



ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ
ΤΜΗΜΑ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΚΑΙ
ΤΡΑΠΕΖΙΚΗΣ ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΗΣ

ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ

**Τίτλος εργασίας: «Υπέρ-επενδύουν ή υπό-επενδύουν οι
ελληνικές εταιρίες; Ένας έλεγχος με βάσει τις ανακοινώσεις
των νέων επενδύσεων»**

Υπεύθυνος διπλωματικής εργασίας: Κωνσταντοπούλου Αικατερίνη
(ΜΧΡΗ1012)

ΥΠΕΥΘΥΝΟΣ ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ: κος Τσιριτάκης Εμμανουήλ

Μέλη Επιτροπής: κος Διακογιάννης Γεώργιος

κος Σταϊκούρας Παναγιώτης

Αθήνα, Ιανουάριος 2012

ΣΥΝΟΨΗ

Στη διπλωματική εργασία με θέμα «Υπέρ-επενδύουν ή υπό-επενδύουν οι ελληνικές εταιρίες; Ένας έλεγχος με βάσει τις ανακοινώσεις των νέων επενδύσεων», βασίζομαι σε ένα μοντέλο σύμφωνα με τους Lyandres E., Zhdanov A. (2005), οι οποίοι υποστηρίζουν ότι η θεωρία του Myers (1977) για το πρόβλημα των υπό-επενδύσεων επιδρά μονό σε ένα μέρος της σύγκρουσης μεταξύ των μετόχων και των ομολογιούχων. Σύμφωνα με τους Lyandres E., Zhdanov A. (2005), υπάρχει ένα αντίθετο αποτέλεσμα από αυτό των υπό-επενδύσεων που οδηγεί σε μια θετική σχέση ανάμεσα στις επενδύσεις και στη μόχλευση μιας εταιρίας. Το κίνητρο των υπέρ-επενδύσεων σίγουρα διαφέρει από το αποτέλεσμα της θεωρίας των ελευθέρων ταμειακών ροών (Jensen, 1986) και της αντικατάστασης-υποκατάστασης των περιουσιακών στοιχείων (Jensen Meckling, 1976).

Στην παρούσα έρευνα πραγματοποιώ δύο εμπειρικούς ελέγχους προκειμένου να καταλήξω στο αν μπορώ να αποδεχτώ ή να απορρίψω την υπόθεση υπό-επενδύσεων του Myers (1977) ή την υπόθεση υπέρ-επενδύσεων των Lyandres E., Zhdanov A. (2005) για τις ελληνικές εταιρίες. Χρησιμοποιώντας ως μέθοδο εκτίμησης την απλή γραμμική παλινδρόμηση (OLS) και την γενικευμένη μέθοδο των ροπών (GMM), καταλήγω ότι η σχέση μεταξύ μόχλευσης και επενδύσεων είναι αμφίβολη. Με την απλή γραμμική παλινδρόμηση (OLS) προκύπτει μια αρνητική σχέση μεταξύ των επενδύσεων και της μόχλευσης, γεγονός που μας βοηθά να αποδεχτούμε την υπόθεση υπό-επενδύσεων του Myers (1977) για τις ελληνικές εταιρίες κατά την περίοδο 2005-2010. Επειδή όμως, συμπεριέλαβα στις μεταβλητές ελέγχου το λόγο του αθροίσματος της ονομαστικής αξίας των κοινών μετοχών και της λογιστικής αξίας των υποχρεώσεων προς τη λογιστική αξία του ενεργητικού (market to book value), ο οποίος ορίζεται σαν proxy του Tobin's q (marginal q), αντιπροσωπεύοντας τις επενδυτικές ευκαιρίες των εταιριών, σύμφωνα με έρευνες διαφέρει σημαντικά από το Tobin's q, επηρεάζοντας τη συσχέτιση της μόχλευσης και των επενδύσεων οδηγώντας σε μια αρνητική σχέση κατά την απλή γραμμική παλινδρόμηση (OLS). Χρησιμοποιώντας την παλινδρόμηση με βάσει την γενικευμένη μέθοδο των ροπών (GMM) σύμφωνα με τους Arellano και Bond (1991), οδηγούμαστε σε μια θετική σχέση μεταξύ των επενδύσεων και της μόχλευσης (διότι η συγκεκριμένη μέθοδος λαμβάνει υπόψη το λόγο του αθροίσματος της ονομαστικής αξίας των κοινών μετοχών και της λογιστικής αξίας των υποχρεώσεων προς τη λογιστική αξία του ενεργητικού (market to book value) ως ενδογενή μεταβλητή καθώς και τα λάθη εκτίμησης). Συγκρίνοντας τα αποτελέσματα των δύο παλινδρομήσεων καταλήγουμε σε μια αμφίβολη σχέση μεταξύ των επενδύσεων και της μόχλευσης.

Συνεχίζω τον έλεγχο κατηγοριοποιώντας της εταιρίες του δείγματος μου σε αυτές που εκδίδουν κυρίως κοινές μετοχές αυξάνοντας το μετοχικό τους κεφάλαιο και σε αυτές που αυξάνουν τις μακροχρόνιες υποχρεώσεις τους με δανεισμό, ελέγχοντας τις δύο υποθέσεις υπό-επενδύσεων και υπέρ-επενδύσεων, εξετάζοντας τις ετήσιες μεταβολές στους επενδυτικούς ρυθμούς των εταιριών των δύο κατηγοριών για κάθε περίοδο από το 2005-2010. Στη συνέχεια για να επιβεβαιώσω τα αποτελέσματα μου, χρησιμοποιώ έναν αλγόριθμο όπου ταιριάζω-συγχωνεύω τις εταιρίες που εκδίδουν κυρίως κοινές μετοχές με αυτές που προβαίνουν σε δανεισμό και συγκρίνοντας τις ποσοστιαίες μεταβολές των επενδύσεων και της μόχλευσης για όλη την περίοδο 2005-2010 καταλήγω στο συμπέρασμα ότι οι εταιρίες που εκδίδουν κυρίως κοινές μετοχές αυξάνουν (μειώνουν) τις επενδύσεις τους λιγότερο (περισσότερο) από τις εταιρίες που προβαίνουν σε δανεισμό. Αυτό μας οδηγεί στο συμπέρασμα ότι για τα δεδομένα του δείγματος μου αποδέχομαι την υπόθεση των υπέρ-επενδύσεων των Lyandres E., Zhdanov A. (2005), απορρίπτοντας την υπόθεση των υπό-επενδύσεων του Myers (1977). Παρατίθεται και έλεγχος Wilcoxon test, t test για τη διαφορά στο μέσο καθώς και z test για τη διαφορά στη διάμεσο. Στην ερευνά μου παρατίθενται έλεγχος για όλα τα έτη από το 2005-2010.

Λέξεις-κλειδιά: υπέρ-επένδυση, υπό-επένδυση, μόχλευση, έκδοση κοινών μετοχών, έκδοση δανείων, διάρθρωση κεφαλαίου.

ΠΙΝΑΚΑΣ ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΩΝ

Εισαγωγή.....σελ. 6

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1^ο: Βιβλιογραφική ανασκόπηση

1.1 Οι επιπτώσεις της ασυμμετρίας πληροφόρησης στις επενδυτικές αποφάσεις των εταιριών.....σελ. 10

1.2 Οι επιπτώσεις του κόστους διαμεσολάβησης στις επενδυτικές αποφάσεις των εταιριώνσελ. 20

1.3 Οι επιπτώσεις της ευαισθησίας των ταμειακών ροών στις επενδυτικές αποφάσεις των εταιριών.....σελ. 27

1.4 Οι επιπτώσεις άλλων παραγόντων στις επενδυτικές αποφάσεις των εταιριών.....σελ. 32

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2: Η υπόθεση των υπέρ-επενδύσεων και των υπό επενδύσεων.....σελ.37

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3: Τα προβλήματα των υπέρ-επενδύσεων.....σελ. 41

3.1 Προβλήματα λόγω διευθυντικών υπέρ-επενδύσεων..σελ.41

3.2 Υπέρ-επενδύσεις σε έργα που ενέχουν υψηλό κίνδυνο: κίνητρα για την μείωση του κινδύνου.....σελ. 43

3.3 Το πρόβλημα των υπό-επενδύσεων.....σελ. 45

3.4 Υπό-επενδύσεις σε τολμηρά έργα: κίνητρα για την αποφυγή του κινδύνου.....σελ. 47

3.5 Καθοριστικοί παράγοντες, συνέπειες και εμπειρικά στοιχεία.....σελ. 49

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4: ΕΜΠΙΡΙΚΟ ΜΟΝΤΕΛΟ.....σελ. 56

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5: ΕΜΠΙΡΙΚΟΙ ΕΛΕΓΧΟΙ.....σελ. 58

5.1 Επεξήγηση μεταβλητών του υποδείγματοςσελ. 58

5.2 Δεδομένα και μεθοδολογία.....σελ. 59

5.3 Αποτελέσματα.....σελ. 63

5.4 Στοιχεία εταιριών από την έκδοση νέων μετοχών ή από το δανεισμό.....σελ. 67

5.5 Δεδομένα.....σελ. 68

5.6 Αποτελέσματα και συμπεράσματα.....σελ. 69

ΕΠΙΛΟΓΟΣ.....σελ. 77

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ.....σελ. 79

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Στο άρθρο του ο Myers (1977) υποστηρίζει ότι οι μέτοχοι μιας εταιρίας, η οποία εμφανίζει χρέη από δάνεια στον ισολογισμό της, πιθανόν να μην αναλάβουν επενδυτικά έργα με θετική NPV. Ο λόγος είναι ότι αναλαμβάνοντας τα επενδυτικά έργα με θετική NPV, οι μέτοχοι αυξάνουν όχι μόνο της αξία των ιδίων κεφαλαίων αλλά και την αξία των δανειζόμενων-ομολογιούχων στη εταιρία. Αν μια αύξηση της αξίας των απαιτήσεων των ομολογιούχων υπερβεί τα έργα με θετική NPV, τότε τα επενδυτικά έργα με θετική NPV για την εταιρία, στο σύνολο τους, αποκτούν αρνητική NPV για τους μετόχους και επομένως δεν θα αναληφθούν. Το αποτέλεσμα αυτό αναφέρεται σαν “debt overhang” ή σαν πρόβλημα υπό-επένδυσης. Μια σημαντική υπόθεση πίσω από το μοντέλο που προσδιορίζει το αποτέλεσμα των υπό-επενδύσεων λόγω του χρέους είναι ότι το χρέος ωριμάζει αφού οι αποδόσεις των επενδύσεων είναι εμφανής. Ένα φυσικό επακόλουθο αυτών των μοντέλων είναι ότι οι μέτοχοι μιας εταιρίας η οποία δανείζεται υπό-επενδύουν όπως και οι μέτοχοι της εταιρίας η οποία δεν έχει δανειστεί για τη διάρθρωση του κεφαλαίου της και γενικά το χρέος και τα δάνεια συνδέονται αρνητικά με τις επενδύσεις.

Σε αυτή τη διπλωματική εργασία βασίζομαι στη θεωρία του Myers (1977), σύμφωνα με την οποία οι υπό-επενδύσεις επηρεάζουν κατά ένα μέρος τη σύγκρουση μεταξύ των μετόχων και των ομολογιούχων, η οποία οδηγεί σε στρέβλωση των επενδύσεων. Στη διπλωματική εργασία αποδεικνύω ότι υπάρχει ένα συμπληρωματικό αποτέλεσμα το οποίο καλείται υπερεπένδυση, το οποίο ωθεί τους μετόχους μιας εταιρίας, η οποία δανείζεται, να επενδύουν εντονότερα. Το αποτέλεσμα των υπό-επενδύσεων και των υπέρ-επενδύσεων δρουν προς την αντίθετη κατεύθυνση. Ενώ οι υπό-επενδύσεις αναγκάζουν μια εταιρία η οποία δανείζεται να απορρίψει έργα με θετική NPV και να επενδύει λιγότερο από μια εταιρία η οποία δεν εμφανίζει δάνεια στις οικονομικές τις καταστάσεις, οι υπέρ-επενδύσεις αναγκάζουν μια εταιρία να επενδύει περισσότερο από ότι μια αντίστοιχη εταιρία η οποία δεν δανείζεται.

Οι υποθέσεις πίσω από το μοντέλο των υπέρ-επενδύσεων είναι απλές. Σε ένα δυναμικό μοντέλο, μια επιχείρηση θα καθυστερούσε μια επένδυση με θετική NPV αν περιμένοντας ήταν πιθανό να αυξήσει της αξία των επενδυτικών της ευκαιριών. Με άλλα λόγια, η αξία του δικαιώματος να περιμένει πρέπει να ληφθεί υπόψη όταν υπολογίζεται το κέρδος από μια επένδυση. Η ιδανική περίοδος για μια επένδυση προσδιορίζεται από την αξία των ελευθέρων ταμειακών ροών και τις επενδύσεις και από την απώλεια του δικαιώματος αναμονής. Η αξία του δικαιώματος αναμονής επηρεάζεται από την πιθανότητα το δικαίωμα επένδυσης να εξασκηθεί σε κάποια χρονική στιγμή στο μέλλον. Δεν θα εξασκηθεί αν στο μέλλον η αξία των εταιρικών ταμειακών ροών γίνει σημαντικά χαμηλή και οι μέτοχοι θα προτιμήσουν να ρευστοποιήσουν τα

περιουσιακά στοιχεία της εταιρίας και να σταματήσουν τη ζημία. Υψηλότερα επίπεδα χρέους αυξάνουν την πιθανότητα πτώχευσης. Έτσι η παρουσία του χρέους καθιστά το δικαίωμα αναμονής λιγότερο πολύτιμο. Αυτό έχει σαν αποτέλεσμα να εξασκηθεί το δικαίωμα επένδυσης νωρίτερα και να ενισχύσει τους μετόχους να επιταχύνουν την επένδυση. Αυτό είναι ανεξάρτητο από το αν η πτώχευση (ρευστοποίηση) είναι ενδογενής ή εξωγενής. Το αποτέλεσμα των υπέρ-επενδύσεων δρα σε τελείως αντίθετη κατεύθυνση από τη θεωρία του Myers (1977) για το αποτέλεσμα των υπό-επενδύσεων. Το συνολικό αποτέλεσμα από τη σύγκρουση των μετόχων και των ομολογιούχων πάνω στις καθарές επενδύσεις προσδιορίζεται από τη σημασία των κίνητρων για τις υπέρ ή υπό επενδύσεις.

Είναι σημαντικό να σημειωθεί ότι οι υπό-επενδύσεις βασίζονται στην υπόθεση ότι οι νέες επενδύσεις χρηματοδοτούνται με ίδια κεφάλαια. Όμως αν οι μέτοχοι χρηματοδοτήσουν την επένδυση κατά ένα μέρος με δάνεια προκειμένου να διατηρήσουν τα επίπεδα μόχλευσης της εταιρίας στον αρχικό στόχο που έχει θέσει, τότε οι υπό-επενδύσεις μετριάζονται και πιθανό να εξαλείφονται. Παρόλα αυτά το αποτέλεσμα των υπέρ-επενδύσεων που περιγράφεται παραπάνω μπορεί να κυριαρχεί των υπό-επενδύσεων στην πραγματικότητα σε πολλές χώρες.

Ο όρος υπέρ-επένδυση έχει χρησιμοποιηθεί στη βιβλιογραφία προκειμένου να περιγράψει πολλές συγκρούσεις μεταξύ των μετόχων, μάνατζερ, ομολογιούχων μιας εταιρίας. Όμως, σύμφωνα με τους E. Lyandres, A. Zhdanov (2005) το αποτέλεσμα των υπέρ-επενδύσεων προέρχεται από το κίνητρο των μετόχων μια εταιρίας που δανείζεται να επιταχύνει το χρόνο της επένδυσης. Ένα σχετικό άρθρο είναι των Boyle, Guthrie W. και Graeme A. (2003) οι οποίοι αναλύουν τη δυναμική των επενδυτικών αποφάσεων μιας εταιρίας η οποία είναι υποκείμενη σε ενδογενής χρηματοοικονομικούς περιορισμούς. Στο μοντέλο τους η απειλή της πτώσης των ελεύθερων ταμειακών ροών οδηγεί σε μια μη ορθολογική εξάσκηση του δικαιώματος επένδυσης της εταιρίας. Αντίθετα με τους Boyle, Guthrie W. και Graeme A. (2003) οι οποίοι επικεντρώθηκαν στο αποτέλεσμα της ρευστότητας τη χρονική περίοδο των επενδύσεων, οι E. Lyandres, A. Zhdanov (2005) εξετάζουν τα αποτελέσματα της κεφαλαιακής διάρθρωσης και δομής στα επενδυτικά κίνητρα της εταιρίας. Το αποτέλεσμα των υπέρ-επενδύσεων δεν βασίζεται σε κανένα οικονομικό περιορισμό.

Οι υπέρ-επενδύσεις που το άρθρο εξετάζει είναι τελείως διαφορετικές από τη θεωρία των ελεύθερων ταμειακών ροών του Jensen (1986) η οποία επιδρά στις υπέρ-επενδύσεις από (empire-building) μάνατζερ. Το πρόβλημα των ελεύθερων ταμειακών ροών προκύπτει από τις συγκρούσεις μεταξύ των ενδιαφερόντων ανάμεσα στους μετόχους και στους μάνατζερ διαφέροντας από τις υπέρ-επενδύσεις που δημιουργούνται εξαιτίας της σύγκρουσης μεταξύ των μετόχων και των ομολογιούχων. Επιπλέον, αντίθετα με τις υπέρ-

επενδύσεις η θεωρία των ελεύθερων ταμειακών ροών προβλέπει ότι η σχέση μεταξύ χρέους και επενδύσεων αναμένεται να είναι αρνητική (*ceteris paribus*). Το μοντέλο των Lyandres E., Zhdanov A. (2005) προβλέπει μια θετική σχέση μεταξύ των επενδύσεων και της μόχλευσης.

Ένα άλλο σχετικό άρθρο, των Parrino και Weisbach (1999) προσδίδει μια διαφορετική έννοια στον όρο υπέρ- επένδυση. Οι συγγραφείς εκτιμούν με προσομοιώσεις τη σημασία των επενδυτικών στρεβλώσεων ενώ επικεντρώνονται στις υπό-επενδύσεις και στο αποτέλεσμα της αντικατάστασης των περιουσιακών στοιχείων. Αναφέρονται και στις υπέρ-επενδύσεις αλλά με μια πολύ διαφορετική έννοια από το αποτέλεσμα των υπέρ-επενδύσεων των E. Lyandres, A. Zhdanov (2005) και προκύπτει από την πρόθεση των μετόχων να απαλλοτριώνουν τον πλούτο των ομολογιούχων αυξάνοντας το ρίσκο της εταιρίας.

Οι Mauer και Sarkar (2005) έδειξαν ότι υπάρχει μια θετική σχέση μεταξύ του χρέους και των δανείων με τις επενδύσεις. Εξέτασαν την περίπτωση που οι ομολογιούχοι της εταιρίας δεσμεύονται στους όρους μιας σύναψης δανείου προκαταβολικά πριν την πραγματική έκδοση του δανείου. Υποθέτοντας ότι οι μέτοχοι εκδίδουν δάνεια προκειμένου να χρηματοδοτήσουν τις επενδυτικές τους ευκαιρίες, έχουν ένα κίνητρο να επιταχύνουν τη εξάσκηση του δικαιώματος επένδυσης (η έκδοση δανείου όταν υπάρχει πιο πολύ κίνδυνος και η ονοματική αξία του δανείου είναι χαμηλότερη από την προσυμφωνηθέντα). Ένα άλλο παράδειγμα αντικατάστασης των περιουσιακών στοιχείων προκύπτει από τους Jensen και Meckling (1976) όπου οι μέτοχοι επενδύουν νωρίτερα για να μειώσουν τον πλούτο τον ομολογιούχων αυξάνοντας το ρίσκο των ισχυρισμών και των απαιτήσεων τους. Αυτός ο πλούτος που μεταφέρεται αντισταθμίζει το κόστος της μη αποτελεσματικής εξάσκησης του δικαιώματος επένδυσης. Αντίθετα, το αποτέλεσμα της υπέρ-επένδυσης που εξετάζω στη διπλωματική μου εργασία δεν βασίζεται στη μεταφορά πλούτου μεταξύ των συμμετεχόντων αλλά προκύπτει εξαιτίας της ενδεχόμενης απώλειας του δικαιώματος επένδυσης σε περίπτωση πτώχευσης (από την πλευρά των μετόχων).

Επιπλέον για τον προσδιορισμό το αποτελέσματος των υπέρ-επενδύσεων στο χρέος, εξέτασα αν είναι εμφανές ή όχι στα δεδομένα μου το αποτέλεσμα των υπέρ-επενδύσεων. Αρχικά, χρησιμοποίησα το δείκτη του ελληνικού χρηματιστηρίου και τις εταιρίες οι οποίες τον απαρτίζουν και βάσει παλινδρομήσεων προσπάθησα να διαπιστώσω τη σχέση των επενδύσεων του δείγματος των εταιριών που χρησιμοποίησα και της μόχλευσης. Υπάρχει μια μεγάλη βιβλιογραφία η οποία εξετάζει τα εμπειρικά αποτελέσματα ανάμεσα στις επενδύσεις και στους οικονομικούς περιορισμούς και τη σχέση μεταξύ των επενδύσεων και των επενδυτικών ευκαιριών της εταιρίας (*tobin's q*). Όμως, η μόνη έρευνα που εξετάζει το αποτέλεσμα της διάρθρωσης κεφαλαίου στις επενδυτικές επιλογές τις εταιρίας είναι αυτή των Lang, Ofek

και Stulz (1996), οι οποίοι βρίσκουν ότι υπάρχει μια αρνητική σχέση μεταξύ των επενδύσεων και της μόχλευσης της εταιρίας, ανεξάρτητα από τα μέτρα εκτίμησης της μόχλευσης. Στη διπλωματική μου εργασία βασιζόμενη στους E. Lyandres, A. Zhdanov (2005) .

Εξετάζω τη σχέση μεταξύ μόχλευσης και επενδύσεων απορρίπτοντας ή αποδέχοντας την υπόθεση υπό-επενδύσεων του Myers (1977) ή την υπόθεση υπέρ-επενδύσεων των Lyandres E., Zhdanov A. (2005) για τις ελληνικές εταιρίες.

Δεύτερον, χρησιμοποιώ δείγματα εταιριών που εκδίδουν νέες μετοχές η προβαίνουν σε δανεισμό για τη χρηματοδότηση των επενδυτικών τους έργων και εξετάζω τις διαφορές στους επενδυτικούς τους ρυθμούς. Το κύριο αποτέλεσμα είναι ότι οι εταιρίες που εκδίδουν νέες μετοχές αυξάνουν (μειώνουν) τις επενδύσεις τους λιγότερο (περισσότερο) από τις εταιρίες που προβαίνουν σε δάνεια. Έτσι, στο δείγμα των εταιριών που χρησιμοποίησα οι οποίες αυξάνουν το κεφαλαίο τους με ένα από τους δύο τρόπους, οι θετικές αλλαγές στη μόχλευση (εταιρίες που εκδίδουν δάνεια) έχουν μεγαλύτερο θετικό αποτέλεσμα στις επενδύσεις από τις αρνητικές αλλαγές (εταιρίες που εκδίδουν νέες κοινές μετοχές). Ο συνδυασμός των αποτελεσμάτων από τους εμπειρικούς ελέγχους και βοηθά να καταλήξω στο συμπέρασμα ότι η μόχλευση συνδέεται θετικά με τις επενδύσεις, επομένως αποδέχομαι την υπόθεση υπέρ-επενδύσεων των Lyandres E., Zhdanov A. (2005) στις επενδυτικές αποφάσεις των ελληνικών εταιριών για την περίοδο 2005-2010.

Στη παρακάτω ενότητα παραθέτω τη κυριότερη βιβλιογραφική ανασκόπηση πάνω στις υπέρ-επενδύσεις και τις υπό-επενδύσεις, στη συνέχεια παρουσιάζω το μοντέλο *real-option* στο οποίο βασίστηκε η διπλωματική μου εργασία και η εμπειρική μου έρευνα. Επιπλέον στις παρακάτω ενότητες παραθέτω τους εμπειρικούς ελέγχους για τη σχέση του τρόπου χρηματοδότησης των εταιριών και των επενδύσεων τους και τα αποτελέσματα αυτών καθώς και τα συμπεράσματα της έρευνας μου.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1^ο: Βιβλιογραφική ανασκόπηση

1.1 Οι επιπτώσεις της ασυμμετρίας πληροφόρησης στις επενδυτικές αποφάσεις των εταιριών

Η διπλωματική μου εργασία βασίζεται στο πρόβλημα των υπό-επενδύσεων του Myers (1977) ή αλλιώς « debt over-hang problem» και εφαρμόζω ένα μοντέλο το οποίο επιδρά μόνο κατά ένα μέρος στη σύγκρουση μεταξύ των μετόχων και των ομολογιούχων. Οι **Stewart C. MYERS and Nicholas S. MAJLUF** (1984) θεωρούν ότι μια επιχείρηση πρέπει να εκδώσει κοινές μετοχές για την αύξηση των ταμειακών ροών της προκειμένου να αναλάβει επενδυτικές ευκαιρίες. Η διοίκηση υποτίθεται ότι κατέχει μεγαλύτερη πληροφόρηση για την αξία της εταιρίας από ότι οι πιθανοί επενδυτές. Οι επενδυτές ερμηνεύουν τις δράσεις της επιχείρησης ορθολογικά. Ένα μοντέλο ισορροπίας για τις επενδυτικές αποφάσεις μιας εταιρίας, δηλαδή αν θα προβεί σε έκδοση νέων μετοχών ή σε δανεισμό η εταιρία, βασίζεται σε αυτές τις παραδοχές. Το μοντέλο των συγγραφέων δείχνει ότι οι επιχειρήσεις μπορούν να αρνηθούν την έκδοση μετοχών, και ως εκ τούτου μπορεί να μην αναλάβουν πολύτιμες ευκαιρίες επένδυσης. Το μοντέλο προτείνει λύσεις για τις διάφορες πτυχές της εταιρικής συμπεριφοράς όσον αφορά τη χρηματοδότηση, συμπεριλαμβανομένης και της τάσης να βασίζεται η χρηματοδότηση σε εσωτερικές πηγές προέλευσης των κεφαλαίων, και να προτιμούν οι εταιρίες το δανεισμό έναντι της έκδοσης νέων μετοχών, αν απαιτείται εξωτερική χρηματοδότηση.

Θεωρείστε ότι μια επιχείρηση πρέπει να εκδώσει κοινές μετοχές για την αύξηση των μετρητών της για να αναλάβει μια πολύτιμη ευκαιρία για επένδυση. Σκεφτείτε μια επιχείρηση που έχει περιουσιακά στοιχεία και μια σημαντική επενδυτική ευκαιρία. Ωστόσο, πρέπει να εκδώσει κοινές μετοχές για την αύξηση μέρους ή του συνόλου των ταμειακών ροών που απαιτούνται για την ανάληψη του επενδυτικού σχεδίου. Εάν δεν ξεκινήσει το έργο έγκαιρα, θα χάσει την επενδυτική ευκαιρία. Δεν υπάρχουν φόροι, κόστη συναλλαγών ή άλλες ατέλειες της αγοράς κεφαλαίου. Βάσει των οικονομικών θεωριών η εταιρία θα πρέπει να εκτιμήσει τη δυνατότητα επένδυσης σαν να είχε ήδη πολλά μετρητά στο ταμείο της .

Σε μια αποτελεσματική αγορά κεφαλαίων, τα αξιόγραφα μπορούν πάντα να πωλούνται σε λογικές τιμές, η καθαρή παρούσα αξία των αξιόγραφων κατά την πώληση είναι πάντα μηδέν, επειδή η αύξηση των ταμειακών ροών που έθεσε η εταιρία εξισορροπούν τη παρούσα αξία της υποχρέωσης που δημιουργήθηκε. Έτσι, ο κανόνας απόφασης είναι: να αναλάβει κάθε έργο με θετική-ΚΠΑ, ανεξάρτητα από το αν χρησιμοποιούνται εσωτερικά ή εξωτερικά κεφάλαια για να πληρώσει η εταιρία τα έργα.

Τι συμβαίνει όταν οι διαχειριστές της επιχείρησης γνωρίζουν περισσότερα σχετικά με την αξία των περιουσιακών στοιχείων της εταιρίας και τις επενδυτικές της ευκαιρίες από ό,τι οι εξωτερικοί επενδυτές; Σύμφωνα με το συγκεκριμένο άρθρο, τίποτα θεμελιώδες δεν αλλάζει εφ 'όσον οι διαχειριστές επενδύουν σε κάθε έργο που γνωρίζουν ότι έχει θετική ΚΠΑ. Αν πράξουν

αναλόγως, οι μετοχές που οι επενδυτές επενδύουν θα είναι τιμολογημένες σωστά στο μέσο όρο, αν όμως η εταιρία προβεί σε έκδοση κοινών νέων μετοχών, οι τιμές τους θα παρατηρηθούν είτε υπέρ είτε υποτιμημένες.

Ωστόσο, εάν οι διευθυντές έχουν εσωτερικές πληροφορίες για την εταιρία, υπάρχουν περιπτώσεις στις οποίες οι πληροφορίες είναι τόσο ευνοϊκές όπου η διοίκηση, αν αυτό ενεργεί προς το συμφέρον των παλαιών μετόχων, θα αρνηθεί να εκδώσει μετοχές, ακόμη και αν αυτό σημαίνει μη ανάληψη μιας καλής επενδυτικής ευκαιρίας. Αυτό είναι το κόστος των παλιών μετόχων από την έκδοση μετοχών σε τιμή ευκαιρίας, το οποίο μπορεί να ξεπεράσει τη ΚΠΑ του έργου. Αυτή η δυνατότητα καθιστά το πρόβλημα ενδιαφέρον: οι επενδυτές, έχοντας επίγνωση της σχετικής τους άγνοια, θα πιστέψουν ότι η απόφαση να μην εκδώσει η εταιρία μετοχές σηματοδοτούν «καλά νέα». Τα νέα που ακολουθούν την έκδοση μετοχών είναι αρνητικά ή τουλάχιστον λιγότερο θετικά. Το γεγονός αυτό επηρεάζει την τιμή που οι επενδυτές είναι πρόθυμοι να πληρώσουν για τις νέες κοινές μετοχές κατόπιν της έκδοσης, το οποίο με τη σειρά του επηρεάζει την issue-invest απόφαση. Σε περίπτωση που η επιχείρηση αποφασίσει τελικά να μην εκδώσει και ως εκ τούτου να μην επενδύσει, η πραγματική επένδυση των κεφαλαίων της δεν κατανέμεται σωστά και η αξία των περιουσιακών στοιχείων της εταιρίας μειώνεται.

Το πιο σημαντικό πρόβλημα είναι να υπολογιστεί η τιμή ισορροπίας της μετοχής η οποία εξαρτάται από την issue-invest απόφαση, με την προϋπόθεση της ύπαρξης των ορθολογικών επενδυτών, και επίσης μιας ορθολογικής επιχείρησης η οποία βασίζει τις επενδυτικές της αποφάσεις στην τιμή που αντιμετωπίζει. Αυτό το άρθρο εξετάζει αυτό το πρόβλημα, και το επιλύει βάσει εύλογων παραδοχών.

Σύμφωνα με το άρθρο η λύση των συγγραφέων προϋποθέτει ότι η διαχείριση δρα προς το συμφέρον των «παλαιών» (υπαρχόντων) μετόχων. Προϋποθέτει, επίσης, ότι οι μέτοχοι που είναι παθητικοί, και δεν προσαρμόσουν τα χαρτοφυλάκιά ανάλογα με τις αποφάσεις της εταιρίας για επένδυση ή έκδοση νέων μετοχών, ίσως να αγοράσουν ένα προκαθορισμένο ποσοστό από κάθε νέα έκδοση. Η υπόθεση αυτή κάνει το θέμα της χρηματοδότησης. Μια επιχείρηση με άφθονη οικονομική επιβράδυνση θα λαμβάνει όλες τις θετικές -NPV ευκαιρίες. Επίσης, με αυτή την υπόθεση για το στόχο της διοίκησης, το μοντέλο τους προβλέπει ότι οι επιχειρήσεις θα προτιμήσουν το δανεισμό κεφάλαιο, εάν χρειαστεί εξωτερική χρηματοδότηση κεφαλαίων.

Οι συγγραφείς παρουσιάζουν ένα μοντέλο για τις αποφάσεις περί έκδοσης κοινών μετοχών ή επενδύσεων, όταν τα στελέχη της επιχείρησης έχουν περισσότερες πληροφορίες και συνοψίσουν, εξετάζοντας μερικές από τις πιο ενδιαφέρουσες ιδιότητες του μοντέλου.

Πρώτον, είναι γενικά καλύτερη η έκδοση ασφαλών τίτλων από αυτούς που είναι επικίνδυνοι. Οι επιχειρήσεις πρέπει να καταφεύγουν στις αγορές ομολόγων για εξωτερικά κεφάλαια, αλλά να προβαίνουν σε αύξηση μετοχικού κεφαλαίου από τη διατήρηση, αν είναι δυνατόν. Αυτή είναι η εξωτερική

χρηματοδότηση με δάνεια είναι καλύτερη από τη χρηματοδότηση με την έκδοση νέων μετοχών.

Δεύτερον, οι επιχειρήσεις των οποίων οι επενδυτικές ευκαιρίες που ξεπερνούν τις λειτουργικές ταμειακές ροές, και οι οποίες χρησιμοποιούν μέχρι και την ικανότητά τους για την έκδοση δανείων χαμηλού κινδύνου, μπορεί να απορρίψουν καλές επενδύσεις από το να εκδώσουν υψηλού κινδύνου χρεόγραφα για τη χρηματοδότησή τους. Αυτό γίνεται προς το συμφέρον των υφισταμένων μετόχων. Ωστόσο, οι μέτοχοι είναι σε καλύτερη θέση εκ των προτέρων - δηλαδή, κατά μέσο όρο - όταν η επιχείρηση είναι υπό ανεκτή οικονομική επιβράδυνση και μπορεί να αναλάβει καλές επενδυτικές ευκαιρίες που προκύπτουν. Η εκ των προτέρων απώλεια σε αξία αυξάνεται με το μέγεθος της απαιτούμενης έκδοσης μετοχών. Έτσι, η αύξηση των απαιτούμενων επενδύσεων ή η δυνατή μείωση της οικονομική επιβράδυνση για την επένδυση αυτή, αυξάνει επίσης την εκ των προτέρων απώλεια. Επιπλέον, οι αριθμητικές προσομοιώσεις δείχνουν ότι η ζημία μειώνεται όταν η αβεβαιότητα της αγοράς για την αξία των περιουσιακών στοιχείων μειώνεται, ή όταν της επενδυτικής ευκαιρία η αναμενόμενη NPV αυξάνεται.

Τρίτον, οι επιχειρήσεις μπορούν να ενισχυθούν οικονομικά με τον περιορισμό των μερισμάτων, όταν οι επενδυτικές απαιτήσεις είναι μέτριες. Ο άλλος τρόπος για την οικονομική ανόρθωση της εταιρίας είναι μέσω της έκδοσης μετοχών σε περιόδους κατά τις οποίες οι ανταγωνιστικό πλεονέκτημα για περισσότερη πληροφόρηση που έχουν οι διευθυντές είναι μικρό. Οι επιχειρήσεις που δεν διαθέτουν επαρκείς πόρους να αναλάβουν πιθανές μελλοντικές επενδυτικές ευκαιρίες, θα πρέπει να εκδίδουν νέες μετοχές σε περιόδους όπου οι διευθυντές έχουν ανταγωνιστικό πλεονέκτημα πληροφοριών. Ωστόσο, δεν υπάρχει μια βέλτιστη δυναμική στρατηγική για το θέμα αυτό.

Τέταρτον, η επιχείρηση δεν θα πρέπει να καταβάλει μέρισμα, εάν έχει να αποσβέσει τα χρήματα από την πώληση μετοχών ή από κάποιο άλλο αξιόγραφο που ενέχει κίνδυνο. Φυσικά, τα μερίσματα μπορούν να βοηθήσουν μεταφέροντας πληροφορίες των στελεχών της εταιρίας, οι οποίοι κατέχουν περισσότερη πληροφόρηση, στους πιθανούς επενδυτές στην αγορά. Το συγκεκριμένο μοντέλο προτείνει μια πολιτική βάσει της οποίας οι αλλαγές στα μερίσματα είναι σε μεγάλο βαθμό συσχετισμένες με τις εκτιμήσεις των μάνατζερ για την αξία των περιουσιακών στοιχείων της εταιρίας.

Όταν οι μάνατζερ έχουν παραπάνω πληροφόρηση, και οι μετοχές εκδίδονται προκειμένου να χρηματοδοτήσουν επενδύσεις αναμένεται η τιμή των μετοχών να πέσει. Η δράση αυτή, ωστόσο, είναι προς το συμφέρον των (υπαρχόντων) μετόχων της εταιρίας. Εάν η εταιρεία προβαίνει σε ασφαλή (άνευ κινδύνου) δάνεια για τη χρηματοδότηση των επενδύσεων, οι τιμές των μετοχών δεν θα πέσουν.

Η συγχώνευση μεταξύ μιας slack-rich και slack-poor εταιριών αυξάνει την συνολική αξία της επιχείρησης. Ωστόσο, η διαπραγμάτευση αυτών των συγχωνεύσεων θα είναι δύσκολη, εκτός αν οι μάνατζερ των slack-poor επιχειρήσεων μπορούν να μεταδώσουν ειδικές πληροφορίες στους

μελλοντικούς αγοραστές. Αν οι πληροφορίες αυτές δεν μπορούν να μεταδοθούν (και να επέρχεται επαλήθευση τους), οι slack-root εταιρείες θα εξαγοραστούν από διαγωνισμούς προσφοράς που γίνονται απευθείας στους μετόχους της.

Φυσικά, τα έξι στοιχεία που αναφέρθηκαν ακριβώς παραπάνω εξαρτώνται από συγκεκριμένες παραδοχές του μοντέλου των συγγραφέων και δεν μπορεί να ακολουθηθούν σε άλλα πλαίσια. Οι συγγραφείς εξερεύνησαν μόνο μία από τις πολλές πιθανές ιστορίες για την εταιρική χρηματοδότηση.

Την αξία των συγκρούσεων μεταξύ των μετόχων και των ομολογιούχων στην επιλογή της διάρθρωσης κεφαλαίου εξετάζουν και οι **R. Parrino, M.S. Weisbach** (1999). Οι συγγραφείς χρησιμοποιούν πολλές τεχνικές για να υπολογιστεί η αναμενόμενη μεταφορά πλούτου μεταξύ των μετόχων και των ομολογιούχων, όταν μια εταιρία αναλαμβάνει ένα νέο έργο. Οι συγγραφείς εξετάζουν το σύνολο των έργων με θετική NPV που οι μέτοχοι προτιμούν να αγνοούν και το σύνολο των έργων με αρνητική NPV που οι μέτοχοι επιθυμούν να αποδεχθούν. Τα αποτελέσματα δείχνουν πως οι στρεβλώσεις αυτές ποικίλλουν ανάλογα με την εταιρία και τα χαρακτηριστικά του έργου. Εκτιμούν, επίσης, τις επιπτώσεις της σύγκρουσης των μετόχων και των ομολογιούχων πάνω στις επενδυτικές αποφάσεις σε διαφορετικές επιχειρήσεις και εξετάζουν την έκταση στην οποία οι συγκρούσεις των μετόχων και των ομολογιούχων εξηγούν παρατηρείται τη cross-sectional διακύμανση των δομών του κεφαλαίου.

Παρά τις πάνω από 40 χρόνια έρευνες, γνωρίζουμε ακόμη εντυπωσιακά λίγα για τους καθοριστικούς παράγοντες της κεφαλαιακής δομής. Υπάρχει γενική συμφωνία ότι το χρέος και τα δάνεια έχουν ένα φορολογικό πλεονέκτημα σε σχέση με τα ίδια κεφάλαια και την έκδοση νέων μετοχών, αλλά υπάρχει διαφωνία για το μέγεθος αυτού του φορολογικού πλεονεκτήματος και τη σχετική σημασία του κόστους του χρέους που οριακά ξεπερνά αυτό το φορολογικό πλεονέκτημα. Μια εξήγηση για τα σχετικά χαμηλά επίπεδα δανείων και στα χρέη, στα επίπεδα των αμερικανικών εταιριών, είναι ότι τα προβλήματα διαμεσολάβησης έχουν διαφορετική επιρροή τους στόχους των μετόχων και των ομολογιούχων για τα όρια του φορολογικού πλεονεκτήματος στα δάνεια-χρέη. Έχει υποστηριχθεί ότι οι συγκρούσεις των μετόχων και των ομολογιούχων αποτελούν σημαντικό καθοριστικό παράγοντα της κεφαλαιακής διάρθρωσης (Smith και Watts, 1992), και έχουν σοβαρές συνέπειες για τους τρόπους με τους οποίους αναδιοργανώνεται μια εταιρία η οποία αντιμετωπίζει σοβαρά οικονομικά προβλήματα (Gertner και Scharfstein, 1991), και ακόμη και μακροοικονομικές επιπτώσεις (Lamont, 1995).

Οι συγγραφείς υπολογίζουν αριθμητικά το μέγεθος των εν λόγω συγκρούσεων των μετόχων και των ομολογιούχων χρησιμοποιώντας μια προσέγγιση προσομοίωσης Monte Carlo. Η προσέγγισή τους χρησιμοποιεί συνήθεις τεχνικές αποτίμησης για το χρέος και τα ίδια κεφάλαια της εταιρίας, και, για ειδικές παραμέτρους των εταιριών, υπολογίζει το μέγεθος του κόστους διαμεσολάβησης του χρέους και των δανείων. Αυτή η προσέγγιση είναι βέλτιστη σε σχέση με contingent-claims μεθόδους, διότι δεν επιβάλλει περιορισμούς στη κατανομή των ταμειακών ροών ή σε θέματα της

κεφαλαιακής διάρθρωσης της εταιρίας. Αυτές οι προσομοιώσεις παράγουν εκτιμήσεις της στρέβλωσης των επενδύσεων που προκύπτουν από τη σύγκρουση των μέτοχων και των ομολογιούχων. Οι εκτιμήσεις αυτές βασίζονται σε παραμέτρους που επιλέγονται προκειμένου να αντικατοπτρίζουν τα επιτόκια και τις αποδόσεις της αγοράς, την πραγματική διάρθρωση του κεφαλαίου, και τις πιο πρόσφατες εκτιμήσεις των συντελεστών φορολογίας των επιχειρήσεων. Τονίζουν οι συγγραφείς, όμως, ότι οι εκτιμήσεις αυτές είναι προκαταρκτικές. Οι βελτιώσεις είναι πιθανό να προέρχονται από τη χρήση πιο εξελιγμένων μοντέλων των ταμειακών ροών τα οποία αλληλεπιδρούν με τα έργα και από την εξέταση του άμεσου και έμμεσου κόστους πτώχευσης. Οι βελτιώσεις είναι επίσης πιθανό να προέρχονται από την εξέταση των πιο σύνθετων έργων όπως εκείνα που απαιτούν μια σειρά από αποφάσεις για επενδύσεις με τη πάροδο του χρόνου.

Οι εκτιμήσεις των συγγραφέων μας υποδηλώνουν ότι οι συγκρούσεις μεταξύ των μετόχων και των ομολογιούχων υπάρχουν και ότι θα αυξάνονται με τα επίπεδα του χρέους. Επιπλέον, προτείνουν μια σειρά αριθμητικών και στατικών σημαντικών αποτελεσμάτων, που χαρακτηρίζουν το αποτέλεσμα διαφόρων παραγόντων στο μέγεθος αυτής της στρέβλωσης. Αυτοί οι παράγοντες περιλαμβάνουν τον κίνδυνο του έργου, τη διάρκεια του χρέους της εταιρίας, την αντιστοιχία μεταξύ των πιθανών ταμειακών ροών των έργων και των αντίστοιχων της εταιρίας, το μέγεθος της επένδυσης, την αστάθεια των ταμειακών ροών της εταιρίας, και φορολογικούς συντελεστές της εταιρίας. Οι εκτιμήσεις μας δείχνουν ότι αυτά τα κόστη αντιπροσώπευσης του χρέους ποικίλλουν σε μεγάλο βαθμό.

Από την εξέταση των ιστορικών αποδόσεων των μετοχών οι συγγραφείς διαπιστώνουν ότι η ενσωμάτωση των διαχρονικών σκέψεων στο μοντέλο δεν είναι δυνατό να διαφοροποιήσει τα βασικά συμπεράσματα. Για παράδειγμα, λαμβάνοντας υπόψη τα ιστορικά στοιχεία για τις αμερικανικές αποδόσεις των μετοχών μεταξύ 1930 και 1981, μια πενταετή απόδοση συνολικά του 38% θα αποτελούσε για τη εταιρία την ένταξη της στο 5% των εταιριών με τέτοιες αποδόσεις και με ανησυχία για την μελλοντική πορεία των μετοχών της. Ακόμη και αν μια εταιρία με μια τέτοια αρνητική απόδοση δεν έλαβε κανένα μέτρο για τον έλεγχο της δομής του κεφαλαίου της, όπως η πληρωμή του χρέους της, αυτή η απόδοση θα αύξανε μόνο το συνολικό χρέος της εταιρίας προς το συνολικό δείκτη κεφαλαιακής επάρκειας από 20% σε περίπου 29%. Τα αποτελέσματα της προσομοίωσης υποδηλώνουν ότι η αύξηση των επενδύσεων εξαιτίας της σύγκρουσης των μετόχων και των ομολογιούχων από μια τέτοια αύξηση της μόχλευσης θα είναι μικρή και δεν φαίνεται να έχει αρκετή σημασία για να δικαιολογήσει την απώλεια της φορολογικής προστασίας που σχετίζεται με ένα ελαφρά υψηλότερο επίπεδο του χρέους. Αυτό ισχύει ιδιαίτερα λόγω της μικρής πιθανότητας τα επίπεδα του χρέους να αυξάνονται λόγω των κακών αποδόσεων των μετοχών. Περίπου το 90% των εταιριών είχε θετικές πενταετή αποδόσεις πάνω από τη δεκαετία του 1930-1981, με μια μέση εταιρία περίπου να προσφεύγει στο διπλασιασμό της αξίας των ιδίων κεφαλαίων της.

Για να εξετάσουν περαιτέρω οι συγγραφείς τις εκτιμήσεις τους που αντιδρούν στο μέγεθος των στρεβλώσεων των επενδύσεων λόγω της σύγκρουσης των

μετόχων και των ομολογιούχων, αυτοί υπονοούν ότι οι στρεβλώσεις αυτές είναι πολύ μικρές για να εξηγήσουν την παρατηρούμενη cross-sectional διακύμανση των δομών του κεφαλαίου. Τα αποτελέσματα αυτά δεν συμφωνούν με τους Smith και Watts (1992), Gaver και Gaver (1993), Barclay και Smith (1995), και Rajan και Zingales (1995). Το άρθρο αυτό καταλήγει ότι οι εταιρίες με επιλογές υψηλής ανάπτυξης τείνουν να χρησιμοποιούν μικρότερες ποσότητες δανείων και ότι το χρέος τους τείνει να είναι μικρότερης διάρκειας από ό, τι το χρέος εταιριών με περισσότερα στοιχεία στη θέση του ενεργητικού τους.

Μια άλλη σημαντική έρευνα προέρχεται από τους **Artur MORGADO, Julio PINDADO** (2001), οι οποίοι μελετούν τη σχέση μεταξύ της αξίας της εταιρίας και των επενδύσεων, προκειμένου να ελεγχθούν οι υποθέσεις των υπό-επενδύσεων και των υπερεπενδύσεων. Τα αποτελέσματα που προέκυψαν, χρησιμοποιώντας panel data μεθοδολογία σαν μέθοδο εκτίμησης, δείχνουν ότι η ανωτέρω σχέση είναι τετραγωνική, πράγμα που σημαίνει ότι υπάρχει ένα βέλτιστο επίπεδο επενδύσεων. Κατά συνέπεια, οι επιχειρήσεις που επενδύουν λιγότερο από το βέλτιστο επίπεδο πάσχουν από ένα πρόβλημα ανεπαρκών επενδύσεων, ενώ οι επιχειρήσεις που έχουν ένα επίπεδο επενδύσεων υψηλότερο από το βέλτιστο υποφέρουν από ένα πρόβλημα υπερ-επένδυσης. Η παραπάνω τετραγωνική σχέση διατηρείται, όταν οι επιχειρήσεις ταξινομούνται ανάλογα με τις επενδυτικές ευκαιρίες τους. Επιπλέον, σύμφωνα με τη θεωρία, οι επιχειρήσεις με πολύτιμες επενδυτικές ευκαιρίες διατηρούν ένα βέλτιστο επίπεδο επενδύσεων υψηλότερο από το αντίστοιχο εκείνων των οποίων οι επενδυτικές ευκαιρίες είναι χαμηλής ποιότητας.

Το άρθρο αυτό, ξεκινώντας από την υπόθεση της ύπαρξης ασυμμετρίας πληροφόρησης μεταξύ των διαχειριστών και των μετόχων, εισάγει το λεγόμενο πρόβλημα της υπέρ-επένδυσης, ως βασικό επιχείρημα της θεωρίας των ελεύθερων ταμειακών ροών. Σύμφωνα με τη θεωρία αυτή μπορεί να υπάρξουν επενδυτικά σχέδια με αρνητική ΚΠΑ που τελικά ολοκληρώνονται. Με αυτόν τον τρόπο, κάθε φορά που μια διαδικασία υπό-επένδυσης ή μια διαδικασία υπερ-επένδυσης προκύπτει η αξία της επιχείρησης θα επηρεαστεί. Έτσι, ο συγγραφέας υποθέσει ότι η σχέση μεταξύ των επενδύσεων και της αξίας της επιχείρησης δεν είναι μονοτονική, αλλά μάλλον αυξάνει μέχρι και ένα βέλτιστο επίπεδο και μειώνεται μετά από αυτό το επίπεδο. Οι επιχειρήσεις αρχικά αναλαμβάνουν εκείνα τα επενδυτικά σχέδια με θετική καθαρή παρούσα αξία μέχρι η θετική καθαρά παρούσα αξία να εξαντληθεί. Οι επιχειρήσεις που θα συνεχίσουν να επενδύουν πέρα από αυτό το σημείο, αναλαμβάνουν έργα με αρνητική ΚΠΑ και ως εκ τούτου η αγοραία αξία τους θα μειωθεί. Στο πλαίσιο αυτό, τα χαμηλότερα επίπεδα από το βέλτιστο επιβεβαιώνουν την υπόθεση υπό-επενδύσεων και τα επίπεδα υψηλότερα από το βέλτιστο, επιβεβαιώνουν την υπόθεση υπερεπένδυσης.

Για να ελεγχτεί η κύρια υπόθεση που υπέβαλαν στο άρθρο τους οι συγγραφείς, δηλαδή, ότι η σχέση μεταξύ της αξίας της επιχείρησης και των επενδύσεων είναι τετραγωνική και όχι γραμμική, έχουν αναπτύξει ένα μοντέλο που σχετίζεται με την αξία των περιουσιακών στοιχείων της εταιρίας και τις επενδύσεις της, με ενσωματωμένο το τετραγωνικό όρο των επενδύσεων στην

εξίσωση. Τα αποτελέσματα που προέκυψαν κατά την εκτίμηση αυτού του μοντέλου θα μας επιτρέψουν να συμπεράνουμε ότι η εν λόγω υπόθεση επαληθεύεται. Μελετούν επίσης τη σχέση μεταξύ της αξίας επιχείρησης και των επενδύσεων ανάλογα με την ποιότητα των επενδυτικών ευκαιριών. Στην περίπτωση αυτή, τα αποτελέσματα επιβεβαιώνουν επίσης την προηγούμενη υπόθεση και δείχνουν ότι το άριστο επίπεδο των επενδύσεων είναι υψηλότερο για τις επιχειρήσεις με πολύτιμες επενδυτικές ευκαιρίες.

Το παρόν άρθρο ελέγχει τις ακόλουθες κύριες υποθέσεις: η σχέση μεταξύ σταθερή αξία της επιχείρησης και των επενδύσεων είναι τετραγωνική, πράγμα που σημαίνει ότι ένα βέλτιστο επίπεδο επενδύσεων υπάρχει, επίπεδα χαμηλότερα από το βέλτιστο επιβεβαιώνουν την υπόθεση ανεπαρκών επενδύσεων και τα υψηλότερα επίπεδα της υπέρ-επενδύσεις.

Τα αποτελέσματα που προέκυψαν μας επιτρέπουν να συμπεράνουμε ότι η εν λόγω υπόθεση έχει εκπληρωθεί. Στην πραγματικότητα, υπάρχει ένα βέλτιστο επίπεδο επενδύσεων, που είναι το επίπεδο όπου τα επενδυτικά έργα όπου η θετική NPV έχει εξαντληθεί. Ως εκ τούτου, οι επιχειρήσεις που υπερβαίνει αυτήν την τιμή θα βρεθούν σε μια διαδικασία υπερεπενδύσεων, που δημιουργείται από την απόκλιση συμφερόντων μεταξύ των μετόχων και των διαχειριστών και διευκολύνεται από την ύπαρξη ασύμμετρης πληροφόρησης.

Αντίθετα, οι επιχειρήσεις που δεν ξεπερνούν αυτή την αξία (το σημείο όπου η θετική NPV του έργου να έχει εξαντληθεί) βρίσκονται σε μια διαδικασία υπό-επενδύσεων, πράγμα που σημαίνει ότι η ύπαρξη ασύμμετρης πληροφόρησης αυξάνει την τιμή των εξωτερικών χρηματοδοτικών πόρων, ως εκ τούτου, οι επιχειρήσεις δεν αναλαμβάνουν θετικά σχέδια NPV. Στην περίπτωση αυτή, η διαδικασία ανεπαρκών επενδύσεων διευκολύνεται από την ύπαρξη ασύμμετρης πληροφόρησης, αλλά προκύπτει και από τη σύγκρουση μεταξύ των μετόχων και των ομολογιούχων και τη σύγκρουση μεταξύ των παλαιών και των νέων μετόχων.

Οι George Akerlof, Michael Spence, και Joseph Stiglitz έλαβαν το 2001 το βραβείο Νόμπελ για την εισαγωγή ενός διαρκές συνόλου εργαλείων για να εξετάσουν το οικονομικό αντίκτυπο της ασύμμετρης πληροφόρησης. Αυτά τα εργαλεία χρησιμοποιούνται για να ανοίξουν τεράστια ερευνητικά προγράμματα σε πολλούς τομείς της οικονομίας, μεταξύ άλλων πάνω στην εταιρική χρηματοδότηση. Στην εταιρική χρηματοδότηση, η ασύμμετρη πληροφόρηση αναφέρεται στην ιδέα ότι συνήθως οι διαχειριστές έχουν καλύτερη πληροφόρηση από ό, τι οι συμμετέχοντες στην αγορά-επενδυτές σχετικά με την αξία των περιουσιακών στοιχείων της εταιρίας τους και τις επενδυτικές ευκαιρίες. Αυτή η ασυμμετρία δημιουργεί μια πιθανότητα ότι η αγορά δεν θα αποτιμήσει σωστά την εταιρεία, δίνοντας έτσι θετικό ρόλο στις εταιρικές αποφάσεις για χρηματοδότηση. Την επόμενη χρονιά από τους **Artur MORGADO, Julio PINDADO** (2001), οι **Linda Schmid Klein, Thomas J. O'Brien, Stephen R. Peters** (2002), επανεξετάζουν τις επιπτώσεις της ασύμμετρης πληροφόρησης σε ένα συγκεκριμένο τομέα της εταιρικής χρηματοδότησης, για την επιλογή της κεφαλαιακής διάρθρωσης από πλευράς του χρέους και δανείων έναντι μετοχικού κεφαλαίου και εκδόσεων νέων μετοχών. Όπως ο Riley (2001), επισημαίνουν ότι η κεφαλαιακή διάρθρωση

είναι ένα θέμα που επηρεάστηκε έντονα από την αυστηρή εξέταση της ασύμμετρης πληροφόρησης.

Ως μέρος μιας συνολικής ανασκόπησης των θεωριών για τη διάρθρωση του κεφαλαίου, οι συγγραφείς συζητούν τις σημαντικότερες εξελίξεις στην ασύμμετρη πληροφόρηση και τη διάρθρωση του κεφαλαίου, τονίζοντας ότι μέχρι εκείνη τη στιγμή η θεωρητική έρευνα σχετικά με το θέμα είχε φτάσει σε ένα σημείο φθίνουσας απόδοσης.

Η μελέτη τους βασίζεται στην επιλογή των δανείων έναντι των εκδόσεων κοινών μετοχών σε ένα περιβάλλον ασύμμετρης πληροφόρησης, χρησιμοποιώντας μια ευρεία επισκόπηση της θεωρίας και εμπειρικά αποτελέσματα.

Οι συγγραφείς καταλήγουν ότι η ασύμμετρη πληροφόρηση είναι ο σημαντικότερος παράγοντας στην διάρθρωση του κεφαλαίου, εκτοπίζοντας τους φόρους, τις χρηματοοικονομικές δυσχέρειες και τα κόστη χρεοκοπίας καθώς και τα κόστη διαμεσολάβησης.

Ανάμεσα στα πολλά εμπειρικά αποτελέσματα που προέκυψαν από τους ελέγχους των αποφάσεων χρηματοδότησης, τέσσερα ξεχωρίζουν. Πρώτον, υπάρχει το μακροχρόνιο αποτέλεσμα ότι η τιμή της μετοχής μιας επιχείρησης πέφτει, κατά μέσο όρο, μετά από τις εκδόσεις seasoned equity offering. Δεύτερον, με τις επενδύσεις να παραμένουν σταθερές, οι ανακοινώσεις για τις αυξήσεις (μειώσεις) στη μόχλευση οδηγούν σε αυξήσεις (μειώσεις) στην τιμή της μετοχής. Τα αποτελέσματα δείχνουν ότι οι μάνατζερ μεταφέρουν πληροφορίες στην αγορά, με τις αποφάσεις χρηματοδότησης τους. Τρίτον, η ανταπόκριση στις πληροφορίες φαίνεται να είναι αρκετά χρονοβόρα. Για παράδειγμα, η αντίδραση των τιμών των μετοχών με την ανακοίνωση SEO είναι σημαντικά αρνητική, όμως και η τιμή της μετοχής παρουσιάζει επίσης ανώμαλες αρνητικές μακροπρόθεσμες αποδόσεις μετά από SEO. Τέταρτον, τα συλλογικά αποτελέσματα υποστηρίζουν την υπόθεση της χρονικής τοποθέτησης και είναι πειστικά: οι εκδόσεις μετοχών τείνουν να συγκεντρώνονται μετά από ανακοινώσεις των κερδών, καθώς και το μέγεθος των επιπτώσεων των ανακοινώσεων συσχετίζεται θετικά με το χρονικό διάστημα. Τα SEOs τείνουν να ακολουθούν περιόδους υψηλών αποδόσεων των μετοχών και οι ανακοινώσεις τους ακολουθούνται από αρνητικές μακροπρόθεσμες αποδόσεις, οι ανακοινώσεις επαναγοράς ακολουθούνται από θετικές μακροχρόνιες αποδόσεις.

Πέρα από αυτά τα αποτελέσματα, δεν υπάρχει οριστική εμπειρική υποστήριξη για μια συγκεκριμένη θεωρία κεφαλαιακής διάρθρωσης και για τις χρηματοδοτικές αποφάσεις. Πολλά μοντέλα προβλέπουν ότι η μόχλευση αυξάνει μαζί με την κερδοφορία και την αξία της εταιρίας. Ωστόσο, τα εμπειρικά αποτελέσματα, δείχνουν συχνά ακριβώς το αντίθετο. Τα μοντέλα επιβάλλουν ομοιογένεια στη διάρθρωση του κεφαλαίου σε ετερογενείς επιχειρήσεις και αναλύουν τις αλλαγές που διαφορετικοί τύποι επιχειρήσεων εφαρμόζουν στις δομές του κεφαλαίου. Έτσι, ο βαθμός της επιχείρησης της μόχλευσης μπορεί να μην μεταφέρει πληροφορίες σχετικά με την κερδοφορία της, ή την αξία της εταιρίας, αν και οι αλλαγές στη δομή του κεφαλαίου.

Οι συγγραφείς συνδυάζουν τις ισχυρές εμπειρικές αποδείξεις σχετικά με τις αντιδράσεις των τιμών των μετοχών στις μειώσεις (αυξήσεις) της μόχλευσης και τις μεταβολές στην κεφαλαιακή διάρθρωση με τις ισχυρές εμπειρικές ενδείξεις ότι η σταθερή αξία της εταιρίας και τα κέρδη σχετίζονται αρνητικά με τη μόχλευση. Ως πρακτικό θέμα, οι συγγραφείς δεν περιμένουν έναν επενδυτή να χρησιμοποιεί τη δεξιά πλευρά του ισολογισμού μιας επιχείρησης και να αναμένει να καθορίσει το μέλλον της επιχείρησης, τα κέρδη, επειδή υπάρχουν πολύ πιο αξιόπιστες διαθέσιμες πληροφορίες. Ωστόσο, ο επενδυτής θα ήταν σωστό να εξετάζει τις πληροφορίες που μεταφέρονται από μια αλλαγή στη μόχλευση της επιχείρησης.

Η καλύτερη κατανόηση των διοικητικών κινήτρων καθώς και τις επιπτώσεις αυτών των κινήτρων στις αποφάσεις χρηματοδότησης, θα μπορούσαν να προσφέρουν νέες γνώσεις για τη θεωρία κεφαλαιακής διάρθρωσης. Επειδή οι πληροφορίες για τις ανάγκες της χρηματοδότησης αλλάζουν δραματικά με την πάροδο του χρόνου, ένα δυναμικό μοντέλο της κεφαλαιακής διάρθρωσης και των επιλογών χρηματοδότησης κρίνεται σκόπιμο. Με λίγες εξαιρέσεις, οι θεωρίες πάνω στην ασυμμετρία πληροφόρησης είναι στατικές. Οι κίνδυνοι στους οποίους μια εταιρία είναι εκτεθειμένοι αλλάζουν με την πάροδο του χρόνου, και είναι πιθανό λόγω της είναι ασύμμετρης πληροφόρησης.

Στο πλαίσιο αυτό, αναλύοντας τη δομή του κεφαλαίου και τις επιλογές χρηματοδότησης θα μπορούσαν να είναι διαφωτιστικά στοιχεία, γιατί το χρέος και οι απαιτήσεις σε μετοχές έχουν τόσο διαφορετικά χαρακτηριστικά όσον αφορά τον κίνδυνο, και γιατί οι συνέπειες του κινδύνου πάνω στο χρέος ή στα δάνεια και των απαιτήσεων ή εκδόσεων σε μετοχές είναι πολύ διαφορετικές για τα διευθυντικά στελέχη από ό, τι είναι για τους επενδυτές.

Η εμπειρική εξέταση διεξάγεται κατά κανόνα και επικεντρώνεται στις διαφορές μεταξύ των επιχειρήσεων στις αποφάσεις χρηματοδότησης τους και την κεφαλαιακή διάρθρωση τους. Αυτή η προσέγγιση είναι προβληματική λόγω της δυσκολίας στον έλεγχο για την μεγάλη ανομοιογένεια μεταξύ των επιχειρήσεων. Διαχρονικές μελέτες θα μπορούσαν να προσφέρουν περισσότερες εξηγήσεις και να αποκαλύψουν τους παράγοντες που καθορίζουν τη διάρθρωση του κεφαλαίου μιας εταιρίας και πώς αλλάζουν μέσα στο χρόνο. Επιπλέον, οι έλεγχοι των ασύμμετρων θεωριών πληροφόρησης ενδέχεται να απαιτούν πιο αξιόπιστα proxies των ασύμμετρων μεταβλητών πληροφόρησης, όπως οι ευκαιρίες ανάπτυξης, ο βαθμός ασυμμετρίας στην πληροφόρηση, και το μέγεθος του χρέους.

Η αναποτελεσματικότητα των χρηματοπιστωτικών αγορών έχει πραγματικές συνέπειες; Ή μήπως επηρεάζει μόνο τη μεταφορά του πλούτου σε arbitrageurs; Οι **Christopher Polk and Paola Sapienza** (2002) μελετούν και εστιάζουν στις επενδύσεις των εταιριών προκειμένου να απαντήσουν στις παραπάνω ερωτήσεις. Στο μοντέλο τους, οι καλοπροαίρετοι μάνατζερ των υπερτιμημένων εταιριών επενδύουν σε έργα με αρνητική καθαρή παρούσα αξία και οι μάνατζερ των υποτιμημένων εταιριών δεν αναλαβαίνουν έργα με θετική καθαρή παρούσα αξία. Εμπειρικά, οι συγγραφείς βρίσκουν μια θετική σχέση μεταξύ των επενδύσεων και της τιμολόγησης αυτών, τον έλεγχο για τις

επενδυτικές ευκαιρίες και την οικονομική επιβράδυνση, γεγονός που υποδηλώνει ότι οι υπερτιμημένες (υποτιμημένες) επιχειρήσεις έχουν την τάση να υπερ-επενδύουν (υπο-επενδύουν).

Σύμφωνα με τις προβλέψεις του μοντέλου τους, οι συγγραφείς βρίσκουν ότι οι επενδύσεις έχουν μεγάλη ευαισθησία έναντι της λάθος τιμολόγησης σε εταιρίες με μεγαλύτερα έξοδα σε E & A (γεγονός που υποδηλώνει μεγαλύτερες περιόδους ασυμμετρίας πληροφόρησης) ή σε εταιρίες με μεγάλα έσοδα από μετοχές (γεγονός που υποδηλώνει ότι οι μέτοχοι των επιχειρήσεων είναι βραχυχρόνιοι επενδυτές). Επιπλέον οι επιχειρήσεις με σχετικά υψηλό (χαμηλό) ρυθμό επενδύσεων αποκτούν σχετικά χαμηλές (υψηλές) αποδόσεις μετοχών, μετά από έλεγχο για τις επενδυτικές ευκαιρίες και τα άλλα χαρακτηριστικά που συνδέονται με την προβλεψιμότητα.

Οι συγγραφείς μοντελοποιούν τις επενδυτικές αποφάσεις, υπό ασυμμετρία πληροφόρησης, ενός μάνατζερ που μεγιστοποιεί τον πλούτο των μετόχων. Υποθέτουν ότι η αγορά αξιολογεί τις επενδύσεις σε νέα έργα με βάση την τρέχουσα αγοραία αξία της εταιρείας. Υπό τις συνθήκες αυτές, οι διαχειριστές των υπερ-τιμολογημένων επιχειρήσεων, ενεργώντας προς το συμφέρον των μετόχων τους, έχουν κίνητρο την ανάληψη έργων με αρνητική καθαρή παρούσα αξία. Παρομοίως, οι διαχειριστές των υποτιμημένων επιχειρήσεων μπορούν να παραιτηθούν από έργα με θετική καθαρή παρούσα αξία. Η λάθος κατανομή των επενδύσεων σύμφωνα με το μοντέλο τους είναι πιο πιθανό να συμβεί όταν οι επιχειρήσεις έχουν έργα με ποιότητα που είναι πιο δύσκολο να αξιολογηθούν και οι μέτοχοι είναι βραχυπρόθεσμοι επενδυτές.

Οι συγγραφείς ελέγχουν τις προβλέψεις αυτού του μοντέλου χρησιμοποιώντας διάφορα proxies, παλινδρομώντας τις επενδύσεις των εταιριών βάσει αυτών των proxies όπως το λόγο Tobin's Q και τις ταμειακές ροές. Βασίζονται σε τρία διαφορετικά proxies για την λάθος τιμολόγηση των τιμών των μετοχών (discretionary accruals, net equity issuances/repurchases, and price momentum). Πολλά άρθρα αποδεικνύουν ότι αυτές οι μεταβλητές είναι καλοί προγνωστικοί δείκτες για τις αποδόσεις μιας μετοχής. Ωστόσο, σύμφωνα με τη βιβλιογραφία και προηγούμενα άρθρα, κατά πόσο αυτές οι μεταβλητές είναι αποτελεσματικές για την εκτίμηση των αποδόσεων των μετοχών βασίζεται σε διαφορετικές εικασίες για το πώς οι επενδυτές πείθονται και τα πιστεύω τους και τις διάφορες υποθέσεις που εξηγούν τις αποκλίσεις από την αποτελεσματικότητα της αγοράς. Για το λόγο αυτό, οι συγγραφείς αναλύουν τις επιπτώσεις για κάθε ένα από αυτά τα μέτρα χωριστά και στη συνέχεια εξετάζουν τις συνολικές επιπτώσεις αυτών όταν συνδυάζονται μαζί για μια εκτίμηση που παράγεται από ένα autoregression μοντέλο σε επίπεδο επιχειρήσεων.

Οι συγγραφείς λοιπόν παρουσιάζουν ένα μοντέλο για τις επενδυτικές αποφάσεις των επιχειρήσεων στο οποίο οι επενδυτικές αποφάσεις επηρεάζονται από την αποτίμηση της εταιρείας από την αγορά. Στο μοντέλο οι μάνατζερ με τις ιδιωτικές πληροφορίες για την ποιότητα των επενδύσεων της επιχείρησης μπορεί να επενδύσουν αναποτελεσματικά για λογαριασμό των μετόχων. Ο λόγος είναι ότι η επενδυτική απόφαση χρησιμεύει ως ένδειξη της αξίας της επιχείρησης και μπορεί να χρησιμοποιηθεί για το

χειρισμό των τιμών των μετοχών προς όφελος των μετόχων. Αν οι μετοχές των επιχειρήσεων είναι τιμολογημένες λανθασμένα, οι μη αποτελεσματικές επενδύσεις μπορεί να προβλεφθούν- εντοπιστούν με την εκ των προτέρων μέσω μεταβλητών.

Στο εμπειρικό μέρος του άρθρου οι συγγραφείς δείχνουν ότι οι μεταβλητές που προβλέπουν αρνητικές αποδόσεις των μετοχών προβλέπουν επίσης και τις επενδύσεις, ελέγχοντας για τις επενδυτικές ευκαιρίες και την οικονομική επιβράδυνση. Ειδικότερα, δείχνουν ότι υπάρχει μια τυπική αλλαγή σε ροxy που χρησιμοποιούν για την λανθασμένη τιμολόγηση των τιμών των μετοχών κατά περίπου δύο έως τέσσερα τοις εκατό των επενδύσεων της επιχείρησης ως ποσοστό του κεφαλαίου

Το μοντέλο τους προβλέπει ότι αυτές οι ευαισθησίες πρέπει να είναι μεγαλύτερες, όσο μεγαλύτερος είναι ο βαθμός της ασύμμετρης πληροφόρησης μεταξύ των επιχειρήσεων και των επενδυτών. Θεωρούν ότι αυτό συμβαίνει κατά κανόνα και το αποτέλεσμα είναι πιο αδύναμο για τις επιχειρήσεις με σχετικά χαμηλή ένταση E & A εξόδων . Το μοντέλο τους προβλέπει επίσης ότι τα αποτελέσματα θα πρέπει να είναι ισχυρότερα για τις επιχειρήσεις με τους βραχυπρόθεσμους επενδυτές.

1.2 Οι επιπτώσεις του κόστους διαμεσολάβησης στις επενδυτικές αποφάσεις των εταιριών

Οι **Michael C. Jensen, William H. Meckling** (1976) αναφέρονται κυρίως στις εξελίξεις της θεωρία των δικαιωμάτων ιδιοκτησίας, του κόστους διαμεσολάβησης και της χρηματοδότησης για την ανάπτυξη μιας θεωρίας της ιδιοκτησίας για την επιχείρηση. Εκτός από τη συνδυασμένη χρήση των στοιχείων από τη θεωρία του καθενός από τους τρεις αυτούς τομείς, η ανάλυση τους ρίχνει νέο φως και έχει συνέπειες σε μια ποικιλία θεμάτων συμπεριλαμβανομένου του ορισμού της επιχείρησης, του διαχωρισμού της κυριότητας και του ελέγχου, της κοινωνικής ευθύνης των επιχειρήσεων, τον καθορισμό της βέλτιστης κεφαλαιακής διάρθρωσης, τον προσδιορισμό για το περιεχόμενο των συμβάσεων πίστωσης και την πλευρά της προσφοράς για την πληρότητα στα προβλήματα της αγοράς.

Η θεωρία τους εξηγεί:

1. Γιατί κάποιος μέτοχος ή διευθυντής σε μια επιχείρηση που έχει μια μικτή χρηματοοικονομική δομή (που περιέχει τόσο το χρέος και δάνεια όσο και εξωτερικές απαιτήσεις ιδίων κεφαλαίων) θα επιλέξει ένα σύνολο δραστηριοτήτων για την επιχείρηση έτσι ώστε η συνολική αξία της επιχείρησης να είναι μικρότερη από ό, τι θα ήταν, αν ήταν ο μοναδικός ιδιοκτήτης της και γιατί το αποτέλεσμα αυτό είναι ανεξάρτητο από το εάν η επιχείρηση λειτουργεί σε μονοπωλιακές ή ανταγωνιστικές αγορές προϊόντων ή παραγώγων;
2. Γιατί η αποτυχία του να μεγιστοποιήσει την αξία της επιχείρησης είναι απόλυτα συνεπής με την αποτελεσματικότητα;

3. Γιατί η πώληση των κοινών μετοχών είναι μια βιώσιμη πηγή κεφαλαίου παρόλο που οι διαχειριστές δεν μεγιστοποιούν κυριολεκτικά την αξία της επιχείρησης;
4. Γιατί το χρέος επικαλείται ως πηγή των κεφαλαίων πριν η χρηματοδότηση του χρέους προσφέρει κάποιο φορολογικό πλεονέκτημα σε σχέση με ίδια κεφάλαια;
5. Γιατί η έκδοση κοινών μετοχών είναι απαραίτητη;
6. Γιατί οι λογιστικές εκθέσεις θα παρέχονται εθελοντικά, στους πιστωτές και στους μετόχους, και γιατί οι ανεξάρτητοι ελεγκτές θα πρέπει να ασχολούνται με τη διαχείριση και τον έλεγχο σχετικά με την ακρίβεια και την ορθότητα των εκθέσεων αυτών;
7. Γιατί οι δανειοδότες θέτουν συχνά περιορισμούς στις δραστηριότητες των επιχειρήσεων, στις οποίες δανείζουν, και γιατί οι επιχειρήσεις είναι οι ίδιοι που οδήγησαν στην επιβολή τέτοιων περιορισμών;
8. Γιατί ορισμένες βιομηχανίες χαρακτηρίζονται από επιχειρήσεις που λειτουργούν με τον ιδιοκτήτη τους ως μάνατζερ της οποίας μοναδική εξωτερική πηγή του κεφαλαίου είναι ο δανεισμός;
9. Γιατί οι πολύ καλά ρυθμισμένες νομοθετικά βιομηχανίες, όπως οι δημόσιες επιχειρήσεις κοινής ωφέλειας ή οι τράπεζες έχουν υψηλότερους δείκτες δανειακής επιβάρυνσης ιδίων κεφαλαίων για ισοδύναμα επίπεδα κινδύνου από τον μέσο όρο των μη καλά ρυθμισμένων νομοθετικά βιομηχανιών;
10. Γιατί η ασφάλεια των αξιολογίων μπορεί να είναι κοινωνικά παραγόμενη ακόμα και αν δεν αυξάνει την απόδοση του χαρτοφυλακίου των επενδυτών;

Οι εισηγμένες στο χρηματιστήριο εταιρείες είναι μια τρομερή κοινωνική εφεύρεση. Εκατομμύρια άτομα εμπιστεύονται εθελοντικά δισεκατομμύρια δολάρια, ελβετικά φράγκα, πέσος, κλπ. του προσωπικού τους πλούτου στους μάνατζερ, με βάση ένα περίπλοκο σύνολο συμβάσεων που οριοθετηθούν τα δικαιώματα των εμπλεκόμενων μερών. Η αύξηση της χρήσης της εταιρικής μορφής, καθώς και η αύξηση της αξίας της αγοράς των καθιερωμένων εταιριών δείχνει ότι, τουλάχιστον, μέχρι σήμερα, οι πιστωτές και οι επενδυτές σε μεγάλο βαθμό δεν έχουν απογοητευτεί με τα αποτελέσματα, παρά μόνο με τα κόστη διαμεσολάβησης που συνδέονται με την εταιρική μορφή.

Το επίπεδο του κόστους διαμεσολάβησης εξαρτάται, μεταξύ άλλων, από τις υποχρεωτικές από το εθιμικό δίκαιο και την ανθρωπίνη εφευρετικότητα εκπονήσεις συμβάσεων. Τόσο το δίκαιο και η πολυπλοκότητα των συμβάσεων που αφορούν την σύγχρονη εταιρεία είναι τα προϊόντα μιας ιστορικής διαδικασίας στην οποία υπήρχαν ισχυρά κίνητρα για τους ιδιώτες να ελαχιστοποιηθεί το κόστος διαμεσολάβησης. Επιπλέον, υπήρχαν εναλλακτικές εταιρικές οργανωτικές μορφές διαθέσιμες, και ευκαιρίες να εφευρευθούν νέες.

Οι **Xueping Wu, Zheng Wang** (2004) γενικεύουν το μοντέλο των Myers και Majluf (1984) με την εισαγωγή της δομής του κόστους διαμεσολάβησης, το οποίο βασίζεται στα οφέλη του ελέγχου. Το νέο αυτό μοντέλο προβλέπει ότι

πολλές οικονομικές μεταβλητές έχουν αντίθετες συνέπειες στις υπο-επενδύσεις ή στις υπέρ-επενδύσεις. Λόγω ιδιωτικών οφελών των μάντζερ επιτείνονται οι υπέρ-επενδύσεις αλλά, περιέργως, ένα μικρό ποσοστό των ιδιωτικών οφελών τους μπορεί να ενισχύσει την αξία της εταιρίας, μετριάζοντας τις υπο-επενδύσεις. Ομοίως, η αύξηση της ιδιοκτησίας μετριάζει τις υπέρ-επενδύσεις αλλά επιδεινώνει την μείωση των επενδύσεων. Όταν τα ιδιωτικά οφέλη είναι ασήμαντα, οι αρνητικές επιπτώσεις της ιδιοκτησίας στις υπο-επενδύσεις έχουν την τάση να κυριαρχούν.

Το μοντέλο τους συγκεντρώνει τις υπάρχουσες θεωρίες σχετικά με τη χρηματοδότηση των επενδύσεων με την έκδοση κοινών μετοχών ή μέσω ιδίων κεφαλαίων με τις επιπτώσεις των ανακοινώσεων. Βοηθά επισημαίνοντας ότι οι επιχειρήσεις με μικρό ρυθμό ανάπτυξης δεν φαίνεται να έχουν μειονεκτήματα λόγω της ασυμμετρίας πληροφόρησης όταν εκδίδουν νέες μετοχές.

Το άρθρο αυτό επιχειρεί να εξετάσει με ποιον τρόπο η αγορά ανησυχεί και για τις υπό-και για τις υπέρ-επενδύσεις εφόσον επηρεάζουν από κοινού την αξία των περιουσιακών στοιχείων της εταιρίας μέσα από μια σειρά οικονομικών εταιρικών και κυβερνητικών μεταβλητών. Για το σκοπό αυτό, οι συγγραφείς επεκτείνουν το μοντέλο των Myers και Majluf (1984). Πιο συγκεκριμένα, υποθέτουν ότι οι διαχειριστές μεγιστοποιούν τον έλεγχο του πλούτου-μερίδιο των μετόχων, ο οποίος περιλαμβάνει τόσο οφέλη όπως insider ownership και self-dealing.

Το μοντέλο τους είναι σε θέση να προσφέρει νέες πληροφορίες σχετικά με την εταιρική διακυβέρνηση. Συγκεκριμένα, οι συγγραφείς δείχνουν πως μεταβλητές της εταιρικής διακυβέρνησης όπως το ποσό ιδιωτικών συμφερόντων και το επίπεδο της ιδιοκτησίας επηρεάζουν την αξία της εταιρίας μέσω των υποκείμενων αποτελεσμάτων τους στις υπό-και στις υπέρ-επενδύσεις. Θεωρούν ότι μια αύξηση των ιδιωτικών συμφερόντων των μάντζερ επιδεινώνει τις υπέρ-επενδύσεις αλλά αμβλύνει τη μείωση των επενδύσεων. Με την παρουσία των υπο-επενδύσεων, ένα μικρό ποσοστό ιδιωτικών οφελών μπορεί να προσθέσει αξία στην επιχείρηση, όπως ακριβώς και μια δόση της διαφθοράς μπορεί να συμβάλλει στη διευκόλυνση της οικονομικής ανάπτυξης όταν υπάρχουν πολλές γραφειοκρατικές διαδικασίες (Leff, 1964). Ομοίως, η ιδιοκτησία έχει αντίθετες συνέπειες στις υπό ή υπέρ-επενδύσεις. Όταν τα ιδιωτικά οφέλη είναι ασήμαντα, η αύξηση της ιδιοκτησίας μετριάζει τις υπέρ-επενδύσεις αλλά επιδεινώνει τη μείωση των επενδύσεων.

Επιπλέον, το μοντέλο τους συμφιλιώνει υπάρχοντα μοντέλα seasoned equity offerings (SEOs) για την εξήγηση των επιπτώσεων των ανακοινώσεων. Παράγει ένα μη-μονότονο μοτίβο των αποδόσεων των ανακοινώσεων σε σχέση με την αναμενόμενη ΚΠΑ των νέων έργων (ή ανάπτυξη). Πιο συγκεκριμένα, όταν η αναμενόμενη ανάπτυξη είναι αρνητική, οι αποδόσεις των ανακοινώσεων είναι πιο πιθανό να είναι αρνητικές, σύμφωνα με τις υπέρ-επενδύσεις με γνώμονα το «driven agency problem argument» που προτείνεται από τον Jung et al. (1996). Σε γενικές γραμμές, οι συγγραφείς βρίσκουν ότι οι αποδόσεις των ανακοινώσεων αυξάνουν με την αναμενόμενη ανάπτυξη. Όταν η ασύμμετρη πληροφόρηση προέρχεται περισσότερο από

την ανάπτυξη παρά από τα περιουσιακά στοιχεία, οι αποδόσεις των ανακοινώσεων είναι πιο πιθανό να είναι θετικές.

Σε γενικές γραμμές οι συγγραφείς εισαγάγουν ένα κόστος διαμεσολάβησης το οποίο βασίζεται σε ιδιωτικά οφέλη ελέγχου επεκτείνοντας το αρχικό πλαίσιο ασύμμετρης πληροφόρησης των Myers και Majluf (1984). Οι διευθυντές ελέγχοντας τους μετόχους στο γενικευμένο μοντέλο τους και προσπαθούν να μεγιστοποιήσουν τον δικό τους πλούτο, ο οποίος περιλαμβάνει την αξία των «insider equity holdings» και ιδιωτικά οφέλη από τον έλεγχο. Το μοντέλο παράγει πολλές ενδιαφέρουσες νέες προβλέψεις. Τα βασικότερα αποτελέσματα έχουν ως εξής:

Σύμφωνα με την ασυμμετρία της πληροφορίας και τις συγκρούσεις μεταξύ των διαμεσολαβητών, το μοντέλο δείχνει πώς ορισμένα σημαντικά χαρακτηριστικά κάθε επιχείρησης επηρεάζουν τις υπό ή και τις υπέρ-επενδύσεις ταυτόχρονα. Μία μείωση της αβεβαιότητας επί των περιουσιακών στοιχείων της εταιρίας βελτιώνει το πρόβλημα υπο-επένδυσης, αλλά επιδεινώνει το πρόβλημα υπέρ-επένδυσης. Η αύξηση των ευκαιριών ανάπτυξης των επιχειρήσεων έχει την τάση να αμβλύνει τόσο τις υπό-και υπέρ-επενδύσεις. Μια αύξηση του μεγέθους των επενδύσεων (δεδομένης της ΚΠΑ του έργου) επιδεινώνει τη μείωση των επενδύσεων, αλλά μη-γραμμικά επηρεάζει τις υπέρ-επενδύσεις.

Όπως οι περισσότερες οικονομικές μεταβλητές, τα ιδιωτικά οφέλη και η insider ownership έχουν αντίθετες συνέπειες για τις υπό ή υπέρ-επενδύσεις. Η αύξηση των ιδιωτικών οφελών είναι πιο πιθανό κάνει τους μάνατζερ να αναλάβουν έργα με αρνητική καθαρή παρούσα αξία, αλλά τείνει να μετριάσει τις ανησυχίες της αγοράς για τη μείωση των επενδύσεων. Ομοίως, η αύξηση της ιδιοκτησίας μετριάσει τις υπέρ επενδύσεις αλλά επιδεινώνει τις υπό επενδύσεις (Myers Majluf adverse-selection effect). Αυτές οι αντίθετες επιδράσεις μπορεί να παράγουν μια εσωτερική βέλτιστη σταθερή αξία για την εταιρία.

Το μοντέλο τους προβλέπει θετικές όσο και αρνητικές επιδράσεις των ανακοινώσεων των SEOs. Σε περίπτωση που στοιχεία του ενεργητικού της εταιρίας είναι πιθανό να έχουν χαμηλή αξία, αν η αγορά αναμένει τις προοπτικές ανάπτυξης, αλλά με πολλές αβεβαιότητες, οι νέες εκδόσεις μετοχών είναι πιθανό να μεταφέρουν καλά νέα. Αυτή η πρόβλεψη, ωστόσο, αποκλείεται στο αρχικό μοντέλο των Myers και Majluf (1984), επειδή πριν από τις ανακοινώσεις οι τιμές των μετοχών είναι πάρα πολύ υψηλές λόγω της αποκοπής τους από αρνητικές NPVs των νέων επενδύσεων. Αν και αυτή η πρόβλεψη είναι παρόμοια με εκείνη που επιτεύχθηκε από τους Cooney και Kalay (1993), η ανάλυσή των συγγραφέων κατά ο συγκεκριμένο άρθρο δεν επιλύει μόνο το πρόβλημα συμβατότητας, αλλά και ρητά αποσυνθέτει τις πηγές των αποδόσεων των ανακοινώσεων, που παράγουν μια μη-μονότονη σχέση μεταξύ των αποδόσεων των ανακοινώσεων και αναμένουν αύξηση.

Η αιτιολόγηση για ενδεχομένως θετικές επιπτώσεις των ανακοινώσεων για την έκδοση νέων κοινών μετοχών παράγει μια γενικευμένη εκδοχή του Myers (1984) και βασίζεται στη θεωρία της ιεράρχησης των πόρων χρηματοδότησης

(pecking order theory). Όταν οι αβεβαιότητες για την αξία της εταιρίας προέρχονται κυρίως από στοιχεία του ενεργητικού ή τα περιουσιακά στοιχεία της εταιρίας, η πηγή της δυσμενούς επιλογής, όπως επιβεβαιώθηκε από τον Myers (2002) κυριαρχεί και η κλασική θεωρία pecking order του Myers επικρατεί. Αντίθετα, όταν η ασυμμετρία πληροφορίας προέρχεται κυρίως από την ανάπτυξη και όχι από τα περιουσιακά στοιχεία της εταιρίας, το «adverse selection discount» στην έκδοση κοινών μετοχών τείνει να εξαφανιστεί ακόμα και να αντιστραφεί. Αυτό υποδηλώνει ότι η μεταβλητότητα των τιμών των μετοχών δεν μπορεί να αποθαρρύνει κατ'ανάγκη νέες εκδόσεις μετοχών. Αυτή η έρευνα δείχνει ότι ορισμένες από τις νέες εκδόσεις μετοχών που είναι επικροτούμενες από την αγορά μπορούν να εξηγηθούν λογικά.

Τέλος, το άρθρο αυτό εμπλουτίζει σημαντικά τη θεωρία του Myers-Majluf για την ασυμμετρία πληροφόρησης και εξηγεί πολλά σημαντικά θέματα στην εταιρική χρηματοδότηση και τη διακυβέρνηση.

Οι επιχειρήσεις με υψηλά κόστη διαμεσολάβησης των υπερεπενδύσεων έχουν σημαντικά περισσότερες θετικές αποδόσεις στις ανακοινώσεις των μερισμάτων τους από ό, τι άλλες επιχειρήσεις.

Ο **Micah S. Officer** (2007) συνεχίζει την έρευνα για τις επιπτώσεις του κόστους διαμεσολάβησης στις επενδυτικές αποφάσεις των εταιριών και παρουσιάζει τα αποτελέσματα από τρία πειράματα σύμφωνα με το παρακάτω συμπέρασμα: (i) οι αποδόσεις των τιμών της μετοχής στις ανακοινώσεις των μερισμάτων είναι πολύ πιο θετικές για τις επιχειρήσεις με υψηλό Tobin's Q και υψηλές ταμειακές ροές, (ii) μετά από εξωγενή περιπτώσεις (η φορολογική περικοπή του μερίσματος του 2003), οι επιχειρήσεις με σθεναρή διακυβέρνηση (δηλαδή εταιρίες που είναι πιο πιθανό να υπερεπενδύουν) έχουν σημαντικά περισσότερες θετικές αποδόσεις στις ανακοινώσεις των μερισμάτων, και (iii) οι επιχειρήσεις με χαμηλό Q μειώνουν σημαντικά τη συσσώρευση μετρητών τους στα χρόνια που ακολούθησαν μύσεις μερίσματος.

Σε συνδυασμό, αυτά τα αποτελέσματα είναι συνεπή με την υπόθεση ότι οι ανακοινώσεις μερισμάτων μειώνουν το κόστος της διαμεσολάβησης των ελευθέρων ταμειακών ροών και ότι η αντίδραση της αγοράς στις ανακοινώσεις μερίσματος προβλέπει ορθολογικά το χαμηλότερο κόστος της διαμεσολάβησης των ελευθέρων ταμειακών ροών ή υπερεπενδύσεων.

Σε αυτό το άρθρο ο συγγραφέας ελέγχει την υπόθεση του κόστους διαμεσολάβησης εξετάζοντας τη σχέση μεταξύ των αποδόσεων λόγω των ανακοινώσεων μερισμάτων και των proxies-υποκατάστατων για το κόστος της διαμεσολάβησης των ελευθέρων ταμειακών ροών ή υπερεπενδύσεων. Το πρώτο proxy που ο συγγραφέας χρησιμοποιεί είναι η αλληλεπίδραση του Tobin's Q και των ταμειακών ροών από τις λειτουργικές δραστηριότητες. Το Tobin's Q έχει χρησιμοποιηθεί στη βιβλιογραφία για τις αποδόσεις κατόπιν ανακοινώσεων μερισμάτων (π.χ. Lang και Litzenger (1989)) ως υποκατάστατο για τις επενδυτικές ευκαιρίες, με την έννοια ότι οι διαχειριστές μιας επιχείρησης που έχουν λίγες ευκαιρίες επένδυσης ("χαμηλό" Q) είναι πιθανό να υπερεπενδύουν ή να διασκορπίζουν τα μετρητά-τον πλούτο των

μετόχους τους. Πληρώνοντας αυτά τα μετρητά από τις ανακοινώσεις πληρωμών των μερισμάτων μειώνουν την πιθανότητα να πραγματοποιούνται κόστη διαμεσολάβησης.

Εξετάζει κατά πόσο τα υποκατάστατα- proxies για τη διακυβέρνηση ή την τάση για υπέρ-επενδύσεις εξηγούν τις αποδόσεις της εταιρίας μετά τις ανακοινώσεις μερισμάτων γύρω από τον νόμο του 2003 με το φόρο επί των μερισμάτων. Εκτός από το Q, ο συγγραφέας εξετάζει την επίδραση τριών διακυβερνητικών proxies (εάν οι επιχειρήσεις που το διοικητικό τους συμβούλιο αποτελείται από διευθύνων συμβούλους, πρόεδρο και μέλη οι οποίοι αποτελούν και μισθωμένοι εργαζόμενοι της εταιρίας, εάν οι μάντζερ της εταιρίας είναι επηρεασμένοι από ρήτρες κατά των εξαγορών, και αν η ιδιοκτησία στην εταιρία ανήκει σε ιδιωτικά «κεφάλαια» που έχουν συνταξιοδοτηθεί οι οποίοι δρουν σαν ακτιβιστές και ασκούν έλεγχο στην εταιρία) στις αποδόσεις από τις ανακοινώσεις μερισμάτων σε αυτό το δείγμα. Βρίσκει ότι οι επιχειρήσεις με την σθεναρή διακυβέρνηση ή έλεγχο έχουν σημαντικά περισσότερες θετικές αποδόσεις μετά από τις ανακοινώσεις μερισμάτων σε σχέση με άλλες επιχειρήσεις. Για παράδειγμα, οι επιχειρήσεις που το διοικητικό τους συμβούλιο αποτελείται από διευθύνων συμβούλους, πρόεδρο και μέλη οι οποίοι αποτελούν και μισθωμένοι εργαζόμενοι της εταιρίας μετά από ανακοινώσεις μερισμάτων στους 6 μήνες ακολουθώντας την αλλαγή του νόμου, έχουν μέση απόδοση 6,6%, πολύ πιο θετικές αποδόσεις από τις επιχειρήσεις που δεν ισχύει το ίδιο με τα μέλη του διοικητικού συμβουλίου(1,3%).

Το παρόν άρθρο καταλήγει, εξετάζοντας μια από τις σημαντικότερες προβλέψεις της θεωρίας του κόστους διαμεσολάβησης, στην εξήγηση των αποδόσεων της εταιρίας μετά από τις ανακοινώσεις μερισμάτων. Απόρροια της παραπάνω θεωρίας είναι η αντίληψη ότι οι αποδόσεις γύρω από τις πληρωμές μερισμάτων αντανακλούν τη μείωση του κόστους διαμεσολάβησης για τις επιχειρήσεις με σθεναρή διακυβέρνηση ή υπέρ-επενδύσεις, επειδή οι επιχειρήσεις αυτές είναι λιγότερο πιθανό να συσσωρεύουν μετρητά και να καρπωθούν πόρους από τους μετόχους στο μέλλον. Ο συγγραφέας εξετάζει τις συμμετοχές και τα αποθέματα σε μετρητά, και βρίσκει ότι οι επιχειρήσεις με χαμηλό Q πριν από τις ανακοινώσεις μερισμάτων μειώνουν τα αποθέματα μετρητών που είχαν σε ένα επίπεδο που είναι στατιστικά μη σημαντικό από το μέσο της βιομηχανίας στα πέντε έως έξι έτη μετά την πληρωμή, αντίθετα με τις εταιρείες με υψηλό Q. Τα στοιχεία αυτά είναι συνεπή με την έννοια ότι η αγορά προσαρμόζει προς τα πάνω τις προβλέψεις της για την αξία μιας εταιρίας σε περιόδους γύρω από τις πληρωμές μερισμάτων σε σχέση με τις εταιρίες που υπερεπενδύουν, διότι αυτές οι επιχειρήσεις είναι πιθανό να κρύβουν πράγματα όπως ποσοστό-μερίδια των μετόχων τους.

Υπάρχουν τρεις τρόποι με τους οποίους αυτό άρθρο συμβάλλει στην υπάρχουσα βιβλιογραφία σχετικά με την μερισματική πολιτική και τη διακυβέρνηση. Πρώτον, ενώ η υπόθεση του κόστους διαμεσολάβησης θεωρείται σημαντική στη βιβλιογραφία της πολιτικής πληρωμών, υπάρχουν εμπειρικά στοιχεία στην υπάρχουσα βιβλιογραφία, ότι τα προβλήματα διαμεσολάβησης επηρεάζουν τις αποδόσεις της αγοράς γύρω από τις ανακοινώσεις μερισμάτων και τη μερισματική πολιτική (π.χ. Lang και

Litzenberger (1989), Denis, Denis, και Sarin (1994), ή Yoon και Starks (1995)), και κανένα στοιχείο από την άμεση σχέση ανάμεσα στην αντίδραση της αγοράς στις ανακοινώσεις μερισμάτων και των υποκατάστατων διακυβέρνησης και ελέγχου. Αυτό το άρθρο καλύπτει ένα κενό στη βιβλιογραφία με την καθιέρωση μιας πιο ισχυρής σχέσης ανάμεσα στα proxies για υπέρ-επενδύσεις (Q) και τις αποδόσεις μετά τις πληρωμές μερισμάτων και εξετάζοντας την επίδραση του εξωγενούς σοκ που "ολοκληρώνει" το μοντέλο διαμεσολάβησης, εξηγεί γιατί οι επιχειρήσεις με σθεναρή διακυβέρνηση ή υπέρ-επενδύσεις θα επέλεγαν τις πληρωμές μερισμάτων.

Το άρθρο συμπληρώνει την πρόσφατη βιβλιογραφία και εξετάζει τη σχέση μεταξύ διακυβέρνησης και των οριακών τιμών των ταμειακών ροών και των μερισμάτων. Οι Pinkowitz, Stulz, και Williamson (2006) και Dittmar και Mahrt-Smith (2005) δείχνουν ότι οι ταμειακές ροές έχουν χαμηλότερη οριακή τιμή για τις επιχειρήσεις με σθεναρή διακυβέρνηση (Dittmar και Mahrt-Smith) ή σε χώρες με χαμηλή προστασία των επενδυτών (Pinkowitz, Stulz, και Williamson). Ειδικότερα, οι Pinkowitz, Stulz, και Williamson (2006) αποδεικνύουν την άλλη όψη της κατώτερης αξίας των ταμειακών ροών: υψηλότερη οριακή τιμή σε μετρητά που καταβάλλονται ως μερίσματα σε χώρες με χαμηλή προστασία των επενδυτών. Αν τα μερίσματα είναι πιο πολύτιμα, όταν η προστασία των επενδυτών ή η διακυβέρνηση είναι σθεναρή, τότε οι πληρωμές των μερισμάτων θα πρέπει να συνδέονται με υψηλότερες αναθεωρήσεις στις αξίες της αγοράς για τις επιχειρήσεις που υπερεπενδύουν ή έχουν σθεναρή διακυβέρνηση.

Ο συγγραφέας επικεντρώνεται στις πληρωμές μερισμάτων (σε αντίθεση με τις αλλαγές) για δύο λόγους. Κατ' αρχάς, οι πληρωμές μερίσματος είναι μια αλλαγή στην οικονομική πολιτική. Αν μια πολιτική καταβολής μερισμάτων δείχνει διευθυντική δέσμευση για την επιστροφή μετρητών στους μετόχους και όχι άχρηστους πόρους ή υπέρ-επενδύσεις, τότε ένα τέτοιο μήνυμα είναι ενδεχομένως εντονότερο όταν μια επιχείρηση αποφασίζει να αρχίσει να καταβάλλει μερίσματα για πρώτη φορά από όταν οι διαχειριστές της εταιρίας αλλάζουν σταδιακά το ποσό των μερισμάτων που καταβάλλονται. Δεύτερον, οι πληρωμές και οι ανακοινώσεις μερισμάτων είναι πιθανό λιγότερο προβλέψιμες από ό, τι οι αλλαγές μερισμάτων. Μόλις μια επιχείρηση ξεκινά την πληρωμή μερισμάτων, οι ημερομηνίες ανακοίνωσης μερίσματος είναι σχετικά προβλέψιμες και πολλές φορές συνοδεύουν τις ανακοινώσεις των κερδών. Ενώ το ποσό της μεταβολής μερίσματος μπορεί να προκαλεί έκπληξη στους συμμετέχοντες στην αγορά, μια αλλαγή στην ημερομηνία ανακοίνωσης του μερίσματος είναι πιο προβλέψιμη.

Το παρόν άρθρο παρέχει ενδείξεις ότι η εταιρική διακυβέρνηση και οι δυνατότητες των επιχειρήσεων να υπερεπενδύουν επηρεάζουν την αντίδραση της αγοράς στις ανακοινώσεις μερίσματος. Οι επιχειρήσεις χρησιμοποιούν την μερισματική πολιτική ως υποκατάστατο άλλων μηχανισμών ελέγχου της ισορροπίας (Rozeff (1982) και Jensen (1986).

Τα αποτελέσματα αυτά ακολουθούν ένα εξωγενές γεγονός που φαίνεται να αλλάζει την ισορροπία «tradeoff» μεταξύ των ταμειακών ροών της εταιρίας και των ποσών που καταβάλλει για τις πληρωμές μερισμάτων, το οποίο είναι

σημαντικό, διότι μια τέτοια εξωγενής περίπτωση είναι απαραίτητη για να "ολοκληρώσει" το μοντέλο του κόστους διαμεσολάβησης εξηγώντας γιατί οι μάνατζερ που υπερεπενδύουν ή στις εταιρίες στις οποίες ανήκουν ισχύει σθεναρή διακυβέρνηση επιλέγουν τις πληρωμές μερισμάτων στην πρώτη θέση.

Τα αποτελέσματα σε αυτό το άρθρο προτείνουν κατευθύνσεις για μελλοντική έρευνα. Ενώ οι αποδόσεις της εταιρίας μετά από τις ανακοινώσεις μερίσματος είναι πολύ πιο θετικές για τις εταιρίες που υπερεπενδύουν ή για τις επιχειρήσεις με σθεναρή διακυβέρνηση, οι αποδόσεις μετά από τις ανακοινώσεις μερίσματος είναι σημαντικά πιο θετικές ακόμη και από τις επιχειρήσεις που τα παραδοσιακά proxies δείχνουν να έχουν ισχυρές επενδυτικές ευκαιρίες ή μηχανισμούς διακυβέρνησης. Δεδομένου ότι πολλές από τις εμπειρικές ενδείξεις στη βιβλιογραφία δεν υποστηρίζουν την υπόθεση της σηματοδότησης των ταμειακών ροών (cash-flow signaling hypothesis) (Watts (1973), DeAngelo, DeAngelo, και Skinner (1996), και Grullon, Michaely, και Swaminathan (2002)), μια πιο εμπειριστατωμένη ανάλυση των αποδόσεων ύστερα από τις ανακοινώσεις μερίσματος φαίνεται απαραίτητη. Μία πιθανότητα, σύμφωνα με τα αποτελέσματα των Grullon, Michaely, και Swaminathan (2002), είναι ότι οι ανακοινώσεις μερίσματος μπορεί να σημαίνουν λειτουργική (καθώς και οικονομική) ωριμότητα. Μια περαιτέρω ανάλυση του τρόπου που η λειτουργική ωριμότητα αλληλεπιδρά με τις συνέπειες της διακυβέρνησης κατόπιν των ανακοινώσεων μερισμάτων έχει τη δυνατότητα να επεκτείνει σημαντικά την κατανόησή μας για την αντίδραση της αγοράς σε σημαντικές αλλαγές της μερισματικής πολιτικής.

1.3 Οι επιπτώσεις της ευαισθησίας των ταμειακών ροών στις επενδυτικές αποφάσεις των εταιριών

Χρησιμοποιώντας εκτιμήσεις για την ευαισθησία των επενδυτικών ταμειακών ροών σε επίπεδα επιχειρήσεων, οι **Armen Hovakimian, Gayane´ Hovakimian**, (2005), διαπιστώνουν ότι οι επιχειρήσεις με ευαισθησία στις ταμειακές ροές είναι οικονομικά περιορισμένες και υποεπενδύουν σε έτη με χαμηλές ταμειακές ροές, αλλά δεν περιορίζονται και υπερεπενδύουν σε χρονιές με υψηλές ταμειακές ροές. Η προσβασιμότητα των εξωτερικών κεφαλαίων συσχετίζεται θετικά με τις ταμειακές ροές, την εντατικοποίηση των επενδύσεων με ευαισθησία στις ταμειακές ροές. Οι μάνατζερ εξουδετερώνουν ενεργά τις διακυμάνσεις της εσωτερικής και εξωτερικής ρευστότητας με τη συσσώρευση του κεφαλαίου κίνησης, όταν η ρευστότητα είναι υψηλή και την χρησιμοποιούν, όταν η ρευστότητα είναι χαμηλή. Ενώ οι οικονομικοί περιορισμοί έχουν μια οικονομικά σημαντική επίπτωση όσον αφορά το χρονοδιάγραμμα των επενδύσεων, οι επιχειρήσεις με ευαίσθητες ταμειακές ροές μετριάζουν τα αποτελέσματά τους και, στην πραγματικότητα, υπερεπενδύουν, στο σύνολο.

Το παρόν άρθρο αξιολογεί τη σχέση μεταξύ επενδυτικών δαπανών και των εσωτερικά παραγόμενων ταμειακών ροών χρησιμοποιώντας εκτιμήσεις σε

επίπεδο επιχειρήσεων των επενδυτικών ροών που παρουσιάζουν κάποια ευαισθησία και εξετάζει κατά πόσο η υψηλή ευαισθησία συνδέεται με οικονομικά σημαντικές αλλαγές στην εταιρική επένδυση και τη συμπεριφορά της χρηματοδότησης.

Το συγκεκριμένο άρθρο συμβάλλει στην υπάρχουσα βιβλιογραφία με διάφορους τρόπους. Πρώτον, χρησιμοποιώντας σε επίπεδο επιχειρήσεων εκτιμήσεις της ευαισθησίας των ταμειακών ροών των επενδύσεων, μας επιτρέπει να κατατάξουμε τις επιχειρήσεις που βασίζονται άμεσα στη διαφορά της ευαισθησίας των ταμειακών ροών των επενδύσεων τους. Επιπλέον μας βοηθάει στη διεξαγωγή μιας ανάλυση για διαφορετικά επίπεδα αυτού του μέτρου. Τα αποτελέσματα της ανάλυσης τους από ένα μεγάλο σύνολο χαρακτηριστικών των εταιριών καταλήγουν στην άποψη ότι οι επιχειρήσεις με την υψηλότερη ευαισθησία στις επενδυτικές ταμειακές ροές είναι πιο πιθανό να αντιμετωπίσουν προβλήματα ρευστότητας. Δεδομένου ότι το μέτρο της ευαισθησίας μιας επενδυτικής ταμειακής ροής είναι ανεξάρτητη του Q , αυτά τα στοιχεία δεν μπορεί να αποδοθούν σε cross-sectional διαφορές για τη μέτρηση του σφάλματος του Q .

Δεύτερον, οι συγγραφείς επεκτείνουν τις μελέτες, χρησιμοποιούν την ανάλυση παλινδρόμησης για να εξετάσουν την επίδραση των ταμειακών ροών στις επενδύσεις. Η θετική επίδραση των ταμειακών ροών που βρέθηκε σε αυτές τις παλινδρομήσεις δεν μας δηλώνει αν οι επιχειρήσεις υποεπενδύουν, όταν οι εσωτερικές ταμειακές ροές είναι σπάνιες ή υπερεπένδυσουν όταν είναι άφθονες. Η προσέγγισή τους μας επιτρέπει να παρακολουθούμε το πώς οι επιχειρήσεις με διαφορετικές ευαισθησίες ταμειακών ροών ανταποκρίνονται στις διακυμάνσεις των ταμειακών ροών τους, όσον αφορά την προσαρμογή των επιπέδων και το χρονοδιάγραμμα των επενδυτικών δαπανών τους. Οι συγγραφείς βρίσκουν ότι οι εταιρίες με ευαισθησία στις ταμειακές ροές επενδύουν τα διπλάσια σε περιόδους υψηλών ταμειακών ροών από ότι σε περιόδους χαμηλών ταμειακών ροών, ενώ οι εταιρίες με ταμειακές ροές που δεν παρουσιάζουν ευαισθησία παρουσιάζουν μικρή διακύμανση στα επίπεδα των επενδύσεων τους, μεταξύ περιόδων υψηλών και χαμηλών ταμειακών ροών. Επιπλέον, σε σύγκριση με εταιρίες ίδιας ηλικιακής υπόστασης, και κατόπιν έλεγχου για τις διαφορές στο λόγο της ονομαστικής προς τη λογιστική αξία, οι εταιρίες με ευαισθησία των ταμειακών ροών σημαντικά υπερεπενδύουν σε περιόδους χαμηλών ταμειακών ροών και σημαντικά υπερεπενδύουν σε περιόδους υψηλών ταμειακών ροών.

Τρίτον, οι συγγραφείς αξιολογούν το πόσο μεγάλη είναι η περίοδος μεταξύ των διαφορετικών επενδύσεων λόγω της ευαισθησίας των ταμειακών ροών. Αυτός είναι ένας σημαντικός παράγοντας για τον προσδιορισμό της οικονομικής σημασίας της ευαισθησίας των ταμειακών ροών των επενδύσεων. Συγκεκριμένα, αν η μέση καθυστέρηση των επενδύσεων λόγω των οικονομικών περιορισμών είναι σχετικά μικρή, τότε οι οικονομικές επιπτώσεις των χρηματοοικονομικών περιορισμών, θα είναι περιορισμένες ακόμη και αν η επίπτωση των ταμειακών ροών των επενδύσεων είναι μεγάλη σε μέγεθος. Τα αποτελέσματά τους δείχνουν ότι για τις επιχειρήσεις με ευαισθησία στις ταμειακές ροές, οι χρονικές καθυστερήσεις είναι, κατά μέσο

όρο, 3 έως 4 χρόνια. Οι καθυστερήσεις αυτές είναι σημαντικές και μπορεί να οδηγήσουν σε σημαντικές οικονομικές απώλειες.

Τέταρτον, οι συγγραφείς εξετάζουν πώς οι επιχειρήσεις με διαφορετικές ευαισθησίες των ταμειακών ροών ανταποκρίνονται στις διακυμάνσεις των ταμειακών ροών τους, όσον αφορά την προσαρμογή σε άλλες πηγές χρηματοδότησης και στις χρήσεις των κεφαλαίων. Θεωρούν ότι, παρά τη μείωση των επενδύσεων, οι εταιρίες με ευαισθησία στις ταμειακές ροές επενδύουν περισσότερο από τις ταμειακές ροές τους σε συνθήκες χαμηλών ταμειακών ροών. Το έλλειμμα των ταμείων εν μέρει καλύπτεται με τα δάνεια και την έκδοση μετοχών. Ωστόσο, η ικανότητα των εν λόγω εταιρειών να συγκεντρώσουν συμπληρωματικό δάνεια είναι περιορισμένη επειδή είναι υπερδανεισμένες, ενώ η ικανότητά τους να αντλήσουν πρόσθετα ίδια κεφάλαια είναι περιορισμένη, λόγω της αναλογίας τους market-to-book που είναι σχετικά χαμηλή. Επιπλέον, διαπιστώνουμε ότι οι αποδόσεις (abnormal returns), κατά τις ανακοινώσεις, των seasoned equity offerings σε περιόδους χαμηλών ταμειακών ροών είναι πολύ χαμηλότερες για τις επιχειρήσεις με ευαισθησία στις ταμειακές ροές τους σε αντίθεση με τις επιχειρήσεις με καμία ευαισθησία στις ταμειακές ροές τους.

Έτσι, η επίδραση των ελλείψεων των ταμειακών ροών για τις δαπάνες των επενδύσεων επιδεινώνεται από το γεγονός ότι τα εξωτερικά κεφάλαια είναι σημαντικά λιγότερα προσιτά σε συνθήκες χαμηλών ταμειακών ροών. Ως αποτέλεσμα, οι επιχειρήσεις αυτές καταφεύγουν σε ιεράρχηση των επενδύσεων τους λόγω οικονομικών περιορισμών και του καθαρού κεφαλαίου κίνησης για να απελευθερωθούν κεφάλαια για επιλεκτικές επενδύσεις. Οι μειώσεις αυτές συμβαίνουν παρά τη θετική αύξηση των πωλήσεων, του συνόλου του ενεργητικού, και τα καθαρά κεφάλαια και υπονοούν ότι οι επιχειρήσεις με ευαισθησία των ταμειακών ροών είναι οικονομικά περιορισμένες στα έτη κατά τη διάρκεια που οι ταμειακές ροές τους είναι χαμηλές.

Πέμπτον, οι συγγραφείς εξετάζουν πώς τα παραδοσιακά μέτρα των οικονομικών περιορισμών ποικίλλουν μεταξύ των εταιριών με ευαισθησία ή χωρίς των ταμειακών ροών κεφαλαίων σε όλη τη διάρκεια του κύκλου των ταμειακών ροών. Θεωρούν ότι μέτρα όπως το μέγεθος, το μέρισμα, και οι επενδύσεις προσδιορίζουν τις εταιρίες και είναι πιθανό να αντιμετωπίσουν οικονομικούς περιορισμούς στο χαμηλότερο σημείο του κύκλου των ταμειακών ροών τους, αλλά δεν κάνουν διάκριση περιόδων αυστηρών περιορισμών από όταν οι περιορισμοί είναι προσωρινά χαλαροί. Αντίθετα, ο ΚΖ δείκτης διακρίνει τα πιο περιορισμένα και τα λιγότερο περιορισμένα χρόνια, αλλά δεν ξεχωρίζει επιχειρήσεις που αντιμετωπίζουν δυνητικά σοβαρούς οικονομικούς περιορισμούς. Έτσι, τόσο τα παραδοσιακά κριτήρια του διαχωρισμού του δείγματος και ο δείκτης ΚΖ είναι χρήσιμα εργαλεία έρευνας, δεδομένου ότι μπορούν να χρησιμεύσουν ως αξιόπιστοι δείκτες των δύο διαφορετικών πτυχών των οικονομικών περιορισμών.

Τέλος, επεκτείνουν τη βιβλιογραφία σχετικά με την ευαισθησία στις επενδυτικές ταμειακές ροές ελέγχοντας κατά πόσον οι επιπτώσεις που συνδέονται με την ευαισθησία των ταμειακών ροών υπερβαίνουν το

χρονοδιάγραμμα των επενδύσεων και αν επηρεάζουν τις συνολικές επενδύσεις της επιχείρησης με την πάροδο του χρόνου ή αν οι επιχειρήσεις με ευαισθησία των ταμειακών ροών είναι σε θέση να ξεπεράσουν τα προβλήματα χρηματοδότησης από τη συσσώρευση ρευστότητας ή / και τη μετατόπιση των επενδύσεων σε περιόδους υψηλών ταμειακών ροών.

Οι συγγραφείς θεωρούν ότι οι υπό-επενδύσεις σε συνθήκες χαμηλών ταμειακών ροών και οι υπέρ-επενδύσεις σε περιόδους υψηλών ταμειακών ροών προσθέτει επενδύσεις σε επίπεδο επιχειρήσεων που είναι σημαντικά διαφορετικά από τις δύο κατηγορίες επιχειρήσεων. Με βάση το μέσο όρο επενδύσεων στις χρονολογικές σειρές σε επίπεδο επιχειρήσεων, οι εταιρίες με ευαισθησία στις ταμειακές ροές επενδύουν σημαντικά περισσότερο από εταιρίες με την ίδια χρονική υπόσταση και από τις εταιρίες με καμία ευαισθησία στις ταμειακές ροές. Η εισαγωγή των διαφόρων ελέγχων για ευκαιρίες ανάπτυξης δεν αλλάζει το βασικό αποτέλεσμα ότι οι εταιρίες με ευαισθησία στις ταμειακές ροές υπέρ-επενδύουν.

Το ότι οι εταιρίες με ευαισθησία στις ταμειακές υπέρ-επενδύουν σημαίνει ότι οι οικονομικοί περιορισμοί δεν είναι ο μόνος παράγοντας που επηρεάζει την εταιρική επένδυση. Παραδοσιακά, η βιβλιογραφία ταυτίζει τις υπέρ-επενδύσεις με τα προβλήματα χρηματοδότησης και διαμεσολάβησης (Jensen (1986)). Πιο πρόσφατα, οι Malmendier και Tate (2005) συσχετίζουν τις υπέρ-επενδύσεις με την υπεραισιοδοξία των Διευθύνων Συμβούλων, η οποία οδηγεί τους CEOs να υπερεκτιμούν την ικανότητά τους να παράγουν έργα με θετική NPV.

Οι συγγραφείς καταλήγουν στο ότι οι διευθυντές λαμβάνουν δαπανηρά μέτρα για την εσωτερική συσσώρευση ρευστότητας σε περιόδους κατά τις οποίες οι οικονομικές πιέσεις δεν είναι δεσμευτικές για τη χρηματοδότηση των επενδύσεων σε μελλοντικές περιόδους σοβαρών περιορισμών. Μια τέτοια συμπεριφορά είναι πιο συνεπής υπεραισιοδοξία των Διευθύνων Συμβούλων, δεδομένου ότι συνεπάγεται μια διαφορά απόψεων μεταξύ της αγοράς και των μάνατζερ, όχι μόνο για το ποσό της επένδυσης που πρόκειται να αναληφθεί, αλλά και για το χρονοδιάγραμμά της.

Η μελέτη αυτή χρησιμοποιεί μια νέα εμπειρική προσέγγιση για την εκτίμηση της ευαισθησίας των επενδυτικών δαπανών σε σχέση με τις ταμειακές εισροές εσωτερικής προέλευσης σε επίπεδο επιχείρησης. Η προσέγγιση των συγγραφέων, τους επιτρέπει να εξετάσουν ανεξερέυνητες πτυχές του θέματος της ευαισθησίας των επενδυτικών ταμειακών ροών.

Τα ευρήματα δείχνουν ότι η παρατηρούμενη ευαισθησία των επενδυτικών ταμειακών ροών δεν είναι ένα καθαρά στατιστικό φαινόμενο. Οι επιχειρήσεις με μεγαλύτερη ευαισθησία των επενδυτικών ταμειακών ροών είναι πιο πιθανό να αντιμετωπίσουν προβλήματα ρευστότητας. Ωστόσο, οι εσωτερικές και εξωτερικές τους πηγές ρευστότητας, καθώς και οι επενδύσεις τους και οι χρηματοδοτήσεις, διαφέρουν σημαντικά ανάλογα με τις περιόδους των χαμηλών και υψηλών ταμειακών ροών.

Ειδικότερα, οι εν λόγω επιχειρήσεις είναι σοβαρά οικονομικά περιορισμένες σε περιόδους όπου οι ταμειακές ροές τους είναι χαμηλές. Η χρηματοδότηση είναι

σπάνια, όχι μόνο λόγω της χαμηλότερης εσωτερικής ρευστότητας, αλλά και της χαμηλότερης αναλογίας της ονομαστικής προς την λογιστική αξία και της υψηλότερη μόχλευσης, τα οποία καθιστούν τα εξωτερικά κεφάλαια πιο δαπανηρά. Έτσι, η επίδραση των ελλείψεων των ταμειακών ροών για τις δαπάνες των επενδύσεων επιδεινώνεται από το γεγονός ότι τα εξωτερικά κεφάλαια είναι σημαντικά λιγότερο προσιτά σε συνθήκες χαμηλών ταμειακών ροών. Ως αποτέλεσμα, οι επιχειρήσεις αυτές υποεπενδύουν. Η διάρκεια της μέσης περιόδου της χαμηλής ρευστότητας είναι 3 έως 4 έτη, πράγμα που συνεπάγεται σημαντικές οικονομικές απώλειες.

Σε περιόδους υψηλών ταμειακών ροών, οι ίδιες εταιρείες φαίνεται να είναι ουσιαστικά οικονομικά μη περιορισμένες. Απολαμβάνουν σημαντική εσωτερική ρευστότητα σε συνδυασμό με την πολύ ευκολότερη πρόσβαση στις χρηματοπιστωτικές αγορές. Ως αποτέλεσμα, οι επιχειρήσεις αυτές προβαίνουν σε σημαντικά ποσά δανείων και σε έκδοση νέων κοινών μετοχών, αν και οι εσωτερικά παραγόμενες ταμειακές ροές τους υπερβαίνουν κατά πολύ τις επενδυτικές δαπάνες τους. Έχοντας άφθονους πόρους, είναι σε θέση να υπερεπενδύουν.

Τα παρατηρούμενα πρότυπα της χρηματοδότησης και των επενδύσεων υποδεικνύουν ότι οι διαχειριστές θεωρούν δαπανηρό να καθυστερήσουν τις επενδύσεις, που θα ήθελαν να προβούν σε χρόνιες που είναι οι εταιρίες τους οικονομικά περιορισμένες. Η εμπειρική προσέγγιση μας επιτρέπει να συμπεράνουμε ότι η διακύμανση της ευαισθησίας των ταμειακών ροών των επενδύσεων δεν μπορεί πάντα να ερμηνευτεί από την cross-sectional διακύμανση στην εκτίμηση του λάθους του οριακού Q .

Η ανάλυσή τους δείχνει επίσης ότι οι επιχειρήσεις με την υψηλότερη ευαισθησία στις ταμειακές ροές των επενδύσεων έχουν χαρακτηριστικά που συνδέονται παραδοσιακά με οικονομικούς περιορισμούς, όπως το μικρότερο μέγεθος, μικρότερη πιθανότητα καταβολής μερισμάτων, ο δανεισμός ή η πιστοληπτική ικανότητα τους, η μεγαλύτερη οικονομική επιβράδυνση και οι καλύτερες ευκαιρίες ανάπτυξης. Μεταξύ των δεικτών αυτών, το μέγεθος, το μέρισμα και ο δανεισμός, ενώ τις περισσότερες φορές χρησιμοποιούνται για τη διάκριση των επιχειρήσεων με οικονομικά προβλήματα, φαίνεται να είναι λιγότερο επιτυχείς για τη διάκριση μεταξύ των περιόδων υψηλής και χαμηλής ρευστότητας, δεδομένου ότι παρουσιάζουν ασήμαντες διαφορές σε όλη τη διάρκεια του κύκλου ταμειακής ροής της επιχείρησης. Αυτές οι περίοδοι πολύ πιο εύκολα διαχωρίζονται σαφώς από το KZ δείκτη, μια άλλη ένδειξη της σοβαρότητας των οικονομικών περιορισμών που χρησιμοποιούνται στην τρέχουσα βιβλιογραφία, η οποία, από την άλλη πλευρά, είναι λιγότερο επιτυχής όσον αφορά τον εντοπισμό των επιχειρήσεων που είναι πιθανό να αντιμετωπίσουν προβλήματα ρευστότητας.

Τέλος, οι συγγραφείς διαπιστώνουν ότι ακόμη και αν οι οικονομικοί περιορισμοί περιορίζουν τις επενδύσεις σε συνθήκες χαμηλών ταμειακών ροών, οι επιχειρήσεις το αντισταθμίζουν υπερεπενδύοντας σε περιόδους υψηλών ταμειακών ροών. Ως αποτέλεσμα, οι επιχειρήσεις με μεγαλύτερη ευαισθησία στις ταμειακές ροές κατά μέσο όρο υπερεπενδύουν. Ωστόσο, παραμένει ένα ερώτημα που πρέπει να απαντηθεί σε μελλοντικές έρευνες

κατά πόσο οι υπέρ-επενδύσεις αντανακλούν διευθυντικά κίνητρα για υπερεπένδυση ή αντανακλούν υπεραισιοδοξία των CEO.

1.4 Οι επιπτώσεις άλλων παραγόντων στις επενδυτικές αποφάσεις των εταιριών

Οι **Lang L., Ofek E., Stulz M.** (1994) καταλήγουν σε μια αρνητική σχέση μεταξύ της τρέχουσας μόχλευσης και των μελλοντικών επενδύσεων. Αυτή η σχέση επικρατεί στις εταιρίες όταν η μόχλευση υποτίθεται ότι εξαρτάται απευθείας από τη μελλοντική ανάπτυξη και όχι από το ποιες μεταβλητές ελέγχου χρησιμοποιήθηκαν για την πρόβλεψη της ανάπτυξης. Η οικονομική σημασία τους ξεπερνά την οικονομική σημασία της σχέσης των ταμειακών ροών και της μελλοντικής ανάπτυξης που έχει εξεταστεί κατά καιρούς στη βιβλιογραφία. Αυτό ισχύει για τις εταιρίες με χαμηλό *tobin's q* αλλά όχι για τις εταιρίες με υψηλό *q*. Παρόλα αυτά, η μόχλευση δεν επηρεάζει, ούτε μειώνει την ανάπτυξη των εταιριών οι οποίες είναι γνωστές ότι έχουν καλές επενδυτικές ευκαιρίες αλλά συσχετίζεται αρνητικά με τις εταιρίες που οι επενδυτικές τους ευκαιρίες ανάπτυξης δεν είναι αναγνωρισμένες από τις κεφαλαιακές αγορές και για τις εταιρίες που οι ευκαιρίες ανάπτυξης τους δεν είναι επαρκής ώστε να ξεπεράσουν το αποτέλεσμα του υπέρ-δανεισμού τους (*debt overhang*).

Οι συγγραφείς εξετάζουν τη σχέση μεταξύ της μόχλευσης και των μελλοντικών επενδύσεων χρησιμοποιώντας διαφορετικές εκτιμήσεις των μακροπρόθεσμων και των βραχυχρόνιων μελλοντικών ρυθμών ανάπτυξης για 20 έτη. Τα μέτρα αυτά είναι το σύνολο των κεφαλαιακών δαπανών από τις οποίες αφαιρούνται οι αποσβέσεις διαιρούμενο με το σύνολο του πάγιου ενεργητικού, ο ρυθμός ανάπτυξης των κεφαλαιακών εξόδων και ο ρυθμός αύξησης της εργασίας. Οι συγγραφείς καταλήγουν στο ότι υπάρχει μια αρνητική σχέση μεταξύ μόχλευσης και όλων των μέτρων ανάπτυξης όταν εξετάζουν τις εταιρίες μεμονωμένα ακόμα και όταν τις συγκρίνουν με τους κλάδους τους. Ενώ παλιότερες θεωρίες για την ρευστότητα προτείνουν ότι η μόχλευση μειώνει τις επενδύσεις όλων των εταιριών, οι σύγχρονες θεωρίες υποστηρίζουν ότι υπάρχει μια πιο ισχυρή σχέση για τις εταιρίες με χαμηλό *q*. Καθώς οι επενδυτικές ευκαιρίες των εταιριών γίνονται καλύτερες, το πρόβλημα των υπό-επενδύσεων γίνεται λιγότερο σημαντικό για ένα δεδομένο επίπεδο μόχλευσης. Επιπλέον, τα κόστη διαμεσολάβησης δεν είναι σημαντικά για τις εταιρίες με καλές επενδυτικές ευκαιρίες. Οι συγγραφείς καταλήγουν στο ότι η μόχλευση μειώνει τις επενδύσεις και την ανάπτυξη μόνο για τις εταιρίες με χαμηλό *q*.

Σε αυτό το άρθρο οι συγγραφείς αποδεικνύουν ότι υπάρχει μια σημαντική αρνητική σχέση μεταξύ της μόχλευσης και της ανάπτυξης κυρίως για τις εταιρίες που δεν έχουν καλές επενδυτικές ευκαιρίες και το αποτέλεσμα του

χρέους και των δανείων στην ανάπτυξη είναι πιο σημαντικό από αυτό των ταμειακών ροών.

Μια σημαντική έρευνα είναι αυτή του **Francesco Franzoni** (2008), ο οποίος αναφέρεται στις υποχρεωτικές εισφορές για τον προσδιορισμό προσωπικών συνταξιοδοτικών προγραμμάτων τα οποία παρέχουν μια μοναδική στρατηγική για την εκτίμηση της αγοραίας αξίας των εσωτερικών πόρων για τον έλεγχο των επενδυτικών ευκαιριών. Η μείωση των τιμών μετά από μια σύνταξη, που προκαλεί πτώση στις ταμειακές ροές, μεγεθύνεται για τις επιχειρήσεις που εμφανίζονται εκ των προτέρων πιο οικονομικά περιορισμένες, γεγονός που υποδηλώνει μια αρνητική επίδραση των οικονομικών τριβών και των επενδύσεων. Ενώ οι υπέρ-επενδύσεις φαίνεται να είναι επικρατέστερες στις μεγάλες επιχειρήσεις, οι υπό-επενδύσεις φαίνεται να κυριαρχούν σε ένα δείγμα εταιριών το οποίο είναι πιο αντιπροσωπευτικό των εισηγμένων εταιριών.

Σε ένα κόσμο χωρίς τριβές όπου μάνατζερ δρουν προς όφελος των μετόχων, εάν μια επιχείρηση ενδιαφέρεται για λιγότερο ρευστοποιήσιμα περιουσιακά στοιχεία, τα ίδια κεφάλαια δεν επηρεάζονται. Πολλές επιχειρήσεις στον πραγματικό κόσμο, όμως, αντιμετωπίζουν ένα ασφάλιστρο για την εξωτερική χρηματοδότηση, δηλαδή, είναι οικονομικά περιορισμένες. Στην περίπτωση αυτή, η μείωση των ταμειακών ροών περιορίζει τις παραγωγικές επενδύσεις και τα ίδια κεφάλαια ή η έκδοση νέων μετοχών επηρεάζονται αρνητικά. Από την άλλη πλευρά, αν οι διαχειριστές επιδιώκουν τα δικά τους συμφέροντα (δηλαδή, υπέρ-επενδύουν), η αρνητική επίπτωση στις έκδοση νέων μετοχών μετριάζεται. Στο όριο, η μείωση μετρητών μπορεί να αυξήσει την τιμή των περιουσιακών στοιχείων μιας εταιρίας, εάν παρεμποδίζει την ανάληψη επενδύσεων με αρνητική ΚΠΑ.

Αυτά τα επιχειρήματα δείχνουν τα εμπειρικά αποτελέσματα άρθρου. Ο στόχος είναι να ρίξει φως σχετικά με το βαθμό στον οποίο η ευαισθησία των επενδύσεων που σχετίζεται με την οικονομική επιβράδυνση εξαρτάται από τις υπό-ή υπέρ-επενδύσεις. Για το σκοπό αυτό, μπορεί κανείς να επικεντρωθεί στην αντίδραση των τιμών με την καταβολή των υποχρεωτικών συνταξιοδοτικών εισφορών στο καθορισμένο πρόγραμμα παροχών σύνταξης μιας επιχείρησης. Σε περίπτωση απουσίας τριβών, καμία αντίδραση της τιμής της εταιρίας για τις εισφορές δεν αναμένεται, επειδή τα κονδύλια μεταφέρονται σε μια πλήρως ελεγχόμενη θυγατρική εταιρεία.

Μια μη μηδενική αντίδραση των τιμών είναι πιθανό να αποκαλύψει μια απόκλιση από ένα επενδυτικό μοντέλο με οικονομικές τριβές. Επιπλέον, μελετώντας το μέγεθος των εκτιμώμενων επιπτώσεων κατά μήκος των οικονομικών περιορισμών, μπορεί κανείς να μετρήσει τη σχετική σημασία των υπό-και υπερεπενδύσεων. Το πλεονέκτημα των υποχρεωτικών εισφορών είναι ότι επιτρέπουν στον ερευνητή να προσδιορίσει ένα εύρος ταμειακών ροών που είναι ορθολογικά συσχετισμένες με τις επενδυτικές ευκαιρίες. Επειδή οι υποχρεωτικές εισφορές καθορίζονται από τη νομοθεσία σύμφωνα με ένα αυθαίρετο χρονοδιάγραμμα, μπορεί κανείς να ελέγξει την οριακή κερδοφορία χρησιμοποιώντας το συνταξιοδοτικό πρόγραμμα υπό καθεστώς

χρηματοδότησης (δηλαδή, η διαφορά μεταξύ του ενεργητικού και του παθητικού).

Ο συγγραφέας μέτρα τους οικονομικούς περιορισμούς με τρεις δείκτες που είναι κοινοί στη βιβλιογραφία: το δείκτη του Whited και Wu (2006), το δείκτη κατά Cleary (1999), και το δείκτη των Kaplan και Zingales (1997). Ο συγγραφέας χρησιμοποιεί των Gompers, Ishii, και Metrick (2003) δείκτη της εταιρικής διακυβέρνησης. Ακολουθώντας τις υποθέσεις του Jensen για τις ταμειακές ροές (1986), ο συγγραφέας καταλήγει στην υπόθεση ότι η υψηλή προστασία για τις εξαγορές καθώς και το χαμηλό θεσμικό πλαίσιο ελέγχου δίνουν στους μάνατζερ ευκαιρίες να ακολουθήσουν empire-building έργα.

Τα στοιχεία αποκαλύπτουν ότι η αγορά αντιδρά πολύ πιο έντονα σε μείωση των μετρητών η οποία επηρεάζει μια οικονομικά περιορισμένη εταιρία. Ενός δολαρίου πτώση σε μετρητά προκαλεί 1,30 δολάρια συνολική μείωση της αξίας για μια περιορισμένη επιχείρηση, ενώ το αποτέλεσμα είναι δυσδιάκριτο από το μηδέν για την χωρίς περιορισμούς εταιρεία. Ο συγγραφέας ερμηνεύει τη διαφορά αυτή ως το οριακό κόστος της εξωτερικής χρηματοδότησης και της αξίας των επενδυτικών σχεδίων που χάνονται για την οικονομικά περιορισμένη επιχείρηση.

Την ίδια στιγμή, τα στοιχεία δείχνουν ότι ο χαμηλός έλεγχος των ενεργειών των μάνατζερ επιφέρει μια σημαντική καταστροφή της αξίας της εταιρίας. Συγκεκριμένα, η αντίδραση των τιμών σε μια δεδομένη πτώση μετρητών είναι σημαντικά μικρότερη σε απόλυτη τιμή για τις επιχειρήσεις με εδραιωμένους διευθυντές και λιγότερο θεσμική παρουσία. Το ποσό των υπερεπενδύσεων που συνάγεται από αυτές τις εκτιμήσεις είναι μεγαλύτερο από αυτό που διαπιστώθηκε σε προηγούμενες μελέτες. Ο συγγραφέας καταλογίζει το παραπάνω στο γεγονός ότι η ανάλυση επικεντρώνεται σε οριακές διακυμάνσεις του αποθέματος μετρητών.

Στη συνέχεια, το άρθρο εξετάζει το ζήτημα της στρέβλωσης των επενδύσεων που επικρατεί. Η ιδέα είναι να εξετάσουμε τη συνολική αντίδραση των τιμών σε σχέση με τις εισφορές σε επίπεδο επιχειρήσεων και βάσει οικονομικών περιορισμών και ποιότητας στη διακυβέρνηση. Σε επιμέρους δείγμα των μεγάλων επιχειρήσεων για τις οποίες τα δεδομένα της διακυβέρνησης είναι διαθέσιμα, οι υπέρ-επενδύσεις φαίνεται να είναι κάπως πιο σημαντικές. Αντί αυτού, για το σύνολο του δείγματος, το οποίο περιλαμβάνει περισσότερο εισηγμένες επιχειρήσεις, οι υπό-επενδύσεις έχουν μεγαλύτερη σημασία. Τα στοιχεία αυτά είναι σύμφωνα με την κοινή αίσθηση ότι οι μεγάλες επιχειρήσεις είναι λιγότερο περιορισμένες και έχουν πιο πολλές ταμειακές ροές για να ξοδέψουν. Τέλος, οι επιχειρήσεις οι οποίες προβλέπεται να υπέρ-επενδύουν φαίνεται να είναι μεγαλύτερες, πιο ώριμες ηλικιακά, καλύπτονται από τους αναλυτές και τους οργανισμούς αξιολόγησης περισσότερο, και εμφανίζουν λιγότερο θεσμική ιδιοκτησία.

Οι **Ningyue Liu, Don Bredin** (2009) εξετάζουν την επιρροή των θεσμικών επενδυτών της εταιρίας στις υπέρ-επενδύσεις καθώς και τη σχέση μεταξύ υπερεπενδύσεων και των συνολικών εταιρικών αποδόσεων. Οι συγγραφείς χρησιμοποιούν δεδομένα από την κινεζική αγορά για την περίοδο 2003 -

2008 και η λογιστική τους βάση προέρχεται από τον Richardson (2006) για τη μέτρηση των υπερεπενδύσεων, την εξέταση της σχέσης μεταξύ της θεσμικής ιδιοκτησίας και τις υπέρ-επενδύσεις των επιχειρήσεων. Τα αποτελέσματά τους μέχρι σήμερα δείχνουν ότι οι χρηματιστηριακές και οι ασφαλιστικές εταιρίες μειώνουν με την πάροδο του χρόνου τις υπέρ-επενδύσεις τους. Επιπλέον, διευρύνεται η σχέση μεταξύ των υπερεπενδύσεων και των αποδόσεων των επιχειρήσεων. Θεωρούν ότι υπάρχει σημαντική αρνητική σχέση μεταξύ των υπερεπενδύσεων και των αποδόσεων των επιχειρήσεων. Τα ευρήματά τους σε κάποιο βαθμό, δείχνουν ότι υπάρχει ακτιβισμός των μετόχων στις αναδυόμενες χώρες και οι υπέρ-επενδύσεις είναι ένα σημαντικό μέσο για τους θεσμικούς επενδυτές να επηρεάσουν την εταιρική απόδοση.

Στο συγκεκριμένο άρθρο, οι συγγραφείς θέλουν να απαντηθούν τα παρακάτω ερωτήματα: (1) Εάν οι θεσμικοί κανονισμοί επηρεάζουν των επιχειρήσεων τις υπέρ-επενδύσεις ή όχι στις αναδυόμενες χώρες; Δεδομένης της μικρής ιστορίας και της δυσκολίας να λάβουν τα δεδομένα οι συγγραφείς, υπάρχει σημαντική έλλειψη εμπειρικών στοιχείων για τον ακτιβισμό των μετόχων στις αναδυόμενες αγορές. Το άρθρο εστιάζει σε μια αναδυόμενη οικονομία την Κίνα. (2) Ποίοι κλάδοι έχουν μεγάλο αντίκτυπο στην υπερεπένδυση; Στο άρθρο αυτό, οι συγγραφείς ερευνούν το αντίκτυπο των κύριων θεσμικών επενδυτών στην Κίνα, συμπεριλαμβανομένων εταιριών διαχείρισης αμοιβαίων κεφαλαίων επενδύσεων, το Εθνικό Ταμείο Κοινωνικής Ασφάλισης (NSSF), χρηματιστηριακές εταιρίες, ασφαλιστικές εταιρίες κ.ά. (3) Ποια είναι η σχέση μεταξύ υπερεπενδύσεων και εταιρικής απόδοσης; Ο τελικός σκοπός των θεσμικών επενδυτών είναι να βελτιώσουν την απόδοσή τους και να αποκτήσουν πλεονέκτημα. Ως εκ τούτου, οι συγγραφείς εξετάζουν τη σχέση μεταξύ των υπερεπενδύσεων και των εταιρικών αποδόσεων, μετά την έρευνα για τη σχέση μεταξύ των θεσμικών επενδυτών και των υπερεπενδύσεων.

Το άρθρο αυτό χρησιμοποιεί ένα μοναδικό σύνολο δεδομένων για να διερευνήσει κατά πόσο οι θεσμικοί επενδυτές έχουν επιρροή στην εταιρική διακυβέρνηση με την εξέταση της σχέσης μεταξύ της θεσμικής ιδιοκτησίας και των εταιρικών υπερεπενδύσεων. Στο πρώτο μέρος της μελέτης οι συγγραφείς εφαρμόζουν ένα λογιστικό θεωρητικό πλαίσιο που επινοήθηκε από τον Richardson (2006) για τη μέτρηση της υπερεπένδυσης των κινεζικών εισηγμένων εταιριών. Επιπλέον, οι συγγραφείς εξετάζουν τη σχέση ανάμεσα στην ιδιοκτησία των διαφορετικών τύπων των θεσμικών επενδυτών και τις υπέρ-επενδύσεις των επιχειρήσεων με βάση τα αποτελέσματα του πρώτου μέρους.

Τέλος, η σχέση μεταξύ των υπερεπενδύσεων και των εταιρικών αποδόσεων ερευνάται προκειμένου να κατασκευαστεί μια ολοκληρωμένη διαδρομή από τη συμμετοχή των θεσμικών οργάνων μέχρι τις εταιρικές αποδόσεις με την υπερεπένδυση στη μέση.

Προκαταρκτικά, τα αποτελέσματα της ανάλυσης δείχνουν ότι πριν από τη παρακράτηση μετρητών, προηγούμενες επενδυτικές δαπάνες και η ηλικία της εταιρίας έχουν μεγάλη ερμηνευτική δύναμη για το επίπεδο των νέων επενδυτικών δαπανών. Εν τω μεταξύ, η περιγραφική στατιστική των

υπερεπενδύσεων αποκαλύπτει ότι οι κινεζικές εταιρίες υπέρ-επενδύουν, αλλά ο βαθμός δεν είναι σοβαρός.

Περαιτέρω οι συγγραφείς αναλύουν το αντίκτυπο της θεσμικής ιδιοκτησίας στις υπέρ-επενδύσεις των εταιριών, το οποίο δείχνει ότι οι κεφαλαιουχικές εταιρίες μειώνουν σημαντικά με την πάροδο του χρόνου τις υπέρ-επενδύσεις τους. Ωστόσο, σε άλλες εταιρίες συμπεριλαμβανομένου των QFIIs, ασφαλιστικά ταμεία, ασφαλιστικές εταιρείες, δεν επηρεάζει η θεσμική ιδιοκτησία σημαντικά τις υπέρ-επενδύσεις. Μια εξήγηση είναι η μεγάλη ιστορία στην κινεζική χρηματιστηριακή αγορά και το σχετικά μεγαλύτερο μέγεθος των κεφαλαιουχικών και ασφαλιστικών εταιριών σε σύγκριση με των άλλων χωρών. Αυτό σημαίνει ότι βασικές κινητήριες δυνάμεις της ενεργού συμμετοχής των μετόχων στις αναδυόμενες αγορές είναι η φιλοσοφία ανάπτυξης και οι θεσμικές διαστάσεις και όχι η επενδυτική φιλοσοφία. Τέλος, τα αποτελέσματα δείχνουν ότι η υπερεπένδυση επιπλήττει τις εταιρικές αποδόσεις. Επιπλέον δοκιμές έδωσαν ισχυρή στήριξη σε αυτό το συμπέρασμα. Τα ευρήματά τους μας οδηγούν στο συμπέρασμα ότι ο ακτιβισμός των μετόχων υπάρχει στις αναδυόμενες χώρες και οι υπέρ-επενδύσεις είναι ένα σημαντικό μέσο για τους θεσμικούς επενδυτές να επηρεάσουν την εταιρική απόδοση.

Αυτά τα εμπειρικά ευρήματα έχουν μερικές σημαντικές επιπτώσεις. Μολονότι η θεσμική ιδιοκτησία των μετοχών έχει αυξηθεί σημαντικά κατά τις τελευταίες δεκαετίες, ο ρόλος τους στην παρακολούθηση της εταιρικής συμπεριφοράς δεν είναι αρκετά σαφές. Αρκετές εφημερίδες έχουν ερευνήσει την ενεργό συμμετοχή των μετόχων, αλλά τα συμπεράσματά τους είναι ασυνεπή. Τα ευρήματα της παρούσας μελέτης παρέχουν μια απόδειξη του υφιστάμενου μετοχικού ακτιβισμού στις αναδυόμενες αγορές. Επιπλέον, τα αποτελέσματά τους δείχνουν ότι ορισμένα ιδρύματα μειώνουν τις υπέρ-επενδύσεις τους το οποίο αποτελεί σημαντική συνέπεια του προβλήματος για τη σύγκριση μεταξύ των μετόχων και των μάντζερ. Αυτό σημαίνει ότι ο θεσμικός επενδυτής είναι ένας αποτελεσματικός μηχανισμός έξω από την εταιρική διακυβέρνηση. Τέλος, ένα από τα βασικά χαρακτηριστικά των ιδρυμάτων που διαδραματίζουν ένα ρόλο ελέγχου είναι το μέγεθος. Ως εκ τούτου, οι κινεζικές οικονομικές ρυθμιστικές αρχές θα πρέπει να μειώσουν τους περιορισμούς στο μέγεθος των επενδύσεων των εταιριών, ιδίως στις QFIIs.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2: Η υπόθεση των υπέρ-επενδύσεων και των υπό-επενδύσεων

Στις ατελείς αγορές κεφαλαίων, οι αποφάσεις χρηματοδότησης και επενδύσεων δεν είναι ανεξάρτητες. Στην πραγματικότητα, οι ατέλειες της κεφαλαιαγοράς, όπως η ασυμμετρία πληροφοριών και του κόστους διαμεσολάβησης, θα μπορούσαν να οδηγήσουν είτε σε υπό-επενδύσεις ή υπέρ-επενδύσεις, δηλαδή όλα τα επενδυτικά έργα με θετική NPV θα αναληφθούν και ορισμένα με αρνητική ΚΠΑ δεν θα απορριφθούν. Οι ασυμμετρίες πληροφόρησης συμβάλλουν σε αρκετές συγκρούσεις μεταξύ των κύριων ενδιαφερομένων, οι οποίες δημιουργούν είτε σε υπέρ-επενδύσεις είτε σε υπό-επενδύσεις.

Δεδομένης της περιορισμένης ευθύνης των μετόχων, οι μέτοχοι ενθαρρύνονται να επενδύσουν σε πιο ριψοκίνδυνες επενδύσεις από εκείνες που αρχικά ορίζονται στους όρους του δανείου. Αυτό οφείλεται στο γεγονός ότι τα πιο επικίνδυνα έργα αναμένεται να δώσουν μεγαλύτερα οφέλη για την πλευρά των μετόχων. Ενώ αν εμφανιστούν μεγάλες απώλειες, αυτές θα επιβαρύνουν τους ομολογιούχων (Jensen και Meckling, 1976). Στην περίπτωση αυτή, το γνωστό πρόβλημα της υποκατάστασης περιουσιακών στοιχείων προκύπτει. Όταν μετά τη σύμβαση υπάρχει ασύμμετρη πληροφόρηση, και δεδομένης της αδυναμίας της εταιρίας να αναπτύξει πλήρως τις συμβάσεις, αυτή η ασυμμετρία της πληροφόρησης θα μπορούσε να προκαλέσει κάποιο κόστος για τους μετόχους, αφού οι κάτοχοι ομολόγων επωφελούνται από την προοπτική αντικατάστασης των περιουσιακών στοιχείων. Έτσι, είτε η αύξηση των επιτοκίων, η πιστοληπτική ικανότητα ή η επιβολή περιοριστικών όρων όσον αφορά τις επενδύσεις ή τη χρηματοδότηση, μπορούν να περιορίσουν τη δυνατότητα των μετόχων να αναπτύξουν τα επενδυτικά τους σχέδια. Αυτό το πρόβλημα της υποκατάστασης των περιουσιακών στοιχείων μεταξύ των μετόχων και των ομολογιούχων είναι, επομένως, έναν από τους μηχανισμούς που οδηγούν σε μείωση των επενδύσεων.

Η σύγκρουση μεταξύ των μετόχων και των ομολογιούχων επίσης δημιουργεί ένα πρόβλημα στις υπό-επενδύσεις δεδομένου του ηθικού κινδύνου και λόγω της προτεραιότητας των κατόχων ομολόγων σε περίπτωση πτώχευσης. Ως εκ τούτου, οι μέτοχοι θα έχουν κίνητρα για την εγκατάλειψη επενδυτικών έργων, εφόσον η ΚΠΑ είναι χαμηλότερη από το ποσό του δανείου που εκδίδεται (Myers, 1977). Έτσι, οι ομολογιούχοι θα προσπαθήσουν να αποτρέψουν τις μη ιδανικές επενδυτικές πολιτικές που υιοθετούν χρησιμοποιώντας διάφορους μηχανισμούς, όπως δεσμεύσεις και συμφωνητικά για τα δάνεια, μείωση των περιόδων του δανείου, και μεγαλύτερη εποπτεία και έλεγχο. Ωστόσο, όλες αυτές οι διαδικασίες συνεπάγονται μόνο μια μικρή άμβλυση του προβλήματος και, επιπλέον, το κόστος τους να βαρύνει τελικά τους μετόχους.

Επιπλέον, η σύγκρουση μεταξύ των μετόχων και των ομολογιούχων επίσης δημιουργεί ένα πρόβλημα χαμηλών επενδύσεων από τις δυσμενείς επιλογές.

Αυτό το πρόβλημα προκύπτει από τα υψηλότερα ασφάλιστρα που απαιτούνται από τους κατόχους ομολόγων, δεδομένου ότι δεν έχουν αρκετές πληροφορίες για να διακρίνουν την ποιότητα των διαφόρων επενδυτικών σχεδίων της εταιρείας (Stiglitz και Weiss, 1981). Έτσι, αν η δαπάνη των επενδύσεων για όλα τα σχέδια με θετική NPV είναι ανώτερη των εσωτερικών διαθέσιμων κεφαλαίων, η επιχείρηση θα μπορούσε να παραιτηθεί από τα επενδυτικά σχέδια και όχι να εκδώσει ριψοκίνδυνα δάνεια.

Η σύγκρουση μεταξύ των παλαιών και νέων μέτοχων μπορούν επίσης να οδηγήσουν σε μείωση των επενδύσεων που προκαλούνται από δυσμενή επιλογή. Οι Myers και Majluf (1984) απέδειξαν ότι, λόγω της προ-σύμβασης ασύμμετρη πληροφόρησης μεταξύ των παλαιών και νέων μέτοχων σε σχέση με τα επενδυτικά σχέδια και τα στοιχεία του ενεργητικού, η επιχείρηση θα μπορούσε να παραιτηθεί από έργα με θετική NPV. Λόγω της ασυμμετρίας πληροφόρησης οι υποψήφιοι μέτοχοι δεν έχουν επίγνωση της αξίας της εταιρείας και αυξάνουν την τιμή στην οποία προσφέρουν χρηματοδότηση των έργων. Με αυτή την τιμή οι μελλοντικοί μέτοχοι μπορούν να χάσουν περισσότερα αν τα επενδυτικά σχέδια που αναλαμβάνονται θα ήταν προτιμότερο να είχαν απορριφθεί.

Εν ολίγοις, οι συγκρούσεις μεταξύ των κάτοχων ομολόγων και των υπαρχόντων και μελλοντικών μετοχών μπορεί να οδηγήσει σε μείωση των επενδύσεων. Επιπλέον, οι υπέρ-επενδύσεις προκύπτουν από τη σύγκρουση μεταξύ των διαχειριστών και των μετόχων. Όταν υπάρχει ασυμμετρία στην πληροφόρηση, και λαμβάνοντας υπόψη ότι οι μηχανισμοί που χρησιμοποιούνται για την ευθυγράμμιση των συμφερόντων μεταξύ των μετόχων και των διαχειριστών δεν μπορούν να είναι πλήρως αποτελεσματικοί, οι διαχειριστές μπορούν να χρησιμοποιήσουν την ελεύθερη ταμειακή ροή για την ανάληψη έργων με αρνητική ΚΠΑ προς το συμφέρον τους (Jensen, 1986). Σημειώστε ότι οι ελεύθερες ταμειακές ροές είναι οι ταμειακές ροές πέραν αυτών που απαιτούνται για τη χρηματοδότηση όλων των έργων με θετική NPV, ως εκ τούτου, οι διαχειριστές χρησιμοποιούν αυτές τις ροές για την πληρωμή στους μετόχους. Οι διευθυντές θα έχουν κίνητρα να υπέρ-επενδύουν λόγω των χρηματικών και μη χρηματικών παροχών που συνδέονται με τη μεγαλύτερη ανάπτυξη της επιχείρησης (Jensen, 1986, Stulz, 1990).

Τα εμπειρικά στοιχεία σχετικά με την υπόθεση υπό-επένδυσης αναπτύχθηκαν αρχικά μέσα από τις διαδοχικές μελέτες για την ευαισθησία των επενδύσεων στις ταμειακές ροές, ιδίως μετά την καινοτόμο μεθοδολογική μελέτη του Fazzari et al. (1988). Σχεδόν όλες αυτές οι μελέτες βρίσκουν μια ισχυρή εξάρτηση των επενδύσεων σχετικά με τη διαθεσιμότητα των εσωτερικών πόρων-κεφαλαίων, η εξάρτηση αυτή μπορεί να ερμηνευθεί ως απόδειξη του προβλήματος υπό-επενδύσεων από τις δυσμενείς επιλογές. Ωστόσο, η θετική σχέση που διαπιστώθηκε μεταξύ των επενδύσεων και των ταμειακών ροών δεν μπορεί να προκύψει μόνο από το πρόβλημα των χαμηλών επενδύσεων από τις δυσμενείς επιλογές. Μπορεί επίσης να υποδηλώνει ότι τα υψηλά επίπεδα των ταμειακών ροών επιτρέπουν στους διαχειριστές να αναλάβουν έργα με αρνητική ΚΠΑ, το οποίο δεν θα συνέβαινε αν είχαν να αυξήσουν τα εξωτερικά κεφάλαια και να εξηγήσουν τη λογική των επενδύσεών τους. Η

μελέτη από το Vogt (1994) μας επιτρέπει να διακρίνουμε τα δύο αποτελέσματα και να αποκτήσουν εμπειρικά στοιχεία και των δύο προβλημάτων (μείωση των επενδύσεων και υπέρ-επενδύσεις) ανάλογα με τα διαφορετικά χαρακτηριστικά των επιχειρήσεων. Έτσι, η υπόθεση των υπερεπενδύσεων επιβεβαιώνεται κάθε φορά που η θετική σχέση μεταξύ των επενδύσεων και των ταμειακών ροών διατηρείται για τις επιχειρήσεις των οποίων οι επενδυτικές ευκαιρίες είναι χαμηλής ποιότητας.

Αντίθετα, για τις επιχειρήσεις με πολύτιμες επενδυτικές ευκαιρίες, μια θετική σχέση δείχνει ένα πρόβλημα μείωσης των επενδύσεων. Υπάρχουν επίσης διάφορες μελέτες, οι οποίες λαμβάνουν εμπειρικά στοιχεία σχετικά με κάθε μία από τις υποθέσεις με βάση τη μεθοδολογία event study. Οι μελέτες αυτές αναλύουν την αντίδραση της αγοράς στις ανακοινώσεις των επενδυτικών αποφάσεων (Δούκας, 1995, Vogt, 1997, Chen και Ho, 1997) ή στις ανακοινώσεις αποφάσεων μερίσματος (Lang και Litzenberger, 1989), διακρίνοντας τις επιχειρήσεις σύμφωνα με τις επενδυτικές ευκαιρίες και / ή το ελεύθερο επίπεδο ταμειακών ροών. Σε γενικές γραμμές, οι μελέτες αυτές αποδεικνύουν ότι οι μη φυσιολογικές αποδόσεις είναι μεγαλύτερες για τις επιχειρήσεις με πολύτιμες επενδυτικές ευκαιρίες. Ωστόσο, τα αποδεικτικά στοιχεία σχετικά με την δράση των ταμειακών ροών δεν είναι τόσο σαφή (Chen και Ho, 1997).

Τα προβλήματα και των υπό-επενδύσεων και των υπερεπενδύσεων επίσης έχουν μελετηθεί με άλλες προοπτικές. Για παράδειγμα, ο Lang et al. (1996) κατάφερε να επιτύχει ευνοϊκά στοιχεία για την υπόθεση των υπερεπενδύσεων, όταν διαπίστωσε ότι τα υψηλά ποσοστά του ορίου χρέωσης για την ανάπτυξη των επενδυτικών έργων μόνο για τις επιχειρήσεις των οποίων οι επενδυτικές ευκαιρίες είναι χαμηλής ποιότητας. Οι Nohel και Tarhan (1998) βρίσκουν επίσης αποδεικτικά στοιχεία σύμφωνα με τη θεωρία των ελεύθερων ταμειακών ροών, μελετώντας την επίδραση της επανάκτησης μετοχών στην λειτουργική απόδοση των επιχειρήσεων. Ο Adedeji (1998) αποκτά μικτά στοιχεία για την υπόθεση των χαμηλών επενδύσεων από τη μελέτη της ταυτόχρονης συσχέτισης μεταξύ των επενδύσεων, της χρηματοδότησης και των αποφάσεων μερίσματος. Τέλος, οι Miguel και Pindado (2001) καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι, στο πλαίσιο της ασύμμετρης πληροφόρησης, οι επιχειρήσεις ανησυχούν είτε για το πρόβλημα των ανεπαρκών επενδύσεων ή για το πρόβλημα των υπερεπενδύσεων ανάλογα με την ταμειακή ροή τους και τα επίπεδα του χρέους τους, έτσι που να αποδεικνύουν την trade-off μεταξύ των ανεπαρκών επενδύσεων και των υπερεπενδύσεων όπως θεωρείται από το Stulz (1990).

Ως συνέπεια των ανωτέρων εμπειρικών στοιχείων, σήμερα υπάρχει μια γενικευμένη συναίνεση ότι η ασύμμετρη πληροφόρηση εισάγεται στις επενδυτικές αποφάσεις και προκαλεί στρεβλώσεις. Έτσι, σε αντίθεση με την τέλεια υπόθεση της κεφαλαιαγοράς που διατηρείται από τους Modigliani και Miller (1958), οι ασυμμετρίες στην πληροφόρηση μπορούν να οδηγήσουν σε μείωση των επενδύσεων ή υπέρ-επενδύσεις. Και τα δύο προβλήματα θα επηρεάσουν την αξία της επιχείρησης, δεδομένου ότι, αφενός, έργα με θετική NPV δεν θα πρέπει να αναληφθούν και, από την άλλη πλευρά, έργα με αρνητική NPV δεν θα απορριφθούν. Ως εκ τούτου, όταν μια επιχείρηση

επηρεάζεται από ένα πρόβλημα υπό-επενδύσεων, αν μια επιπρόσθετη επένδυση πραγματοποιείται, η αγοραία αξία της θα πρέπει να αυξηθεί. Εάν το πρόβλημα είναι από υπέρ-επενδύσεις, πρόσθετες επενδύσεις, πρέπει να επηρεάζει αρνητικά τον πλούτο των μετόχων.

Υποθέτοντας ως λογική υπόθεση ότι τα επενδυτικά σχέδια με μεγαλύτερη ΚΠΑ πάντα πρέπει πάντα να αναληφθούν στην πρώτη θέση, ακόμη και προς το συμφέρον των διευθυντών (Stulz, 1990), η αγοραία αξία της εταιρίας θα αυξηθεί μέχρι ένα ορισμένο επίπεδο επενδύσεων. Μετά από αυτό η βέλτιστη η αγοραία αξία θα αρχίσει να μειώνεται. Ως εκ τούτου, η κύρια υπόθεση είναι: η σχέση μεταξύ της αγοραίας αξίας και των επενδύσεων είναι τετραγωνική, πράγμα που σημαίνει ότι υπάρχει ένα βέλτιστο επίπεδο. Επίπεδα κάτω από το βέλτιστο θα επιβεβαιώσουν την υπόθεση ανεπαρκών επενδύσεων, ενώ τα υψηλότερα επίπεδα, θα επιβεβαιώσουν την υπέρ-επένδυση.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3: Τα προβλήματα των υπέρ-επενδύσεων

Τα προβλήματα των υπερεπενδύσεων σχετίζονται με την πιθανότητα οι μάνατζερ να κάνουν κατάχρηση εξουσίας στη λήψη αποφάσεων και να υιοθετούν ασύμφορα ή υπερβολικά τολμηρά έργα που μπορεί να βλάπτουν τα συμφέροντα των μετόχων καθώς και εκείνα των ομολογιούχων (Jensen και Meckling 1976, Galai και Masulis 1976, Jensen 1986, Stultz 1990).

Προβλήματα λόγω των διευθυντικών υπερεπενδύσεων και λόγω των υπερεπενδύσεων σε ρισκοκίνδυνα έργα (κίνδυνος αντικατάστασης ή υποκατάστασης του ενεργητικού), μπορεί να προκύψουν κατά την εφαρμογή πολιτικών διαχείρισης των πόρων οι οποίες να θεωρούνται βέλτιστες από τους μάνατζερ ενώ δεν είναι.

3.1 Προβλήματα λόγω των διευθυντικών υπερεπενδύσεων

Κατά την εξέταση της υπόθεσης, όπου η ιδιοκτησία και ο έλεγχος διαχωρίζονται, το πρόβλημα των υπερεπενδύσεων προκύπτει από μια σύγκρουση συμφερόντων που επηρεάζει κυρίως τη σχέση μεταξύ των διαχειριστών, οι οποίοι έχουν τον έλεγχο της επιχείρησης, και των μετόχων και των ιδιοκτητών της επιχείρησης (Jensen 1986). Αντ' αυτού, σε ένα πλαίσιο όπου η ιδιοκτησία και ο έλεγχος ουσιαστικά συμπίπτουν, η σύγκρουση συμφερόντων έχει να κάνει με τη σχέση μεταξύ των εσωτερικών μετόχων, η ομάδα ελέγχου ή διευθυντικά στελέχη και επιχειρηματίες, και των εξωτερικών μετόχων που δεν συμμετέχουν στην διαχείριση της επιχείρησης (Jensen και Meckling 1976).

Επιπλέον, επικρατεί ότι αυτό το πρόβλημα, το οποίο συνεπάγεται μείωση των πόρων και της αξίας εταιρείας που αποφάσισε το διοικητικό συμβούλιο, μπορεί επίσης να επηρεάσει τις σχέσεις μεταξύ της διοίκησης και των ομολογιούχων (Jensen και Meckling 1976, Lyandres και Zhdanov 2003).

Το πρόβλημα των διευθυντικών υπερεπενδύσεων βασίζεται στην υπόθεση ότι οι διαχειριστές τονίζουν τη σημασία του ρόλου τους, ο οποίος είναι διαφορετικός από εκείνο των μετόχων, ο οποίος οδηγεί σε σύγκρουση συμφερόντων και μπορεί να οδηγήσει σε μείωση τη συνολική αξία της εταιρείας, όταν η ευκαιρία προκύψει (Jensen και Meckling, 1976). Πέρα από το στόχο τους τη μεγιστοποίηση της αξίας της μετοχής, οι μάνατζερ θεωρούν την επιχείρηση πηγή οικονομικού κέρδους, αυτοεκτίμησης και, γενικότερα, ως μέσο για να αυξήσουν το δικό τους ανθρώπινο κεφάλαιο (Zingales 1998, Jostarndt, 2002). Για το λόγο αυτό, οι διαχειριστές μερικές φορές καταλήγουν σε αναποτελεσματικές αποφάσεις των οποίων μοναδικός στόχος είναι να αυξάνουν τα ιδιωτικά τους κέρδη, χωρίς να λαμβάνουν υπόψη τις ενδεχόμενες συνέπειες που μπορούν να βλάψουν τους μετόχους.

Τα προβλήματα υπερεπενδύσεων μπορούν να πάρουν διάφορες μορφές κατά τον Jensen (1986), ο οποίος τις συνδέει υπέρ-επενδύσεις με τον τρόπο που τα στελέχη χρησιμοποιούν τους χρηματοδοτικούς πόρους που η

επιχείρηση παράγει. Όταν κερδοφόρα επενδυτικά σχέδια και ευκαιρίες ανάπτυξης δεν υφίστανται, οι διευθυντές προτιμούν να χρησιμοποιήσουν τις ελεύθερες ταμειακές ροές για ευκαιριακές σκοπούς, αντί να τις δώσουν πίσω στους μετόχους μέσω μερισμάτων.

Όπως οι Jensen (1986) και Stulz (1990) επισήμαναν, η επέκταση της εταιρείας πέραν αυτού που μπορεί να θεωρηθεί ένα βέλτιστο επίπεδο και η αύξηση των πόρων υπό τον έλεγχο των μάνατζερ θα δημιουργήσει υψηλότερους μισθούς και θα προσφέρει μεγαλύτερη ισχύ και κύρος σε εκείνους που διοικούν την επιχείρηση (το φαινόμενο *empire building*). Ωστόσο, εάν η επιχείρηση έχει λίγες ευκαιρίες ανάπτυξης, η υπερβολική αύξηση στο μέγεθος των επιχειρήσεων είναι σε άμεση αντίθεση με τα συμφέροντα των μετόχων. Στην πραγματικότητα, η τάση προς *empire building* τείνει να ενθαρρύνει τους διευθυντές να επενδύουν το σύνολο των διαθέσιμων πόρων (ελεύθερες ταμειακές ροές) σε έργα που αυξάνουν το μέγεθος της επιχείρησης, αλλά όχι την αξία της. Ουσιαστικά, οι διαχειριστές έχουν την τάση να επενδύουν ακόμα και σε έργα με αρνητική παρούσα αξία εφ' όσον μπορούν να αυξήσουν το μέγεθος της επιχείρησης και κατά συνέπεια το δικό τους ιδιωτικό όφελος (Degryse και De Jong 2001).

Οι διευθυντικές υπέρ-επενδύσεις μπορούν επίσης να λάβουν άλλες μορφές. Για παράδειγμα, οι Shleifer και Vishny (1989) υποστηρίζουν ότι οι διαχειριστές προτιμούν να επενδύουν σε έργα που έχουν αρνητική καθαρή παρούσα αξία, αλλά οδηγούν σε αύξηση το δικό τους ανθρώπινο κεφάλαιο, καθιστώντας τη δραστηριότητα της εταιρείας άρρηκτα συνδεδεμένη με τις προσωπικές τους ικανότητες. Οι παραπάνω συγγραφείς προσδιορίζουν τις διευθυντικές αυτές κινήσεις ως ένα σύνολο από αυτό-αμυντικούς μηχανισμούς που η διοίκηση δημιουργεί αποφασίζοντας σχετικά με τις στρατηγικές ανάπτυξης των επιχειρήσεων, έτσι ώστε να τονίσουν τις δικές τους ικανότητες και τις δεξιότητές τους, παρά την επιλογή στρατηγικών που είναι προς το συμφέρον της επιχείρησης. Με τον τρόπο αυτό δημιουργείται μια ανεξάρτητη σχέση που αποδίδει σημασία στις δεξιότητες των διαχειριστών ανεξάρτητα από το αν είναι ή όχι σε θέση να διατηρήσει ανταγωνιστικό πλεονέκτημα της επιχείρησης.

Μια άλλη πηγή υπερεπενδύσεων θα μπορούσε να προκύψει από την υπέρμετρη αυτοπεποίθηση των μάνατζερ, οι οποίοι ενώ ενεργούν με πίστη και με στόχο τη μεγιστοποίηση της αξίας για τους μετόχους, θα μπορούσαν να υπερεκτιμήσουν ωστόσο διαθέσιμες ευκαιρίες, ή αλλιώς θα μπορούσαν να είναι υπερβολικά αισιόδοξοι για τις δυνατότητες της δραστηριότητας της επιχείρησης, επενδύοντας σε έργα που δεν έχουν θετική καθαρή παρούσα αξία (Stein 2001). Αυτό οφείλεται στο "ψυχικό σφάλμα", όπου ο διαχειριστής νομίζει ότι ξέρει περισσότερα από ό, τι κάνει πραγματικά ή αλλιώς πιστεύει ότι έχει ικανότητες αξιολόγησης που είναι μεγαλύτερες από αυτές που έχει πραγματικά (Malmendier και την Tate 2004). Με την υπέρμετρη εμπιστοσύνη στις δυνατότητές τους, οι διαχειριστές μπορούν να καταλήξουν να αντιλαμβάνονται μικρότερο κίνδυνο από ό, τι πραγματικά υπάρχει και επομένως δεν αξιολογούν με προσοχή όλες τις αβεβαιότητες που χαρακτηρίζουν ένα επενδυτικό σχέδιο.

Στις παραπάνω καταστάσεις χρέους, όπως τόνισε ο Jensen (1986 και 1989), μπορεί να βοηθήσει στη μείωση των προβλημάτων των υπερεπενδύσεων ο περιορισμός της διοικητικής ευχέρειας στη χρήση των πόρων της επιχείρησης. Βάζοντας όρια στη διευθυντική εξουσία λήψης αποφάσεων μπορεί αυτό να είναι ιδιαίτερα αποτελεσματικό στην σύγκρουση συμφερόντων μεταξύ της ιδιοκτησίας και της διαχείρισης που προκύπτει από τον τρόπο που οι ελεύθερες ταμειακές ροές κατανέμονται. Στην πραγματικότητα, η προσφυγή σε έκδοση χρέους αντιπροσωπεύει ένα έμμεσο μέσο για τον έλεγχο και την πειθαρχία των διευθυντικών συμπεριφορών με τον περιορισμό της τάσης τους να χρησιμοποιούν τις ταμειακές ροές αναποτελεσματικά, δεδομένου ότι πρέπει πρώτα απ' όλα να χρησιμοποιηθούν για την επιστροφή τόκων και τα δανειακά κεφάλαια.

Το υψηλό επίπεδο σε κεφάλαια χρέους, με παράλληλη εξασφάλιση σταθερής επαναλαμβανόμενης εκροής οικονομικών πόρων που δεν είναι πλέον διαθέσιμοι στους διευθυντές αυτοί οι πόροι, διεγείρει τη δέσμευση της διοίκησης για να αποφευχθούν καταστάσεις οικονομικής δυσπραγίας και πτώχευσης, και σημαίνει ότι η διοίκηση της εταιρείας είναι περισσότερο εκτεθειμένη στις αξιολογήσεις της αγοράς κεφαλαίων (Jensen 1986) και αποτελεί ένα θετικό σημάδι για την κεφαλαιαγορά, η οποία οδηγεί σε υπεραξία των μετοχών (Ross 1977).

3.2 Υπέρ-επενδύσεις σε έργα που ενέχουν υψηλό κίνδυνο: κίνητρα για μείωση του κινδύνου

Οι υπέρ-επενδύσεις σε έργα που ενέχουν κίνδυνο παράγουν μια σύγκρουση συμφερόντων μεταξύ μετόχων και ομολογιούχων και αυξάνουν την πιθανότητα ότι οι μάνατζερ, αφού έχουν επισυνάψει την έκδοση χρέους και ενεργώντας προς το συμφέρον της ιδιοκτησίας, μεταφέρουν πλούτο από τους ομολογιούχους στους μετόχους μέσω αύξησης της μόχλευσης, αυξάνοντας έτσι τον κίνδυνο της κατάσχεσης και της πτώχευσης, ή αλλιώς ενεργούν προς την ανάληψη νέων επενδυτικών σχεδίων που είναι πιο επικίνδυνα από αυτά ως προς το μέσο όρο της επιχείρησης (Jensen και Meckling 1976). Επομένως, όταν οι επιχειρήσεις είναι υπερχρεωμένες, εκ των υστέρων μπορούν να αυξήσουν τον κίνδυνο, *ceteris paribus*, μεταφέροντας πλούτο από τους ομολογιούχους στους μετόχους (Galai και Masulis 1976). Στην πραγματικότητα, τα διαφορετικά επίπεδα κινδύνου που συνδέονται με επενδυτικές αποφάσεις των διαχειριστών έχουν επιρροή στη σύγκρουση των συμφερόντων μεταξύ των ομολογιούχων και των μετόχων, επειδή οι πιο ριψοκίνδυνες επενδύσεις και οι χρηματοδοτικές πολιτικές που αυξάνουν την αξία της μετοχής και μειώνουν την αξία του χρέους μεταφέρουν πλούτο από τους ομολογιούχους στους μετόχους.

Οι Jensen και Meckling (1976) δείχνουν πως, λόγω της περιορισμένης ευθύνης της μετοχής, οι μέτοχοι και οι διαχειριστές που ενεργούν προς το συμφέρον τους, καλούνται να εγκρίνουν τα έργα που είναι πιο επικίνδυνα από αυτά που είχαν αρχικά προταθεί πριν από την ανάληψη του χρέους. Στην πραγματικότητα, όταν η χρηματοδότηση προέρχεται από τους επενδυτές, ο διαχειριστής θα μπορούσε να χρησιμοποιήσει τους χρηματοδοτικούς πόρους για διάφορες επενδύσεις που είναι πιο επικίνδυνες. Εάν η τιμή του χρέους έχει

οριστεί με βάση το επίπεδο κινδύνου των ήδη υφιστάμενων έργων, τα μη επισφαλή έργα θα σταματήσουν προκαλώντας μια υποτίμηση του χρέους. Σε αυτή την περίπτωση η αγοραία αξία του χρέους θα μειωθεί και η απώλεια των ομολογιούχων θα είναι το κέρδος των μετόχων. Στην περίπτωση αυτή η επιχείρηση θα παρακινηθεί να εκδώσει χρέος και να συμμετέχει σε επενδυτικά έργα που είναι ακόμη πιο επικίνδυνα (Barnea et al 1980). Επιπλέον, θα είναι τότε σε θέση να λάβει οικονομικούς πόρους με χαμηλότερο επιτόκιο από αυτό που αντιστοιχεί στην κατηγορία κινδύνου της επένδυσης που ήταν πραγματικά να επενδύσει και θα έχει χαμηλότερο συνολικό κόστος χρέους.

Από την άλλη πλευρά οι ομολογιούχοι θα καταστραφούν από μια τέτοια κατάσταση, στην οποία θα λάβουν χαμηλότερη απόδοση από αυτή που θα ήταν σε θέση να πάρουν με άλλους τύπους επενδύσεων. Κατά συνέπεια, η αγοραία αξία του χρέους θα μειωθεί, ενώ η αγοραία αξία των μετοχών θα αυξηθεί – το "λειτουργικό beta" της επιχείρησης παραμένει το ίδιο - λόγω της αύξησης των δυνατοτήτων απόδοσης. Ο πλούτος θα μεταφερόταν από τους ομολογιούχους στους μετόχους.

Ο μηχανισμός αυτός βασίζεται στη θεμελιώδη διαφορά μεταξύ των ιδίων κεφαλαίων και του χρέους-δανεισμού, που μπορούν να βρεθούν σε διαφορετικό επίπεδο ευαισθησίας σε σχέση με το επίπεδο κινδύνου της επιχείρησης. Στην πραγματικότητα, ενώ η αξία των ιδίων κεφαλαίων αυξάνεται όταν υπάρχει υψηλότερος κίνδυνος, η αξία του χρέους μειώνεται όταν αυξάνεται η μεταβλητότητα των δραστηριοτήτων της επιχείρησης (Jostarnndt 2002). Στη προσπάθεια να καταλάβουν γιατί η παρουσία του επικίνδυνου χρέους μπορεί να δημιουργήσει κίνητρα για την μείωση του κινδύνου, η βιβλιογραφία αναφέρεται συχνά στη θεωρία αποτίμησης δικαιωμάτων προαίρεσης από τους Black και Scholes (1973). Πρώτα απ' όλα, οι μέτοχοι όταν επισυνάπτουν την έκδοση χρέους, πωλούν την επιχείρηση στους ομολογιούχους και μπορούν να την αγοράσουν πίσω μόνο, αν πληρώσουν αυτό που οφείλεται κατά την ημερομηνία λήξης. Με άλλα λόγια, είναι σαν οι μέτοχοι να αποκτούν ευρωπαϊκού τύπου δικαιώματα αγοράς για τη δραστηριότητα της επιχείρησης όταν εκδίδουν χρέος-δάνεια, σε μια τιμή που είναι ίση με την ονομαστική αξία του χρέους της. Επειδή η αξία του δικαιώματος αγοράς αυξάνει όταν η μεταβλητότητα της υποκείμενης δραστηριότητας αυξάνεται, η μείωση του κινδύνου προκύπτει ως μια προσπάθεια να μεγιστοποιηθεί η αξία του δικαιωμάτων προαίρεσης των μετοχών και ως εκ τούτου αξία των ιδίων κεφαλαίων-της μετοχής. Αντί αυτού, οι μέτοχοι μιας χρεωμένης εταιρείας έχουν δικαίωμα πώλησης, ή "περιορισμένης ευθύνης", για τις δραστηριότητές τους, στην ίδια τιμή με την ονομαστική αξία του χρέους.

Κίνητρα για τη μείωση του κινδύνου μπορούν να προκύψουν σε αυτήν την περίπτωση, επειδή οι μέτοχοι προσπαθούν να μεγιστοποιήσουν την αξία των δικαιωμάτων επιλογής τους (option) μέσω της αύξησης του κινδύνου. Οι μέτοχοι αυξάνουν τον πλούτο τους με την αύξηση της μεταβλητότητας των δραστηριοτήτων της επιχείρησης, που σημαίνει ότι οι μέτοχοι εγκρίνουν τα έργα που είναι πάρα πολύ επικίνδυνα και έτσι καταλήγουν να στρεβλώνουν την επενδυτική πολιτική. Ως εκ τούτου, οι μέτοχοι των χρεωμένων επιχειρήσεων μπορούν να λάβουν τα περισσότερα οφέλη που ενυπάρχουν σε

ένα επικίνδυνο έργο όταν είναι επιτυχές, και μπορούν να αποφύγουν τον επιμερισμό του κόστους των αποτυχημένων προγραμμάτων με τους ομολογιούχους χάρη στην περιορισμένη ευθύνη που υπέχουν (Jensen και Meckling 1976).

Υψηλού κινδύνου επενδυτικά έργα δείχνουν μια ευρύτερη κατανομή των πιθανοτήτων των αποδόσεων από αυτή που συνήθως χρησιμοποιούνται από την επιχείρηση. Οι μέτοχοι ελπίζουν ότι θα μπορέσουν να επωφεληθούν από τη θετική πλευρά της κατανομής πιθανοτήτων, από τις ευθύνες τους - και έτσι το συνολικό ποσό των ζημιών τους - περιορίζεται στο κεφάλαιο της επιχείρησης, δεν έχει σημασία τι είδος επενδύσεις που έχουν γίνει (Fluck 1998) . Την ίδια στιγμή, όμως, οι μέτοχοι είναι υπολειμματικοί ενάγοντες και έχουν το δικαίωμα να λάβουν ό, τι έχει απομείνει από αυτά που έχουν καταβληθεί από τους ομολογιούχους.

3.3 Το πρόβλημα των υπό-επενδύσεων

Οι υπό-επενδύσεις (ή αλλιώς debt overhang) έχουν να κάνουν με τη σχέση μεταξύ των μετόχων και των ομολογιούχων, μετά την υπόθεση ότι οι μάνατζερ ενεργούν προς το συμφέρον των μετόχων, ή αλλιώς μεταξύ νέων και παλαιών μετόχων, όταν οι διαχειριστές ενεργούν προς το συμφέρον των παλαιών μετόχων . Ο Myers, το 1977 στη μελέτη του, ήταν ο πρώτος που επισήμανε το ενδεχόμενο ότι το υψηλό χρέος μπορεί να ενθαρρύνει τους διευθυντές να απορρίψουν έργα με θετική καθαρή παρούσα, η οποία καταλήγει να μειώνει τη σταθερή αξία της επιχείρησης. Η παρουσία του «επικίνδυνου» χρέους, που δείχνει μια χαμηλότερη τιμή της αγοράς από την ονομαστική, έχει ιδιαίτερα αρνητική επίδραση στις επενδυτικές επιλογές των επιχειρήσεων.

Ο Myers (1977) στην ανάλυση του βασίζεται στην ιδέα ότι η σταθερή αξία της επιχείρησης αποτελείται από τα στοιχεία του ενεργητικού και τις ευκαιρίες ανάπτυξης με βάση τη μελλοντική δυνατότητα να κάνει κερδοφόρες επενδύσεις. Οι ευκαιρίες ανάπτυξης τίθενται σε σύγκριση με τα δικαιώματα επιλογής, των οποίων η τρέχουσα αξία είναι αποτέλεσμα όχι μόνο των αναμενόμενων ταμειακών ροών, αλλά και της πιθανότητας η εταιρεία να λαμβάνει πράγματι όφελος από αυτά. Με άλλα λόγια, η αξία των ευκαιριών ανάπτυξης εξαρτάται από τις επενδύσεις που πραγματοποιούνται σύμφωνα (υπεύθυνοι λήψης αποφάσεων) με την κρίση του διευθυντή, ο οποίος έχει την εξουσία να εξασκεί τα δικαιώματα επιλογής. Ο τρόπος που τα στοιχεία του ενεργητικού χρηματοδοτούνται, και κατά συνέπεια ο τρόπος που το κεφάλαιο της επιχείρησης είναι δομημένο, επηρεάζει την ικανότητα να δημιουργήσουν και να επωφεληθούν από τις ευκαιρίες ανάπτυξης. Όταν προσπαθούν οι διευθυντές να μεγιστοποιήσουν την αξία της εταιρείας, θα πρέπει να χρησιμοποιούν όλες τις επενδυτικές επιλογές οι οποίες έχουν μια θετική καθαρά παρούσα αξία.

Αντί αυτού, ο Myers (1977) δείχνει ότι όταν υπάρχει επικίνδυνο χρέος οι μάνατζερ ενεργούν προς το συμφέρον των μετόχων και τείνουν να ακολουθήσουν μια διαδικασία λήψης αποφάσεων που είναι εντελώς διαφορετική, που τους οδηγεί να απορρίψουν κερδοφόρες επενδύσεις που θα μπορούσαν να προσφέρουν θετική καθαρή θέση για την αξία της επιχείρησης.

Με άλλα λόγια, οι μέτοχοι των εταιρειών που έχουν επικίνδυνο χρέος δεν είναι πρόθυμοι να χρηματοδοτήσουν έργα, λαμβάνοντας έτσι το κόστος, έτσι αποκλειστικά επωφελούνται οι ομολογιούχοι της επιχείρησης. Σε αυτές τις περιπτώσεις, η καθαρή παρούσα αξία του έργου, ενώ είναι θετική, θα επιτρέψει την αγοραία αξία του χρέους να ανέβει και την αντίστοιχη ονομαστική αξία του, χωρίς να παράγει άλλα οφέλη για τους μετόχους.

Στην πραγματικότητα, το επικίνδυνο χρέος θα μπορούσε να λειτουργήσει ως ένα είδος «φόρου» επί των κερδών που προκύπτουν από τις νέες επενδύσεις, καθώς η περισσότερη αξία από αυτή που δημιουργείται, θα χρησίμευε μόνο για να επιτρέψει στους ομολογιούχους να ανακτήσουν το δανείου τους (Stein 2001). Σε μια τέτοια περίπτωση η επένδυση θα γίνει μόνο όταν η καθαρή παρούσα αξία είναι θετική και υψηλότερη από την ονομαστική αξία του χρέους (Myers 1977, Bekovitch και Kim 1990). Στην πραγματικότητα οι διαχειριστές, κατά γενικό κανόνα, θα έχουν την τάση να επιλέγουν επενδύσεις των οποίων η καθαρή παρούσα αξία προσφέρει μια υπολειμματική πληρωμή προς τους μετόχους, ενώ είναι επίσης θετικές και ως εκ τούτου μπορεί να καλύψουν την αξία του χρέους.

Η παρουσία των επικίνδυνων του χρέους θέτει, εκ των υστέρων, πιθανές καταστάσεις όπου η διαχείριση μπορεί να εξυπηρετήσει τα συμφέροντα των μετόχων μόνο παίρνοντας κάποιες ιδανικές αποφάσεις (Myers 1977). Ως εκ τούτου, οι επιχειρήσεις που είναι χρεωμένες θα μπορούσαν να μην είναι σε θέση να χρηματοδοτήσουν έργα με θετική καθαρή παρούσα αξία, χάνοντας έτσι ευκαιρίες ανάπτυξης, και, μακροπρόθεσμα, την αξία τους.

Εκτός από τις προαναφερθείσες καταστάσεις των εκ των υστέρων υπό-επενδύσεων, που προκαλούν το πρόβλημα του ηθικού κινδύνου, οι συνθήκες χαμηλών επενδύσεων μπορούν επίσης να προκληθούν από τα προβλήματα διαμεσολάβησης και από την ασυμμετρία της πληροφόρησης, η οποία θέτει τις δυσμενείς επιλογές (Stiglitz και Weiss 1981).

Στην πραγματικότητα, οι ομολογιούχοι εμποδίζουν την πιθανότητα οι μάνατζερ και οι μέτοχοι να υιοθετήσουν οπτιμιστική συμπεριφορά αυξάνοντας τα επιτόκια ή μειώνοντας τις πιστώσεις. Δεδομένου ότι είναι δύσκολο να εξακριβωθεί η ποιότητα της συμπεριφοράς των διοικούντων της επιχείρησης σε επενδυτικές επιλογές, λόγω έλλειψης πληροφόρησης, το χρέος γίνεται πιο επικίνδυνο, όπως και το ασφάλιστρο που πρέπει να καταβληθεί για την απόκτηση οικονομικών πόρων. Έχοντας έτσι να στραφούν σε εξωτερικά κεφάλαια, μια κερδοφόρα επένδυση θα μπορούσε να μην έχει αναληφθεί, λόγω του υψηλού κόστους του χρέους. Κατά συνέπεια, είναι ο μέτοχος που ασκεί το κόστος της σύγκρουσης συμφερόντων.

Στην τελευταία αυτή περίπτωση η επιχείρηση θα μπορούσε να επιλέξει την έκδοση νέων μετοχών και όχι το χρέος, με αυτόν τον τρόπο μια σύγκρουση συμφερόντων μεταξύ των παλιών και των νέων μετόχων θα προκύψει για τους ίδιους λόγους (Myers και Majluf 1984). Οι νέοι μέτοχοι, στην πραγματικότητα, χωρίς να ξέρουν την πραγματική ποιότητα των προτεινόμενων επενδύσεων της εταιρείας, καταλήγουν ζητώντας υψηλή πριμοδότηση σε αντάλλαγμα για τους οικονομικούς τους πόρους, έτσι ώστε

να προστατεύσουν τον εαυτό τους από ενδεχόμενη καιροσκοπική συμπεριφορά. Με άλλα λόγια, η επιχείρηση θα μπορούσε να χρηματοδοτηθεί από την έκδοση μετοχών σε τιμή που είναι χαμηλότερη από την τιμή της αγοράς. Οι ενέργειες αυτές θα μπορούσε να ακυρώσουν τα οφέλη από μια θετική καθαρή παρούσα αξία των επενδύσεων και ως εκ τούτου να προκαλέσουν απώλεια της αξίας, ενώ ωθούν στην απόφαση να μην αναληφθεί το έργο.

Ως εκ τούτου, τα προβλήματα αυτά προκαλούν μη διαθεσιμότητα των εν λόγω χρηματοδοτικών πόρων για να επιτρέψει στην επιχείρηση να επωφεληθεί από όλες τις επενδυτικές ευκαιρίες που θα μπορούσαν να δημιουργήσουν αξία. Τα μόνο τα έργα που θα αναληφθούν είναι εκείνα που δείχνουν να ακυρώνει τη διαφορά μεταξύ τιμής αγοράς και της ονομαστικής αξίας του χρέους και της αποπληρωμής των μετόχων.

3.4 Υπό-επενδύσεις σε τολμηρά έργα: κίνητρα για την αποφυγή του κινδύνου

Η παραδοσιακή άποψη μεταξύ των προβλημάτων των υπό και των υπερεπενδύσεων είναι πιο περίπλοκη από ό, τι φαίνεται, δεδομένου ότι επισημαίνει μια πολύ μεγαλύτερη ποικιλία αποκλίσεων από τις βέλτιστες επενδυτικές πολιτικές. Τα προβλήματα σχετικά με την ανάληψη κινδύνου, που είναι ιδιαίτερα εμφανή από τις επιχειρήσεις που είναι οικονομικά "πιεσμένες", δεν εντοπίζονται στην επενδυτική πολιτική των υπερχρεωμένων επιχειρήσεων. Οι Brito και John (2002), οι John και Nachman (1985), Rajan (1992), δείχνουν πως η παρουσία επικίνδυνου χρέους δεν δημιουργεί πάντα την ανάγκη για μείωση-αλλαγή του κινδύνου, αλλά ότι σε ορισμένα πλαίσια, μπορεί να αποφέρει καταστάσεις, που είναι αντίθετες από την αποφυγή του κινδύνου (ή μάλλον τη χαμηλή επένδυση σε τολμηρά έργα).

Τα κίνητρα για την αλλαγή-μείωση του κινδύνου παραδοσιακά έχουν αναλυθεί (Jensen και Meckling 1976, Green 1984) με τα θεωρητικά μοντέλα που βασίζονται σε πεπερασμένα χρονικά διαστήματα (περίοδος 0 και 1), χωρίς να λαμβάνουν υπόψη την επιχείρηση ως οντότητα σε συνεχή εξέλιξη και συνεπώς δεν λαμβάνουν υπόψη την παρουσία των ευκαιριών ανάπτυξης που μπορούν να καταλήξει στο μέλλον, οι οποίες αποτελούν θεμελιώδη στοιχείο της αξίας της επιχείρησης.

Με βάση αυτές τις εκτιμήσεις οι Brito και ο John (2002) επανεξέτασαν τα κίνητρα για την μετατόπιση του κινδύνου σε ένα μοντέλο όπου κατά τη διάρκεια της τελευταίας περιόδου η επιχείρηση εξακολουθεί να εμφανίζει αναπτυξιακές ευκαιρίες οι οποίες δεν έχουν ακόμη υλοποιηθεί, και δείχνουν πως αυτές έχουν μια πολύ ισχυρή επίδραση στα έξοδα αντιπροσώπευσης-διαμεσολάβησης και καθορίζονται από το επικίνδυνο χρέος. Στην πραγματικότητα, αυτές οι ευκαιρίες ανάπτυξης μπορεί να εξαλείψουν το πρόβλημα ανεπαρκών επενδύσεων που περιγράφεται από το Myers (1977) και να μειώσουν το πρόβλημα του κινδύνου μετατόπισης, μετατρέποντας το μερικές φορές σε αντίθετες καταστάσεις αποφυγής κινδύνου (χαμηλή επένδυση σε τολμηρά έργα).

Αν και το πρόβλημα της μείωσης του κινδύνου φαίνεται να είναι ιδιαίτερα σημαντικό, μπορεί να παρατηρηθεί στην οικονομική πραγματικότητα ότι συχνά αυτά τα είδη των χρεωμένων επιχειρήσεων υιοθετούν μια συντηρητική και συνετή επενδυτική πολιτική, όπου προσπαθούν να επικεντρωθούν στην κύρια επιχειρηματική δραστηριότητα με την πώληση επιπλέον περιουσιακών στοιχείων και τη μείωση, αντί της την αύξηση, του κινδύνου της επιχείρησης (Brito και John 2002).

Ενώ τα κίνητρα για την μείωση των κινδύνων που δημιουργούνται από την άγνοια των μετόχων που είναι σε κάθε περίπτωση προστατευμένοι από την αρχή της περιορισμένης ευθύνης (δικαιώματα πώλησης για τη δραστηριότητα της επιχείρησης), η αποφυγή του κινδύνου παράγεται από το φόβο ότι οι ευκαιρίες ανάπτυξης μπορεί να χαθούν εάν η επιχείρηση επρόκειτο να τεθεί προς πώληση.

Ο αντίκτυπος του επικίνδυνου χρέους στη τη λήψη αποφάσεων της εταιρείας εξαρτάται από το αν υπάρχουν ή όχι μελλοντικές ευκαιρίες για επενδύσεις. Μια υπερβολικά ριψοκίνδυνη επενδυτική πολιτική θα μπορούσε να βλάψει τη δυνατότητα της επιχείρησης να επιβιώσει, τουλάχιστον μέχρι τη στιγμή που τέτοιες ευκαιρίες ανάπτυξης μπορούν να αξιοποιηθούν. Οι επιχειρηματίες μπορούν να λάβουν προφανώς τα πλεονέκτημα αυτών των ευκαιριών ανάπτυξης μόνο αν καταφέρουν να διατηρήσουν τον έλεγχο της επιχείρησης, δηλαδή να μην πτωχεύσει. Στην πραγματικότητα, η αγωνία και η ενδεχόμενη πτώχευση θα έδινε στους ομολογιούχους μέρος της ιδιοκτησίας της επιχείρησης. Η δέσμευση των επιχειρηματιών είναι επομένως στην εξοικονόμηση των μελλοντικών ικανοτήτων της εταιρείας να αποκτήσει τους εν λόγω χρηματοδοτικούς πόρους που απαιτούνται για να είναι σε θέση να επωφεληθούν από τις ευκαιρίες ανάπτυξης.

Το κύριο συμπέρασμα στο οποίο κατέληξαν οι Brito και ο John (2002) είναι ότι η παρουσία των ευκαιριών ανάπτυξης που δεν έχουν ληφθεί ακόμη, έχουν σημαντικές επιπτώσεις στο κόστος διαμεσολάβησης-αντιπροσώπευσης του επικίνδυνου χρέους: οι επιχειρήσεις με χαμηλές προοπτικές ανάπτυξης που λειτουργούν σε ώριμους τομείς και με υψηλή μόχλευσης κινητοποιούνται για να υπέρ-επενδύουν σε τολμηρά έργα (αλλαγή- μείωση κινδύνου), ενώ αντίθετα, οι επιχειρήσεις με καλές οικονομικές προοπτικές διεγείρονται να μην επενδύουν και να αποφεύγουν υπερβολικά ριψοκίνδυνες επενδύσεις (αποφυγή του κινδύνου).

Τα κίνητρα για την αποφυγή του κινδύνου, που είναι γενικά το αποτέλεσμα των ασυμμετριών στην πληροφόρηση, μας επιτρέπουν να κατανοήσουμε γιατί οι επιχειρήσεις με υψηλά επίπεδα επικίνδυνου χρέους και ευκαιριών ανάπτυξης δεν έχουν λάβει ακόμη τα πλεονέκτημα από το να υιοθετήσουν αρκετά συντηρητικές επενδυτικές πολιτικές.

3.5 Καθοριστικοί παράγοντες, συνέπειες και εμπειρικά στοιχεία

Όταν μια επιχείρηση έχει επικίνδυνο χρέος και περιορισμένες ευκαιρίες ανάπτυξης, τα διευθυντικά στελέχη, ενεργώντας προς το συμφέρον των μετόχων, θα μπορούσαν να απορρίψουν ένα επενδυτικό έργο με θετική καθαρή παρούσα αξία (μείωση των επενδύσεων Myers, 1977), επειδή η αξία που δημιουργείται θα ήταν συμφέρουσα μόνο για τους ομολογιούχους της επιχείρησης. Θα μπορούσαν επίσης να αποφασίσουν για την προώθηση υψηλού κινδύνου επενδυτικές πολιτικές (κίνδυνος μετατόπιση) που αφαιρεί αξία από τους ομολογιούχους και μεγιστοποιεί την αξία των ιδίων κεφαλαίων. Από την άλλη πλευρά, αν οι ευκαιρίες ανάπτυξης είναι μεγάλες, οι διαχειριστές μπορούν να κατέληγαν σε μια συντηρητική επενδυτική πολιτική, έτσι ώστε να αποφευχθεί ο κίνδυνος του ελέγχου τους κατά τη διάρκεια της επιχείρησης. Η κύρια πηγή αυτών των τύπων των στρεβλώσεων έγκειται, επομένως, με την παρουσία του επικίνδυνου χρέους, δηλαδή σε υψηλά επίπεδα χρέους των οποίων η αγοραία αξία είναι χαμηλότερη από την ονομαστική που είναι συνεπώς δύσκολο για την επιχείρηση να το χειριστεί (καταστάσεις κρίσεως ή οικονομικής δυσχέρειας).

Από την άλλη πλευρά, όταν πρόκειται για επιχειρήσεις με χαμηλό επίπεδο χρέους, υψηλή ρευστότητα, αλλά με περιορισμένες προοπτικές για ευκαιρίες ανάπτυξης, και ειδικά στην περίπτωση των ώριμων επιχειρήσεων, οι διαχειριστές θα μπορούσαν να αναλάβουν έργα με αρνητική καθαρή παρούσα αξία καθαρά για καιροσκοπικούς λόγους. Η προέλευση των διευθυντικών υπερεπενδύσεων εντοπίζεται στο είδος της λήψης αποφάσεων και της εξουσίας που η διοίκηση έχει, που επιτρέπεται να συμμετέχει σε επενδύσεις για δικό της όφελος. Στην περίπτωση αυτή, όπως σημειώνεται από τους Jensen (1986) και Stulz (1990), η αύξηση της μόχλευσης «ασκεί πειθαρχία» στους μάνατζερ. Στην πραγματικότητα, η παρουσία του χρέους υποχρεώνει τους διευθυντές να είναι πάντα σε θέση να πληρώσουν τα επιτόκια και την τήρηση των προθεσμιών και, συνεπώς, αυξάνει τη δέσμευσή τους με στόχο την πιο αποτελεσματική διαχείριση της εταιρείας. Ο παρακάτω πίνακας 1 συνθέτει τα κύρια χαρακτηριστικά των εν λόγω προβλημάτων και τους προσδιοριστικούς παράγοντες και τις συνέπειες αυτών.

Πίνακας 1: Προβλήματα των υπό και υπέρ επενδύσεων ,χαρακτηριστικά, προσδιοριστικοί παράγοντες και συνέπειες.

	Υπό-επενδύσεις ή υπερχρεωμένες εταιρίες -debt overhang (Myers 1977)	Αποφυγή κινδύνου ή υπό-επενδύσεις σε έργα υψηλού κινδύνου (Brito και John 2002)	Empire building ή διευθυντικές υπέρ-επενδύσεις (Jensen 1986, Stulz 1990)	Μείωση-αλλαγή κινδύνου ή υπέρ-επενδύσεις σε ριψοκίνδυνα έργα (Jensen και Meckling 1976)
Συγκρούσεις λόγω κόστους διαμεσολάβησης	Μάνατζερ και μέτοχοι εναντίον των ομολογιούχων: παλιοί μέτοχοι εναντίον νέων μετόχων	Μάνατζερ εναντίον των μετόχων και των ομολογιούχων	Μάνατζερ εναντίον των μετόχων και των ομολογιούχων	Μάνατζερ και μέτοχοι εναντίον των ομολογιούχων
Προσδιοριστικοί παράγοντες	Μόχλευση: Υψηλή Επενδυτικές ευκαιρίες: Χαμηλές Ταμειακές ροές: Χαμηλές	Μόχλευση: Υψηλές Επενδυτικές ευκαιρίες: Υψηλές Ταμειακές ροές: Χαμηλές	Μόχλευση: Χαμηλές Επενδυτικές ευκαιρίες: Χαμηλές Ταμειακές ροές: Υψηλές	Μόχλευση: Υψηλή Επενδυτικές ευκαιρίες: Χαμηλές (υψηλός κίνδυνος αλλά με κερδοφόρες επενδυτικές ευκαιρίες ανάπτυξης) Ταμειακές ροές: Χαμηλές
Τύπος εταιρίας	Εταιρίες που χρησιμοποιούν μέρος από την έκδοση του χρέους για επενδυτικούς πόρους ειδικά όταν η εταιρία αντιμετωπίζει οικονομικές δυσκολίες και η λειτουργία της βασίζεται σε τομείς με καλές οικονομικές προοπτικές	Νέες εταιρίες με μεγάλες προοπτικές ανάπτυξης και υψηλής τεχνολογίας και ώριμες(ως αποτέλεσμα του LBO)	Εταιρίες που η λειτουργία τους βασίζεται σε τομείς όχι με καλές οικονομικές προοπτικές και που σπάνια χρηματοδοτούν επενδυτικές ευκαιρίες με την έκδοση δανείων-χρέους	Εταιρίες που χρηματοδοτούν επενδυτικές ευκαιρίες με ένα μέρος από την έκδοση δανείων-χρέους και έχουν προοπτικές σε τομείς υψηλού κινδύνου
Επιρροή στην αξία της εταιρίας	Αρνητική θέση σε επενδυτικά έργα με θετική καθαρή παρούσα αξία	Αρνητική θέση σε επενδυτικά έργα με μεγάλο κίνδυνο αλλά με θετική καθαρή παρούσα αξία	Επιλογή έργων με αρνητική καθαρή παρούσα αξία	Επιλογή έργων με υψηλό κίνδυνο και μεγάλες πιθανότητες να μην επιτύχουν ή ακόμη επιλογή έργων με αρνητική καθαρή παρούσα αξία
Ρόλος του χρέους	Ενθαρρύνει τα προβλήματα	Ενθαρρύνει τα προβλήματα	Μειώνει τα προβλήματα εξαιτίας της πειθαρχίας των μάνατζερ	Ενθαρρύνει τα προβλήματα

Τα οφέλη του χρέους μπορούν να εντοπιστούν στον τρόπο που επιτρέπουν τα προβλήματα των διευθυντικών υπερεπενδύσεων να προβλεφθούν και να προληφθούν όταν υπάρχει έλλειψη μελλοντικών ευκαιριών ανάπτυξης, ενώ το κόστος τους βρίσκεται σε κίνδυνο να μην είναι σε θέση να αναληφθούν έργα με θετική καθαρή παρούσα αξία λόγω των προβλημάτων υπερεπενδύσεων (υπερβολικό χρέος) ή λόγω των κινήτρων να ληφθούν άλλα είδη μη αποδοτικών επενδυτικών αποφάσεων (κίνδυνος μετατόπισης-αλλαγής). Η ύπαρξη ενός συμβιβασμού μεταξύ του κόστους και του οφέλους του χρέους

γίνεται, λοιπόν, προφανές (Stultz 1990). Τα οφέλη του χρέους θα γίνουν εμφανή στον τρόπο που η διαχείριση ασκεί τον έλεγχο στη δραστηριότητα της επιχείρησης. Από την άλλη πλευρά, το υψηλό χρέος θα μπορούσε να αυξήσει τον κίνδυνο έργα με θετική καθαρή παρούσα αξία να απορριφθούν ή να γίνουν αποδεκτά υπερβολικά τολμηρά έργα.

Η κεφαλαιακή διάρθρωση μπορεί να είναι καθοριστική για την επενδυτική πολιτική, τη διαχείριση της εταιρείας και, γενικότερα, για τη δυνατότητα δημιουργίας αξίας. Στρεβλώσεις κατά τη διαδικασία της επιλογής των επενδυτικών έργων δημιουργούν τα έξοδα αντιπροσώπευσης, που είναι μετρήσιμα τόσο όσον αφορά την εκ των προτέρων και εκ των υστέρων μείωση της αξίας εταιρείας και όσον αφορά τον τρόπο κατανομής της εν λόγω αξίας μεταξύ των διάφορων μετόχων που άμεσα μεταβάλλεται.

Προβλήματα όπως ελλείψεις συμβάσεις, ασυμμετρία πληροφόρησης και οι συγκρούσεις συμφερόντων μεταξύ των διευθυντών, μετόχων και ομολογιούχων μπορούν να οδηγήσουν σε αναποτελεσματικές επενδυτικές επιλογές τόσο όταν υπάρχει ένα υψηλό και χαμηλό επίπεδο του χρέους.

Όπως επισήμανε ο Brito και ο John (2002), οι αποκλίσεις από τις βέλτιστες επενδυτικές πολιτικές, έστω και αν οι καθοριστικοί παράγοντες είναι διαφορετικοί, μπορούν να ταξινομηθούν σε δύο διαστάσεις: με βάση την ποσότητα των πόρων που επενδύονται σε κάθε δραστηριότητα της εταιρίας και ανάλογα με το επίπεδο του κινδύνου που οι διάφορες επενδυτικές επιλογές μπορούν να παραχθούν.

Η πρώτη διάσταση λαμβάνει υπόψη το είδος της επιρροής της σύγκρουσης συμφερόντων μεταξύ των διευθυντών, μετόχων και ομολογιούχων της εταιρίας στο επίπεδο των επενδύσεων που πραγματοποιούνται από την επιχείρηση, ή μάλλον την τάση να συμμετάσχει σε επενδυτικά σχέδια που έχουν διαφορετικά οικονομικά μεγέθη, έτσι αντιμετωπίζοντας τις διευθυντικές υπό-επενδύσεις (Myers 1977) με τις υπέρ-επενδύσεις (Jensen 1986). Στο μοντέλο του Myers, το συνολικό ποσό των πόρων που προορίζονται για νέες επενδύσεις είναι κατώτερο από ό, τι θα ήταν επιθυμητό και κατά συνέπεια επηρεάζει αρνητικά την ικανότητα της επιχείρησης να αξιοποιήσει τις ευκαιρίες ανάπτυξης. Στην περίπτωση αυτή, ο χαμηλότερος αριθμός των έργων που αναλαμβάνονται σε σχέση με ένα "βέλτιστο" επίπεδο επενδύσεων, μπλοκάρει τις θετικές διαδικασίες για τη δημιουργία οικονομικής αξίας. Αντίθετα, οι διευθυντικές υπέρ-επενδύσεις πάντα είναι συνδεδεμένες με το επίπεδο των επενδύσεων της επιχείρησης, αλλά στην προκειμένη περίπτωση οι προτιμήσεις των διευθυντών μπορεί να οδηγήσουν στην επένδυση περισσότερων πόρων από ό, τι θα μπορούσε να θεωρηθεί «βέλτιστο», και να συμμετάσχουν ακόμα και σε έργα με αρνητική καθαρή παρούσα αξία αν αυξηθεί το μέγεθος της επιχείρησης και επιτρέπει στους διαχειριστές να έχουν μεγαλύτερα ιδιωτικά οφέλη.

Η δεύτερη διάσταση έχει να κάνει με το προφίλ κινδύνου των χρηματοδοτούμενων προγραμμάτων και όχι το πως επηρεάζεται το ύψος των πόρων που θα χρησιμοποιηθούν για τις επενδύσεις (Jensen και Meckling 1976). Στην περίπτωση αυτή το προφίλ κινδύνου / απόδοσης θα είναι αυτό

που θα αλλάξει, με επενδυτικά σχέδια που έχουν επίπεδο κινδύνου που είναι διαφορετικό από το μέσο όρο των επενδυτικών έργων της επιχείρησης και ότι είναι, πάνω απ' όλα, διαφορετικό από εκείνο που είχε εκτιμηθεί από τους επενδυτές της επιχείρησης. Στην πραγματικότητα, τα προβλήματα αλλαγής του κινδύνου έχουν να κάνουν ακριβώς με τη μεταφορά της αξίας από τους ομολογιούχους στους μετόχους μέσω της προστιθέμενης αύξησης της μόχλευσης που αυξάνει τον κίνδυνο πτώχευσης, ή μέσω της αποδοχής των νέων επενδυτικών σχεδίων που είναι πιο επικίνδυνα από το μέσο όρο αυτών της επιχείρησης. Αντίθετα, οι Brito και ο John (2002) δείχνουν ότι οι καταστάσεις αποφυγής του κινδύνου είναι πιο συχνές εκεί όπου οι διαχειριστές έχουν την τάση να συμμετέχουν σε ασφαλείς επενδύσεις ή όπου είναι λιγότερο επικίνδυνες οι επενδύσεις από το μέσο όρο αυτών της επιχείρησης, έτσι ώστε να προστατεύουν τον έλεγχό τους επί της εταιρείας και να αποφεύγεται άλλοι επενδυτές να μπορούν τελικά να επωφεληθούν από τις μελλοντικές ευκαιρίες ανάπτυξης.

Είναι ενδιαφέρον να παρατηρήσουμε πώς κάθε απόκλιση από το βέλτιστο επίπεδο επενδύσεων έχει διαφορετικό κίνητρο. Για παράδειγμα, σε προβλήματα ανεπαρκών επενδύσεων οι μέτοχοι και οι μάνατζερ υπό-επενδύουν, δεδομένου ότι τα περισσότερα από τα οφέλη πάνε στους ομολογιούχους, και έτσι προτιμούν να εκδίδουν τα μερίσματα πριν χάσουν κάθε έλεγχο της επιχείρησης. Στην περίπτωση του προβλήματος της αποφυγής του κινδύνου, οι μέτοχοι / διαχειριστές αποφεύγουν επικίνδυνα έργα για τον αντίθετο λόγο: δεν θέλουν να χάσουν τον έλεγχο της επιχείρησης

Ο πίνακας 2 παρουσιάζει το πλαίσιο στο οποίο γίνονται αναποτελεσματικές οι επενδυτικές επιλογές. Σε επιχειρήσεις που έχουν οικονομικά προβλήματα (στα πρόθυρα της πτώχευσης), αλλά εξακολουθούν να έχουν υψηλές ευκαιρίες ανάπτυξης, τα κίνητρα για την αποφυγή του κινδύνου είναι ο κύριος καθοριστικός παράγοντας πίσω από τις βέλτιστες επενδυτικές επιλογές. Αντιθέτως, σε επιχειρήσεις με χαμηλές οικονομικές προοπτικές τα κίνητρα για διευθυντικές υπέρ-επενδύσεις, η μείωση του κινδύνου και η μείωση των επενδύσεων καταλαμβάνουν δεσποζούσα θέση, ανάλογα με το αν η επιχείρηση είναι σε βέλτιστη οικονομική κατάσταση (με πολλά διαθέσιμα μετρητά) ή αντιμετωπίζει οικονομικές δυσχέρειες (κοντά στο πτώχευση).

Πίνακας 2: Σχέσεις μεταξύ προοπτικών ανάπτυξης, οικονομικών συνθηκών και επενδυτικών επιλογών

Το αντίκτυπο των ευκαιριών ανάπτυξης και των οικονομικών δυσχερειών στην επενδυτική πολιτική των εταιριών		Ευκαιρίες ανάπτυξης	
		Υψηλές	Χαμηλές
Οικονομικές συνθήκες	Θετικές	Βέλτιστη επενδυτική πολιτική	Διευθυντικές υπέρ-επενδύσεις
	Αρνητικές	Αποφυγή κινδύνου	Αλλαγή-μείωση κινδύνου και υπό-επενδύσεις (Myers)

Όπως μπορούμε να δούμε, οι αντιδράσεις των επιχειρήσεων σε περιπτώσεις χρηματοοικονομικών δυσχερειών εξαρτάται σε μεγάλο βαθμό από τις οικονομικές προοπτικές. Σε μια κατάσταση επικίνδυνου χρέους όπου υπάρχουν λίγες πιθανότητες για ανάπτυξη, τα κίνητρα για την μείωση των

κινδύνων και τη μείωση των επενδύσεων γίνονται υψίστης σημασίας, δεδομένου ότι η επιχείρηση θα μπορούσε να καταλήξει να μην είναι σε θέση να αναλάβει την αξία που δημιουργείται από τις επενδύσεις (με την έννοια ότι θα ωφελούσε μόνο τους ομολογιούχους). Διαφορετικά, θα συμμετάσχει σε επενδύσεις με υψηλές αποδόσεις, αλλά οι προοπτικές την ίδια στιγμή είναι πολύ πιο ευμετάβλητες από το μέσο επίπεδο κινδύνου των δραστηριοτήτων της επιχείρησης.

Αντίθετα, αν ευκαιρίες ανάπτυξης είναι καλές, η διαχείριση θα προτιμήσει να προστατεύσει τον έλεγχο τους πάνω στην επιχείρηση και να αποφύγει ότι οι άλλοι μπορούν να επωφεληθούν από τα μελλοντικά οφέλη από τις ευκαιρίες ανάπτυξης. Αν οι οικονομικές συνθήκες είναι θετικές, δηλαδή εάν η επιχείρηση έχει μια καλή ταμειακή ροή που μπορεί να χρησιμοποιηθεί ελεύθερα αφού το χρέος έχει καλυφθεί, η απουσία των πολύτιμων επενδυτικών προοπτικών θα μπορούσε να οδηγήσει τους μάνατζερ να χρησιμοποιήσουν τα μετρητά-τις ταμειακές ροές σε οργανωτικές ανεπάρκειες αντί να επιστραφούν στους μετόχους, ή να τα χρησιμοποιήσει για επενδύσεις που δεν καλύπτουν το κόστος του κεφαλαίου.

Όσον αφορά τα προβλήματα των υπερεπενδύσεων και των υπό-επενδύσεων, η επίδραση του χρέους στην αξία της εταιρίας, δεν φαίνεται να είναι πάντα η ίδια: από τη μια πλευρά, δεδομένου ότι βοηθά στη μείωση της τάση της διοίκησης για δημιουργία empire building- αυτοκρατορίας, είναι θετικά συνδεδεμένη με στοιχεία του ενεργητικού στη θέση τους (Jensen, από την άλλη, δεδομένου ότι υπάρχει το κόστος των ανεπαρκών επενδύσεων, συσχετίζεται αρνητικά στις ευκαιρίες ανάπτυξης (Myers, 1977).

Ορισμένοι συγγραφείς (Mello και Parsons 1992) υποστηρίζουν ότι το κόστος διαμεσολάβησης του χρέους είναι υψηλότερο από εκείνα που συζητήθηκαν στη θεωρία. Άλλοι (Parrino και Weisbach 1999) επιβεβαιώνουν ότι το χρέος επιδεινώνει το φαινόμενο υπό-επένδυσης ακόμα κι αν το αποτέλεσμά δεν είναι αρκετό για να αντισταθμίσει την αξία του φόρου που δημιουργείται από το χρέος. Άλλοι πάλι (Leland 1998) έχουν διαπιστώσει ότι τα αποτελέσματα των ανεπαρκών επενδύσεων και η μείωση του κινδύνου δεν αρκούν για να εξηγήσουν τα χαμηλά επίπεδα χρέους και ότι το κόστος διαμεσολάβησης του ρισκοκίνδυνου χρέους είναι πραγματικά πολύ χαμηλότερα από τα φορολογικά οφέλη που προσφέρονται από το κεφάλαιο του χρέους. Αντίθετα, ο Child et al (2000) δείχνει ότι το κόστος του κινδύνου μετατόπισης και η μείωση των επενδύσεων έχει σημαντικές επιπτώσεις και στις δύο αποφάσεις για τη διάρθρωση του κεφαλαίου και τη σταθερή αξία της εταιρίας.

Το 1990 ο Stultz παρατήρησε ότι οι ώριμες επιχειρήσεις με χαμηλή θετική καθαρή παρούσα αξία επενδυτικών ευκαιριών κλίνουν προς υψηλότερα επίπεδα χρέους, ενώ οι επιχειρήσεις που αναπτύσσονται και που έχουν καλές δυνατότητες επενδύσεων δείχνουν πιο μέτρια επίπεδα χρέους. Αυτό συνεπάγεται την ύπαρξη μιας αντίστροφης σχέσης μεταξύ ευκαιριών ανάπτυξης και μόχλευσης της εταιρίας εταιρεία. Οι Smith και Watts (1992) επιβεβαιώνουν τη θεωρία με το να μην κάνουν καμία διάκριση μεταξύ των επιχειρήσεων που έχουν ένα υψηλό ή χαμηλό επίπεδο ανάπτυξης. Αντ' αυτού οι McConnell και Servaes (1995) και Lang et al (1996) καταλήγουν σε

ενδιαφέροντα αποτελέσματα, διαχωρίζοντας την ανάλυση δείγματος σε δύο υποομάδες: τις εταιρείες υψηλής ανάπτυξης (υψηλό Tobin's q) και εκείνες με χαμηλή ανάπτυξη (χαμηλό Tobin's q). Οι McConnell και Servaes (1995) παρατηρούν μια αρνητική σχέση μεταξύ τιμής και της μόχλευσης στις επιχειρήσεις με υψηλό δυναμικό ανάπτυξης (εταιρείες υψηλής ανάπτυξης) και θετική σχέση σε επιχειρήσεις με χαμηλό αναπτυξιακό δυναμικό (επιχειρήσεις χαμηλής ανάπτυξης).

Αυτά τα αποτελέσματα δείχνουν ένα θετικό ή ένα αρνητικό αποτέλεσμα της μόχλευσης στη σταθερή αξία της επιχείρησης ανάλογα με το αν ή όχι υπάρχουν σχετικές ευκαιρίες ανάπτυξης. Ο Lang et al (1996) δεν παρατηρήσετε κάποια σχέση μεταξύ των δύο μεταβλητών για την υποομάδα των επιχειρήσεων υψηλής ανάπτυξης, ενώ παρατήρησε μια ισχυρή αρνητική συσχέτιση μεταξύ της αξίας της εταιρίας και της μόχλευσης για επιχειρήσεις χαμηλής ανάπτυξης. Επομένως, η υπόθεση του Jensen (1986) ότι το χρέος μπορεί να ενισχύσει τον έλεγχο και την πειθαρχία επιβεβαιώνεται. Με άλλα λόγια, οι επιχειρήσεις με υψηλές δυνατότητες ανάπτυξης παρουσιάζουν χαμηλά επίπεδα μόχλευσης (Bradley et al 1984, Titman και Wessel 1988, Smith και Watts 1992) και προτιμούν βραχυπρόθεσμο χρέος πάνω από μακροπρόθεσμο δάνεια (Barclay και Smith, 1995).

Οι Miguel και Pindado (2001) έχουν αποδείξει εμπειρικά την παρουσία ενός συμβιβασμού μεταξύ των υπό και των υπέρ-επενδύσεων, με τις παρατηρήσεις τους για το πώς έχουν την τάση να εμφανίζονται εναλλάξ με βάση το επίπεδο του χρέους, οι ταμειακές ροές και η παρουσία των ευκαιριών ανάπτυξης. Για το λόγο αυτό, οι Morgando και Pindado (2003) επιβεβαιώνουν ότι είναι απαραίτητο να εξακριβωθεί κατά πόσον υπάρχει ή όχι μια τετραγωνική σχέση μεταξύ τιμής και των επιπέδων επενδύσεων. Όταν προκύπτουν προβλήματα ανεπαρκών επενδύσεων, πρόσθετες επενδύσεις μπορεί να οδηγήσουν σε αύξηση της αγοραίας αξίας της επιχείρησης.

Αντίθετα, πρόσθετες επενδύσεις μπορεί να προκαλέσουν μείωση της αξίας της επιχείρησης στην αγορά όταν υπάρχουν προβλήματα υπερεπενδύσεων. Κατά συνέπεια, η αγοραία αξία της εταιρείας θα αυξηθεί μέχρι να φτάσει το βέλτιστο επίπεδο επενδύσεων, μετά την οποία θα μειωθεί (Wu και Wang 2004). Επιχειρήσεις που πηγαίνουν πάνω από το βέλτιστο επίπεδο θα είναι ευάλωτες σε προβλήματα υπερεπενδύσεων και σε μια αρνητική σχέση μεταξύ τιμής και των επενδύσεων. Αντίθετα, οι επιχειρήσεις που δεν επιτυγχάνουν το επίπεδο αυτό, εμφανίζουν προβλήματα ανεπαρκών επενδύσεων και μια θετική σχέση μεταξύ της αξίας και των επενδύσεων.

Επιπλέον, οι επιχειρήσεις με υψηλή μόχλευση έχουν την τάση να επενδύουν λιγότερο, λόγω του γεγονότος ότι το χρέος εμποδίζει τη δυνατότητα να κάνουν επενδύσεις (Lang et al 1996). Υπό το πρίσμα αυτό, η ικανότητα του χρέους να περιορίζει τις δυνατότητες επενδύσεων, ιδιαίτερα σε επιχειρήσεις με χαμηλή ποιότητα επενδυτικά σχέδια, υπογραμμίζει τη σπουδαιότητα του προβλήματος υπερεπενδύσεων. Οι Harvey, Lins και Roper (2003) επισημαίνουν ότι είναι πολύ πιθανό οι επιχειρήσεις με μεγάλες διαθέσιμες ταμειακές ροές, υψηλά επίπεδα στοιχείων ενεργητικού και περιορισμένες ευκαιρίες ανάπτυξης θα υπέρ-επενδύουν. Ο Richardson (2002) μέτρα

εμπειρικά το φαινόμενο των διευθυντικών υπερεπενδύσεων και την αποτελεσματικότητα των μηχανισμών διακυβέρνησης, ως μέσο πρόληψης. Για κάθε επιπλέον δολάριο ελεύθερης ταμειακής ροής, η μέση εταιρεία έχει την τάση να υπέρ-επενδύει \$ 0,44, για να κρατήσει 0,40 δολάρια σε χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία και, κατά μέσο όρο, μόνο το 0,22 δολάρια, επιστρέφονται στους μετόχους.

Ως εκ τούτου, τα προβλήματα του μη ικανοποιητικών επενδύσεων φαίνεται να προκύπτουν με βάση τα χαρακτηριστικά που παρουσιάζουν μεμονωμένες επιχειρήσεις, δηλαδή ανάλογα με το επίπεδο του χρέους, με την παρουσία ή όχι των ευκαιριών ανάπτυξης ή τη διαθεσιμότητα των ταμειακών ροών.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4: ΕΜΠΕΙΡΙΚΟ ΜΟΝΤΕΛΟ

Βασίζομαι στη μοντελοποίηση των επενδυτικών επιλογών μιας εταιρίας σε ένα περιβάλλον όπου είναι αποτελεσματική η διασφάλιση ειδών κλειστής μορφής για την αξία των αξιόγραφων της εταιρίας και το δικαίωμα ανάπτυξης της εταιρίας παραμένει, έτσι ώστε να ενσωματώσει τη δυναμική των επενδυτικών αποφάσεων της εταιρίας κάτω από αβεβαιότητα και το αποτέλεσμα του χρέους τη χρονική στιγμή της επένδυσης. Ο σκοπός είναι να μελετήσω τις συνέπειες της χρηματοδότησης των επενδυτικών ευκαιριών της εταιρίας με χρέος, προκειμένου να επιτευχθεί αυτό βασίζομαι στο μοντέλο των Zhdanov A., Lyandres E. (2005) όπου αφαιρούν τους παράγοντες των επιλογών της κεφαλαιακής διάρθρωσης και δεν προσπαθούν να μοντελοποιήσουν τους ρυθμούς της μόχλευσης. Υποθέτουν ότι δεν υπάρχουν κόστη πτώχευσης και φόροι. Έτσι θεωρούν μια εταιρία της οποίας το κέρδος δίνεται από την παρακάτω μαθηματική διατύπωση:

$$\pi(x_t) = px_t - s \quad (1)$$

Όπου, $\pi(x_t)$ είναι η συνάρτηση κέρδους της εταιρίας, px_t είναι τα κέρδη προ φόρων, earnings before interest taxes (EBIT), s είναι η πληρωμή του κουπονιού που γίνεται από τους ομολογιούχους και x είναι το στοχαστικό σοκ των κερδών.

Το x ακολουθεί κίνηση Brownian, όπου $\frac{dx_t}{x_t} = \mu dt + \sigma dW_t$ (2)

Όπου W_t είναι η κίνηση Brownian σε ένα χώρο πιθανοτήτων (Ω, \mathcal{F}, P) .

Προκειμένου να μοντελοποιήσουν της εταιρίας το δικαίωμα ανάπτυξης, υποθέτουν ότι σε οποιαδήποτε στιγμή οι μέτοχοι μπορούν να αυξήσουν της εταιρίας τα κέρδη προ φόρων κατά $\alpha-1$ όπου $\alpha > 1$ πληρώνοντας ένα κόστος επένδυσης I . Αν η εταιρία δεν αλλάξει το χρέος της την στιγμή της επένδυσης, τότε το κέρδος μετά την επένδυση δίνεται από τη σχέση:

$$\pi(x_t) = \alpha px_t - s \quad (3)$$

Η παρουσία του χρέους οδηγεί σε δύο αντίθετα αποτελέσματα. Αρχικά είναι οι υπό-επενδύσεις σύμφωνα με το Myers (1977). Όταν οι μέτοχοι της εταιρίας εξασκούν το δικαίωμα επένδυσης τους, τότε αυξάνουν τις λειτουργικές ταμειακές ροές της εταιρίας και παρόλα αυτά αυξάνουν την αξία του χρέους.

Έτσι ένα μέρος της καθαρής παρούσας αξίας του επενδυτικού έργου πηγαίνει στους ομολογιούχους της εταιρίας. Εν ολίγοις οι επενδύσεις διευκολύνουν ο πλούτος να μεταφερθεί από τους μετόχους στους ομολογιούχους. Αυτός ο πλούτος που μεταφέρεται μειώνει την δυναμική του δικαιώματος ανάπτυξης της εταιρίας από την πλευρά των μετόχων και καθυστερείται η εξάσκηση του. Το αποτέλεσμα των υπό-επενδύσεων υποδηλώνει μια αρνητική σχέση μεταξύ των επενδύσεων και της μόχλευσης.

Το δεύτερο αποτέλεσμα είναι οι υπέρ-επενδύσεις. Αντίθετα με το Myers (1977) με το αποτέλεσμα των υπό-επενδύσεων, οι υπέρ-επενδύσεις οδηγούν σε μια θετική σχέση μεταξύ μόχλευσης και της ταχύτητας εξάσκηση του δικαιώματος επενδύσεων. Η αξία του δικαιώματος επενδύσεων είναι ένα μέρος της τρέχουσας κατάστασης του στοχαστικού σοκ x . Όταν το x είναι χαμηλό και οι μέτοχοι εμφανίζουν ζημία, η αξία του δικαιώματος ανάπτυξης είναι επίσης χαμηλή και το δικαίωμα ανάπτυξης είναι out of money. Αυτή η χαμηλή αξία του δικαιώματος οδηγεί τους μετόχους σε πτώχευση. Αντίθετα όταν το x είναι μεγάλο, το δικαίωμα επένδυσης είναι in the money. Εάν δεν υπάρχει χρέος, τότε η κατάλληλη χρονική στιγμή της επένδυσης προσδιορίζεται από το trade off μεταξύ της αύξησης της καθαρής παρούσας αξίας αν το στοχαστικό σοκ φτάνει πιο υψηλά επίπεδα με την μείωση της παρούσας αξίας των επενδυτικών ευκαιριών εξαιτίας της διαχρονικής αξία του χρήματος.

Η εμφάνιση χρέους στον ισολογισμό, οδηγεί σε πιθανότητα πτώχευσης. Σε περίπτωση πτώχευσης το δικαίωμα ανάπτυξης δεν υπάρχει στις προοπτικές των μετόχων. Η παρουσία του χρέους μειώνει την πιθανότητα ότι οι μέτοχοι θα εξασκήσουν το δικαίωμα ανάπτυξης στο μέλλον. Παρόλα αυτά η παρουσία του χρέους κάνει τους μετόχους να είναι πρόθυμοι να εξασκήσουν το δικαίωμα επένδυσης τους νωρίτερα. Αν τα δικαίωμα ανάπτυξης είναι ήδη in the money, τότε περιμένοντας περισσότερο δεν θα είναι ορθολογικό, εφόσον υπάρχει μια θετική πιθανότητα ότι η πτώχευση θα χτυπηθεί και η επενδυτική ευκαιρία θα χαθεί.

Συνοπτικά, το αποτέλεσμα των υπέρ-επενδύσεων εμφανίζεται γιατί το επίπεδο του χρέους είναι θετικά συσχετισμένο με την πιθανότητα να χαθούν οι επενδυτικές ευκαιρίες και έτσι είναι αρνητικά συσχετισμένο με της αξία του δικαιώματος επένδυσης (χρονικά).

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5: ΕΜΠΕΙΡΙΚΟΙ ΕΛΕΓΧΟΙ

Βασιζόμενη στο άρθρο «Under investment or Overinvestment: The effect of Financial Leverage on Investment» πραγματοποιώ δύο εμπειρικούς ελέγχους για τον εντοπισμό της σχέσης μεταξύ της μόχλευσης και των επενδύσεων. Αρχικά, εντοπίζω βάσει απλής γραμμικής παλινδρόμησης και παλινδρόμησης βάσει της γενικευμένης μεθόδου των ροπών τη συσχέτιση (θετική ή αρνητική) μεταξύ των επενδύσεων μιας εταιρίας σε σχέση με τα αντίστοιχα επίπεδα της ονομαστικής και λογιστικής μόχλευσης (market και book leverage) της εταιρίας εφαρμόζοντας τη θεωρία “debt overhang” όπως σε προηγούμενα άρθρα (Hennessey (2004), Hennessey, Levy, Whited (2005)). Η επιλογή των μεταβλητών του υποδείγματος μου καθώς επίσης και οι τεχνικές για την εκτίμηση των αποτελεσμάτων μου βασίζεται σε προηγούμενη βιβλιογραφία. Αναμένω μια αρνητική σχέση μεταξύ επενδύσεων και μόχλευσης αν αποδέχομαι την υπόθεση των υπό-επενδύσεων σύμφωνα με τον Myer (1977), και σε αντίθετη περίπτωση μια θετική σχέση αν απορρίψω την υπόθεση των υπό-επενδύσεων σύμφωνα με τον Myer (1977) και αποδεχτώ την υπόθεση των υπέρ-επενδύσεων των Lyandres E., Zhdanov A. (2005) .

Δεύτερον εξετάζω τις αλλαγές στους επενδυτικούς ρυθμούς μια εταιρίας ανάλογα με το αν η εταιρία κάνει αύξηση μετοχικού κεφαλαίου εκδίδοντας νέες μετοχές ή προβαίνοντας σε μακροπρόθεσμα δάνεια. Οι επενδυτικές αποφάσεις μια εταιρίας η οποία εκδίδει νέες μετοχές πρέπει να διαφέρουν από τις αντίστοιχες επενδυτικές αποφάσεις μιας εταιρίας που προβαίνει σε αύξηση μετοχικού κεφαλαίου με μακροπρόθεσμο δανεισμό. Η ένταση των επενδυτικών αλλαγών σε μια εταιρία που προβαίνει σε έκδοση κοινών μετοχών θα πρέπει να είναι μεγαλύτερη από μια εταιρία που προβαίνει σε δανεισμό αν το αποτέλεσμα των υπό-επενδύσεων επικρατεί. Διαφορετικά αν η εταιρία υπέρ-επενδύει αναμένουμε η ένταση των επενδυτικών αλλαγών και γενικά οι επενδύσεις της όταν προβαίνει σε δανεισμό να είναι μεγαλύτερη από τις επενδύσεις μια εταιρίας που προβαίνει σε έκδοση κοινών μετοχών.

5.1 Επεξήγηση μεταβλητών του υποδείγματος

Επενδυτικοί ρυθμοί: Προκειμένου να σιγουρέψω τα αποτελέσματα μου χρησιμοποιώ τρία μέτρα για τις επενδύσεις στον εμπειρικό μου έλεγχο. Αρχικά σύμφωνα με προηγούμενες εμπειρικές μελέτες (Clearly (1999-2004) και Fazzari, Hubbard και Petersen (1998)), το ρυθμό των επενδύσεων δοσμένης μιας χρονική περιόδου, τον προσδιορίζουμε βάσει της διαφοράς μεταξύ του ρυθμού των ακαθάριστων κεφαλαιακών εξόδων από τις αποσβέσεις διαιρεμένο με τα καθαρά πάγια στοιχεία μιας εταιρίας (gross investment to fixed). Ένα εναλλακτικό μέσο για τον υπολογισμό του ρυθμού επενδύσεων είναι ο ρυθμός των καθαρών κεφαλαιακών εξόδων από τις αποσβέσεις διαιρεμένο με τα καθαρά πάγια στοιχεία μιας εταιρίας (net investment to fixed). Οι Kaplan και Zingales (1997) επισήμαναν ότι οι

επενδύσεις δε περιορίζονται στα κεφαλαιακά έξοδα, προσθέτοντας τα έξοδα έρευνας και ανάπτυξης στις ακαθάριστες επενδύσεις, αποκτάμε ένα τρίτο μέτρο υπολογισμού των επενδύσεων ((gross investment+ r&d)to fixed).

Μόχλευση: Προσδιορίζω τον όρο ονομαστική μόχλευση (market leverage) ως άθροισμα των μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων και των τρεχουσών υποχρεώσεων διαιρεμένο με το άθροισμα των μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων, τρέχουσες υποχρεώσεις και την ονομαστική αξία των κοινών μετοχών. Σύμφωνα με τους Lang, Ofek Stulz (1996) τα ονομαστικά μέτρα (market-based measures) υπολογισμού της μόχλευσης περιέχουν πρόσφατες και τρέχουσες αλλαγές στη καθαρή θέση μιας εταιρίας, έτσι χρησιμοποιώ και λογιστικά μέτρα για τον υπολογισμό της μόχλευσης (book leverage measures). Η λογιστική μόχλευση προσδιορίζεται από το άθροισμα των μακροχρόνιων υποχρεώσεων και των τρεχουσών υποχρεώσεων προς το συνολικό ενεργητικό (κυκλοφορούν και μη).

Επενδυτικές ευκαιρίες: Η “q-theory” των επενδύσεων υποστηρίζει ότι οι επενδυτικές ευκαιρίες των εταιριών με συνεχώς αυξητικούς ρυθμούς επενδύσεων, υπολογίζονται με την εφαρμογή του οριακού –marginal tobin’s q. Γενικά εταιρίες με περισσότερες αναπτυσσόμενες επενδυτικές ευκαιρίες είναι πιθανό ότι επενδύουν περισσότερο. Ακολουθώντας τους Clearly (1999,2004) Kaplan και Zingales (1997), Lang, Ofek και Stulz (1996) χρησιμοποιώ το λόγο της ονομαστικής αξίας προς τη λογιστική σαν ένα proxy για τον υπολογισμό των επενδυτικών ευκαιριών. Σύμφωνα με τους Barclay, Morellec και Smith (2005) προσδιορίζω το λόγο της ονομαστικής αξίας προς τη λογιστική σαν το άθροισμα της ονομαστικής αξίας των κοινών μετοχών και της λογιστικής αξίας των υποχρεώσεων προς τη λογιστική αξία του ενεργητικού.

Ταμειακές ροές: Οι Fazzari, Hubbard και Petersen (1988) ελέγχουν στο αντίστοιχο άρθρο τους την ευαισθησία των επενδύσεων με τις εσωτερικά χρηματοδοτούμενες παραγόμενες ταμειακές ροές, βασιζόμενοι στην ιδέα λόγω της διαφοράς του κόστους μεταξύ εξωτερικών και εσωτερικών χρηματοδοτήσεων, οι περισσότερα οικονομικά περιορισμένες εταιρίες πρέπει να παρουσιάζουν υψηλότερη ευαισθησία στις επενδύσεις τους με τις εσωτερικά παραγόμενες ταμειακές ροές σε σχέση με τις εταιρίες που είναι λιγότερο οικονομικά περιορισμένες . Προσδιορίζω τις ταμειακές ροές με το άθροισμα των κερδών μετά φόρων και των αποσβέσεων διαιρεμένο με το καθαρό ποσό των πάγιων στοιχείων.

5.2 Δεδομένα και μεθοδολογία

Το δείγμα των εταιριών που χρησιμοποιήθηκε στην εμπειρική μελέτη μου επέρχεται από τις εταιρίες που απαρτίζουν το δείκτη του χρηματιστηρίου Αθηνών FTSE 140 MID CAP . Το βασικό δείγμα αποτελείται από 72 εταιρίες

για την περίοδο 2005-2010, δεν μπορούσα να συμπεριλάβω λογιστικά στοιχεία στην εμπειρική μου μελέτη πριν από το έτος 2005 διότι από το 2005 όλες οι λογιστικές καταστάσεις όλων των εισηγμένων εταιριών ακολουθούν τα διεθνή λογιστικά πρότυπα και θα υπήρχε διαφορά στον υπολογισμό των λογιστικών στοιχείων που χρησιμοποίησα. Οι εταιρίες με ελλιπή στοιχεία για τον υπολογισμό των μεταβλητών του υποδείγματος μου εξαλείφθηκαν από το δείγμα μου, για τις υπόλοιπες εταιρίες η βάση δεδομένων από όπου εφοδιάστηκα τα στοιχεία μου για τον υπολογισμό των κύριων μεταβλητών ελέγχου μου, είναι η βάση του πανεπιστημίου Πειραιώς Datastream. Επιπλέον, λόγω πιθανών λαθών στις τιμές κάποιων στοιχείων παράλληλα με την απλή γραμμική (OLS) παλινδρόμηση, χρησιμοποίησα και την γενικευμένη μέθοδο των ροπών (GMM) παλινδρόμηση. Οι παρακάτω πίνακες παρουσιάζουν κάποια βασικά στατιστικά στοιχεία του δείγματος που χρησιμοποίησα για κάθε περίοδο από το 2005-2010.

Πίνακας 3: Στατιστικά στοιχεία του δείγματος για την περίοδο 2005

	ΜΕΣΟΣ	ΔΙΑΜΕΣΟΣ	ΤΥΠΙΚΗ ΑΠΟΚΛΙΣΗ	Lower Quartile	Upper Quartile	ΠΑΡΑΤΗΡΗΣΕΙΣ
ΑΚΑΘΑΡΙΣΤΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΠΡΟΣ ΠΑΓΙΑ	0,151711	0,105552	0,2136	0,057024	0,183878	72
ΚΑΘΑΡΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΠΡΟΣ ΠΑΓΙΑ	0,059282	0,037755	0,2248	-0,01473	0,075903	72
ΑΚΑΘΑΡΙΣΤΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΚΑΙ ΕΞΟΔΑ Ε&Α ΠΡΟΣ ΠΑΓΙΑ	0,169031	0,105896	0,237	0,057024	0,192887	72
ΤΑΜΕΙΑΚΕΣ ΡΟΕΣ	0,493594	0,12607	1,7101	0,077705	0,273379	72
ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΕΣ ΕΥΚΑΙΡΙΕΣ (proxy tobin's q)	1,089871	0,783741	1,1972	0,619271	1,039739	72
ΟΝΟΜΑΣΤΙΚΗ ΜΟΧΛΕΥΣΗ	0,778205	0,556307	0,7243	0,207083	1,178816	72
ΛΟΓΙΣΤΙΚΗ ΜΟΧΛΕΥΣΗ	0,268515	0,283178	0,1465	0,158879	0,36772	72

Πίνακας 4: Στατιστικά στοιχεία του δείγματος για την περίοδο 2006

	ΜΕΣΟΣ	ΔΙΑΜΕΣΟΣ	ΤΥΠΙΚΗ ΑΠΟΚΛΙΣΗ	Lower Quartile	Upper Quartile	ΠΑΡΑΤΗΡΗΣΕΙΣ
ΑΚΑΘΑΡΙΣΤΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΠΡΟΣ ΠΑΓΙΑ	0,393254	0,1117	1,784726	0,064655	0,191088	72
ΚΑΘΑΡΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΠΡΟΣ ΠΑΓΙΑ	0,294522	0,0255	1,708549	-0,00947	0,090175	72
ΑΚΑΘΑΡΙΣΤΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΚΑΙ ΕΞΟΔΑ Ε&Α ΠΡΟΣ ΠΑΓΙΑ	0,408493	0,1157	1,785106	0,064824	0,203376	72
ΤΑΜΕΙΑΚΕΣ ΡΟΕΣ	0,541162	0,1705	1,950586	0,073502	0,275503	72
ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΕΣ ΕΥΚΑΙΡΙΕΣ (proxy tobin's q)	1,302627	1,0224	1,197465	0,711252	1,483702	72
ΟΝΟΜΑΣΤΙΚΗ ΜΟΧΛΕΥΣΗ	0,525749	0,3748	0,503572	0,156182	0,747365	72
ΛΟΓΙΣΤΙΚΗ ΜΟΧΛΕΥΣΗ	0,268469	0,2781	0,137708	0,186397	0,360344	72

Πίνακας 5: Στατιστικά στοιχεία του δείγματος για την περίοδο 2007

	ΜΕΣΟΣ	ΔΙΑΜΕΣΟΣ	ΤΥΠΙΚΗ ΑΠΟΚΛΙΣΗ	Lower Quartile	Upper Quartile	ΠΑΡΑΤΗΡΗΣΕΙΣ
ΑΚΑΘΑΡΙΣΤΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΠΡΟΣ ΠΑΓΙΑ	0,240198	0,1249	0,809087	0,074058	0,187374	72
ΚΑΘΑΡΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΠΡΟΣ ΠΑΓΙΑ	0,136073	0,049	0,77846	-0,00402	0,105266	72
ΑΚΑΘΑΡΙΣΤΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΚΑΙ ΕΞΟΔΑ Ε&Α ΠΡΟΣ ΠΑΓΙΑ	0,261511	0,1249	0,899229	0,074058	0,187374	72
ΤΑΜΕΙΑΚΕΣ ΡΟΕΣ	1,403203	0,2031	8,520056	0,092248	0,340325	72
ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΕΣ ΕΥΚΑΙΡΙΕΣ (proxy tobin's q)	1,398754	0,9955	1,072953	0,755007	1,652701	72
ΟΝΟΜΑΣΤΙΚΗ ΜΟΧΛΕΥΣΗ	0,582807	0,4631	0,536095	0,147334	0,808008	72
ΛΟΓΙΣΤΙΚΗ ΜΟΧΛΕΥΣΗ	0,298076	0,3069	0,147344	0,22026	0,400303	72

Πίνακας 6: Στατιστικά στοιχεία του δείγματος για την περίοδο 2008

	ΜΕΣΟΣ	ΔΙΑΜΕΣΟΣ	ΤΥΠΙΚΗ ΑΠΟΚΛΙΣΗ	Lower Quartile	Upper Quartile	ΠΑΡΑΤΗΡΗΣΕΙΣ
ΑΚΑΘΑΡΙΣΤΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΠΡΟΣ ΠΑΓΙΑ	0,233098	0,1338	0,665991	0,074665	0,207194	72
ΚΑΘΑΡΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΠΡΟΣ ΠΑΓΙΑ	0,099276	0,0604	0,740906	0,01286	0,122887	72
ΑΚΑΘΑΡΙΣΤΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΚΑΙ ΕΞΟΔΑ Ε&Α ΠΡΟΣ ΠΑΓΙΑ	0,254155	0,1338	0,772153	0,074665	0,207194	72
ΤΑΜΕΙΑΚΕΣ ΡΟΕΣ	1,396235	0,1412	10,56887	0,064735	0,248587	72
ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΕΣ ΕΥΚΑΙΡΙΕΣ (proxy tobin's q)	0,742827	0,5805	0,585371	0,509099	0,778983	72
ΟΝΟΜΑΣΤΙΚΗ ΜΟΧΛΕΥΣΗ	2,050352	1,4294	2,469718	0,821216	2,048147	72
ΛΟΓΙΣΤΙΚΗ ΜΟΧΛΕΥΣΗ	0,327983	0,3468	0,156925	0,248714	0,436527	72

Πίνακας 7: Στατιστικά στοιχεία του δείγματος για την περίοδο 2009

	ΜΕΣΟΣ	ΔΙΑΜΕΣΟΣ	ΤΥΠΙΚΗ ΑΠΟΚΛΙΣΗ	Lower Quartile	Upper Quartile	ΠΑΡΑΤΗΡΗΣΕΙΣ
ΑΚΑΘΑΡΙΣΤΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΠΡΟΣ ΠΑΓΙΑ	0,2353	0,086	0,766913	0,033514	0,148624	72
ΚΑΘΑΡΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΠΡΟΣ ΠΑΓΙΑ	0,100622	0,0067	0,84813	-0,03347	0,05899	72
ΑΚΑΘΑΡΙΣΤΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΚΑΙ ΕΞΟΔΑ Ε&Α ΠΡΟΣ ΠΑΓΙΑ	0,256594	0,0867	0,878887	0,033514	0,15054	72
ΤΑΜΕΙΑΚΕΣ ΡΟΕΣ	0,890676	0,1082	6,181353	0,037612	0,224643	72
ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΕΣ ΕΥΚΑΙΡΙΕΣ (proxy tobin's q)	0,778872	0,6372	0,475013	0,532653	0,885496	72
ΟΝΟΜΑΣΤΙΚΗ ΜΟΧΛΕΥΣΗ	1,977926	1,0118	2,684458	0,48556	2,176412	72
ΛΟΓΙΣΤΙΚΗ ΜΟΧΛΕΥΣΗ	0,325906	0,3386	0,162013	0,242717	0,434748	72

Πίνακας 8: Στατιστικά στοιχεία του δείγματος για την περίοδο 2010

	ΜΕΣΟΣ	ΔΙΑΜΕΣΟΣ	ΤΥΠΙΚΗ ΑΠΟΚΛΙΣΗ	Lower Quartile	Upper Quartile	ΠΑΡΑΤΗΡΗΣΕΙΣ
ΑΚΑΘΑΡΙΣΤΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΠΡΟΣ ΠΑΓΙΑ	0,178618	0,0711	0,609075	0,029851	0,124429	72
ΚΑΘΑΡΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΠΡΟΣ ΠΑΓΙΑ	0,082737	-0,005	0,60196	-0,03868	0,03878	72
ΑΚΑΘΑΡΙΣΤΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΚΑΙ ΕΞΟΔΑ Ε&Α ΠΡΟΣ ΠΑΓΙΑ	0,237768	0,0728	1,053158	0,032885	0,137337	72
ΤΑΜΕΙΑΚΕΣ ΡΟΕΣ	-0,19609	0,0804	3,506488	0,012313	0,184707	72
ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΕΣ ΕΥΚΑΙΡΙΕΣ (proxy tobin's q)	0,658397	0,5698	0,429821	0,467833	0,719596	72
ΟΝΟΜΑΣΤΙΚΗ ΜΟΧΛΕΥΣΗ	4,058181	1,7942	7,283126	0,664207	4,492918	72
ΛΟΓΙΣΤΙΚΗ ΜΟΧΛΕΥΣΗ	0,335085	0,3586	0,176537	0,227631	0,467458	72

Ο μέσος όρος των ακαθάριστων επενδύσεων προς πάγια στοιχεία, του δείγματος που χρησιμοποιήσα, (0,2386) είναι συγκρίσιμος αντίστοιχα με εκείνους στα άρθρα των παρακάτω Clearly(1999), Kaplan και Zingales(1997), Gilchrist και Himmelberg (1995) οι οποίοι αναφέρουν επενδυτικούς ρυθμούς της τάξης του 0,26, 0,35 και 0,15 αντίστοιχα. Η ονομαστική μόχλευση (market leverage) των εταιριών του δείγματος μου είναι σύμφωνη με πολλές εμπειρικές μελέτες που αφορούν την δομή-διάρθρωση κεφαλαίου. Ο μέσος όρος των ταμειακών ροών προς πάγια (cash flow- to fixed) είναι 0,75 και είναι μεγαλύτερος από εκείνο που αναφέρεται στο άρθρο των Clearly, Karland και Zingales (0,45) αλλά και μεγαλύτερος από εκείνον που αναφέρεται στο αντίστοιχο άρθρο των Clearly, Povel και Raith(2004). Ο μέσος όρος του λόγου ονομαστική αξία προς λογιστική είναι περίπου 0,9952 και είναι παρόμοιος με τον αντίστοιχο μέσο όρο που αναφέρεται στο άρθρο των Clearly, Karland και Zingales. Οι συσχετίσεις μεταξύ των εξαρτημένων μεταβλητών όπως ακαθάριστων επενδύσεων προς πάγια, καθαρών επενδύσεων προς πάγια και ακαθάριστες επενδύσεις και έξοδα έρευνας και ανάπτυξης προς πάγια (gross investment to fixed, net investment, gross investment and r&d expenses to fixed) στις παλινδρομήσεις και των ανεξάρτητων μεταβλητών όπως ονομαστική και λογιστική μόχλευση (book leverage, market leverage) είναι σχετικά μικρές κατά απόλυτη τιμή, εκτός από τις συσχετίσεις μεταξύ της μόχλευσης και του οριακού tobin's q το οποίο ορίζεται ως το άθροισμα της ονομαστικής αξίας των κοινών μετοχών και της λογιστικής αξίας των υποχρεώσεων προς τη λογιστική αξία του ενεργητικού (market to book value) οι οποίες κυμαίνονται σε αρνητικό εύρος τιμών (από -0,3 μέχρι -0,35). Αυτή η μεγάλη αρνητική συσχέτιση είναι σύμφωνη με την πλειοψηφία των εμπειρικών μελετών.

Η σχέση μόχλευσης με τις επενδύσεις μπορεί να διαφέρει σημαντικά σε διαφορετικούς κλάδους εταιριών λόγω κάποιων ρυθμίσεων όπως νομοθεσία, λειτουργικό ρίσκο, συμφωνίες με τράπεζες και χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς. Για αυτό το λόγο θα προβώ σε ελέγχους χρησιμοποιώντας industry-adjusted μεταβλητές, όπου σύμφωνα με τους Lang, Ofek και Stulz (1996) προσαρμόζω τις μεταβλητές μου, υπολογίζοντας το μέσο όρο κάθε χρόνο όλων των εταιριών συνολικά για κάθε μεταβλητή και αφαιρώντας τον από κάθε ανεξάρτητη και εξαρτημένη μεταβλητή κάθε εταιρίας.

Ο εμπειρικός έλεγχος προϋποθέτει γραμμική σχέση μεταξύ των εξαρτημένων και ανεξάρτητων μεταβλητών, χρησιμοποιώντας panel data regression models. Όμως κατά πόσο το marginal q, είναι αντιπροσωπευτικό proxy του tobin's q είναι αμφισβητήσιμο κατά την βιβλιογραφία. Για παράδειγμα, Ο Hennessy (2004) έδειξε ότι το marginal q είναι μικρότερο από το average q σε εταιρίες με μεγάλες μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις. Οι Alti (2003), Erickson και Whited συμφώνησαν ότι η εμπειρική σχέση μεταξύ των επενδύσεων και των ταμειακών ροών είναι αμφισβητήσιμη λόγω υπολογιστικών λαθών κατά την εκτίμηση του q. Επιπλέον, οι Whited (1992), Gilchrist και Himmelberg (1995), κατέληξαν στο ότι οι ταμειακές ροές προσδίδουν πληροφορίες για μελλοντικές επενδυτικές ευκαιρίες οι οποίες δεν μπορούν να εντοπιστούν μόνο με την εκτίμηση του marginal q.

Αυτή η προκατάληψη δημιουργεί προβλήματα κατά τον έλεγχο της σχέσης μεταξύ μόχλευσης και επενδύσεων, καταλήγοντας στο ότι η απλή γραμμική (OLS) παλινδρόμηση δεν είναι κατάλληλη. Προκειμένου να επιλυθούν τα παραπάνω προβλήματα και τα λάθη στις μεταβλητές του υποδείγματος μου εφαρμόζω παλινδρόμηση με βάση την γενικευμένη μέθοδο των ροπών (GMM).

5.3 Αποτελέσματα

Στον παρακάτω πίνακα παρατίθενται τα αποτελέσματα της παλινδρόμησης μεταξύ των επενδύσεων, της μόχλευσης, των ταμειακών ροών και του λόγου ονομαστικής προς λογιστική αξία. Στους δύο πρώτους πίνακες η παλινδρόμηση βασίστηκε στις unadjusted μεταβλητές, ενώ οι υπόλοιποι πίνακες παρουσιάζουν τα αποτελέσματα της παλινδρόμησης βάσει των adjusted μεταβλητών. Στον πίνακα 9 και στον αντίστοιχο πίνακα 11 παρατίθενται τα αποτελέσματα για τη σχέση μεταξύ των επενδύσεων και ονομαστικής μόχλευσης (market leverage) και στο πίνακα 10 και 12 παρουσιάζεται η σχέση μεταξύ επενδύσεων και της λογιστικής μόχλευσης (book leverage). Για κάθε ένα μέτρο του ρυθμού των επενδύσεων, πρώτα εκτιμώ τη σχέση με τη μόχλευση στηριζόμενη στην απλή γραμμική παλινδρόμηση (OLS) παλινδρόμηση και εξαιτίας του προαναφερθέντος προβλήματος στον υπολογισμό του q εκτιμώ τα αποτελέσματα

χρησιμοποιώντας τη γενικευμένη μέθοδο των ροπών (GMM) παλινδρόμηση. Στις παρενθέσεις παρατίθενται τα probabilities values.

Πίνακας 9: Αποτελέσματα ονομαστικής μόχλευσης σε μη προσαρμοσμένες μεταβλητές (industry unadjusted)

	Ακαθάριστες επενδύσεις προς πάγια στοιχεία		Καθαρές επενδύσεις προς πάγια στοιχεία		Ακαθάριστες επενδύσεις και έξοδα E&A προς πάγια στοιχεία	
	OLS	GMM	OLS	GMM	OLS	GMM
Σταθερός όρος	0.258472	0.3232965	0.194097	0.1921605	0.285807	0.3452463
Ονομαστική μόχλευση	-0.014817* (0.0275)	0.3452453** (0.0043)	-0.021432** (0.0206)	0.323296** (0.004)	-0.017551* (0.0252)	0.2578416** (0.000)
Επενδυτικές ευκαιρίες	0.001297	0.0186404	0.019545	0.0018537	0.001471	0.0064072
Ταμειακές ροές	0.008139	0.0112732	-0.017878	0.0162935	0.008604	0.0062686

*Στατιστικά σημαντικό σε διάστημα εμπιστοσύνης 5%

**Στατιστικά σημαντικό σε διάστημα εμπιστοσύνης 2%

Πίνακας 10: Αποτελέσματα λογιστικής μόχλευσης σε μη προσαρμοσμένες μεταβλητές (industry unadjusted)

	Ακαθάριστες επενδύσεις προς πάγια στοιχεία		Καθαρές επενδύσεις προς πάγια στοιχεία		Ακαθάριστες επενδύσεις και έξοδα E&A προς πάγια στοιχεία	
	OLS	GMM	OLS	GMM	OLS	GMM
Σταθερός όρος	0.458425	1.0116731	0.401740	1.555.712	0.565676	1.60993
Λογιστική μόχλευση	-0.691969* (0.0469)	0.100687** (0.00)	-0.735990* (0.048)	0.2745398** (0.00)	-0.946257* (0.0422)	0.119088** (0.00)
Επενδυτικές ευκαιρίες	0.013258	0.1034707	0.030817	0.1068341	0.016741	0.1065739
Ταμειακές ροές	0.005072	0.0197879	-0.024607	0.0204198	0.004298	0.0023001

*Στατιστικά σημαντικό σε διάστημα εμπιστοσύνης 5%

**Στατιστικά σημαντικό σε διάστημα εμπιστοσύνης 2%

Πίνακας 11: Αποτελέσματα ονομαστικής μόχλευσης σε προσαρμοσμένες μεταβλητές (industry adjusted)

	Ακαθάριστες επενδύσεις προς πάγια στοιχεία		Καθαρές επενδύσεις προς πάγια στοιχεία		Ακαθάριστες επενδύσεις και έξοδα E&A προς πάγια στοιχεία	
	OLS	GMM	OLS	GMM	OLS	GMM
Σταθερός όρος	0.097835	0,118889	0.089022	0,102733	0.108968	0,132326
Ονομαστική μόχλευση	-0.014817* (0.0275)	0.118889** (0.003)	-0.017878** (0.0147)	0.117156** (0.003)	-0.017551* (0.0252)	0.116432** (0.003)
Επενδυτικές ευκαιρίες	0.001297	0,04588	0,02644	0,03098	0.001471	0,03098
Ταμειακές ροές	0.008139	0,011599	0,01634	0,006635	0.008604	0,006635

*Στατιστικά σημαντικό σε διάστημα εμπιστοσύνης 5%

**Στατιστικά σημαντικό σε διάστημα εμπιστοσύνης 2%

Πίνακας 12: Αποτελέσματα λογιστικής μόχλευσης σε προσαρμοσμένες μεταβλητές (industry adjusted)

	Ακαθάριστες επενδύσεις προς πάγια στοιχεία		Καθαρές επενδύσεις προς πάγια στοιχεία		Ακαθάριστες επενδύσεις και έξοδα E&A προς πάγια στοιχεία	
	OLS	GMM	OLS	GMM	OLS	GMM
Σταθερός όρος	0.108964	0.2578416	0.099101	0,265484	0.126437	0,118889
Λογιστική μόχλευση	-0.691974** (0.0469)	0.1005687** (0.00)	-0.735995* (0.048)	-0.110987** (0.00)	-0.946263* (0.0422)	-0.102669** (0.00)
Επενδυτικές ευκαιρίες	0.013258	01329591	0.030817	0,10109	0.016741	0,04588
Ταμειακές ροές	0.005072	0.006957	-0.024607	0,002822	0.004298	0,011599

*Στατιστικά σημαντικό σε διάστημα εμπιστοσύνης 5%

**Στατιστικά σημαντικό σε διάστημα εμπιστοσύνης 2%

Το πρώτο πράγμα που αξίζει να σημειωθεί είναι ότι σε όλες οι παλινδρομήσεις ανεξαρτήτως του πως οι επενδύσεις και η μόχλευση υπολογίζονται και ανεξαρτήτως αν έχουν προσαρμοστεί τα δεδομένα μου βάσει των μέσων (industry-medians), οι επενδύσεις συσχετίζονται θετικά με τις ταμειακές ροές και τις επενδυτικές ευκαιρίες (market to book ratio).

Όσον αφορά τη θετική σχέση των επενδύσεων και των ταμειακών ροών σχεδόν όλες οι μελέτες βρίσκουν μια ισχυρή εξάρτηση των επενδύσεων σχετικά με τη διαθεσιμότητα των εσωτερικών πόρων-κεφαλαίων, η εξάρτηση αυτή μπορεί να ερμηνευθεί ως απόδειξη του προβλήματος υπέρ-επενδύσεων καθώς τα υψηλά επίπεδα των ταμειακών ροών επιτρέπουν στους διαχειριστές να αναλάβουν έργα με αρνητική ΚΠΑ. Η μελέτη από το Vogt (1994) μας επιτρέπει να διακρίνουμε τα δύο αποτελέσματα και να αποκτήσουν εμπειρικά στοιχεία και των δύο προβλημάτων (μείωση των επενδύσεων και υπέρ-επενδύσεις) ανάλογα με τα διαφορετικά χαρακτηριστικά των επιχειρήσεων. Έτσι, η υπόθεση των υπερεπενδύσεων επιβεβαιώνεται κάθε φορά που η θετική σχέση μεταξύ των επενδύσεων και των ταμειακών ροών διατηρείται για τις επιχειρήσεις των οποίων οι επενδυτικές ευκαιρίες είναι χαμηλής ποιότητας. Αντίθετα, για τις επιχειρήσεις με πολύτιμες επενδυτικές ευκαιρίες, μια θετική σχέση δείχνει ένα πρόβλημα μείωσης των επενδύσεων.

Όσον αφορά τη θετική σχέση μεταξύ των επενδύσεων και των επενδυτικών ευκαιριών (market to book ratio) υπάρχει μια γενικευμένη συναίνεση ότι η ασύμμετρη πληροφόρηση εισάγεται στις επενδυτικές αποφάσεις και προκαλεί στρεβλώσεις. Έτσι, σε αντίθεση με την τέλεια υπόθεση της κεφαλαιαγοράς που διατηρείται από τους Modigliani και Miller (1958), οι ασυμμετρίες στην πληροφόρηση μπορούν να οδηγήσουν σε μείωση των επενδύσεων ή υπέρ-επενδύσεις. Και τα δύο προβλήματα θα επηρεάσουν την αξία της επιχείρησης, δεδομένου ότι, αφενός, έργα με θετική NPV δεν θα πρέπει να

αναληφθούν και, από την άλλη πλευρά, έργα με αρνητική NPV δεν θα απορριφθούν.

Επιπλέον η σχέση μεταξύ επενδύσεων και των επενδυτικών ευκαιριών (market to book ratio) είναι ισχυρότερη κατά την παλινδρόμηση βάσει τη γενικευμένη μέθοδο των ροπών (GMM) παρά κατά την απλή γραμμική παλινδρόμηση (OLS). Αυτό το αποτέλεσμα δείχνει κάποια συνέπεια με την ύπαρξη κάποιου λάθους κατά τον υπολογισμό του Tobin's q , καθώς τα αποτελέσματα στην απλή γραμμική παλινδρόμηση (OLS) είναι κοντά στο μηδέν.

Σε όλες τις παλινδρομήσεις κατά την απλή γραμμική παλινδρόμηση (OLS) η ονομαστική μόχλευση καθώς και η λογιστική μόχλευση σχετίζονται αρνητικά με όλα τα μέτρα του ρυθμού των επενδύσεων (gross investment, net investment, gross investment and r&d expenditures). Το αποτέλεσμα είναι σύμφωνο με την υπόθεση υπό-επενδύσεων του Myers (1977) όπου το χρέος σχετίζεται αρνητικά με τις επενδύσεις.

Όπως προαναφέρθηκε, είναι πιθανό ότι λόγω της λάθος εκτίμησης του Tobin's q χρησιμοποιώντας ως proxy το marginal q , δημιουργούνται προβλήματα στην απλή γραμμική παλινδρόμηση (OLS) σε αντίθεση με την παλινδρόμηση με βάση τη γενικευμένη μέθοδο των ροπών (GMM) η οποία λαμβάνει σαν ενδογενή μεταβλητή το marginal q και συνυπολογίζει τα λάθη εκτίμησης, δίνοντας μια τελείως διαφορετική εικόνα για τη σχέση μεταξύ μόχλευσης και επενδύσεων. Στον πίνακα 9 ο οποίος παρουσιάζει τη σχέση μεταξύ επενδύσεων και της ονομαστικής μόχλευσης χρησιμοποιώντας τα unadjusted δεδομένα, οι επενδύσεις εμφανίζουν θετική σχέση με τη μόχλευση κατά παλινδρόμηση με βάση τη γενικευμένη μέθοδο των ροπών (GMM) και στα τρία διαφορετικά μέτρα επενδύσεων. Η παραπάνω σχέση έχει ως αποτέλεσμα ότι να αποδεχόμαστε την υπόθεση υπέρ-επενδύσεων των Lyandres E., Zhdanov A. (2005) για τις ελληνικές εταιρίες, καθώς σύμφωνα με τους Lyandres E., Zhdanov A. (2005), το χρέος σχετίζεται θετικά με τις επενδύσεις.

Όταν όμως χρησιμοποιείται σαν μέτρο μόχλευσης η λογιστική μόχλευση, η εικόνα είναι διαφορετική. Όταν οι ακαθάριστες επενδύσεις χρησιμοποιούνται σαν εξαρτημένη μεταβλητή, η σχέση μεταξύ λογιστικής μόχλευσης και επενδύσεων είναι στατιστικά σημαντική και θετική. Σε αντίθεση με την περίπτωση που όταν χρησιμοποιώ σαν εξαρτημένη μεταβλητή τις ακαθάριστες επενδύσεις που συμπεριλαμβάνουν και τα έξοδα έρευνας και ανάπτυξης, η σχέση μεταξύ λογιστικής μόχλευσης και επενδύσεων γίνεται αρνητική. Συμπεραίνω ότι το παραπάνω αποτέλεσμα προκύπτει από το γεγονός ότι οι επενδύσεις R&D και γενικά οι επενδύσεις που απαιτούν έξοδα έρευνας και ανάπτυξης ενέχουν γενικά πιο πολύ κίνδυνο και απαιτούν παραπάνω πληροφόρηση (ασυμμετρία πληροφόρησης) από ότι οι

επενδύσεις κεφαλαίου. Είναι πιθανό ότι οι επενδύσεις σε R&D είναι χρηματοδοτούμενες εσωτερικά παρά με δάνεια.

Παρατηρώντας τα adjusted δεδομένα η σχέση μεταξύ ονομαστικής μόχλευσης και επενδύσεων κινείται προς την ίδια κατεύθυνση όπως και στα unadjusted δεδομένα ενώ στην περίπτωση της λογιστικής μόχλευσης τα αποτελέσματα διαφέρουν. Παρόλο που κατά απόλυτη τιμή οι συντελεστές συσχέτισης μεταξύ λογιστικής μόχλευσης και επενδύσεων μειώνονται από την απλή γραμμική παλινδρόμηση (OLS) παλινδρόμηση στην παλινδρόμηση με βάση τη γενικευμένη μέθοδο των ροπών (GMM), η σχέση τους παραμένει αρνητική και στατιστικά σημαντική και στις δύο περιπτώσεις, εκτός από την περίπτωση που σαν μέτρο εκτίμησης των επενδύσεων χρησιμοποιούνται οι καθαρές επενδύσεις, καταλήγοντας στο συμπέρασμα ότι μπορώ να αποδεχτώ την υπόθεση υπό-επενδύσεων του Myers (1977).

Τέλος, τα αποτελέσματα των παλινδρομήσεων δεν υποδηλώνουν ξεκάθαρα μια θετική ή μια αρνητική σχέση. Σύμφωνα με την απλή γραμμική παλινδρόμηση (OLS) μπορώ να αποδεχτώ την υπόθεση υπό-επενδύσεων του Myers (1977) για τις ελληνικές εταιρίες, σε αντίθεση με τα αποτελέσματα της παλινδρόμησης με βάση τη γενικευμένη μέθοδο των ροπών (GMM), όπου χρησιμοποιώντας την ονομαστική μόχλευση παρουσιάζεται μια θετική σχέση μεταξύ αυτής και των τριών μέτρων των επενδύσεων και στα adjusted και unadjusted δεδομένα, ενώ βάσει της λογιστικής μόχλευσης οι επενδύσεις σχετίζονται αρνητικά όταν τα δεδομένα προσαρμόζονται βάσει industry medians. Συνεπώς τα παραπάνω αποτελέσματα δεν απαντούν με σαφήνεια για τη σχέση μόχλευσης και επενδύσεων στις ελληνικές εταιρίες. Για να απαντήσω στο παραπάνω ερώτημα θα εξετάσω τα αποτελέσματα στις επενδύσεις κατά πόσο διαφέρουν όταν οι εταιρίες προβαίνουν σε δανεισμό ή αυξάνουν το μετοχικό τους κεφάλαιο με έκδοση νέων κοινών μετοχών.

5.4 Στοιχεία εταιριών από την έκδοση νέων μετοχών ή από το δανεισμό

Στην υποενότητα αυτή θα εξετάσω τις αλλαγές στην επενδυτική συμπεριφορά των εταιριών ανάλογα με το αν εκδίδουν νέες κοινές μετοχές ή προβαίνουν σε δανεισμό. Χρησιμοποιώ τα ίδια τρία μέτρα για την εκτίμηση των επενδύσεων όπως και στην προηγούμενη ανάλυση όπως ακαθάριστες επενδύσεις προς πάγια, καθαρές επενδύσεις προς πάγια και ακαθάριστες επενδύσεις και έξοδα έρευνας και ανάπτυξης προς πάγια (gross investment to fixed, net investment, gross investment+ R&D to fixed) για τον υπολογισμό των ετήσιων ποσοστώσεων αλλαγών των επενδυτικών ρυθμών, προσδιορίζοντας τον ως την διαφορά στις επενδύσεις των εταιριών που εκδίδουν μετοχές ή αυξάνουν τις μακροχρόνιες υποχρεώσεις τους κυρίως με δανεισμό, ένα συγκεκριμένο

έτος με το ποσό των επενδύσεων το προηγούμενο έτος προς το αρχικό ποσό επενδύσεων.

5.5 Δεδομένα

Χρησιμοποιώ και σε αυτή την ανάλυση τις εταιρίες που απαρτίζουν το δείκτη FTSE 140 MID CAP του ελληνικού χρηματιστηρίου. Ανατρέχω στους ετήσιους ενοποιημένους ισολογισμούς των εταιριών και κατατάσσω τις εταιρίες ανάλογα με το αν προβαίνουν σε αύξηση του μετοχικού τους κεφαλαίου εκδίδοντας νέες μετοχές και επιπλέον αυξάνουν τις μακροχρόνιες υποχρεώσεις τους προβαίνοντας σε δανεισμό και σε μια δεύτερη κατηγορία που οι εταιρίες προβαίνουν μόνο σε δανεισμό για τα έτη 2005 και 2006. Για όσες εταιρίες δεν υπήρχαν οι ισολογισμοί καθώς και για τις εταιρίες που δεν προέβησαν σε αύξηση του μετοχικού τους κεφαλαίου ή σε δανεισμό τις απέκλεισα από το δείγμα μου καταλήγοντας στις 52 εταιρίες. Γενικά παρατηρείται οι εταιρίες να προβαίνουν σε δανεισμό από ό,τι να προβαίνουν σε αύξηση του μετοχικού τους κεφαλαίου εκδίδοντας μετοχές.

Ανάλογα με την κάθε κατηγορία υπολογίζω για τα έτη 2005-2007 (από το δείγμα μου αφαιρώ τα προβληματικά έτη 2008-2010 που ξεκίνησε η κρίση) και υπολογίζω τα βασικά χαρακτηριστικά των εταιριών όπως τους μέσους όρους, διάμεσο, τυπική απόκλιση, το άνω και κάτω τεταρτημόριο τιμών για κάθε μια από τις μεταβλητές ελέγχου για τις επενδύσεις, τη μόχλευση, τις επενδυτικές ευκαιρίες και τις ταμειακές ροές και συγκρίνω μεταξύ τους αυτές τις ετήσιες αλλαγές, για να καταλήξω στο αν οι εταιρίες υπέρ ή υπό επενδύουν. Ο παρακάτω πίνακας συγκεντρώνει όλα τα στοιχεία καθώς και τα t statistics για τις διαφορές στους μέσους και τα z statistics για τις διαφορές στις διαμέσους ύστερα από Wilcoxon tests.

Πίνακας 13: Χαρακτηριστικά των εταιριών που προβαίνουν σε δανεισμό απευθείας και των εταιριών που εκδίδουν επιπλέον και μετοχές για την περίοδο 2005-2007.

	ΜΕΣΟΣ			ΔΙΑΜΕΣΟΣ		
	ΔΑΝΕΙΑ	ΜΕΤΟΧΕΣ	ΔΙΑΦΟΡΑ	ΔΑΝΕΙΑ	ΜΕΤΟΧΕΣ	ΔΙΑΦΟΡΑ
ΑΚΑΘΑΡΙΣΤΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΠΡΟΣ ΠΑΓΙΑ	0,25671	0,134536	0,122174 (3,147190)*	0,117645	0,105465	0,01218 (3.452949)*
ΚΑΘΑΡΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΠΡΟΣ ΠΑΓΙΑ	0,172767	0,017885	0,154882 (3,552797)*	0,045338	0,020723	0,024615 (4.064558)*
ΑΚΑΘΑΡΙΣΤΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΚΑΙ ΕΞΟΔΑ Ε&Α ΠΡΟΣ ΠΑΓΙΑ	0,278929	0,141138	0,137791 (3,430046)*	0,120165	0,105465	0,0147 (3.540670)*
ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ	1088737	1200435	-111698 (-3,124598)*	286128	167291	118837 (2,938595)*
ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΕΣ ΕΥΚΑΙΡΙΕΣ (proxy tobin's q)	1,057908	1,800553	-0,74265 (-3.159836)*	0,895886	0,950921	-0,05504 (-3.308577)*
ΟΝΟΜΑΣΤΙΚΗ ΜΟΧΛΕΥΣΗ	0,721988	0,676131	0,045857 (2.988560)*	0,538312	0,489941	0,048371 (3.679783)*
ΛΟΓΙΣΤΙΚΗ ΜΟΧΛΕΥΣΗ	0,305504	0,287694	0,01781 (2.567920)*	0,319327	0,298658	0,020669 (2.582304)*

*Στατιστικά σημαντικό σε διάστημα εμπιστοσύνης 1%

Οι εταιρίες που εκδίδουν μετοχές κυρίως είναι πολύ διαφορετικές με τις εταιρίες που δανείζονται και αυξάνουν τις μακροχρόνιες υποχρεώσεις τους. Οι εταιρίες που εκδίδουν μετοχές κυρίως έχουν χαμηλότερους επενδυτικούς ρυθμούς, ανεξάρτητα των μέτρων επενδύσεων γιατί σε όλα παρατηρείται αυτή η διαφορά. Για παράδειγμα ο μέσος όρος των ακαθάριστων επενδύσεων προς την καθαρή αξία των πάγιων στοιχείων είναι 0,25671 για τις εταιρίες που προβαίνουν αποκλειστικά σε δανεισμό ενώ για τις εταιρίες που προβαίνουν σε έκδοση μετοχών είναι 0,134536. Με τη μεγαλύτερη διαφορά να παρατηρείται στο μέτρο των καθαρών επενδύσεων λόγω του ότι αφαιρέθηκαν οι ετήσιες αποσβέσεις. Οι εταιρίες που εκδίδουν μετοχές και δανείζονται είναι συγκριτικά περισσότερες αριθμητικά (37) από την δεύτερη κατηγορία εταιριών (η οποία απαρτίζεται από 37 εταιρίες από το δείγμα των 72 εταιριών) καθώς επίσης έχουν μικρότερους μέσους όρους και διαμέσους όσον αφορά τις επενδυτικές ευκαιρίες (market to book ratio) και υψηλότερη μόχλευση.

5.6 Αποτελέσματα και συμπεράσματα

Όπως αναφέρθηκε παραπάνω συγκρίνω τις μεταβολές στους επενδυτικούς ρυθμούς για τις παραπάνω κατηγορίες εταιριών. Σύμφωνα με τη θεωρία του Myers (1977), για να αποδεχτώ την υπόθεση των υπό-επενδύσεων θα πρέπει τα δάνεια να συσχετίζονται αρνητικά με τα επενδύσεις. Επιπλέον θα πρέπει οι μεταβολές των επενδύσεων των εταιριών που εκδίδουν κυρίως κοινές μετοχές να είναι μεγαλύτερες και αυξητικές από τις αντίστοιχες μεταβολές των εταιριών που προβαίνουν σε δανεισμό απευθείας. Οι εταιρίες που προβαίνουν σε δανεισμό απευθείας αυξάνουν τη μόχλευση, έτσι αναμένω μεγαλύτερες αυξήσεις στις επενδύσεις από τις εταιρίες που εκδίδουν

μετοχές σε σχέση με τις εταιρίες που προβαίνουν απευθείας σε δανεισμό αν αποδεχτώ την υπόθεση των υπό-επενδύσεων του Myers (1977) διαφορετικά αποδέχομαι την υπόθεση των υπέρ-επενδύσεων των Lyandres E., Zhdanov A. (2005) για τις ελληνικές εταιρίες. Οι παρακάτω πίνακες συνοψίζουν τις μεταβολές στα διάφορα μέτρα εκτίμησης και συγκεντρώνουν όλα τα στοιχεία καθώς και τα t statistics για τις διαφορές στους μέσους και τα z statistics για τις διαφορές στις διαμέσους ύστερα από Wilcoxon tests.

Πίνακας 14: Ετήσιες μεταβολές για την περίοδο 2005-2006 για τις εταιρίες που εκδίδουν μετοχές και προβαίνουν και σε δανεισμό και τις εταιρίες που δανείζονται απευθείας.

	ΜΕΣΟΣ			ΔΙΑΜΕΣΟΣ		
	ΔΑΝΕΙΑ	ΜΕΤΟΧΕΣ	ΔΙΑΦΟΡΑ	ΔΑΝΕΙΑ	ΜΕΤΟΧΕΣ	ΔΙΑΦΟΡΑ
Μεταβολές στις ακαθάριστες επενδύσεις προς πάγια στοιχεία	0,710245	-0,22964	-0,93988 (-4.793925)	0,231861	-0,27285	-0,50472 (-3.561398)
Μεταβολές στις καθαρές επενδύσεις προς πάγια στοιχεία	1,360563	-1,39849	-2,75905 (-3.602527)	-0,0697	-0,76182	-0,69212 (-3.731009)
Μεταβολές στις ακαθάριστες επενδύσεις και Ε&Α προς πάγια στοιχεία	0,57295	-0,1974	-0,77035 (-3.573720)	0,213605	-0,27285	-0,48646 (-2.890967)

*Όλες οι διαφορές είναι στατιστικά σημαντικές σε επίπεδο εμπιστοσύνης 1%

Όσον αφορά την περίοδο 2005-2006 παρατηρούνται μεγαλύτερες ετήσιες μεταβολές στις επενδύσεις (θετικές μεταβολές) για τις εταιρίες που προβαίνουν απευθείας σε δανεισμό σε σύγκριση με τις εταιρίες που κυρίως εκδίδουν νέες μετοχές για την αύξηση του μετοχικού τους κεφαλαίου, όπου κυρίως παρατηρούνται μειώσεις. Επομένως την περίοδο 2005-2006 απορρίπτω την υπόθεση υπό-επενδύσεων του Myers (1977) και αποδέχομαι την υπόθεση υπέρ-επενδύσεων των Lyandres E., Zhdanov A. (2005) για τις ελληνικές εταιρίες.

Πίνακας 15: Ετήσιες μεταβολές για την περίοδο 2006-2007 για τις εταιρίες που εκδίδουν μετοχές και προβαίνουν και σε δανεισμό και τις εταιρίες που δανείζονται απευθείας.

	ΜΕΣΟΣ			ΔΙΑΜΕΣΟΣ		
	ΔΑΝΕΙΑ	ΜΕΤΟΧΕΣ	ΔΙΑΦΟΡΑ	ΔΑΝΕΙΑ	ΜΕΤΟΧΕΣ	ΔΙΑΦΟΡΑ
Μεταβολές στις ακαθάριστες επενδύσεις προς πάγια στοιχεία	0,181431	0,381458	0,200026 (3.753378)	0,050019	0,594753	0,544734 (4.096099)
Μεταβολές στις καθαρές επενδύσεις προς πάγια στοιχεία	0,26342	-4,49652	-4,75994 (-8.363546)	0,421303	13,7221	13,3008 (11.264068)
Μεταβολές στις ακαθάριστες επενδύσεις και Ε&Α προς πάγια στοιχεία	0,20839	0,35538	0,14699 (3.239873)	0,048431	0,594753	0,546322 (4.968079)

*Όλες οι διαφορές είναι στατιστικά σημαντικές σε επίπεδο εμπιστοσύνης 1%

Όσον αφορά την περίοδο 2006-2007 παρατηρούνται μικρότερες ετήσιες μεταβολές (θετικές μεταβολές) για τις εταιρίες που προβαίνουν απευθείας σε δανεισμό σε σύγκριση με τις εταιρίες που κυρίως εκδίδουν νέες μετοχές για

την αύξηση του μετοχικού τους κεφαλαίου, όπου σε αντίθεση με την προηγούμενη χρονιά κυρίως παρατηρούνται θετικές μεταβολές. Επομένως για την περίοδο 2006-2007 αποδέχομαι την υπόθεση υπό-επενδύσεων του Myers (1977) και απορρίπτω την υπόθεση υπέρ-επενδύσεων των Lyandres E., Zhdanov A. (2005) για τις ελληνικές εταιρίες.

Πίνακας 16: Ετήσιες μεταβολές για την περίοδο 2007-2008 για τις εταιρίες που εκδίδουν μετοχές και προβαίνουν και σε δανεισμό και τις εταιρίες που δανείζονται απευθείας

	ΜΕΣΟΣ			ΔΙΑΜΕΣΟΣ		
	ΔΑΝΕΙΑ	ΜΕΤΟΧΕΣ	ΔΙΑΦΟΡΑ	ΔΑΝΕΙΑ	ΜΕΤΟΧΕΣ	ΔΙΑΦΟΡΑ
Μεταβολές στις ακαθάριστες επενδύσεις προς πάγια στοιχεία	0,018088	0,067325	0,107393 (2.930137)	0,148474	-0,02747	-0,17594 (-3.191787)
Μεταβολές στις καθαρές επενδύσεις προς πάγια στοιχεία	-0,29107	-0,52276	-0,2317 (-3.530137)	0,274318	0,166818	-0,1075 (-2.893943)
Μεταβολές στις ακαθάριστες επενδύσεις και Ε&Α προς πάγια στοιχεία	-0,21545	-0,11431	0,101134 (2.924905)	0,143974	-0,02747	-0,17144 (-3.032650)

*Όλες οι διαφορές είναι στατιστικά σημαντικές σε επίπεδο εμπιστοσύνης 1%

Όσον αφορά την περίοδο 2007-2008 παρατηρούνται μεγαλύτερες ετήσιες μεταβολές (αρνητικές μεταβολές) για τις εταιρίες που προβαίνουν απευθείας σε δανεισμό σε σύγκριση με τις εταιρίες που κυρίως εκδίδουν νέες μετοχές για την αύξηση του μετοχικού τους κεφαλαίου, όπου κυρίως παρατηρούνται μειώσεις. Επομένως για την περίοδο 2007-2008 απορρίπτω την υπόθεση υπό-επενδύσεων του Myers (1977) και αποδέχομαι την υπόθεση υπέρ-επενδύσεων των Lyandres E., Zhdanov A. (2005) για τις ελληνικές εταιρίες.

Πίνακας 17: Ετήσιες μεταβολές για την περίοδο 2008-2009 για τις εταιρίες που εκδίδουν μετοχές και προβαίνουν και σε δανεισμό και τις εταιρίες που δανείζονται απευθείας.

	ΜΕΣΟΣ			ΔΙΑΜΕΣΟΣ		
	ΔΑΝΕΙΑ	ΜΕΤΟΧΕΣ	ΔΙΑΦΟΡΑ	ΔΑΝΕΙΑ	ΜΕΤΟΧΕΣ	ΔΙΑΦΟΡΑ
Μεταβολές στις ακαθάριστες επενδύσεις προς πάγια στοιχεία	-0,15112	-0,30164	-0,1414 (-2.937095)	-0,39823	-0,39585	0,002379 (2.913554)
Μεταβολές στις καθαρές επενδύσεις προς πάγια στοιχεία	0,175678	-0,16796	-0,34364 (-4.05269)	-0,93585	-0,92849	0,007361 (3.332650)
Μεταβολές στις ακαθάριστες επενδύσεις και Ε&Α προς πάγια στοιχεία	0,109804	-0,01264	-0,12244 (-3.225629)	-0,34054	-0,39585	-0,05531 (-6.787476)

*Όλες οι διαφορές είναι στατιστικά σημαντικές σε επίπεδο εμπιστοσύνης 1%.

Όσον αφορά την περίοδο 2008-2009 παρατηρούνται μεγαλύτερες ετήσιες μεταβολές (θετικές μεταβολές) για τις εταιρίες που προβαίνουν απευθείας σε δανεισμό σε σύγκριση με τις εταιρίες που κυρίως εκδίδουν νέες μετοχές για την αύξηση του μετοχικού τους κεφαλαίου, όπου κυρίως παρατηρούνται

μειώσεις. Επομένως σύμφωνα για την περίοδο 2008-2009 απορρίπτω την υπόθεση υπό-επενδύσεων του Myers (1977) και αποδέχομαι την υπόθεση υπέρ-επενδύσεων των Lyandres E., Zhdanov A. (2005) για τις ελληνικές εταιρίες.

Πίνακας 18: Ετήσιες μεταβολές για την περίοδο 2009-2010 για τις εταιρίες που εκδίδουν μετοχές και προβαίνουν και σε δανεισμό και τις εταιρίες που δανείζονται απευθείας.

	ΜΕΣΟΣ			ΔΙΑΜΕΣΟΣ		
	ΔΑΝΕΙΑ	ΜΕΤΟΧΕΣ	ΔΙΑΦΟΡΑ	ΔΑΝΕΙΑ	ΜΕΤΟΧΕΣ	ΔΙΑΦΟΡΑ
Μεταβολές στις ακαθάριστες επενδύσεις προς πάγια στοιχεία	0,063677	0,191124	0,045055 (2.940719)	-0,21981	-0,17786	0,041956 (4.081314)
Μεταβολές στις καθαρές επενδύσεις προς πάγια στοιχεία	0,016788	0,573419	0,556631 (8.977451)	-2,13615	-3,60203	-1,46588 (-6.110883)
Μεταβολές στις ακαθάριστες επενδύσεις και Ε&Α προς πάγια στοιχεία	0,01652	0,052104	0,035584 (2.908203)	-0,24983	-0,16318	0,086641 (-4.066530)

*Όλες οι διαφορές είναι στατιστικά σημαντικές σε επίπεδο εμπιστοσύνης 1%.

Όσον αφορά την περίοδο 2009-2010 παρατηρούνται μικρότερες ετήσιες μεταβολές (θετικές μεταβολές) για τις εταιρίες που προβαίνουν απευθείας σε δανεισμό σε σύγκριση με τις εταιρίες που κυρίως εκδίδουν νέες μετοχές για την αύξηση του μετοχικού τους κεφαλαίου, όπου κυρίως παρατηρούνται θετικές μεταβολές. Επομένως για την περίοδο 2009-2010 αποδέχομαι την υπόθεση υπό-επενδύσεων του Myers (1977) και απορρίπτω την υπόθεση υπέρ-επενδύσεων των Lyandres E., Zhdanov A. (2005) για τις ελληνικές εταιρίες.

Τις περιόδους 2006-2007 και 2009-2010 για τις εταιρίες του δείγματος μου αποδέχομαι την υπόθεση υπό-επενδύσεων του Myers (1977). Το αποτέλεσμα μπορεί να ερμηνευτεί ότι οι εταιρίες που εκδίδουν κυρίως νέες μετοχές κατά την περίοδο 2006-2007 και 2009-2010 εμφανίζουν υψηλότερους ρυθμούς μόχλευσης σε σχέση με τις εταιρίες που προβαίνουν απευθείας σε δανεισμό. Αν ίσχυε η υπόθεση των υπό-επενδύσεων του Myers (1977) θα αναμέναμε μεγαλύτερες ετήσιες μεταβολές στους επενδυτικούς ρυθμούς των εταιριών που εκδίδουν νέες μετοχές σε σχέση με τις εταιρίες που δανείζονται. Το οποίο και συμβαίνει.

Σύμφωνα με το Myers (1977) οι εταιρίες με υψηλή μόχλευση έχουν υψηλότερο χρέος το οποίο μπορεί να ενθαρρύνει τους διευθυντές να απορρίψουν έργα με θετική καθαρή παρούσα αξία, το οποίο καταλήγει να μειώνει τη σταθερή αξία της επιχείρησης. Η παρουσία του «επικίνδυνου» χρέους, που δείχνει μια χαμηλότερη τιμή της αγοράς από την ονομαστική, έχει ιδιαίτερα αρνητική επίδραση στις επενδυτικές επιλογές των επιχειρήσεων οδηγώντας σε υπό-επενδύσεις.

Με άλλα λόγια, οι μέτοχοι των εταιρειών που έχουν επικίνδυνο χρέος δεν είναι πρόθυμοι να χρηματοδοτήσουν επενδυτικά έργα διότι η υπεραξία που θα δημιουργηθεί από την επένδυση θα την καρπωθούν οι ομολογιούχοι έτσι αποκλειστικά επωφελούνται οι ομολογιούχοι της επιχείρησης. Σε αυτές τις περιπτώσεις, η καθαρή παρούσα αξία του έργου, ενώ είναι θετική, θα επιτρέψει την αγοραία αξία του χρέους να ανέβει και την αντίστοιχη ονομαστική αξία του, χωρίς να παράγει άλλα οφέλη για τους μετόχους.

Στην πραγματικότητα, το επικίνδυνο χρέος θα μπορούσε να λειτουργήσει ως ένα είδος «φόρου» επί των κερδών που προκύπτουν από τις νέες επενδύσεις, καθώς η περισσότερη αξία από αυτή που δημιουργείται, θα χρησίμευε μόνο για να επιτρέψει στους ομολογιούχους να ανακτήσουν το δανείου τους (Stein 2001). Σε μια τέτοια περίπτωση η επένδυση θα γίνει μόνο όταν η καθαρή παρούσα αξία είναι θετική και υψηλότερη από την ονομαστική αξία του χρέους (Myers 1977, Bekovitch και Kim 1990). Στην πραγματικότητα οι διαχειριστές, κατά γενικό κανόνα, θα έχουν την τάση να επιλέγουν επενδύσεις των οποίων η καθαρή παρούσα αξία προσφέρει μια υπολειμματική πληρωμή προς τους μετόχους, ενώ είναι επίσης θετικές και ως εκ τούτου μπορεί να καλύψουν την αξία του χρέους.

Τις περιόδους 2005-2006 και 2007-2009 για τις εταιρίες του δείγματος μου απορρίπτω την υπόθεση την υπόθεση υπό-επενδύσεων του Myers (1977) και αποδέχομαι την υπόθεση υπέρ-επενδύσεων των Lyandres E., Zhdanov A. (2005) για τις ελληνικές εταιρίες. εφόσον οι εταιρίες που εκδίδουν νέες μετοχές αυξάνουν τη μόχλευση τους ενώ οι εταιρίες που προβαίνουν κυρίως σε δανεισμό μείωνουν τη μόχλευση τους. Αν ίσχυε η υπόθεση την υπόθεση υπό-επενδύσεων του Myers (1977) θα αναμέναμε μεγαλύτερες ετήσιες μεταβολές στους επενδυτικούς ρυθμούς των εταιριών που εκδίδουν νέες μετοχές σε σχέση με τις εταιρίες που δανείζονται. Αντίθετα κατά τις περιόδους 2005-2006 και 2007-2009 παρατηρώ ότι οι εταιρίες που εκδίδουν δάνεια αυξάνουν τις επενδύσεις τους σε σύγκριση με τις εταιρίες που εκδίδουν κοινές μετοχές και αυξάνουν και τη μόχλευση τους.

Σύμφωνα με τους Lyandres Zhdanov 2005 υπάρχει ένα συμπληρωματικό αποτέλεσμα το οποίο καλείται υπέρ-επένδυση το οποίο ωθεί τους μετόχους μιας εταιρίας, η οποία δανείζεται, να επενδύουν εντονότερα. Δηλαδή το χρέος και οι επενδύσεις να συσχετίζονται θετικά. Ενώ οι υπό-επενδύσεις αναγκάζουν μια εταιρία η οποία δανείζεται να απορρίψει έργα με θετική NPV και να επενδύει λιγότερο από μια εταιρία η οποία δεν εμφανίζει δάνεια στις οικονομικές τις καταστάσεις, οι υπέρ-επενδύσεις αναγκάζουν μια εταιρία να επενδύει περισσότερο από ότι μια αντίστοιχη εταιρία η οποία δεν δανείζεται.

Οι υποθέσεις πίσω από το μοντέλο των υπέρ-επενδύσεων είναι απλές. Σε ένα δυναμικό μοντέλο, μια επιχείρηση θα καθυστερούσε μια επένδυση με θετική NPV αν περιμένοντας ήταν πιθανό να αυξήσει της αξία των επενδυτικών της ευκαιριών. Με άλλα λόγια, η αξία του δικαιώματος να περιμένει πρέπει να ληφθεί υπόψη όταν υπολογίζεται το κέρδος από μια επένδυση. Η ιδανική περίοδος για μια επένδυση προσδιορίζεται από το trade off μεταξύ της αξίας

των ελευθέρων ταμειακών ροών από τις επενδύσεις και από την απώλεια του δικαιώματος αναμονής. Η αξία του δικαιώματος αναμονής επηρεάζεται από την πιθανότητα το δικαίωμα επένδυσης να εξασκηθεί σε κάποια χρονική στιγμή στο μέλλον. Δεν θα εξασκηθεί αν στο μέλλον η αξία των εταιρικών ταμειακών ροών γίνει σημαντικά χαμηλή και οι μέτοχοι θα προτιμήσουν να ρευστοποιήσουν τα περιουσιακά στοιχεία της εταιρίας και να σταματήσουν τη ζημία. Υψηλότερα επίπεδα χρέους αυξάνουν την πιθανότητα πτώχευσης. Έτσι η παρουσία του χρέους καθιστά το δικαίωμα αναμονής λιγότερο πολύτιμο. Αυτό έχει σαν αποτέλεσμα να οδηγεί το trade off παραπάνω σε μια κατεύθυνση έτσι ώστε να εξασκηθεί το δικαίωμα επένδυσης νωρίτερα και να ενισχύσει τους μετόχους να επιταχύνουν την επένδυση.

Συνοπτικά, το αποτέλεσμα των υπέρ-επενδύσεων εμφανίζεται γιατί το επίπεδο του χρέους είναι θετικά συσχετισμένο με την πιθανότητα να χαθούν οι επενδυτικές ευκαιρίες και έτσι είναι αρνητικά συσχετισμένο με της αξία του δικαιώματος επένδυσης (χρονικά).

Όμως οι πιο εμφανείς διαφορές παρατηρώντας τον πίνακα εντοπίζονται στο μέγεθος των επενδυτικών ευκαιριών (market to book value) και στο σύνολο των περιουσιακών τους στοιχείων. Επομένως είναι σημαντικό να ελέγξω τις διαφορές στα χαρακτηριστικά των εταιριών οι οποίες προβαίνουν σε δανεισμό και σε αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου συγκρίνοντας τις επενδύσεις τους.

Προκειμένου να καταφέρω τον παραπάνω έλεγχο καταφεύγω στο να ενώσω (matching) τις εταιρίες που εκδίδουν κυρίως μετοχές με τις εταιρίες που προβαίνουν σε δανεισμό απευθείας και να συγκρίνω τα διάφορα μέτρα όσον αφορά τις επενδύσεις, τη μόχλευση, τις ταμειακές ροές και τις επενδυτικές ευκαιρίες με τις αρχικές κατηγορίες των εταιριών μου. Ξεκινάω με τις εταιρίες που εκδίδουν κυρίως μετοχές και τις ταιριάζω με τις εταιρίες που προβαίνουν σε δανεισμό απευθείας. Η εταιρία που επιλέγεται, επιλέγεται έτσι ώστε να ελαχιστοποιηθεί η απόλυτη διαφορά των χαρακτηριστικών της εταιρίας. Εν τέλει, τα χαρακτηριστικά που επιλέγω να ενσωματώσω στον αλγόριθμο μου είναι οι επενδυτικές ευκαιρίες (market to book ratio), η λογιστική αξία του ενεργητικού, η λογιστική και η ονομαστική μόχλευση για την περίοδο 2005. Προσπαθώ να ελαχιστοποιήσω την παρακάτω σχέση:

$$\left| \frac{A_e - A_d}{\sigma(A)} + \frac{MB_e - MB_d}{\sigma(MB)} + \frac{ML_e - ML_d}{\sigma(ML)} + \frac{BL_e - BL_d}{\sigma(BL)} \right| \quad (4)$$

Όπου με e ορίζω τις εταιρίες που εκδίδουν μετοχές και με d τις εταιρίες που εκδίδουν δάνεια. Με A θεωρούμε τη λογιστική αξία του ενεργητικού, με MB τις επενδυτικές ευκαιρίες, με ML την ονομαστική μόχλευση, με BL την λογιστική μόχλευση.

Μετά την ένωση των εταιριών που εκδίδουν μετοχές και των εταιριών που εκδίδουν δάνεια, συγκρίνω τις αλλαγές στις επενδύσεις των εταιριών που εκδίδουν μετοχές και του γκρουπ των εταιριών που έγινε το ταίριασμα. Τα αποτελέσματα παρουσιάζονται στον παρακάτω πίνακα:

Πίνακας 19: Ετήσιες μεταβολές των στατιστικών στοιχείων των μεταβλητών ελέγχου των εταιριών που προβαίνουν σε δανεισμό και του γκρουπ των εταιριών κατόπιν του αλγορίθμου για την περίοδο 2005-2007.

	ΜΕΣΟΣ			ΔΙΑΜΕΣΟΣ		
	ΔΑΝΕΙΑ	ΜΕΤΟΧΕΣ	ΔΙΑΦΟΡΑ	ΔΑΝΕΙΑ	ΜΕΤΟΧΕΣ	ΔΙΑΦΟΡΑ
Μεταβολές στις ακαθάριστες επενδύσεις προς πάγια στοιχεία	-0,30164	-0,24879	0,321838 (12.03)	0,098144	-0,03294	0,131084 (11.85)
Μεταβολές στις καθαρές επενδύσεις προς πάγια στοιχεία	-2,13926	-0,48069	-1,65857 (-7.5)	4,375699	0,062503	4,313196 (19.01)
Μεταβολές στις ακαθάριστες επενδύσεις και E&A προς πάγια στοιχεία	-0,27285	-0,25236	0,266916 (9.49)	0,098144	-0,03069	0,128834 (8.75)
Μεταβολές στις επενδυτικές ευκαιρίες	0,060197	-0,13795	0,198147 (8.51)	0,070989	-0,09769	0,168679 (14.58)

*Όλες οι διαφορές είναι στατιστικά σημαντικές σε επίπεδο εμπιστοσύνης 1%

Πίνακας 20: Ετήσιες μεταβολές των στατιστικών στοιχείων των μεταβλητών ελέγχου των εταιριών που προβαίνουν σε δανεισμό και του γκρουπ των εταιριών κατόπιν του αλγορίθμου για την περίοδο 2005-2007.

	ΜΕΣΟΣ			ΔΙΑΜΕΣΟΣ		
	ΔΑΝΕΙΑ	ΜΕΤΟΧΕΣ	ΔΙΑΦΟΡΑ	ΔΑΝΕΙΑ	ΜΕΤΟΧΕΣ	ΔΙΑΦΟΡΑ
Μεταβολές στις ακαθάριστες επενδύσεις προς πάγια στοιχεία	0,291196	-0,24879	0,539986 (13.76)	0,143452	-0,03294	0,176392 (19.01)
Μεταβολές στις καθαρές επενδύσεις προς πάγια στοιχεία	0,444306	-0,48069	0,924996 (14.46)	0,208639	0,062503	0,146136 (17.84)
Μεταβολές στις ακαθάριστες επενδύσεις και E&A προς πάγια στοιχεία	0,188631	-0,25236	0,440991 (12.45)	0,135337	-0,03069	0,166027 (18.56)
Μεταβολές στις επενδυτικές ευκαιρίες	0,815162	-0,13795	0,953112 (13.96)	-	-0,09769	-0,02488 (-6.85)

*Όλες οι διαφορές είναι στατιστικά σημαντικές σε επίπεδο εμπιστοσύνης 1%

Παρατηρώ ότι οι εταιρίες που εκδίδουν νέες μετοχές έχουν μεγαλύτερη αναλογία market to book και χαμηλότερη αξία περιουσιακών στοιχείων από ότι το γκρουπ των εταιριών μετά την εφαρμογή του αλγορίθμου. Το σημαντικότερο συμπέρασμα είναι ότι οι εταιρίες που εκδίδουν νέες μετοχές μειώνουν τις επενδύσεις τους περισσότερο από τις matching εταιρίες. Για

παράδειγμα ο μέσος όρος της μεταβολής των καθαρών επενδύσεων των εταιριών που εκδίδουν μετοχές είναι $-2,13926$ και συγκρινόμενος με τον αντίστοιχο των matching εταιριών που είναι $-0,48069$, είναι αρκετά μεγαλύτερος. Ομοίως και για τα υπόλοιπα μέτρα επενδύσεων.

Σύμφωνα με τη θεωρία του Myers (1977) όταν κυριαρχεί το αποτέλεσμα των υπέρ-επενδύσεων αναμένουμε μεγαλύτερες μεταβολές στις επενδύσεις από τις εταιρίες που προβαίνουν σε έκδοση δανείων σε σχέση με τις εταιρίες που εκδίδουν κοινές μετοχές. Οπότε λαμβάνοντας υπόψη τις παραπάνω μεταβολές παρατηρώ ότι για τα δεδομένα μου απορρίπτω την υπόθεση υπό-επενδύσεων του Myers (1977) και αποδέχομαι την υπόθεση υπέρ-επενδύσεων των Lyandres E., Zhdanov A. (2005) για τις ελληνικές εταιρίες

Στη συνέχεια όπως απεικονίζεται στον πίνακα 20, επαναλαμβάνω τη διαδικασία για τις εταιρίες που προβαίνουν σε δανεισμό και τις ταιριάζω με εταιρίες που εκδίδουν μετοχές, η ίδια διαδικασία με παραπάνω. Παρατηρώ όμως ότι οι μεταβολές στους επενδυτικούς ρυθμούς των εταιριών που προβαίνουν σε δανεισμό είναι μεγαλύτερες των matching SEO και debt εταιριών. Για παράδειγμα ο μέσος όρος της μεταβολής των καθαρών επενδύσεων των εταιριών που δανείζονται είναι $0,44$ και συγκρινόμενος με τον αντίστοιχο των matching εταιριών που είναι $-0,48$, είναι αρκετά μεγαλύτερος. Ομοίως και για τα υπόλοιπα μέτρα επενδύσεων, καταλήγοντας στο ότι απορρίπτω την υπόθεση υπό-επενδύσεων του Myers (1977) και αποδέχομαι την υπόθεση υπέρ-επενδύσεων των Lyandres E., Zhdanov A. (2005) για τις ελληνικές εταιρίες.

ΕΠΙΛΟΓΟΣ

Σε αυτή τη διπλωματική εργασία εξέτασα τη σχέση ανάμεσα στη μόχλευση των εταιριών και των επενδυτικών κινήτρων των μετόχων τους. Μια κοινά αποδεκτή θεωρία είναι ότι τα δάνεια και οι μακροχρόνιες υποχρεώσεις μειώνουν τις επενδύσεις σύμφωνα με την θεωρία των υπό-επενδύσεων του Myers (1977).

Σύμφωνα με το Myers (1977), οι εταιρίες με υψηλή μόχλευση έχουν υψηλότερο χρέος το οποίο μπορεί να ενθαρρύνει τους διευθυντές να απορρίψουν έργα με θετική καθαρή παρούσα αξία, το οποίο καταλήγει να μειώνει τη σταθερή αξία της επιχείρησης. Με άλλα λόγια, οι μέτοχοι των εταιριών που έχουν επικίνδυνο χρέος δεν είναι πρόθυμοι να χρηματοδοτήσουν επενδυτικά έργα διότι η υπεραξία που θα δημιουργηθεί από την επένδυση, θα την καρπωθούν οι ομολογιούχοι, έτσι αποκλειστικά επωφελούνται οι ομολογιούχοι της επιχείρησης. Σε μια τέτοια περίπτωση η επένδυση θα γίνει μόνο όταν η καθαρή παρούσα αξία είναι θετική και υψηλότερη από την ονομαστική αξία του. Στην πραγματικότητα οι διαχειριστές, κατά γενικό κανόνα, θα έχουν την τάση να επιλέγουν επενδύσεις των οποίων η καθαρή παρούσα αξία προσφέρει μια υπολειμματική πληρωμή προς τους μετόχους, ενώ είναι επίσης θετικές και ως εκ τούτου μπορεί να καλύψουν την αξία του χρέους.

Σε αυτή τη διπλωματική εργασία τα αποτελέσματα μου κατέληξαν σε συνοχή με τη θεωρία των Lyandres E., Zhdanov A. (2005) «το πρόβλημα των υπέρ-επενδύσεων», όπου βασισόμενη στη παραπάνω θεωρία κατέληξα στο να απορρίψω την υπόθεση υπό-επενδύσεων του Myers (1977) και να αποδεχτώ την υπόθεση υπέρ-επενδύσεων των Lyandres E., Zhdanov A. (2005) για τις ελληνικές εταιρίες. Αυτό το αποτέλεσμα συνήθως εμφανίζεται σε ένα δυναμικό πλαίσιο στο οποίο τα δάνεια επηρεάζουν την αξία του δικαιώματος αναμονής της επένδυσης της εταιρίας. Τα χρέη και τα δάνεια είναι θετικά συσχετισμένα με την πιθανότητα πτώχευσης. Άρα, τα δάνεια κάνουν το δικαίωμα της αναμονής επένδυσης της εταιρίας λιγότερο πολύτιμο και ωθούν τους μετόχους να υπέρ-επενδύουν οδηγώντας σε μία θετική σχέση μεταξύ των δανείων και των επενδύσεων.

Όταν οι νέες επενδύσεις χρηματοδοτούνται ολοκληρωτικά από την έκδοση νέων μετοχών, βάσει του εμπειρικού και θεωρητικού πλαισίου των Lyandres E., Zhdanov A. (2005), αποδέχομαι την υπόθεση υπέρ-επενδύσεων των Lyandres E., Zhdanov A. (2005) για τις ελληνικές εταιρίες. Όμως, όταν μέρος των επενδύσεων χρηματοδοτούνται από την έκδοση δανείων η υπόθεση υπό-επενδύσεων του Myers (1977) μειώνεται ή ακόμα και εξαλείφεται και η υπόθεση των υπέρ-επενδύσεων των Lyandres E., Zhdanov A. (2005) έχει ένα κυρίαρχο ρόλο στις αποφάσεις των μετόχων.

Εξετάζω την εμπειρική σημασία των υπό-επενδύσεων και των υπό-επενδύσεων βασιζόμενη σε δύο ελέγχους. Αρχικά, προσπαθώ να εντοπίσω τη σχέση μεταξύ των επενδυτικών αποφάσεων της εταιρίας και της ονομαστικής και λογιστικής μόχλευσης χρησιμοποιώντας απλή γραμμική παλινδρόμηση (OLS). Έπειτα επαληθεύω τα αποτελέσματα μου χρησιμοποιώντας την παλινδρόμηση με βάσει τη γενικευμένη μέθοδο των ροπών (GMM), η οποία παρακάμπτει τα λάθη από τη χρήση του *marginal q*, η οποία είναι μια μεταβλητή ελέγχου του δείγματος μου. Αυτά τα λάθη έχουν δείξει στη βιβλιογραφία ότι επηρεάζουν τη συσχέτιση των επενδύσεων και της μόχλευσης στην παλινδρόμηση. Καταλήγω ότι η σχέση μεταξύ των επενδυτικών αποφάσεων και της ονομαστική μόχλευσης συσχετίζεται θετικά με τις επενδύσεις ενώ η σχέση μεταξύ των επενδύσεων και της λογιστική μόχλευσης είναι αρνητική. Τελικά, οι παλινδρομήσεις μας δίνουν μια αμφίβολη σχέση μεταξύ των επενδύσεων και της μόχλευσης χωρίς να μπορώ αποδεχτώ ή να απορρίψω την υπόθεση των υπέρ-επενδύσεων των Lyandres E., Zhdanov A. (2005) ή την υπόθεση υπό-επενδύσεων του Myers (1977).

Δεύτερον, εξετάζουμε τις αλλαγές στους επενδυτικούς ρυθμούς χρησιμοποιώντας δείγματα εταιριών που εκδίδουν δάνεια ή νέες μετοχές. Καταλήγω στο ότι οι μεταβολές στις επενδύσεις για τις εταιρίες που εκδίδουν δάνεια είναι περισσότερο θετικές (λιγότερο αρνητικές) από τις εταιρίες που εκδίδουν μετοχές. Αυτά τα στοιχεία οδηγούν στην αποδοχή της υπόθεσης των υπέρ-επενδύσεων των Lyandres E., Zhdanov A. (2005), η οποία έχει μια πιο ισχυρή επιρροή στις επενδυτικές αποφάσεις των μετόχων από ότι η υπόθεση των υπό-επενδύσεων του Myers (1977).

Τέλος, τα συμπεράσματα αυτής της διπλωματικής είναι δύο. Αρχικά, προσδιορίζω μια σύγκρουση μεταξύ των μετόχων και των ομολογιούχων η οποία προέρχεται λόγω των ριψοκίνδυνων δανείων. Δεύτερον, χρησιμοποιώ δύο διαφορετικούς μεθόδους για να ελέγξω το αποτέλεσμα των δανείων και του χρέους στις επενδύσεις καταλήγοντας στο συμπέρασμα ότι αποδέχομαι την υπόθεση των υπέρ-επενδύσεων των Lyandres E., Zhdanov A. (2005) για τις ελληνικές εταιρίες του δείγματος μου κατά την περίοδο 2005-2010, οι οποίες χρηματοδοτούν τις επενδύσεις του με δάνεια.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

- Alti, Aydogan, 2003, How sensitive is investment to cash flow when financing is frictionless?, Journal of finance 28
- Artur MORGADO, Julio PINDADO, Δεκέμβριος 2001, The underinvestment and overinvestment hypotheses: An analysis using panel data, Universidad de Salamanca (Spain) working paper
- Armen Hovakimian, Gayane´ Hovakimian, 2005, Firm-Level Analysis, Fordham University, Graduate School of Business working paper
- Boyle, Guthrie W., Graeme A. Guthrie, 2003, Investment, uncertainty, and liquidity, Journal of finance
- Cleary, Sean, 1999, The relationship between firm investment and financial status, Journal of Finance 54
- Cleary, Sean, 2004, International corporate investment and the role of financial constraints, Saint Mary's University working paper
- Cleary, Sean, Paul Povel and Michael Raith, 2004, The U-shaped investment curve: theory and evidence, Journal of Financial and Quantitative Analysis
- Erickson, Timothy and Toni M. Whited, 200, Measurement error and the relationship investment and q, Journal of Political Economy 108
- Francesco Franzoni, 2008, Underinvestment vs. overinvestment: evidence from price reactions to pension contributions, Journal of Financial Economics
- Gilchrist, Simon and Charles P. Himmelberg, 1995, Evidence on the role of cash flow for investment, Journal of Monetary Economics 36
- Hennessy, Christopher A., 2004, Tobin's q, debt overhang, and investment, Journal of Finance 59

- Hennessy, Christopher A., Amnon Levy and Toni M. Whited, 2004, Testing Q theory with financing frictions, University of California at Berkeley working paper
- Jensen, Michael C., 1986, Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers, American Economics Review
- Kaplan, Steven N. and Luigi Zingales, 1997, Do investment-cash flow sensitivities provide useful measures of financing constraints?, Quarterly Journal of Economics 112
- Lucian Arye Bebchuk and Lars A. Stole, 1993, Do short-term objectives lead to over-under investment in long term projects, Journal of Finance
- Linda Schmid Klein, Thomas J. O'Brien and Stephen R. Peters, 1994, Debt vs. Equity and Asymmetric Information: A Review, The Financial Review 37
- Lang L., Ofek E., Stulz M., 1994, Leverage, investment, and firm growth, New York, Stern school of business finance department university working paper
- Linda Schmid Klein, Thomas J. O'Brien, Stephen R. Peters, 2002, Debt vs. Equity and Asymmetric Information: A Review, Forthcoming, The Financial Review
- Lyandres E., Zhdanov A., 2005, Underinvestment or Overinvestment: The effect of financial leverage on investment
- Michael C. Jensen, William H. Meckling, 1976, Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, Journal of Financial Economics
- Maurizio La Rocca, Alfio Cariola and Elvira-Tiziana La Rocca, 2005, Overinvestment and underinvestment problems: determining factors, consequences and solutions, Department of Business Economics, University of Calabria working paper
- Mauer, David C. and Sudipto Sarkar, 2005, Real option, agency conflicts and optimal capital structure, Journal of Banking and Finance

- Micah S. Officer, 2007, Overinvestment, corporate governance, and dividend initiations, University of Southern California working paper
- Ningyue Liu, Don Bredin, 2009, Institutional Investors, Over-investment and Corporate Performance, University College Dublin working paper
- Polk and Paola Sapienza, 2002, The real effects of investor sentiment, Kellogg School of Management, Northwestern University working paper
- R. Parrino, M.S. Weisbach, 1999, Measuring investment distortions arising from Stockholder and bondholder conflicts, Journal of Financial Economics
- Stewart C. MYERS and Nicholas S. MAJLUF, 1984, WHEN FIRMS HAVE INFORMATION THAT INVESTORS DO NOT HAVE, Journal of Financial Economics
- Xueping Wu, Zheng Wang, 2004, Equity financing in a Myers–Majluf framework with private benefits of control, Journal of corporate finance

РАНЕЕ НЕ ПЕРПА