ  
 PETROLEUM (INTEGRATED) ΚΑΙ PETROLEUM (PRODUCING)

```
-> id = Petroleum (Integrated)
```

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
cost_of_eq~y	9	.0928841	.0073373	.0831976	.1033609
family_con~l	9	0	0	0	0
growth	9	.0958497	.0443587	.0337235	.1575
leverage	9	.1249333	.0344044	.0738115	.1699093
industry_r~k	9	.4269318	.0808482	.362132	.6195205
market_to~k	9	2.19985	.5196806	1.487894	2.927747

```
-> id = Petroleum (Producing)
```

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
cost_of_eq~y	9	.0895002	.0104128	.0724203	.1018323
family_con~l	9	0	0	0	0
growth	9	.1502438	.0262867	.1144444	.1861767
leverage	9	.1977887	.0638653	.1204422	.3080361
industry_r~k	9	.7120632	.1361003	.4755271	.8987574
market_to~k	9	2.404074	.8752976	1.16881	3.500786

ΠΙΝΑΚΑΣ Π. 48: ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΗΣ ΑΝΑΛΥΣΗΣ ΓΙΑ ΤΟΥΣ ΚΛΑΔΟΥΣ  
 PRECIOUS METALS ΚΑΙ PUBLISHING

```
-> id = Precious Metals
```

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
cost_of_eq~y	9	.0878564	.0140356	.0620757	.1069727
family_con~l	9	0	0	0	0
growth	9	.1670786	.0560685	.0806765	.2351667
leverage	9	.0940854	.03782	.0662825	.1829162
industry_r~k	9	.7527106	.1064757	.621758	.9087076
market_to~k	9	2.617949	.8487946	1.609608	4.011336

```
-> id = Publishing
```

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
cost_of_eq~y	9	.0920123	.0110576	.0781097	.1138187
family_con~l	9	1	0	1	1
growth	9	.1354506	.0224403	.1085	.17096
leverage	9	.2961139	.1494091	.0721059	.5862047
industry_r~k	9	.6303143	.1728706	.3970677	.9137742
market_to~k	9	2.669191	10.55301	-23.41455	13.35799

ΠΙΝΑΚΑΣ Π. 49: ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΗΣ ΑΝΑΛΥΣΗΣ ΓΙΑ ΤΟΥΣ ΚΛΑΔΟΥΣ R.E.I.T. ΚΑΙ RAILROAD

```

-> id = R.E.I.T.

```

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
cost_of_eq~y	9	.0930209	.0129307	.0727996	.1079902
Family_con~l	9	0	0	0	0
growth	9	.0885407	.0423564	.0460904	.1903571
leverage	9	.2779736	.1754928	.0402093	.5154524
industry_r~k	9	.3929967	.1690172	.2331893	.6723635
market_to~k	9	9.208998	16.33181	1.290647	51.14233

```

-----
-> id = Railroad

```

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
cost_of_eq~y	9	.093023	.0108389	.0747356	.1076162
Family_con~l	9	0	0	0	0
growth	9	.1439735	.0300218	.0713636	.1683154
leverage	9	.2795161	.1236317	.1900092	.592845
industry_r~k	9	.3943365	.1368405	.2755067	.7317471
market_to~k	9	2.27906	.4058509	1.598161	2.994495

ΠΙΝΑΚΑΣ Π. 50: ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΗΣ ΑΝΑΛΥΣΗΣ ΓΙΑ ΤΟΥΣ ΚΛΑΔΟΥΣ RESTAURANT ΚΑΙ RETAIL AUTOMOTIVE

```

-> id = Restaurant

```

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
cost_of_eq~y	9	.0888693	.0086057	.0754462	.0982467
Family_con~l	9	0	0	0	0
growth	9	.1426688	.0270396	.08	.1741462
leverage	9	.1521765	.044159	.1132315	.2357993
industry_r~k	9	.5336283	.1132215	.4157068	.7559629
market_to~k	9	4.682032	1.372941	2.212715	6.663556

```

-----
-> id = Retail Automotive

```

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
cost_of_eq~y	9	.1005765	.0107271	.0855871	.1244728
family_con~l	9	1	0	1	1
growth	9	.1341583	.0270703	.0834615	.1833529
leverage	9	.299222	.0423026	.2591433	.4029696
industry_r~k	9	.4721068	.1895136	.27916	.860314
market_to~k	9	2.676344	.6496238	1.51633	3.461797

ΠΙΝΑΚΑΣ Π. 51: ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΗΣ ΑΝΑΛΥΣΗΣ ΓΙΑ ΤΟΥΣ ΚΛΑΔΟΥΣ  
RETAIL BUILDING SUPPLY ΚΑΙ RETAIL STORE

```

-> id = Retail Building Supply

```

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
cost_of_eq~y	9	.08639	.0086308	.079115	.1062473
family_con~l	9	0	0	0	0
growth	9	.1269524	.0484399	.0391667	.1764286
leverage	9	.1141263	.059577	.0376937	.2085181
industry_r~k	9	.3238246	.0413633	.2692857	.3869429
market_to~k	9	2.905766	1.155549	.8315181	4.324582

```

-----
-> id = Retail Store

```

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
cost_of_eq~y	9	.0934753	.005495	.0828034	.1021662
family_con~l	9	0	0	0	0
growth	9	.1325572	.0168694	.1038286	.1559385
leverage	9	.1733797	.0390846	.133119	.2334725
industry_r~k	9	.5609484	.1068512	.4341564	.6917306
market_to~k	9	3.346155	1.059896	2.27147	5.871848

ΠΙΝΑΚΑΣ Π. 52: ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΗΣ ΑΝΑΛΥΣΗΣ ΓΙΑ ΤΟΥΣ ΚΛΑΔΟΥΣ  
SECURITIES BROKERAGE ΚΑΙ SEMICONDUCTOR

```

-> id = Securities Brokerage

```

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
cost_of_eq~y	9	.1021244	.0142566	.0794835	.1285349
family_con~l	9	0	0	0	0
growth	9	.1366893	.0240541	.104835	.1686667
leverage	9	.6480788	.2046426	.2158266	.9023957
industry_r~k	9	.4645353	.1132093	.310225	.6646808
market_to~k	9	2.106594	1.32711	.7185747	4.520204

```

-----
-> id = Semiconductor

```

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
cost_of_eq~y	9	.1387084	.0421815	.0763895	.1902692
family_con~l	9	0	0	0	0
growth	9	.1921998	.0383454	.1208333	.243955
leverage	9	.0757002	.0294126	.0462668	.1198143
industry_r~k	9	.6628699	.1312309	.4116375	.8499989
market_to~k	9	2.909444	.606668	1.576864	3.636359

ΠΙΝΑΚΑΣ Π. 53: ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΗΣ ΑΝΑΛΥΣΗΣ ΓΙΑ ΤΟΥΣ ΚΛΑΔΟΥΣ SHOE ΚΑΙ STEEL

```

-> id = Shoe

```

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
cost_of_eq~y	9	.0944615	.0135817	.0681867	.1209773
family_con~l	9	1	0	1	1
growth	9	.1276656	.0358469	.0703571	.17
leverage	9	.0623124	.0883404	.0190434	.2962794
industry_r~k	9	.4522525	.0656983	.3906167	.5636
market_to_~k	9	3.379138	.710879	2.200352	4.143299

```

-> id = Steel

```

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
cost_of_eq~y	8	.1095308	.0134312	.0923732	.131075
family_con~l	8	0	0	0	0
growth	8	.1702748	.0574951	.0782313	.2228467
leverage	8	.2692027	.0961401	.153891	.4027952
industry_r~k	8	.5592296	.0700893	.45656	.661776
market_to_~k	8	1.710585	.8389467	.8527962	3.243638

ΠΙΝΑΚΑΣ Π. 54: ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΗΣ ΑΝΑΛΥΣΗΣ ΓΙΑ ΤΟΥΣ ΚΛΑΔΟΥΣ STEEL (GENERAL) ΚΑΙ TELECOM. SERVICES

```

-> id = Steel (General)

```

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
cost_of_eq~y	1	.1369523	.	.1369523	.1369523
family_con~l	1	0	.	0	0
growth	1	.1026143	.	.1026143	.1026143
leverage	1	.1306291	.	.1306291	.1306291
industry_r~k	1	.5284244	.	.5284244	.5284244
market_to_~k	1	2.643261	.	2.643261	2.643261

```

-> id = Telecom. Services

```

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
cost_of_eq~y	9	.1013847	.0162267	.0777991	.1248043
family_con~l	9	1	0	1	1
growth	9	.1443113	.028082	.1020276	.1931818
leverage	9	.2422135	.0932992	.0168238	.3394024
industry_r~k	9	.7560202	.1382072	.5770111	1.061315
market_to_~k	9	2.525054	.8638703	1.52294	4.082322

ΠΙΝΑΚΑΣ Π. 55: ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΗΣ ΑΝΑΛΥΣΗΣ ΓΙΑ ΤΟΥΣ ΚΛΑΔΟΥΣ  
TOBACCO ΚΑΙ TOILETRIES/COSMETICS

```

-> id = Tobacco

```

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
cost_of_eq~y	9	.0780639	.0148448	.06485	.11348
family_con~l	9	0	0	0	0
growth	9	.0817011	.0293153	.032	.1258333
leverage	9	.1717932	.0359888	.1309771	.2497803
industry_r~k	9	.5277716	.2931893	.218575	1.075571
market_to_~k	9	5.999859	2.834497	1.264988	11.46385

```

-----
-> id = Toiletries/Cosmetics

```

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
cost_of_eq~y	9	.0860269	.00642	.0772374	.0973063
family_con~l	9	1	0	1	1
growth	9	.1280928	.0220121	.1015	.1701923
leverage	9	.1668038	.0526927	.1063576	.2787279
industry_r~k	9	.5427862	.160672	.3903687	.8601333
market_to_~k	9	6.782295	2.71478	2.687254	12.81851

ΠΙΝΑΚΑΣ Π. 56: ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΗΣ ΑΝΑΛΥΣΗΣ ΓΙΑ “NON – FAMILY –  
CONTROLLED” ΚΑΙ “FAMILY – CONTROLLED” ΚΛΑΔΟΥΣ

```

. //summary statistics per family_control
. bysort family_control: sum cost_of_equity growth leverage industry_risk market_to_
> book

```

```

-----
-> family_control = 0

```

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
cost_of_eq~y	387	.0936412	.0183237	.0440427	.1902692
growth	387	.1453331	.0545416	.0287909	.4508333
leverage	387	.2229076	.1504518	.0117537	.9023957
industry_r~k	387	.5834843	.4277487	.1709914	7.970384
market_to_~k	387	3.417059	3.312172	.7185747	51.14233

```

-----
-> family_control = 1

```

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
cost_of_eq~y	99	.0954956	.0152588	.0662997	.1255767
growth	99	.1323173	.0442682	-.084375	.2048613
leverage	99	.2278996	.1159337	.0168238	.5878725
industry_r~k	99	.6278669	.2077357	.2222056	1.09062
market_to_~k	99	3.226426	3.484844	-23.41455	13.35799

ΠΙΝΑΚΑΣ Π. 57: ΠΙΝΑΚΑΣ ΣΥΝΤΕΛΕΣΤΩΝ ΣΥΣΧΕΤΙΣΕΩΣ

	cost_of_eq~y	family~l	growth	leverage	indust~k	market~k
cost_of_eq~y	1.0000					
family_con~l	0.0421	1.0000				
growth	0.2843*	-0.0993*	1.0000			
leverage	-0.0635	0.0140	-0.3492*	1.0000		
industry_r~k	0.1227*	0.0455	0.1694*	-0.0379	1.0000	
market_to_~k	-0.0287	-0.0230	0.1422*	-0.2763*	-0.0448	1.0000

ΠΙΝΑΚΑΣ Π. 58: ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΠΟΛΛΑΠΛΗΣ ΠΑΛΙΝΔΡΟΜΗΣ

Source	SS	df	MS	Number of obs = 486		
Model	.014593837	5	.002918767	F( 5, 480) =	10.15	
Residual	.138097272	480	.000287703	Prob > F =	0.0000	
Total	.152691109	485	.000314827	R-squared =	0.0956	
				Adj R-squared =	0.0862	
				Root MSE =	.01696	

cost_of_equity	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
family_control	.0029406	.0019244	1.53	0.127	-.0008407	.0067219
growth	.0996727	.0159037	6.27	0.000	.0684232	.1309223
leverage	.0031295	.0058885	0.53	0.595	-.008441	.0146999
industry_risk	.003053	.0019962	1.53	0.127	-.0008693	.0069753
market_to_book	-.0003145	.0002404	-1.31	0.191	-.0007869	.0001579
_cons	.0777512	.0033548	23.18	0.000	.0711594	.084343

ΠΙΝΑΚΑΣ Π. 59: ΕΛΕΓΧΟΣ ΕΤΕΡΟΣΚΕΔΑΣΤΙΚΟΤΗΤΑΣ ΜΕΣΩ BREUSCH – PAGAN / COOK – WEISBERG TEST

Breusch-Pagan / Cook-Weisberg test for heteroskedasticity	
Ho: Constant variance	
Variables: fitted values of cost_of_equity	
chi2(1)	= 35.61
Prob > chi2	= 0.0000

ΠΙΝΑΚΑΣ Π. 60: ΕΛΕΓΧΟΣ ΕΤΕΡΟΣΚΕΔΑΣΤΙΚΟΤΗΤΑΣ ΜΕΣΩ WHITE'S TEST

```
White's test for Ho: homoskedasticity
  against Ha: unrestricted heteroskedasticity

      chi2(19)      =      50.52
      Prob > chi2   =      0.0001
```

Cameron & Trivedi's decomposition of IM-test

Source	chi2	df	p
Heteroskedasticity	50.52	19	0.0001
Skewness	22.98	5	0.0003
Kurtosis	4.09	1	0.0432
Total	77.59	25	0.0000

ΠΙΝΑΚΑΣ Π. 61: ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΠΟΛΛΑΠΛΗΣ ΠΑΛΙΝΔΡΟΜΗΣΗΣ ΛΑΜΒΑΝΟΝΤΑΣ ΥΠΟΨΗ ΤΗΝ ΕΤΕΡΟΣΚΕΔΑΣΤΙΚΟΤΗΤΑ

```
. reg cost_of_equity family_control growth leverage industry_risk market_to_book, vce(robust)
```

Linear regression

Number of obs = 486  
F( 5, 480) = 8.40  
Prob > F = 0.0000  
R-squared = 0.0956  
Root MSE = .01696

cost_of_equity	Coef.	Robust Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
family_control	.0029406	.0017693	1.66	0.097	-.000536 .0064172
growth	.0996727	.0200018	4.98	0.000	.0603709 .1389746
leverage	.0031295	.0056476	0.55	0.580	-.0079676 .0142266
industry_risk	.003053	.0040131	0.76	0.447	-.0048323 .0109383
market_to_book	-.0003145	.0001637	-1.92	0.055	-.0006363 7.25e-06
_cons	.0777512	.0037206	20.90	0.000	.0704406 .0850618

ΠΙΝΑΚΑΣ Π. 62: ΕΚΤΙΜΗΣΗ RANDOM EFFECTS (RE) ΜΟΝΤΕΛΟΥ

```

. //random effect
. xtreg cost_of_equity family_control growth leverage industry_risk market_to_book, re
>
Random-effects GLS regression           Number of obs   =    486
Group variable: id                     Number of groups =    58

R-sq:  within = 0.0239                  Obs per group:  min =    1
        between = 0.1280                  avg =    8.4
        overall = 0.0884                  max =    9

corr(u_i, X) = 0 (assumed)              Wald chi2(5)    =   17.08
                                           Prob > chi2     =   0.0043

```

cost_of_equity	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
family_control	.0015237	.004077	0.37	0.709	-.006467	.0095144
growth	.0631339	.0160051	3.94	0.000	.0317645	.0945033
leverage	.0086052	.0069841	1.23	0.218	-.0050835	.0222939
industry_risk	.001557	.0017765	0.88	0.381	-.0019249	.005039
market_to_book	-.0001585	.0002173	-0.73	0.466	-.0005843	.0002673
_cons	.0822733	.0038953	21.12	0.000	.0746387	.089908
sigma_u	.01152398					
sigma_e	.01393886					
rho	.40600626	(fraction of variance due to u_i)				

ΠΙΝΑΚΑΣ Π. 63: ΕΚΤΙΜΗΣΗ FIXED EFFECTS (FE) ΜΟΝΤΕΛΟΥ

```

. //fixed effect
. xtreg cost_of_equity family_control growth leverage industry_risk market_to_book, fe
>
note: family_control omitted because of collinearity

Fixed-effects (within) regression           Number of obs   =    486
Group variable: id                     Number of groups =    58

R-sq:  within = 0.0252                  Obs per group:  min =    1
        between = 0.0760                  avg =    8.4
        overall = 0.0659                  max =    9

corr(u_i, Xb) = 0.1495                  F(4,424)       =    2.74
                                           Prob > F        =   0.0285

```

cost_of_equity	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
family_control	0 (omitted)					
growth	.053098	.0169097	3.14	0.002	.0198607	.0863353
leverage	.0126402	.0078046	1.62	0.106	-.0027004	.0279808
industry_risk	.0009352	.0018182	0.51	0.607	-.0026386	.004509
market_to_book	-.0000949	.0002228	-0.43	0.670	-.0005327	.000343
_cons	.0833787	.0037275	22.37	0.000	.0760519	.0907055
sigma_u	.01299502					
sigma_e	.01393886					
rho	.46500017	(fraction of variance due to u_i)				

F test that all u\_i=0: F(57, 424) = 5.09 Prob > F = 0.0000



ΠΙΝΑΚΑΣ Π. 64: ΕΠΙΛΟΓΗ RE Ή FE ΜΟΝΤΕΛΟΥ ΜΕΣΩ ΤΟΥ HAUSMAN TEST

```
. hausman FE_estimator RE_estimator //RESULT FOR RE
```

---- Coefficients ----				
	(b)	(B)	(b-B)	sqrt(diag(V_b-V_B))
	FE_estimator	RE_estimator	Difference	S.E.
growth	.053098	.0631339	-.0100359	.0054567
leverage	.0126402	.0086052	.004035	.0034834
industry_r~k	.0009352	.001557	-.0006218	.000387
market_to~k	-.0000949	-.0001585	.0000636	.0000491

b = consistent under Ho and Ha; obtained from xtreg  
 B = inconsistent under Ha, efficient under Ho; obtained from xtreg

Test: Ho: difference in coefficients not systematic

chi2(4) = (b-B)'[(V\_b-V\_B)^(-1)](b-B)  
 = 6.71  
 Prob>chi2 = 0.1521

ΠΙΝΑΚΑΣ Π. 65: ΕΠΙΛΟΓΗ RE Ή SIMPLE OLS ΜΟΝΤΕΛΟΥ ΜΕΣΩ ΤΟΥ BREUSCH-PAGAN LAGRANGE MULTIPLIER TEST

```
. xttest0 //RESULT FOR RE
```

Breusch and Pagan Lagrangian multiplier test for random effects

cost\_of\_equity[id,t] = Xb + u[id] + e[id,t]

Estimated results:

	Var	sd = sqrt(Var)
cost_of~y	.0003148	.0177434
e	.0001943	.0139389
u	.0001328	.011524

Test: Var(u) = 0

chibar2(01) = 143.38  
 Prob > chibar2 = 0.0000

ΠΙΝΑΚΑΣ Π. 66: ΕΛΕΓΧΟΣ ΑΥΤΟΣΥΣΧΕΤΙΣΗΣ ΜΕΣΩ ΤΟΥ WOOLDRIDGE TEST

```
. xtserial cost_of_equity family_control growth leverage industry_risk market_to_book
> //there is autocorrelation

Wooldridge test for autocorrelation in panel data
H0: no first order autocorrelation
    F( 1,      54) =      32.369
    Prob > F =      0.0000
```

ΠΙΝΑΚΑΣ Π. 67: ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΤΕΛΙΚΟΥ ΜΟΝΤΕΛΟΥ, ΛΑΜΒΑΝΟΝΤΑΣ ΥΠΟΨΗ ΤΗΝ ΕΤΕΡΟΣΚΕΔΑΣΤΙΚΟΤΗΤΑ & ΤΗΝ ΑΥΤΟΣΥΣΧΕΤΙΣΗ

```
. //FINAL MODEL--> RANDOM EFFECTS (same results) (against heteroscedasticity and autocorrelation)
. xtreg cost_of_equity family_control growth leverage industry_risk market_to_book, re
> robust

Random-effects GLS regression                Number of obs   =      486
Group variable: id                          Number of groups =      58

R-sq:  within = 0.0239                      Obs per group:  min =      1
        between = 0.1280                    avg =           8.4
        overall = 0.0884                    max =           9

corr(u_i, X) = 0 (assumed)                  Wald chi2(5)    =      9.49
                                                Prob > chi2     =     0.0912

                                         (Std. Err. adjusted for 58 clusters in id)
-----+-----+-----+-----+-----+-----+-----+-----+-----+-----+-----+
cost_of_equity |          Coef.   Robust Std. Err.   z   P>|z|   [95% Conf. Interval]
-----+-----+-----+-----+-----+-----+-----+-----+-----+-----+-----+
family_control |   .0015237   .0031369    0.49   0.627   -.0046245   .0076719
growth         |   .0631339   .0236306    2.67   0.008   .0168188   .1094489
leverage       |   .0086052   .0078329    1.10   0.272   -.006747   .0239574
industry_risk  |   .001557    .0029557    0.53   0.598   -.004236   .0073501
market_to_book |  -.0001585   .0002146   -0.74   0.460   -.0005791   .0002621
_cons          |   .0822733   .004544    18.11   0.000   .0733673   .0911793
-----+-----+-----+-----+-----+-----+-----+-----+-----+-----+-----+
sigma_u        |   .01152398
sigma_e        |   .01393886
rho            |   .40600626   (fraction of variance due to u_i)
-----+-----+-----+-----+-----+-----+-----+-----+-----+-----+-----+
```