

**Επενδυτικές Αποφάσεις Κατασκευαστικών Επιχειρήσεων
και Επιχειρήσεων Διαχείρισης Ακινήτων: Χωρική Ανάλυση
και Κεφαλαιακή Διάρθρωση**

ΔΙΔΑΚΤΟΡΙΚΗ ΔΙΑΤΡΙΒΗ

Ανδρέας Φειδάκης, MSc

Τριμελής Συμβουλευτική Επιτροπή:

Αναπληρωτής Καθηγητής Αντώνιος Ροβολής (Επιβλέπων)

Καθηγητής Αθανάσιος Παπαδασκαλόπουλος

Επίκουρος Καθηγητής Αναστάσιος Καραγάνης

Αθήνα, Ιούλιος 2015

Copyright © Ανδρέας Φειδάκης, 2015

Με επιφύλαξη παντός δικαιώματος. All rights reserved.

Απαγορεύεται η αντιγραφή, αποθήκευση και διανομή της παρούσας διατριβής, εξ ολοκλήρου ή τμήματος αυτής, για εμπορικό σκοπό. Επιτρέπεται η ανατύπωση, αποθήκευση και διανομή για σκοπό μη κερδοσκοπικό, εκπαιδευτικής ή ερευνητικής φύσης, υπό την προϋπόθεση να αναφέρεται η πηγή προέλευσης και να διατηρείται το παρόν μήνυμα. Ερωτήματα που αφορούν τη χρήση της διατριβής για κερδοσκοπικό σκοπό πρέπει να απευθύνονται προς τον συγγραφέα.

Η έγκριση διδακτορικής διατριβής από το Πάντειο Πανεπιστήμιο Κοινωνικών και Πολιτικών Επιστημών δε δηλώνει αποδοχή των γνώμων του συγγραφέα.

ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ

Αρχικά, θα ήθελα να εκφράσω τις ευχαριστίες μου και την απεριόριστη ευγνωμοσύνη μου στον επιβλέποντα Αναπληρωτή Καθηγητή κ. Αντώνη Ροβολή που, χωρίς την εξαιρετική καθοδήγησή του, θα ήταν αδύνατον να ολοκληρώσω αυτή την έρευνα.

Επίσης, ξεχωριστές ευχαριστίες οφείλω και στα υπόλοιπα μέλη της τριμελούς επιτροπής, στον Καθηγητή κ. Αθανάσιο Παπαδασκαλόπουλο και στον Επίκουρο Καθηγητή κ. Αναστάσιο Καραγάνη, για τις πολύτιμες συμβουλές τους.

Επιπλέον, ένα μεγάλο ευχαριστώ για την εμπιστοσύνη και τις τελευταίες «πινελιές-υποδείξεις» προς τα μέλη της εξεταστικής επιτροπής, στον Αναπληρωτή Καθηγητή κ. Ιωάννη Φίλο, στην Επίκουρη Καθηγήτρια κα Στυλιανή Σπηλιώτη, στον Επίκουρο Καθηγητή κ. Πασχάλη Αρβανιτίδη και με ιδιαίτερη μνεία στον Επίκουρο Καθηγητή κ. Κωνσταντίνο Λιάπη.

Ακόμη, θα ήταν μεγάλη παράλειψη αν δεν εξέφραζα την ευγνωμοσύνη μου στον πατέρα μου, Γιώργο, για τις διορθώσεις στη μητέρα μου, Θεώνη, για την εμπύχωση και στον αδελφό μου, Μιχάλη, για την τεχνική επεξεργασία.

Περεταίρω, αισθάνομαι εξαιρετικά υπόχρεος προς τη συζυγό μου, Υακίνθη, για την συγκινητική αφοσίωση σαν «συντάκτρια» μέχρι την τελευταία στιγμή.

Τέλος, η έρευνα αυτή είναι αφιερωμένη και σε όλους αυτούς που με βοήθησαν με προθυμία, πίστη και αγάπη όλα αυτά τα χρόνια σε διάφορα στάδια ολοκλήρωσης αυτής της προσπάθειας.

ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Σκοπός της διδακτορικής διατριβής είναι η μελέτη και η διερεύνηση των παραγόντων, οι οποίοι επηρεάζουν τις επενδυτικές αποφάσεις των επιχειρήσεων αναφορικά με την επιλογή της κεφαλαιακής τους διάρθρωσης. Η έρευνα πραγματοποιήθηκε σε επιχειρήσεις που δραστηριοποιούνται στη διαχείριση ακινήτων και στον κατασκευαστικό τομέα κατά τη χρονική περίοδο 2005 -2010.

Πιο συγκεκριμένα, εξετάζεται αν οι επενδυτικές αποφάσεις των επιχειρήσεων (διαχείρισης ακινήτων και κατασκευαστικών), σχετικά με τον τρόπο άντλησης κεφαλαίων, συμπεριφέρονται σύμφωνα με τις επικρατέστερες θεωρίες της χρηματοοικονομικής επιστήμης, ξεκινώντας με τη θεωρία των Modigliani και Miller (1958).

Στη συνέχεια, η έρευνα, βασιζόμενη στη μεθοδολογία των Rajan και Zingales (1995), προσπαθεί να προσδιορίσει τους κυριότερους μικροοικονομικούς (κερδοφορία, χρηματοοικονομικός κίνδυνος, συνολικά κεφάλαια, κτλ) και μακροοικονομικούς παράγοντες (Ακαθάριστο Εγχώριο Προϊόν, πληθωρισμός, ανεργία, κτλ) που επηρεάζουν τις επενδυτικές αποφάσεις των παραπάνω επιχειρήσεων, αναφορικά με την κεφαλαιακή τους δομή. Παράλληλα, εξετάζεται και αιτιολογείται ο τρόπος επίδρασης των ανωτέρω αναφερομένων παραγόντων.

Ο τρόπος προσέγγισης των ερευνητικών ζητημάτων της διατριβής βασίζεται σε σύγχρονες οικονομετρικές μεθόδους. Ειδικότερα, χρησιμοποιούνται τεχνικές συνδυασμού χρονολογικών - διαστρωματικών

σειρών (panel data), οι οποίες θεωρούνται ιδανικές για την επίλυση τέτοιου είδους ερευνητικών προβλημάτων.

Επιπλέον, ερευνάται, σαν ξεχωριστή μεταβλητή, εάν η παγκόσμια χρηματοοικονομική κρίση, που ξεκίνησε το 2008, έχει επιδράσει στην αλλαγή της φιλοσοφίας περί της χρηματοδοτικής δομής των παραπάνω εταιρειών.

Τέλος, πραγματοποιείται μια σύγκριση των αποτελεσμάτων της έρευνας σχετικά με τον κλάδο δραστηριότητας των επιχειρήσεων (διαχείρισης ακινήτων και κατασκευαστικό). Εξετάζεται, δηλαδή, αν τα συμπεράσματα, τα οποία έχουν εξαχθεί για τις εταιρείες για κάθε κλάδο ξεχωριστά, διαφέρουν ή είναι τα ίδια.

Τα αποτελέσματα στα οποία κατέληξαν τα διάφορα οικονομετρικά υποδείγματα, ήταν ιδιαίτερα «σταθερά» και η συντριπτική πλειοψηφία των επεξηγηματικών παραγόντων εμφανίζονται στατιστικά σημαντικοί. Παρόλο που οι δύο κλάδοι έχουν ιδιαίτερα χαρακτηριστικά, με τα δεδομένα να έχουν παρθεί από διαφορετικά δείγματα χωρών, εμφανίζουν παρόμοια αποτελέσματα. Σε ότι αφορά την παγκόσμια χρηματοοικονομική κρίση, αυτή επέδρασε αντίθετα στην κεφαλαιακή διάρθρωση των ΕΕΑΠ από ότι σε αυτήν των κατασκευαστικών επιχειρήσεων.

Λέξεις κλειδιά: Κεφαλαιακή διάρθρωση, εταιρείες διαχείρισης ακινήτων, κατασκευαστικές επιχειρήσεις, οικονομετρικές χρονολογικές – διαστρωματικές σειρές (panel data), παγκόσμια οικονομική κρίση.

Διαγράμματα	viii
Πίνακες	ix
Κεφάλαιο 1. ΕΙΣΑΓΩΓΗ	11
1.0 Το αίνιγμα της κεφαλαιακής διάρθρωσης.....	11
1.1 Ο σκοπός της διδακτορικής διατριβής	12
1.2 Μέθοδοι ανάλυσης.....	14
1.3 Διάρθρωση της διδακτορικής διατριβής	17
Κεφάλαιο 2. ΕΠΙΚΡΑΤΕΣΤΕΡΕΣ ΘΕΩΡΙΕΣ ΓΙΑ ΤΗΝ ΚΕΦΑΛΑΙΑΚΗ ΔΙΑΡΘΡΩΣΗ	21
2.0 Εισαγωγή.....	21
2.1 Θεωρία των Modigliani και Miller	22
2.2 Θεωρία Αντιστάθμισης (Trade-off Theory).....	23
2.3 Θεωρία Ασύμμετρης Πληροφόρησης (Asymmetric Information Theory) ...	24
2.4 Θεωρία Ιεράρχησης Κεφαλαίων (Pecking Order Theory).....	28
2.5 Θεωρία Κόστους Αντιπροσώπευσης (Agency Costs Theory) και Θεωρία Ελευθέρων Χρηματοροών (Free Cash Flow Theory).....	32
2.6 Θεωρία Επιλογής Κατάλληλης Χρονικής Στιγμής (Timing Theory)	35
2.7 Σύνοψη-Συμπεράσματα	36
Κεφάλαιο 3. ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ-ΜΕΤΑΒΛΗΤΕΣ-ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ	39
3.0 Εισαγωγή.....	39
3.1 Το μέγεθος της εταιρείας	40
3.2 Κερδοφορία.....	42
3.3 Επενδυτικές ευκαιρίες.....	45
3.4 Μέγεθος Πάγιων Στοιχείων	48
3.5 Φορολογικές ελαφρύνσεις πλέον του χρέους	50
3.6 Φορολογικός συντελεστής	50
3.7 Ρευστότητα.....	51
3.8 Κίνδυνος- κόστος χρεοκοπίας ή αποτίμηση κινδύνου αθέτησης πληρωμών.....	53
3.9 Αποδοτικότητα των στοιχείων ενεργητικού (Turnover).....	56
3.10 Επιτοκιακή κάλυψη	57
3.11 Χρονική διάρθρωση κεφαλαίων.....	58
3.12 Το κόστος του χρέους.....	58
3.13 Χρηματιστηριακή τιμή μετοχής	59
3.14 Πληρωμή μερισμάτων	60
3.15 Πληθωρισμός.....	61
3.16 Ακαθάριστο Εγχώριο Προϊόν.....	61
3.17 Δείκτες δραστηριότητας του οικονομικού κλάδου	62
3.18 Χρηματοπιστωτικό σύστημα.....	66
3.19 Χρηματοοικονομική ανάπτυξη.....	70
3.20 Εμπειρική διερεύνηση των παραγόντων που επηρεάζουν την κεφαλαιακή διάρθρωση μιας επιχείρησης.....	70
3.21 Χρονική διάρθρωση χρέους	75
3.22 Οικονομετρική μεθοδολογία	78
3.22.1 Ανάλυση διαστρωματικών – χρονολογικών σειρών (panel)	78
3.22.2 Δυναμική ανάλυση διαστρωματικών – χρονολογικών σειρών (panel)	86
3.23 Σύνοψη - Συμπεράσματα.....	93
Κεφάλαιο 4. ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΑΚΙΝΗΤΗΣ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΣ (ΕΕΑΠ).....	95
4.0 Εισαγωγή.....	95
4.1 Γενικά χαρακτηριστικά	95

4.2	Εισαγωγή έρευνας- Θεωρητικά χαρακτηριστικά	104
4.3	Δείγμα.....	106
4.3.1	Μεταβλητές.....	107
4.3.2	Εξαρτημένη Μεταβλητή	107
4.3.3	Ανεξάρτητες Μεταβλητές.....	108
4.4	Περιγραφικά στοιχεία μεταβλητών	118
4.4.1	Μικροοικονομικοί Παράγοντες	119
4.4.2	Μακροοικονομικοί Παράγοντες	128
4.5	Οικονομετρική Μεθοδολογία.....	134
4.6	Αποτελέσματα έρευνας	134
4.6.1	Αποτελέσματα έρευνας στατικού μοντέλου REITs 1	135
4.6.2	Αποτελέσματα έρευνας δυναμικού μοντέλου REITs 1d	144
4.6.3	Εξέταση της επίδρασης της παγκόσμιας οικονομικής κρίσης.....	145
4.6.4	Επίδραση μακροοικονομικών παραγόντων	149
4.6.5	Αποτελέσματα έρευνας δυναμικού μοντέλου REITs 3d	158
4.7	Σύνοψη - Συμπεράσματα	159
Κεφάλαιο 5.	ΚΑΤΑΣΚΕΥΑΣΤΙΚΕΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ.....	162
5.0	Εισαγωγή	162
5.1	Βασικά χαρακτηριστικά	163
5.2	Δείγμα.....	175
5.3	Μεταβλητές	177
5.3.1	Εξαρτημένη Μεταβλητή	177
5.3.2	Ανεξάρτητες Μεταβλητές.....	177
5.4	Περιγραφικά στοιχεία μεταβλητών	186
5.4.1	Μικροοικονομικοί Παράγοντες	187
5.4.2	Μακροοικονομικοί Παράγοντες	209
5.5	Οικονομετρική Μεθοδολογία.....	218
5.6	Αποτελέσματα έρευνας	219
5.6.1	Αποτελέσματα έρευνας στατικού μοντέλου CONST 1	219
5.6.2	Αποτελέσματα έρευνας δυναμικού μοντέλου CONST 1d	231
5.6.3	Εξέταση της επίδρασης της παγκόσμιας οικονομικής κρίσης.....	232
5.6.4	Επίδραση μακροοικονομικών μεταβλητών	235
5.6.5	Αποτελέσματα έρευνας δυναμικού μοντέλου CONST 3d	244
5.7	Σύνοψη-Συμπεράσματα	245
Κεφάλαιο 6.	ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ.....	248
6.0	Το θεωρητικό πλαίσιο	248
6.1	Χωρική διάσταση	252
6.2	Εμπειρικά αποτελέσματα	254
6.3	Δυνητικές επεκτάσεις της έρευνας.....	260
BIBΛΙΟΓΡΑΦΙΑ		262

Διαγράμματα

Διάγραμμα 4.1: Παγκόσμια αγορά REIT	98
Διάγραμμα 4.2: Ανάλυση της παγκόσμιας αγοράς ΕΕΑΠ (Απρίλιος 2007)	99
Διάγραμμα 4.3: Ετήσια κεφαλαιοποίηση: μετοχές εταιρειών ακινήτων και ΕΕΑΠ	99
Διάγραμμα 4.4: Παγκόσμια κατανομή της χρηματιστηριακής αξίας των ΕΕΑΠ	100
Διάγραμμα 5.1: Συνολικό εισόδημα από κατασκευές εκτός έδρας δεκαετίας 2001-2010	168
Διάγραμμα 5.2: Κατανομή συνολικού εισοδήματος από κατασκευαστικά έργα εκτός έδρας ανά γεωγραφική περιοχή	169

Πίνακες

Πίνακας 4.1: Τα 10 μεγαλύτερα ΕΕΑΠ σε κεφαλαιοποίηση παγκοσμίως.....	101
Πίνακας 4.2 Δείγμα ΕΕΑΠ	106
Πίνακας 4.3: Συντελεστές συσχέτισης μεταβλητών	117
Πίνακας 4.4: Κερδοφορία (EBITDA / ΣΥΝΟΛΙΚΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ)	119
Πίνακας 4.5: Πάγια Κεφαλαία-απτότητα	120
Πίνακας 4.6: Συνολικών Κεφαλαίων - LN(ΣΥΝΟΛΙΚΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ).	121
Πίνακας 4.7: Κεφαλαιακή Διάρθρωση (ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ / ΣΥΝΟΛΙΚΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ)	122
Πίνακας 4.8: Συστημικός Κίνδυνος (UNLEVERED BETA).....	123
Πίνακας 4.9: Επενδυτικών Ευκαιριών (MBRATIO).....	124
Πίνακας 4.10: Επιτοκιακή κάλυψη (EBITDA/ΤΟΚΟΙ ΔΑΝΕΙΩΝ).....	125
Πίνακας 4.11: Αποδοτικότητα κεφαλαίων (ΠΩΛΗΣΕΙΣ/ΣΥΝΟΛΙΚΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ)	126
Πίνακας 4.12: Κόστος χρέους (ΤΟΚΟΙ/ΣΥΝΟΛΙΚΟ ΧΡΕΟΣ).....	127
Πίνακας 4.13: Μεταβολή του ΑΕΠ (ΑΚΑΘΑΡΙΣΤΟ ΕΓΧΩΡΙΟ ΠΡΟΙΟΝ).....	128
Πίνακας 4.14: Πληθωρισμός (ΜΕΤΑΒΟΛΗ ΔΕΙΚΤΗ ΤΙΜΩΝ ΚΑΤΑΝΑΛΩΤΗ)	129
Πίνακας 4.15: Ανεργία (ΠΟΣΟΣΤΟ ΑΝΕΡΓΙΑΣ).....	130
Πίνακας 4.16: Βραχυχρόνια επιτόκια (ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΕΝΤΟΚΩΝ ΓΡΑΜΜΑΤΙΩΝ ΜΕΧΡΙ ΕΝΟΣ ΕΤΟΥΣ)	131
Πίνακας 4.17: Μακροχρόνια επιτόκια (ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΟΜΟΛΟΓΩΝ ΔΙΑΡΚΕΙΑΣ ΔΕΚΑ ΕΤΩΝ).....	133
Πίνακας 4.18: Στατικό Μοντέλο REITs 1	135
Πίνακας 4.19: Δυναμικό Μοντέλο REITs 1d	144
Πίνακας 4.20: Μοντέλο REITs 2.....	147
Πίνακας 4.21: Συντελεστές συσχέτισης των μακροοικονομικών μεταβλητών	150
Πίνακας 4.22: Αποτελέσματα μακροοικονομικών μεταβλητών	151
Πίνακας 4.23: Αποτελέσματα μακροοικονομικών μεταβλητών χωρίς την επίδραση των μακροχρόνιων επιτοκίων (Ioint)	152
Πίνακας 4.24: Αποτελέσματα μακροοικονομικών μεταβλητών χωρίς την επίδραση των μακροχρόνιων επιτοκίων (Ioint) με προσθήκη της παγκόσμιας οικονομικής κρίσης (crisis)	153
Πίνακας 4.25: Μοντέλο REITs 3	154
Πίνακας 4.26: Δυναμικό Μοντέλο REITs 3d	158
Πίνακας 5.1: Οι 10 κορυφαίες κατασκευαστικές εταιρείες σε εισόδημα (international) για το 2010.....	165
Πίνακας 5.2: Κατανομή μεριδίου αγοράς εκτός έδρας κορυφαίων κατασκευαστικών εταιρειών.....	170
Πίνακας 5.3: Δείγμα κατασκευαστικών επιχειρήσεων.....	175
Πίνακας 5.4: Συντελεστές συσχέτισης μεταβλητών.....	186
Πίνακας 5.5: Κερδοφορία (EBITDA / ΣΥΝΟΛΙΚΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ)	187
Πίνακας 5.6: Πάγια Κεφαλαία-απτότητα (Πάγια / Συνολικά Κεφάλαια)	189
Πίνακας 5.7: Συνολικά Κεφάλαια - LN(ΣΥΝΟΛΙΚΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ).....	191
Πίνακας 5.8: Κεφαλαιακή Διάρθρωση (ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ / ΣΥΝΟΛΙΚΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ).....	193
Πίνακας 5.9: Συστημικός Κίνδυνος (UNLEVERED BETA).....	195
Πίνακας 5.10: Επενδυτικές Ευκαιρίες (MBRATIO).....	197
Πίνακας 5.11: Επιτοκιακή κάλυψη (EBITDA/ΤΟΚΟΙ ΔΑΝΕΙΩΝ).....	199

Πίνακας 5.12: Αποδοτικότητα κεφαλαίων (ΠΩΛΗΣΕΙΣ/ΣΥΝΟΛΙΚΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ)	201
Πίνακας 5.13: Κόστος χρέους (ΤΟΚΟΙ/ΣΥΝΟΛΙΚΟ ΧΡΕΟΣ)	203
Πίνακας 5.14: Φορολογικές ελαφρύνσεις πλέον του χρέους (ΑΠΟΣΒΕΣΕΙΣ /ΣΥΝΟΛΙΚΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ)	205
Πίνακας 5.15: Ληκτότητα κεφαλαίων (ΠΑΓΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ/ΑΠΟΣΒΕΣΕΙΣ)	207
Πίνακας 5.16: Μεταβολή του ΑΕΠ (ΑΚΑΘΑΡΙΣΤΟ ΕΓΧΩΡΙΟ ΠΡΟΙΟΝ)	209
Πίνακας 5.17: Πληθωρισμός (ΜΕΤΑΒΟΛΗ ΔΕΙΚΤΗ ΤΙΜΩΝ ΚΑΤΑΝΑΛΩΤΗ)	211
Πίνακας 5.18: Ανεργία (ΠΟΣΟΣΤΟ ΑΝΕΡΓΙΑΣ)	213
Πίνακας 5.19: Βραχυχρόνια επιτόκια (ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΕΝΤΟΚΩΝ ΓΡΑΜΜΑΤΙΩΝ ΜΕΧΡΙ ΕΝΟΣ ΕΤΟΥΣ)	215
Πίνακας 5.20: Μακροχρόνια επιτόκια (ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΟΜΟΛΟΓΩΝ ΔΙΑΡΚΕΙΑΣ ΔΕΚΑ ΕΤΩΝ)	217
Πίνακας 5.21: Στατικό Μοντέλο CONST 1	220
Πίνακας 5.22: Δυναμικό Μοντέλο CONST 1d	231
Πίνακας 5.23: Μοντέλο CONST 2	233
Πίνακας 5.24: Συντελεστές συσχέτισης	237
Πίνακας 5.25: Αποτελέσματα μακροοικονομικών μεταβλητών	238
Πίνακας 5.26: Αποτελέσματα μακροοικονομικών μεταβλητών χωρίς την επίδραση των μακροχρόνιων επιτοκίων (Ioint)	239
Πίνακας 5.27: Αποτελέσματα μακροοικονομικών μεταβλητών χωρίς την επίδραση των μακροχρόνιων επιτοκίων (Ioint) με προσθήκη της παγκόσμιας οικονομικής κρίσης (crisis)	240
Πίνακας 5.28: Μοντέλο CONST 3	241
Πίνακας 5.29: Δυναμικό Μοντέλο CONST 3d	244
Πίνακας 6.1: Αποτελέσματα των κυριότερων μοντέλων των δυο ερευνών	255
Πίνακας 6.2: Αποτελέσματα των μοντέλων των δυο ερευνών σχετικά με την επίδραση της παγκόσμιας οικονομικής κρίσης	259

Κεφάλαιο 1. ΕΙΣΑΓΩΓΗ

1.0 Το αίνιγμα της κεφαλαιακής διάρθρωσης

Το βασικότερο ζήτημα, που απασχολεί μια επιχείρηση από την ίδρυσή της, είναι η εξεύρεση κεφαλαίων και η διαχείριση τους. Το ύψος των κεφαλαίων εξαρτάται, φυσικά, σε σημαντικό βαθμό, από το είδος της επιχείρησης. Ανεξάρτητα, όμως, εάν απαιτούνται μικρά ή μεγάλα κεφάλαια για τη λειτουργία μιας επιχείρησης, η βασικότερη μέριμνα των διοικήσεων είναι η εξεύρεσή τους, η επάρκειά τους και η ορθολογική διαχείρισή τους.

Γενικότερα, κάθε εταιρεία εξετάζει λεπτομερώς όλους τους παράγοντες, οι οποίοι επηρεάζουν την κεφαλαιακή επάρκεια και τη διαχείριση των διαθεσίμων της, και προσπαθεί να εκμεταλλευτεί στο έπακρο κάθε δυνατότητα που της παρέχεται.

Σε ένα τόσο σημαντικό ζήτημα, όπως είναι η κεφαλαιακή επάρκεια, αλλά και η αύξηση και η ορθολογική διαχείριση των κεφαλαίων, οι επιχειρήσεις καταβάλλουν κάθε δυνατή προσπάθεια για την εξεύρεση της βέλτιστης λύσης, αναφορικά με τις πηγές χρηματοδότησης των επενδυτικών τους σχεδίων. Για το σκοπό αυτό, πραγματοποιούνται συνεχείς οικονομικές έρευνες και επιχειρηματικές αναλύσεις επενδυτικών σχεδίων, ώστε να επιλεγεί η πλέον ενδεδειγμένη μορφή και δομή χρηματοδότησης.

Σε θεωρητικό επίπεδο, ένα από τα σημαντικότερα ζητήματα που απασχολεί τη θεωρία της χρηματοοικονομικής διοίκησης των επιχειρήσεων,

είναι οι παράγοντες που επηρεάζουν την λήψη επενδυτικών αποφάσεων, σχετικά με την κεφαλαιακή τους διάρθρωση.

Η κεφαλαιακή διάρθρωση αποτελεί τον τρόπο με τον οποίο μια εταιρεία αποκτά το κεφάλαιο, το οποίο κρίνεται απαραίτητο, προκειμένου να λειτουργήσει και να αναπτύξει τις επιχειρηματικές της δραστηριότητες. Η κεφαλαιακή δομή μιας επιχείρησης είναι ένα «μείγμα», που αποτελείται από διάφορα είδη, μορφές και τύπους του μετοχικού και δανειακού της κεφαλαίου (μόχλευση) και προκύπτει από τις επενδυτικές της αποφάσεις.

Η επιλογή της κεφαλαιακής σύνθεσης μιας επιχείρησης είναι μια δύσκολη και πολύ σημαντική απόφαση, αφού επηρεάζει την κερδοφορία της, τις επενδυτικές της επιλογές, τον χρηματοοικονομικό της κίνδυνο, την χρηματιστηριακή της αξία και τελικά το ίδιο της το μάνατζμεντ.

1.1 Ο σκοπός της διδακτορικής διατριβής

Σκοπός της διδακτορικής διατριβής είναι η διεξοδική μελέτη, έρευνα και ανάλυση των κυριότερων συντελεστών, τους οποίους πρέπει να λαμβάνουν υπόψη οι επιχειρήσεις, προκειμένου να αποφασίσουν τις επενδυτικές τους κινήσεις σχετικά με τη διάρθρωση των κεφαλαίων τους.

Το δείγμα της έρευνας αποτελείται από επιχειρήσεις από όλο τον κόσμο, που δραστηριοποιούνται στον κατασκευαστικό τομέα και στον τομέα επένδυσης ακίνητης περιουσίας.

Η έρευνα ξεκινά με τις επικρατέστερες θεωρίες από τη διεθνή βιβλιογραφία και εξετάζει ποιες από αυτές ερμηνεύουν πειστικότερα τα αποτελέσματα και τα συμπεράσματα της.

Επιπροσθέτως, πραγματοποιείται μελέτη για το αν τα χρηματοοικονομικά μεγέθη που προέρχονται από τις λογιστικές καταστάσεις των εταιρειών, όπως η κερδοφορία, το μέγεθος, οι επενδυτικές δυνατότητες, ο χρηματοοικονομικός κίνδυνος κτλ προσδιορίζουν και την κεφαλαιακή τους σύνθεση.

Επιπλέον, πραγματοποιείται εξέταση και μακροοικονομικών μεγεθών σε επίπεδο χώρας, όπως το Ακαθάριστο Εγχώριο Προϊόν (ΑΕΠ), ο πληθωρισμός, η ανεργία, κτλ σχετικά με την επίδραση τους στον τρόπο χρηματοδότησης των επιχειρήσεων.

Περαιτέρω, εξετάζεται, σαν εξωτερικός παράγοντας, η επίδραση της παγκόσμιας χρηματοοικονομικής κρίσης του 2008.

Τέλος, πραγματοποιείται συγκριτική ανάλυση επί των αποτελεσμάτων, που έχουν προκύψει από την έρευνα των παραγόντων, οι οποίοι επηρεάζουν την κεφαλαιακή δομή των εταιρειών των δύο υπό εξέταση οικονομικών κλάδων.

Από την παραπάνω ανάλυση προκύπτει και η πρωτοτυπία της διδακτορικής έρευνας, μέσω της συμβολής της στην θεωρία ανάλυσης της κεφαλαιακής διάρθρωσης των επιχειρήσεων και το βασικό της ερώτημα "Ποιοί είναι οι εσωτερικοί και εξωτερικοί παράγοντες επηρεασμού της

κεφαλαιακής διάρθρωσης των επιχειρήσεων με αντικείμενο εκμεταλλεύσεως τα ακίνητα", το οποίο ελέγχεται τόσο θεωρητικά όσο και εμπειρικά.

1.2 Μέθοδοι ανάλυσης

Ανάλογα ερευνητικά ερωτήματα έχουν απασχολήσει πολλούς ερευνητές και ο πιο διαδεδομένος τρόπος προσέγγισης τους είναι μέσω οικονομετρικών μεθόδων. Η οικονομετρία αποτελεί μια σύγχρονη και αξιόπιστη επιστήμη, η οποία αποτελεί το αποτελεσματικότερο όπλο διαχείρισης και επεξεργασίας δεδομένων στα χέρια ενός ερευνητή σήμερα.

Υπάρχει πλούσια βιβλιογραφία σχετική με τα ανωτέρω ερευνητικά ερωτήματα. Ενδεικτικά αναφέρω: Antoniou et al. (2002), Booth et al. (2001), Gaud et al. (2005), Giannetti (2003), Harris και Raviv (1991), Michaelas et al. (1999), Myers και Majluf (1984), Ozcan (2002), Rajan και Zingales (1995), Titman και Wessels (1988), Voulgaris et al (2004), Feidakis και Rovolis (2007), de Jong et al. (2008), Antoniou et al. (2006). Είναι προφανές ότι το θέμα έχει αποτελέσει αντικείμενο μελέτης σημαντικού αριθμού ερευνητών, για πολλά χρόνια, με σοβαρές και αξιόπιστες δημοσιεύσεις σε σημαντικά διεθνή περιοδικά και συνεχίζει να αποτελεί αντικείμενο μελέτης μέχρι και σήμερα.

Ο τρόπος προσέγγισης των ερευνητικών ερωτημάτων θα βασιστεί σε σύγχρονες οικονομετρικές μεθόδους. Ειδικότερα θα χρησιμοποιηθούν τεχνικές συνδυασμού χρονολογικών – διαστρωματικών σειρών (panel data), οι οποίες θεωρούνται ιδανικές για την επίλυση τέτοιου είδους ερευνητικών προβλημάτων (Green, 2002; Baltagi, 2005).

Οι Klein et al (2002) επισημαίνουν ότι οι εμπειρικές μελέτες γενικά επικεντρώνονται στις cross-sectional διαφορές, ανάμεσα σε εταιρείες, αναφορικά με τις χρηματοοικονομικές τους αποφάσεις και την κεφαλαιακή τους διάρθρωση. Αλλά αυτή η προσέγγιση είναι προβληματική, λόγω της σημαντικής δυσκολίας στον τρόπο ελέγχου της πολύ μεγάλης ετερογένειας, που υπάρχει μεταξύ των επιχειρήσεων. Στον αντίποδα, οι μελέτες που βασίζονται σε τεχνικές panel συχνά μπορούν να προσφέρουν καλύτερους ελέγχους, προκειμένου να αποκαλύψουν τους παράγοντες, οι οποίοι επηρεάζουν τις κεφαλαιακές δομές των επιχειρήσεων, καθώς αυτές μεταβάλλονται με την πάροδο του χρόνου.

Στην ανάλυση θα χρησιμοποιηθούν αρχικά η μέθοδος Ελαχίστων Τετραγώνων (Simple Ordinary Least Square), καθώς και οι μέθοδοι Σταθερών και Τυχαίων Επιδράσεων (Fixed και Random Effects) για την εκτίμηση των γραμμικών υποδειγμάτων. Επειδή, όμως, όπως έχει υποστηρίξει ο Nickell (1981), τέτοιοι εκτιμητές πιθανόν να είναι «μεροληπτικοί» (severely biased), ειδικά στην περίπτωση όπου η χρονική «διάσταση» της βάσης δεδομένων (panel dataset) είναι μικρή. Μία εναλλακτική προσέγγιση είναι η χρήση «δυναμικών μεθόδων συνδυασμού χρονολογικών – διαστρωματικών σειρών» (Dynamic panel data methods). Τέτοιες μέθοδοι έχουν ήδη χρησιμοποιηθεί σε σχετική βιβλιογραφία (Antonioni et al, 2006; Kremp et al 1999; Gaud et al 2005; Nishioka και Baba 2004). Ένας τέτοιος εκτιμητής είναι αυτός των Anderson και Hsiao (1982), ο οποίος έχει, όμως, το πρόβλημα ότι είναι biased

(μεροληπτικός). Οι Anderson και Hsiao (1982) και ο Arrelano (1989) έχουν προτείνει μεθόδους βελτίωσης, αλλά γενικά το πρόβλημα παραμένει.

Ένας άλλος δυναμικός εκτιμητής είναι αυτός των Arrelano και Bond (1991), που βασίζεται στην μέθοδο των Γενικευμένων Στιγμών (Generalized Method of Moments (GMM)). Και αυτός ο εκτιμητής έχει προβλήματα μεροληπτικότητας και έχουν προταθεί σχετικές διορθώσεις (βλέπε Windmeijer 2005). Υπάρχει ακόμη και ο εναλλακτικός εκτιμητής των Blundell και Bond (1998). Να σημειωθεί ότι υπάρχουν μια σειρά τεστ, με τα οποία μπορεί να διαπιστωθεί ποιος είναι κατά περίπτωση ο «καταλληλότερος» δυναμικός εκτιμητής.

Ως δείγμα έχει επιλεγθεί ένα πλήθος από επιχειρήσεις (κατασκευαστικές και διαχείρισης ακινήτων) που εδρεύουν σε παγκόσμιο επίπεδο. Σαν δεδομένα, στα οποία έχει βασιστεί η οικονομετρική μελέτη, έχουν χρησιμοποιηθεί λογιστικά στοιχεία από ισολογισμούς, οικονομικές καταστάσεις, ετήσιες εκθέσεις και οικονομικούς απολογισμούς των επιχειρήσεων. Ανάλογα έχουν χρησιμοποιηθεί μακροοικονομικά στοιχεία για τις χώρες αυτές που έχουν συμπεριληφθεί στην έρευνα.

Οι επιχειρήσεις έχουν επιλεγθεί με κριτήριο να είναι ενεργές και να έχουν δημοσιεύσει τα οικονομικά τους στοιχεία την περίοδο 2005 – 2010. Πιο συγκεκριμένα, δημιουργήθηκαν δύο δείγματα από στοιχεία επιχειρήσεων σε μορφή «balanced panel data» (ένα δείγμα για κάθε βιομηχανικό κλάδο) για την χρονολογική περίοδο 2005 – 2010.

Τα αποτελέσματα της οικονομετρικής μελέτης εξετάζονται, αναλύονται, συγκρίνονται με αποτελέσματα ανάλογων μελετών και ερμηνεύονται όσο πιο διεξοδικά γίνεται.

1.3 Διάρθρωση της διδακτορικής διατριβής

Η διδακτορική διατριβή αποτελείται συνολικά από έξι κεφάλαια.

Το παρόν κεφάλαιο (πρώτο) έχει εισαγωγικό χαρακτήρα. Σκοπός του είναι να παρουσιάσει τα κύρια ζητήματα της έρευνας, τις μεθόδους ανάλυσης και την δομή των κεφαλαίων της.

Στο επόμενο κεφάλαιο (δεύτερο) παρουσιάζονται οι επικρατέστερες θεωρίες για την κεφαλαιακή διάρθρωση των επιχειρήσεων. Αφετηρία αποτελεί η θεωρία των κατόχων βραβείου Νόμπελ Modigliani & Miller (1958) σχετικά με την αρχή της ανεξαρτησίας (irrelevance principle) της κεφαλαιακής σύνθεσης των εταιρειών. Στη συνέχεια παρουσιάζεται η θεωρία αντιστάθμισης (trade-off theory) βασισμένη στην ιδέα ότι μια επιχείρηση επιλέγει την κεφαλαιακή της δομή εξισώνοντας το κόστος με το όφελος (Kraus και Litzenberger 1973). Ακολουθεί η θεωρία ασύμμετρης πληροφόρησης (asymmetric information theory), η οποία ασχολείται με τις επενδυτικές αποφάσεις όταν στις συναλλαγές η μια πλευρά έχει περισσότερη ή καλύτερη πληροφορία από την άλλη. Συνεχίζοντας, βασισμένη στα κόστη της ασύμμετρης πληροφόρησης παρουσιάζεται η θεωρία ιεράρχησης κεφαλαίων (pecking order theory). Ακολούθως, παρουσιάζονται οι επιπτώσεις στην κεφαλαιακή διάρθρωση εξαιτίας του κόστους αντιπροσώπευσης (agency costs

theory) και του τρόπου διαχείρισης των ελευθέρων χρηματοροών (free cash flow theory) που παράγει μια επιχείρηση. Τέλος, το κεφάλαιο κλείνει με το κριτήριο της επιλογής της κατάλληλης χρονικής στιγμής (timing theory), βάσει του οποίου, όταν υπάρχουν ή προκύπτουν ευκαιρίες χρηματοδότησης στις χρηματαγορές και κεφαλαιαγορές, οι επιχειρήσεις τις χρησιμοποιούν για την διαμόρφωση της κεφαλαιακής τους δομής. Σκοπός της παράθεσης των κυριότερων αυτών θεωριών είναι η εξέταση του κατά πόσο τα συμπεράσματα τους ερμηνεύουν την επενδυτική συμπεριφορά των επιχειρήσεων της παρούσας διδακτορικής έρευνας.

Το τρίτο κεφάλαιο επικεντρώνεται στους κυριότερους παράγοντες-μεταβλητές, οι οποίοι, σύμφωνα με τη σχετική βιβλιογραφία, επηρεάζουν τις επενδυτικές αποφάσεις των εταιρειών σχετικά με την κεφαλαιακή τους δομή. Συγκεκριμένα, παρουσιάζονται ένα πλήθος παραγόντων-μεταβλητών, όπως το μέγεθος, η κερδοφορία, ο κίνδυνος, κτλ και παρατίθεται ο τρόπος με τον οποίο επιδρούν στην κεφαλαιακή διάρθρωση των επιχειρήσεων, σύμφωνα με παλαιότερες ερευνητικές εργασίες και με βάση τις σχετικές θεωρίες που έχουν αναπτυχθεί. Στόχος της εξέτασης αυτών των μεταβλητών είναι η εκ των προτέρων - αναμενόμενη θεωρητικά συμπεριφορά τους έναντι της κεφαλαιακής διάρθρωσης, η οποία θα επιτρέψει στη συνέχεια τη σύγκριση με τα αποτελέσματα που θα προκύψουν από την παρούσα διδακτορική διατριβή.

Το τέταρτο κεφάλαιο πραγματεύεται τις επιλογές για την κεφαλαιακή διάρθρωση των επιχειρήσεων, οι οποίες δραστηριοποιούνται στον κλάδο των

επενδύσεων ακίνητης περιουσίας. Στην αρχή παρουσιάζονται τα γενικά χαρακτηριστικά του κλάδου και η παγκόσμια Αγορά των εταιρειών αυτών. Στη συνέχεια περιγράφεται το δείγμα και οι μεταβλητές, οι οποίες χρησιμοποιούνται για την έρευνα. Όσον αφορά τις μεταβλητές, εμφανίζονται αναλυτικά τα περιγραφικά τους στοιχεία και διαχωρίζονται σε αυτές που επιδρούν ως μικροοικονομικοί παράγοντες και σε αυτές που επιδρούν ως μακροοικονομικοί παράγοντες. Η επίδραση της παγκόσμιας χρηματοοικονομικής κρίσης εξετάζεται ξεχωριστά. Ακολουθεί η μεθοδολογία και η διαχείριση των δεδομένων μέσω κατάλληλων οικονομετρικών μοντέλων. Τα αποτελέσματα των μοντέλων αναλύονται, ερμηνεύονται και συγκρίνονται με τα αποτελέσματα των επικρατέστερων θεωριών αλλά και με τα αποτελέσματα ανάλογων ερευνών. Στο τέλος του κεφαλαίου παρουσιάζονται τα συμπεράσματα που εξάγονται από τα αποτελέσματα των οικονομετρικών μοντέλων του κεφαλαίου.

Το πέμπτο κεφάλαιο ακολουθεί ανάλογη δομή με το προηγούμενο κεφάλαιο (τέταρτο) με τη διαφορά ότι είναι προσαρμοσμένο στις επενδυτικές αποφάσεις για την κεφαλαιακή σύνθεση των επιχειρήσεων που δραστηριοποιούνται στον κατασκευαστικό τομέα. Αρχικά παρουσιάζονται τα γενικά χαρακτηριστικά και η παγκόσμια Αγορά του κατασκευαστικού κλάδου. Στη συνέχεια περιγράφεται το δείγμα των κατασκευαστικών εταιρειών και οι μεταβλητές που επιλέχθηκαν για την έρευνα. Υπάρχει περιγραφική απεικόνιση των μεταβλητών και διαχωρισμός σε αυτές που ασκούν επίδραση σε μικροοικονομικό επίπεδο και σε αυτές που ασκούν

επίδραση σε μακροοικονομικό επίπεδο. Η παγκόσμια χρηματοοικονομική κρίση, ως μεταβλητή, αναλύεται ξεχωριστά. Ακολουθεί η μελέτη και η δημιουργία κατάλληλων οικονομετρικών μοντέλων. Το κεφάλαιο ολοκληρώνεται με την παρουσίαση των αποτελεσμάτων, την σύγκριση τους με την σχετική βιβλιογραφία και με την εξαγωγή συμπερασμάτων.

Στο έκτο και τελευταίο κεφάλαιο διενεργείται μια σύγκριση των αποτελεσμάτων των δύο ξεχωριστών ερευνών, οι οποίες αναλύθηκαν στο τέταρτο και πέμπτο κεφάλαιο. Στόχος του κεφαλαίου είναι η διερεύνηση των ομοιοτήτων και των διαφορών, που εμφανίζουν οι εταιρείες επενδύσεων ακίνητης περιουσίας και οι επιχειρήσεις, που δραστηριοποιούνται στον κατασκευαστικό τομέα, αναφορικά με τις επενδυτικές τους αποφάσεις για την κεφαλαιακή τους διάρθρωση.

Κεφάλαιο 2. ΕΠΙΚΡΑΤΕΣΤΕΡΕΣ ΘΕΩΡΙΕΣ ΓΙΑ ΤΗΝ ΚΕΦΑΛΑΙΑΚΗ ΔΙΑΡΘΡΩΣΗ

2.0 Εισαγωγή

Υπάρχουν πολλές επιστημονικές θεωρίες, που διερευνούν διεξοδικά το ζήτημα και προσπαθούν να δώσουν ικανοποιητικές ερμηνείες, ωστόσο, δεν υπάρχει καθολική θεωρία, η οποία να ερμηνεύει την κεφαλαιακή διάρθρωση των επιχειρήσεων. Αξίζει να σημειωθεί, μάλιστα, ότι υπάρχουν και ερευνητές, οι οποίοι ισχυρίζονται, ότι δεν υπάρχει κανένας λόγος να αναμένουμε ότι θα υπάρξει κάποια (Frank και Goyal 2004).

Περισσότερο από μισό αιώνα πριν οι Modigliani και Miller (1958), με την περίφημη δημοσίευσή τους, θεμελίωσαν τη σύγχρονη θεωρία για την κεφαλαιακή διάρθρωση των επιχειρήσεων. Έκτοτε, η επιλογή της κεφαλαιακής σύνθεσης απασχόλησε πλήθος ερευνητών. Αναρίθμητες μελέτες έχουν πραγματοποιηθεί με σκοπό την ερμηνεία των επιλογών της κεφαλαιακής δομής των επιχειρήσεων, τόσο σε θεωρητικό, όσο και σε εμπειρικό επίπεδο.

Ωστόσο, παρά το γεγονός ότι έχουν περάσει τόσα χρόνια και έχουν πραγματοποιηθεί τόσες πολλές μελέτες και έρευνες, ακόμη δεν έχει δοθεί μια σαφής και καθαρή απάντηση στο εξής ερώτημα: Ποιος είναι ο τρόπος με τον οποίο επιλέγουν οι επιχειρήσεις την κεφαλαιακή τους διάρθρωση;

Την απάντηση στην ερώτηση αυτή έχουν αποπειραθεί να δώσουν διάφορες θεωρίες, που καλύπτουν το θέμα από διαφορετικές σκοπιές.

2.1 Θεωρία των Modigliani και Miller

Το 1958 οι Modigliani και Miller έθεσαν τα θεμέλια της θεωρίας της κεφαλαιακής δομής των επιχειρήσεων. Πιο συγκεκριμένα, ξεκίνησαν με την παραδοχή ότι σε ένα κόσμο, όπου όλοι οι επενδυτές είναι πλήρως ενημερωμένοι όσο και οι διευθυντές των επιχειρήσεων (συμμετρική πληροφόρηση), δεν υπάρχουν φόροι, δεν υπάρχουν κόστη χρεοκοπίας, τα κόστη συναλλαγών είναι μηδενικά (τέλειες χρηματαγορές), οι επενδυτές μπορούν να δανείζονται με το ίδιο επιτόκιο, όπως και οι επιχειρήσεις, και η αξία μιας επιχείρησης είναι ανεξάρτητη από τους τρόπους, με τους οποίους αυτή χρηματοδοτείται. Δηλαδή δεν έχει καμία σημασία το πόσα δανειακά κεφάλαια—χρέος χρησιμοποιούνται για τη χρηματοδότηση των δραστηριοτήτων της.

Αντίθετα, όμως, με αυτή τη θεωρητική προσέγγιση, στην πράξη υπάρχουν πολλές ενδείξεις, οι οποίες τεκμηριώνουν ότι η κεφαλαιακή δομή επηρεάζει την αξία της επιχείρησης και συνεπώς πρέπει να αποτελεί ένα παράγοντα, που επηρεάζει τις επενδυτικές αποφάσεις των διευθυντών της. Ο Smith (1986) και ο Shyam-Sunder (1991) απέδειξαν ότι οι τιμές των μετοχών επηρεάζονται και μεταβάλλονται σημαντικά από νέα, που σχετίζονται με αυξήσεις ή μειώσεις στις μοχλεύσεις των επιχειρήσεων. Συνεπώς και βάσει της παραπάνω εμπειρικής έρευνας, το γεγονός ότι η αγορά πιστεύει ότι η χρηματιστηριακή αξία μιας επιχείρησης, επηρεάζεται, δηλαδή μπορεί να βελτιωθεί ή να χειροτερέψει ανάλογα με την χρήση ή όχι περισσότερου

χρέους, μας δηλώνει ότι οι παράγοντες, που καθορίζουν την κεφαλαιακή της διάρθρωση, αξίζει να διερευνηθούν σε μεγαλύτερο βάθος.

2.2 Θεωρία Αντιστάθμισης (Trade-off Theory)

Το 1973 οι Kraus και Litzenberger προέβαλαν την ιδέα ότι μια επιχείρηση επιλέγει τον τρόπο χρηματοδότησης της «ζυγίζοντας» τα φορολογικά κέρδη από τη μια πλευρά και τα κόστη χρεοκοπίας από την άλλη. Είναι γνωστό ότι μια επιχείρηση, όταν αυξάνει το χρέος της, επωφελείται από την έκπτωση των φόρων επί του κόστους του χρέους - τόκοι (Tax shield) επηρεάζοντας ταυτόχρονα μέσω της μετά από φόρους κερδοφορία της, την αξία της επιχείρησης. Η παραπάνω θέση έχει βέβαια λογική βάση, αλλά θα πρέπει να ληφθεί υπόψη και το γεγονός ότι όσο πιο πολύ αυξάνει το χρέος της μια επιχείρηση, τόσο πιο πολύ αυξάνουν τα κόστη αντιπροσώπευσης και χρηματοοικονομικού κινδύνου και έτσι αρχίζει να αντισταθμίζεται το όφελος της έκπτωσης φόρου (trade-off theory). Το ίδιο θέμα έχουν μελετήσει και οι Miller (1977), Kim (1978), DeAngelo και Masulis (1980). Έτσι, σύμφωνα με τη θεωρία αυτή, η επιχείρηση μπορεί να επιλέξει τη βέλτιστη αναλογία ιδίων και ξένων κεφαλαίων προκειμένου να μεγιστοποιήσει την χρηματιστηριακή της αξία, λαμβανομένων υπόψη όλων των παραγόντων, τόσο της έκπτωσης όσο και της αντιστάθμισης του κινδύνου χρεοκοπίας.

Σε εκτενή έρευνα, τους οι Graham και Harvey (2001) διαπίστωσαν ότι το 81% των ερωτηθέντων απάντησε πως λαμβάνουν υπόψη τους κάποια αναλογία -στόχο, για την κεφαλαιακή τους διάρθρωση. Οι Hokavimian et al

(2001) επίσης αναφέρουν ότι οι επιχειρήσεις προσαρμόζουν την κεφαλαιακή τους δομή σύμφωνα με μια αναλογία-στόχο, η οποία μεταβάλλεται με τη πάροδο του χρόνου, ανάλογα με την κερδοφορία και τις μεταβολές της χρηματιστηριακής τους αξίας. Ομοίως, οι Leary και Roberts (2005) απέδειξαν ότι, όταν οι εταιρείες διαπιστώνουν πως η κεφαλαιακή τους διάρθρωση αποκλίνει από την αναλογία-στόχο, την επαναφέρουν γρήγορα έτσι ώστε αυτή να βρίσκεται σε κάποιο ιδανικό εύρος.

2.3 Θεωρία Ασύμμετρης Πληροφόρησης (Asymmetric Information Theory)

Σύμφωνα με τη θεωρία αυτή δεν έχουν όλοι οι επενδυτές την ίδια πρόσβαση στην πληροφόρηση. Για παράδειγμα, οι διευθυντές μιας επιχείρησης γνωρίζουν περισσότερα για την αξία και για τις επενδυτικές ευκαιρίες της επιχείρησης (εσωτερική πληροφόρηση) από ότι γνωρίζουν οι εξωτερικοί επενδυτές. Αυτή η ασυμμετρία στην πληροφόρηση επηρεάζει τις επενδυτικές αποφάσεις των διευθυντών και δημιουργεί ζητήματα σχετικά με την σωστή αποτίμηση της τιμής της επιχείρησης από την αγορά, την οποία διαμορφώνουν κυρίως οι εξωτερικοί επενδυτές.

Ο Ross (1977) διευκρινίζει ότι οι διευθυντές των επιχειρήσεων, επειδή έχουν πλεονέκτημα πρόσβασης στην πληροφόρηση, έχουν κίνητρο να σηματοδοτήσουν την εσωτερική πληροφόρηση τους μέσω της επιλογής μεγέθους του εξωτερικού δανεισμού των επιχειρήσεων (signaling theory). Σε επιχειρήσεις με αναμενόμενες μικρές χρηματοροές κοστίζει πολύ ακριβά η

χρηματοδότηση τους μέσω εξωτερικού δανεισμού, διότι έτσι αυξάνονται οι πιθανότητες χρεοκοπίας τους, από ότι σε επιχειρήσεις, με αναμενόμενες μεγάλες χρηματοροές. Συνεπώς, μια επιχείρηση με μεγάλες χρηματοροές, η οποία χρηματοδοτείται από υψηλό εξωτερικό δανεισμό μπορεί να σηματοδοτήσει στην αγορά ότι είναι μια υψηλής αξίας επιχείρηση, υποτιμημένη σε όρους χρηματιστηρίου και είναι έτοιμη να υλοποιήσει επενδύσεις υψηλής κερδοφορίας, ενώ σε αντίθετη περίπτωση η επιχείρηση διατρέχει υψηλό κίνδυνο αθέτησης πληρωμών.

Οι Leland και Pyle (1977) δείχνουν έναν ακόμη τρόπο παροχής πληροφοριών σχετικά με την επιχείρηση προς την αγορά. Συγκεκριμένα, οι διευθυντές επιχειρήσεων σηματοδοτούν ότι οι επιχειρήσεις τους έχουν αναλάβει σημαντικές επενδυτικές δραστηριότητες μεγάλης κερδοφορίας («υψηλής αξίας επιχειρήσεις») και άρα υποτιμημένες από την αγορά με το να διατηρούν ένα υψηλό ποσοστό ιδιοκτησίας επί των ιδίων κεφαλαίων. Αυτό το καταφέρνουν με το να αποφεύγουν την έκδοση νέων μετοχών προτιμώντας την έκδοση ομολόγων. Χρηματοδοτώντας την επιχείρηση με εξωτερικό χρέος με τον παραπάνω τρόπο, οι διευθυντές διακρατούν έναντι των μετόχων τους ένα υψηλό ποσοστό ιδιοκτησίας, το οποίο σηματοδοτεί ότι η επιχείρηση είναι ικανή τόσο στο να αναλαμβάνει επενδύσεις υψηλού κινδύνου, όσο και στην επίτευξη υψηλής κερδοφορίας, κάτι που δεν θα μπορούσε να κάνει μια επιχείρηση χαμηλών επενδυτικών δυνατοτήτων. Οι Leland και Pyle (1977), καθώς και ο Ross (1977) προβλέπουν μια θετική συσχέτιση μεταξύ «υψηλής αξίας επιχείρησης» και εξωτερικού δανεισμού.

Ο Heinkel (1982) έφτιαξε ένα υπόδειγμα, σύμφωνα με το οποίο, όσο μεγαλύτερη είναι η αξία μιας εταιρείας, τόσο μεγαλύτερους επενδυτικούς κινδύνους αναλαμβάνει, η μετοχή της είναι υποτιμημένη και το εξωτερικό της χρέος είναι υπερτιμημένο. Αντιθέτως, όσο μικρότερη είναι η αξία μιας εταιρείας τόσο μικρότερους επενδυτικούς κινδύνους αναλαμβάνει, η μετοχή της είναι υπερτιμημένη και το εξωτερικό της χρέος είναι υποτιμημένο. Επομένως, οι επιχειρήσεις υψηλής αξίας προτιμούν να εκδίδουν ομόλογα, ενώ οι χαμηλής αξίας επιχειρήσεις προτιμούν να εκδίδουν μετοχές. Δεν συμφέρει μία χαμηλής αξίας επιχείρηση να μιμηθεί μία υψηλής αξίας επιχείρηση, διότι τότε θα έπρεπε να εκδίδει περισσότερο υποτιμημένο χρέος και λιγότερες υπερτιμημένες μετοχές. Αντίστοιχα, δεν συμφέρει μία υψηλής αξίας επιχείρηση να μιμηθεί μία χαμηλής αξίας επιχείρηση, διότι τότε θα έπρεπε να εκδίδει περισσότερες υποτιμημένες μετοχές και λιγότερα υπερτιμημένα ομόλογα. Και σε αυτό το υπόδειγμα οι υψηλής αξίας εταιρείες φανερώνουν την ποιότητα (αξία) τους εκδίδοντας μεγάλη ποσότητα ομολόγων.

Ο Blazenko (1987) δείχνει ότι οι διευθυντές εταιρειών υψηλής αξίας σηματοδοτούν την «ποιότητα» της επιχείρησης εκδίδοντας ομόλογα. Οι διευθυντές των εταιρειών χαμηλής αξίας προτιμούν να αποφεύγουν τον επιπρόσθετο κίνδυνο χρεοκοπίας, που θα αντιμετωπίσουν αν εκδώσουν κι άλλο χρέος για αυτό και καταφεύγουν στην έκδοση νέων μετοχών.

Ο Myers (1977) ερευνά τα κίνητρα υποεπένδυσης σε επιχειρήσεις με μεγάλο εξωτερικό χρέος. Στις επιχειρήσεις αυτές, οι μέτοχοι έχουν κίνητρα να

αποφύγουν κερδοφόρα επενδυτικά σχέδια εάν οι πιστωτές μπορούν να καρπωθούν ένα δυσανάλογο μερίδιο από τα κέρδη αυτών των επενδύσεων.

Οι Myers και Majluf (1984) ισχυρίζονται ότι η ασυμμετρία στην πληροφόρηση έχει επίδραση στην έκδοση ή όχι νέων μετοχών κι επηρεάζει τα συμφέροντα των παλιών και των νέων μετόχων. Οι διευθυντές, χρησιμοποιώντας το πλεονέκτημα της καλύτερης πληροφόρησης που διαθέτουν, προτιμούν να εκδίδουν μετοχές όταν οι τιμές τους είναι υπερτιμημένες, αλλά οι επενδυτές, γνωρίζοντας το κίνητρο αυτό των διευθυντών, προεξοφλούν την τιμή που είναι πρόθυμοι να πληρώσουν για τις μετοχές. Το αποτέλεσμα αυτής της προεξόφλησης είναι ένα δυνητικό πρόβλημα υποεπένδυσης, καθώς οι διευθυντές αποφεύγουν κερδοφόρες επενδυτικές δυνατότητες. Για αυτό το λόγο, όταν σε μια επιχείρηση παρατηρείται μεγάλη ασυμμετρία στην πληροφόρηση, τότε καλύτερα να χρηματοδοτείται από εξωτερικό χρέος, παρά να εκδίδει νέες μετοχές.

Σε παρόμοιο συμπέρασμα καταλήγουν και οι Modigliani και Miller (1958), οι οποίοι ισχυρίζονται ότι όταν μια επιχείρηση έχει καλές επενδυτικές ευκαιρίες και υπάρχει ασυμμετρία στην πληροφόρηση (συνεπώς η μετοχή είναι υποτιμημένη), τότε είναι καλύτερα να παρακρατήσει τα κέρδη της μέσω της μείωσης του (pay out ratio) ή να καταφύγει σε εξωτερικό χρέος παρά να εκδώσει νέες μετοχές.

2.4 Θεωρία Ιεράρχησης Κεφαλαίων (Pecking Order Theory)

Η θεωρία ιεράρχησης κεφαλαίων (pecking order theory) ουσιαστικά προέρχεται από την θεωρία της ασύμμετρης πληροφόρησης (asymmetric information theory) και προβλέπει ότι η ασυμμετρία στην πληροφόρηση μεταξύ διευθυντών και επενδυτών δημιουργεί μια διαβάθμιση προτίμησης σε μια επιχείρηση σχετικά με τις πηγές χρηματοδοτήσεων της. Το 1984 ο Myers υποστήριξε ότι οι επιχειρήσεις παρουσιάζουν συγκεκριμένες προτιμήσεις και προτεραιότητες όταν θέλουν να χρηματοδοτηθούν (pecking order theory).

Πιο συγκεκριμένα, προτιμούν τον εσωτερικό δανεισμό- επανεπένδυση κερδών, τα αποθεματικά και τα μη ταμειακά έξοδα, όπως οι αποσβέσεις, και μετά καταφεύγουν στον εξωτερικό δανεισμό σε μια προσπάθεια να ελαχιστοποιήσουν τα κόστη, από την ασύμμετρη πληροφόρηση. Επίσης, όταν χρησιμοποιούν τον εξωτερικό δανεισμό, προτιμούν να εκδίδουν πρώτα ομολογιακά δάνεια και μόνο σε τελική φάση καταφεύγουν στην έκδοση νέων μετοχών.

Σύμφωνα με την προσέγγιση αυτή, μια επιχείρηση πρέπει να εκδίδει νέες μετοχές μόνο σε σπάνιες περιπτώσεις. Κάθε επιχείρηση πρέπει να έχει κάποιο εγκεκριμένο και μη χρησιμοποιημένο (Commitments) όριο χρηματοδότησης προκειμένου να μπορεί να χρηματοδοτήσει τα επιχειρηματικά της σχέδια, χωρίς να χρειάζεται να καταφύγει στην έκδοση νέων μετοχών σε τιμές έκπτωσης (discount). Η επιχείρηση προτιμά να

κεφαλαιοποιεί τα κέρδη της και να διατηρεί τα ίδια κεφάλαια της σε σχετικά υψηλότερη αναλογία επί του συνόλου των ιδίων και ξένων κεφαλαίων.

Επιπλέον, αφού δεν υπάρχει κάποια σαφής αναλογία-στόχος μεταξύ ιδίων και ξένων κεφαλαίων, η αναλογία που παρατηρείται σε μια επιχείρηση είναι το αποτέλεσμα των ξένων κεφαλαίων, που δανείστηκε στο παρελθόν. Μεγαλύτερη ανάλυση σχετικά με την pecking order theory μπορεί κάποιος να βρει στην έρευνα των Myers και Majluf το 1984. Σύμφωνα, με το υπόδειγμα των Myers και Majluf (1984), οι διευθυντές των επιχειρήσεων έχουν την καλύτερη πληροφόρηση και πράττουν εξυπηρετώντας, όσο μπορούν καλύτερα, τα συμφέροντα των μετόχων για αυτό και θα εκδώσουν νέο μετοχικό κεφάλαιο, όταν οι μετοχές είναι υπερτιμημένες στην Αγορά.

Περαιτέρω, οι διευθυντές θα αποποιηθούν θετικά επενδυτικά σχέδια για την επιχείρηση αν πρόκειται να τα χρηματοδοτήσουν εκδίδοντας νέο μετοχικό κεφάλαιο, όταν οι μετοχές της επιχείρησης είναι αρκετά υποτιμημένες στην Αγορά. Για αυτό το λόγο, αν μια επιχείρηση αποφασίσει να εκδώσει νέες μετοχές για να χρηματοδοτήσει τις επενδύσεις της, θα σηματοδοτήσει αρνητικά την αγορά και η τιμή της μετοχής της θα πέσει μετά την ανακοίνωση της είδησης.

Επίσης, οι Myers και Majluf (1984) δείχνουν ότι αυτό το πρόβλημα «υποεπένδυσης» αποφυγής κερδοφόρων επενδύσεων, όταν οι μετοχές είναι υποτιμημένες στην Αγορά, εξαλείφεται τελείως αν οι επιχειρήσεις χρηματοδοτηθούν από εσωτερικά τους κεφάλαια ή από χρέος μηδενικού ή

μικρού κινδύνου, επιλογές που πολύ δύσκολα αποτιμώνται λανθασμένα από την Αγορά.

Αν η εταιρεία χρηματοδοτηθεί με χρέος που ενέχει κίνδυνο, τότε μπορεί να οδηγηθεί στον ίδιο τύπο προβλήματος «υποεπένδυσης», όπως και στην περίπτωση χρηματοδότησης από νέο μετοχικό κεφάλαιο, με τη διαφορά όμως ότι με αυτόν τον τρόπο το πρόβλημα θα είναι λιγότερο σοβαρό, διότι η αξία του χρέους είναι λιγότερο ευάλωτη από την ασύμμετρη πληροφόρηση, λόγω της εξ' αντισυμβαλλομένου αποδοχής της (από την πιστώτρια τράπεζα ή από την κεφαλαιαγορά) και συνεπώς θα υποτιμηθούν λιγότερο οι μετοχές.

Δεδομένου, λοιπόν, αυτού του προβλήματος της «υποεπένδυσης», οι Myers και Majluf (1984) προβλέπουν ότι υπάρχει μια ιεράρχηση στις προτιμήσεις των εταιρειών, όταν θέλουν να χρηματοδοτήσουν τα νέα επενδυτικά τους σχέδια (pecking order). Οι διευθυντές προτιμούν να χρηματοδοτήσουν τις νέες τους επενδύσεις με εσωτερικά κεφάλαια της εταιρείας ή από κάποιο χρέος μηδενικού ρίσκου. Αν η εξωτερική χρηματοδότηση είναι απαραίτητη, τότε θα πρέπει να καταφύγουν στο χρέος με το μικρότερο κίνδυνο (πχ. έκδοση ομολόγων) και σαν τελευταία τους επιλογή να εκδώσουν νέο μετοχικό κεφάλαιο. Το μοντέλο υποδεικνύει ότι μια ανακοίνωση για έκδοση νέων μετοχών θα μειώσει την τιμή της μετοχής της εταιρείας, αλλά μια ανακοίνωση για έκδοση νέου χρέους θα δημιουργούσε μικρή μεταβολή στην τιμή της μετοχής.

Οι Harris και Raviv (1991), σύμφωνα με αποτελέσματα έρευνας που πραγματοποίησαν κυρίως σε Αμερικάνικες εταιρείες, προβάλουν αποδείξεις, οι οποίες πιστοποιούν την ύπαρξη της pecking order theory.

Οι Shyam-Sunder και Myers (1999) έλεγξαν εμπειρικά τη θεωρία αντιστάθμισης (trade-off theory) έναντι της θεωρίας ιεράρχησης (pecking order theory) και τα αποτελέσματα τους έδειξαν να επιβεβαιώνεται η θεωρία ιεράρχησης.

Τα αποτελέσματα των Hovakimian et al (2001), σε αντίστοιχη σύγκριση της θεωρίας αντιστάθμισης με την θεωρία ιεράρχησης, έδειξαν να δικαιώνουν περισσότερο την θεωρία αντιστάθμισης.

Οι Fama και French (2002) επίσης έκαναν συγκρίσεις μεταξύ της θεωρίας αντιστάθμισης και της θεωρίας ιεράρχησης, αλλά κατέληξαν σε μικτά αποτελέσματα, επιβεβαιώνοντας μερικές φορές και τις δύο θεωρίες, ενώ άλλες φορές απέρριπταν και τις δύο. Οι Jung et al (1996) και οι Frank και Goyal (2003) απορρίπτουν τις προβλέψεις της pecking order theory. Οι Baker και Wurgler (2002) δεν υποστηρίζουν ούτε την pecking order theory ούτε και την θεωρία αντιστάθμισης, αντίθετα βρίσκουν ισχυρές αποδείξεις για την θεωρία επιλογής κατάλληλης χρονικής στιγμής.

Αν η θεωρία ιεράρχησης κεφαλαίων ήταν η «σωστή» θεωρία, τότε οι επιχειρήσεις δεν θα προχωρούσαν ποτέ σε νέες εκδόσεις μετοχών, όταν προηγουμένως είχαν προχωρήσει σε νέες εκδόσεις χρέους, γεγονός που φυσικά δεν συμβαίνει. Από την άλλη πλευρά, όμως, η θεωρία ιεράρχησης κεφαλαίων ερμηνεύει κάποιες άλλες παρατηρήσεις, που η θεωρία

ααντισταθμίσης δεν μπορεί, όπως για παράδειγμα τον αρνητικό συσχετισμό μεταξύ κερδοφορίας και χρέους, ο οποίος επαληθεύεται και από πολλές μελέτες (Rajan και Zingales 1995, Frank και Goyal 2003, Gaud et al 2005).

2.5 Θεωρία Κόστους Αντιπροσώπευσης (Agency Costs Theory) και Θεωρία Ελευθέρων Χρηματοροών (Free Cash Flow Theory)

Μια ακόμη ενδιαφέρουσα θεωρία (Jensen και Meckling 1976, Jensen 1986) εξετάζει το θέμα από την σκοπιά του κόστους αντιπροσώπευσης (agency cost). Η θεωρία αυτή απορρέει από τη σύγκρουση συμφερόντων μεταξύ μετόχων και διευθυντών της εταιρείας (Feidakis 2008) και από τη σύγκρουση συμφερόντων μεταξύ μετόχων και κατόχων χρέους-ομολόγων. Στην πρώτη περίπτωση, η σύγκρουση προκαλείται διότι οι διευθυντές μπορούν να παρακρατήσουν τα κέρδη της εταιρείας για επένδυση, ενώ οι μέτοχοι προτιμούν τη διανομή μερισμάτων (Agency theory). Σύμφωνα με τη θεωρία αυτή, το εξωτερικό χρέος κινητοποιεί τους διευθυντές των επιχειρήσεων να είναι πιο συνεπείς και αποτελεσματικοί στις επενδυτικές τους αποφάσεις, αφού δέχονται μεγαλύτερη πίεση και υπάρχει καλύτερη επίβλεψη στα επιχειρηματικά τους σχέδια από τους φορείς των πιστώσεων (Τράπεζες - Κεφαλαιαγορές). Αυτές τις θετικές συνέπειες του εξωτερικού χρέους για μια επιχείρηση ο Jensen (1986) τις θεωρεί ως ένα τρόπο ελέγχου των επιχειρηματικών δραστηριοτήτων των διευθυντών. Όταν οι διευθυντές μιας εταιρείας έχουν αρκετά διαθέσιμα ίδια κεφάλαια, μπορούν να τα

διοχετεύσουν σε επενδύσεις χαμηλών αποδόσεων, κάτι που δεν θα μπορούσαν να το κάνουν τόσο εύκολα αν τα κεφάλαια προέρχονταν από εξωτερικό δανεισμό. Στη δεύτερη περίπτωση, η σύγκρουση αφορά το συμφέρον των μετόχων για επενδύσεις υψηλού κινδύνου και συνεπώς υψηλών αποδόσεων, σε αντίθεση με τους κατόχους ομολόγων (πιστωτές), οι οποίοι πάντα λαμβάνουν την ίδια απόδοση (τόκο), ανεξάρτητα από την ύπαρξη σημαντικών επιτυχημένων επενδύσεων και επομένως δεν επιθυμούν επικίνδυνα επενδυτικά σχέδια. Κατά συνέπεια, οι πιστωτές δεν είναι πρόθυμοι να συμφωνήσουν στην χρηματοδότηση επενδύσεων υψηλού κινδύνου χωρίς τις ανάλογες εγγυήσεις, οι οποίες συνήθως είναι τα πάγια περιουσιακά στοιχεία της επιχείρησης (Harris και Raviv, 1991).

Αυτή είναι η λογική που οδηγεί στην θεωρία κόστους αντιπροσώπευσης των ελευθέρων χρηματοροών (Agency Costs of Free Cash Flow Theory, Jensen 1986). Σύμφωνα με τη θεωρία αυτή, το πρόβλημα είναι πώς να δοθεί κίνητρο στους διευθυντές των επιχειρήσεων έτσι ώστε να «αποδεσμευτούν» από τις ελεύθερες ταμειακές ροές της επιχείρησης (free cash flow), και να μην τις χρησιμοποιήσουν για να χρηματοδοτήσουν επενδύσεις με αποδόσεις χαμηλότερες από το κόστος κεφαλαίου ή να τα ξοδέψουν για την κάλυψη οργανωτικών ελλείψεων. Με τον όρο ελεύθερες ταμειακές ροές εννοούνται τα χρηματικά ποσά μιας επιχείρησης, τα οποία θεωρούνται διαθέσιμα, με την έννοια ότι μπορούν αυτά να διατεθούν για πρόσθετες επενδύσεις, χωρίς να προκληθούν προβλήματα στις καθημερινές της λειτουργίες (αφού αυτές έχουν ήδη καλυφθεί από τις καθαρές ταμειακές

ροές net cash flow της επιχείρησης). Η απάντηση στο πρόβλημα αυτό, την οποία διατύπωσε ο Jensen (1986), είναι το πρόσθετο εξωτερικό χρέος, το οποίο υποχρεώνει τις επιχειρήσεις να αποδεσμεύσουν πρόσθετες ταμειακές ροές για την κάλυψη του. Η ανάληψη εξωτερικού χρέους σε υψηλά επίπεδα, μπορεί να είναι επικίνδυνη αλλά μπορεί και να προσθέτει αξία στην επιχείρηση, αφού την οδηγεί σε υποχρεωτική «δίαιτα» μειώνοντας τις ελεύθερες ταμειακές ροές της.

Επιπλέον, κατά τον Hunsaker (1999), μια αύξηση στο χρέος αυξάνει επίσης και τον κίνδυνο χρεοκοπίας και συνεπώς περιορίζεται η ροπή των διευθυντών για σπατάλες.

Επιπροσθέτως, οι La Porta et al (1998) περιγράφουν θεσμικές λεπτομέρειες για πολλές χώρες του κόσμου σχετικά με την προστασία των μετόχων και των πιστωτών και συμπεραίνουν ότι λόγω των θεσμικών διαφορών μεταξύ των χωρών, προκαλούνται και διαφορετικά προβλήματα αντιπροσώπευσης (agency problems) από χώρα σε χώρα.

Τέλος, οι Barclay et al (2003) δείχνουν ότι υπό καθορισμένες συνθήκες, το μακροχρόνιο χρέος μιας εταιρείας μπορεί να αντικατασταθεί από μεγαλύτερη μόχλευση (και αντιστρόφως), διότι και το μακροχρόνιο χρέος αλλά και η μεγάλη μόχλευση βοηθούν στον περιορισμό την ευελιξίας των διευθυντών να χρησιμοποιούν τις ελεύθερες ταμειακές ροές τους για επενδύσεις χαμηλής κερδοφορίας.

2.6 Θεωρία Επιλογής Κατάλληλης Χρονικής Στιγμής (Timing Theory)

Οι Baker και Wurgler (2002) προέβαλαν την άποψη ότι η κεφαλαιακή διάρθρωση μιας επιχείρησης δεν είναι τίποτα άλλο από το συσσωρευμένο αποτέλεσμα προσπαθειών του παρελθόντος, προκειμένου να επιλεγεί η ευνοϊκότερη χρονική στιγμή στη χρηματιστηριακή αγορά, ώστε η επιχείρηση να εξυπηρετήσει τις χρηματικές της ανάγκες, δηλαδή του σωστού συγχρονισμού (timing). Στην έρευνά τους διαπίστωσαν ότι οι εταιρείες συνήθως προχωρούν σε έκδοση νέου μετοχικού κεφαλαίου, όταν οι χρηματιστηριακές τιμές των μετοχών τους είναι υψηλές σε σχέση με τις λογιστικές τους τιμές ή τις ιστορικές χρηματιστηριακές τους τιμές.

Οι Baker et al (2003) διεύρυναν την θεωρία επιλογής κατάλληλης χρονικής στιγμής καλύπτοντας και τις περιπτώσεις χρέους μέσω της έκδοσης ομολόγων. Η κατάλληλη χρονική στιγμή για να χρηματοδοτηθεί μια επιχείρηση, με οποιαδήποτε τρόπο, είναι αυτή που θα της επιφέρει το χαμηλότερο κόστος σε συνάρτηση με τον κίνδυνο.

Παρομοίως, ο Ritter το 2002 δείχνει ότι οι εταιρείες προσαρμόζουν τις επιλογές ιεράρχησης («pecking order») ανάλογα με τις εκάστοτε ευκαιρίες που τους προσφέρουν οι κεφαλαιαγορές. Σύμφωνα με το μοντέλο του, αν οι μετοχές στα χρηματιστήρια είναι υπερτιμημένες, τότε οι εταιρείες προτιμούν να εκδώσουν μετοχικό κεφάλαιο, ενώ αν το κόστος δανεισμού είναι φτηνό, τότε προτιμούν να εκδώσουν ομολογίες.

Οι Rajan και Zingales (1995) ερμηνεύουν την αρνητική συσχέτιση, που βρίσκουν μεταξύ δανεισμού και επενδυτικών δυνατοτήτων, σαν απόδειξη της θεωρίας επιλογής της κατάλληλης χρονικής στιγμής. Οι εταιρείες προτιμούν να εκδίδουν νέες μετοχές, όταν η χρηματιστηριακή τους αξία θεωρείται υψηλή. Αντίθετα, οι Jung et al (1996) δεν βρίσκουν αποδείξεις που να στηρίζουν τη θεωρία επιλογής κατάλληλης χρονικής στιγμής.

Γενικά θα μπορούσε να λεχθεί ότι οι εταιρείες προτιμούν να επιλέγουν πως θα χρηματοδοτηθούν ανάλογα με τις συνθήκες της Αγοράς. Όταν τα χρηματιστήρια βρίσκονται σε ανοδική φάση και οι τιμές των μετοχών τους είναι ψηλά, τότε οι διευθυντές των εταιρειών προτιμούν να εκδώσουν νέες μετοχές. Σε αντίθετη περίπτωση, όταν το κόστος δανεισμού είναι χαμηλό, προτιμούν να καταφεύγουν σε εξωτερικό δανεισμό.

2.7 Σύνοψη-Συμπεράσματα

Στο κεφάλαιο αυτό παρουσιάστηκαν οι σημαντικότερες θεωρητικές μελέτες της οικονομικής επιστήμης σχετικά με το ζήτημα της κεφαλαιακής διάρθρωσης.

Ως αφετηρία παρουσιάζεται ο ισχυρισμός των Modigliani και Miller (1958) ότι η κεφαλαιακή διάρθρωση μιας επιχείρησης, σε τέλειες χρηματαγορές, δεν σχετίζεται με καμία επενδυτική απόφαση που αφορά τους τρόπους χρηματοδότησης της.

Στην πραγματικότητα, όμως, οι χρηματαγορές, δεν λειτουργούν τέλεια, έτσι όπως υποθέτουν οι Modigliani και Miller. Στις χρηματαγορές

υπάρχει πλήθος από παράγοντες όπως η φορολογία, το κόστος των συναλλαγών, το κόστος αντιπροσώπευσης (agency cost), το κόστος χρηματοοικονομικού κινδύνου, η ασυμμετρία στις πληροφορίες (information asymmetry), η επιλογή κατάλληλης χρονικής στιγμής (timing) και άλλοι, που επηρεάζουν την επενδυτική πολιτική των επιχειρήσεων αναφορικά με τον τρόπο χρηματοδότησης τους.

Με βάση αυτές τις «ατέλειες» των χρηματαγορών αναπτύχθηκαν και οι ανάλογες θεωρίες.

Η θεωρία αντιστάθμισης (trade-off theory) δίνει έμφαση στους φόρους και στην αποτίμηση του κινδύνου και υποστηρίζει ότι οι επενδυτικές αποφάσεις, που διαμορφώνουν την κεφαλαιακή σύνθεση μιας εταιρείας, καθορίζονται από την εξισορρόπηση των κερδών από φοροαπαλλαγές, από το κόστος του χρέους - Τόκοι και την αποτίμηση του κινδύνου χρεοκοπίας.

Η θεωρία ιεράρχησης κεφαλαίων (Pecking Order Theory) δίνει έμφαση στην ασυμμετρία της πληροφόρησης (Asymmetric information theory) και ισχυρίζεται ότι η κεφαλαιακή σύνθεση είναι αποτέλεσμα των επενδυτικών προτιμήσεων των διευθυντών των επιχειρήσεων, οι οποίοι εκμεταλλευόμενοι τις «εσωτερικές» πληροφορίες που διαθέτουν ενεργούν, κυρίως, σύμφωνα με τα συμφέροντα των μετόχων.

Η θεωρία ελεύθερων χρηματοροών (Free cash flow theory) δίνει έμφαση στο κόστος αντιπροσώπευσης (Agency costs theory) και συμπεραίνει ότι η κεφαλαιακή δομή μπορεί να αποτελέσει τον καλύτερο τρόπο «πειθαρχίας» των διευθυντών των επιχειρήσεων στα συμφέροντα των

μετόχων, μέσω της αύξησης των ομολογιακών δανείων (εξωτερικό χρέος) όταν το κόστος τους είναι μικρότερο του κόστους κεφαλαίων των μετόχων.

Τέλος, η θεωρία επιλογής κατάλληλης χρονικής στιγμής δίνει έμφαση στο χρόνο (timing) που πραγματοποιούνται οι συναλλαγές για όλα τα είδη κεφαλαίου και διατυπώνει ότι τελικά η κεφαλαιακή διάρθρωση είναι αποτέλεσμα των «ευκαιριακών» επιλογών - συναλλαγών των εταιρειών, εκμεταλλευόμενες τις συγκυριακές «ευκαιρίες», που προσφέρει η Αγορά, όπως για παράδειγμα, εάν οι μετοχές είναι υπερτιμημένες, τότε είναι προτιμότερη μια νέα έκδοση μετοχικού κεφαλαίου για να καρπωθούν οι μέτοχοι μέσω υπεραξιών την υπερτίμηση αυτή, ενώ ταυτόχρονα οι διευθυντές θα βρουν κεφάλαια για να χρηματοδοτήσουν τις επενδύσεις τους.

Έχουν γίνει πάρα πολλές έρευνες, οι οποίες προσπαθούν να «αποδείξουν» τις παραπάνω θεωρίες και οι οποίες επίσης καταδεικνύουν από τα συμπεράσματα τους την πολυπλοκότητα και την ποικιλομορφία του προβλήματος.

Στα επόμενα κεφάλαια η έρευνα θα επικεντρωθεί στον έλεγχο της ορθότητας των παραπάνω θεωρητικών προτάσεων, μέσω της εξαγωγής των κατάλληλων εμπειρικών συμπερασμάτων, καθώς και στην απάντηση, μέσω αυτών, του κύριου ερωτήματος της παρούσας διδακτορικής έρευνας.

Κεφάλαιο 3. ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ-ΜΕΤΑΒΛΗΤΕΣ-ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ

3.0 Εισαγωγή

Κάθε επιχείρηση, κατά τη διάρκεια της λειτουργίας της, επηρεάζεται από πλήθος παραγόντων, από τους οποίους εξαρτάται, κατά κύριο λόγο, και η βιωσιμότητά της. Οι παράγοντες αυτοί είναι οι βασικοί συντελεστές της καλής ή της κακής πορείας της επιχείρησης και επηρεάζουν όλες τις δραστηριότητές της, μεταξύ των οποίων και την κεφαλαιακή της διάρθρωση.

Μερικοί παράγοντες προέρχονται άμεσα, μέσω της υφισταμένης λειτουργίας της επιχείρησης, από τις οικονομικές καταστάσεις της και αποτελούν κάποιους από τους κυριότερους λογιστικούς αριθμοδείκτες (accounting ratios), όπως η κερδοφορία, το μέγεθος των πάγιων κεφαλαίων, η ρευστότητα, κτλ, τα στοιχεία των οποίων απεικονίζονται κυρίως στις οικονομικές καταστάσεις των επιχειρήσεων (Ισολογισμός, Πίνακας Αποτελεσμάτων Χρήσεων, Πίνακας Ταμειακών Ροών, Πίνακας μεταβολών Ιδίων Κεφαλαίων).

Επίσης, στα πλαίσια της έρευνας της διδακτορικής διατριβής, κρίνεται σκόπιμο να εξεταστούν και παράγοντες, που σχετίζονται με τα οικονομικά περιβάλλοντα των χωρών, στις οποίες δραστηριοποιούνται οι εξεταζόμενες εταιρείες. Συνεπώς, περιλαμβάνονται μεταβλητές, που θεωρούνται κύριοι μακροοικονομικοί δείκτες, όπως ο πληθωρισμός, το Ακαθάριστο Εγχώριο Προϊόν, κτλ.

Σε αυτό το κεφάλαιο παρουσιάζονται οι κυριότεροι παράγοντες-μεταβλητές, που έχουν χρησιμοποιηθεί σε ανάλογες έρευνες, ως ερμηνευτικοί παράγοντες, προκειμένου να εξηγήσουν την κεφαλαιακή διάρθρωση των επιχειρήσεων. Παράλληλα, αναλύονται και φανερώνεται ο ρόλος τους σαν χαρακτηριστικά, τα οποία επιδρούν στις επενδυτικές αποφάσεις για την κεφαλαιακή δομή, σύμφωνα και με τις επικρατέστερες θεωρίες, οι οποίες αναλύθηκαν στο πρώτο κεφάλαιο.

3.1 Το μέγεθος της εταιρείας

Η σχετική βιβλιογραφία, αναφορικά με τους παράγοντες που επιδρούν στην κεφαλαιακή δομή μιας εταιρείας, έχει ως γενική «θέση» ότι οι μεγάλες σε μέγεθος εταιρείες είναι λιγότερο ευάλωτες για να χρεοκοπήσουν, διότι έχουν διαφοροποιήσει τους κινδύνους τους καλύτερα από τις μικρότερες εταιρείες (Warner 1977, Ang et al 1982). Σύμφωνα με την θεωρία της αντιστάθμισης (trade-off theory), οι μεγάλες εταιρείες θα πρέπει να χρησιμοποιούν περισσότερο δανειακό χρέος στην κεφαλαιακή τους διάρθρωση.

Επίσης, σύμφωνα με τη θεωρία της ασύμμετρης πληροφόρησης (asymmetric information theory), οι μεγάλες εταιρείες παρακολουθούνται από πολλούς χρηματοοικονομικούς αναλυτές, άρα είναι πιο διαφανείς και υποφέρουν λιγότερο από την ασύμμετρη πληροφόρηση από ότι οι μικρές σε μέγεθος εταιρείες. Συνεπώς, η ανάγκη των μεγάλων σε μέγεθος εταιρειών να

σηματοδοτήσουν την ποιότητα τους με την έκδοση νέων ομολόγων θα πρέπει να είναι περιορισμένη.

Από την άλλη πλευρά, σύμφωνα με τον Jensen (1986), οι μεγάλες επιχειρήσεις θα έπρεπε να χρησιμοποιούν περισσότερο χρέος, προκειμένου να ελέγχουν αποτελεσματικότερα τους διευθυντές τους.

Οι Titman και Wessels (1988) έδειξαν ότι οι μικρές εταιρείες βασίζονται περισσότερο στο δανειακό χρέος, διότι έχουν περιορισμένη πρόσβαση στα χρηματιστήρια και μεγαλύτερο κόστος άντλησης κεφαλαίων.

Ο Marsh (1982) συμπεραίνει ότι οι μικρότερες σε μέγεθος επιχειρήσεις είναι πιο πιθανό να εκδώσουν μετοχικό κεφάλαιο παρά να δανειστούν. Ακόμη, ο ίδιος ερευνητής επισημαίνει στην ίδια ερευνά του ότι οι μεγάλες σε μέγεθος εταιρείες συχνά επιλέγουν μακροχρόνιο χρέος, ενώ οι μικρές επιλέγουν βραχυχρόνιο χρέος.

Οι Jung et al (1996) καταλήγουν ότι οι επιχειρήσεις με μεγάλα συνολικά κεφάλαια, οι οποίες έχουν μεγαλύτερη διαφάνεια και μικρότερη ασύμμετρη πληροφόρηση, είναι λιγότερο πιθανό να εκδώσουν νέο μετοχικό κεφάλαιο. Η άποψη αυτή είναι αντίθετη με την υπόθεση της θεωρίας ιεράρχησης (pecking order theory). Οι ίδιοι συγγραφείς μάλιστα υποστηρίζουν ότι η επιλογή της έκδοσης νέου μετοχικού κεφαλαίου εξηγείται επαρκέστερα από την θεωρία αντιπροσώπευσης (agency theory) παρά από την θεωρία ιεράρχησης (pecking order theory).

Οι Korajczyk et al (1991) συνάγουν ότι οι μεγαλύτερες εταιρείες, οι οποίες υποφέρουν λιγότερο από την ασύμμετρη πληροφόρηση, αργούν να εκδώσουν νέο μετοχικό κεφάλαιο.

Οι Michaelas et al (1999) ισχυρίζονται ότι οι μεγάλες σε μέγεθος εταιρείες, εξαιτίας του πλεονεκτήματος των οικονομιών κλίμακας και της διαπραγματευτικής δύναμης, που διαθέτουν με τους πιστωτές, μπορούν να εκδώσουν χρέος και μετοχικό κεφάλαιο με χαμηλότερα κόστη από ότι οι μικρές σε μέγεθος εταιρείες.

Τέλος, οι Harris και Raviv (1991), όπως και ο MacKie-Mason (1990) πρωτότερα, κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι μια επιχείρηση αυξάνει το εξωτερικό της χρέος ανάλογα με το μέγεθος της.

3.2 Κερδοφορία

Στη διεθνή βιβλιογραφία δεν υπάρχουν «συνεπή» συμπεράσματα αναφορικά με τη σχέση μεταξύ κερδοφορίας και δανεισμού.

Σύμφωνα με τη θεωρία της ασύμμετρης πληροφόρησης (asymmetric information theory), αν μια υψηλή σε αξία επιχείρηση βασίζεται στην υψηλότερη κερδοφορία της, τότε οι περισσότεροι επικερδείς εταιρείες έχουν κίνητρο, να διατηρούν το εξωτερικό τους χρέος σε υψηλά επίπεδα, προκειμένου να σηματοδοτούν την αξία τους στην αγορά.

Οι Bolton και Scharfstein (1990) ερμηνεύουν την αρνητική συσχέτιση μεταξύ εξωτερικού δανεισμού και κερδοφορίας διατυπώνοντας ότι για τις επιχειρήσεις η κερδοφορία είναι ένδειξη ισχύος, συνεπώς οι επιχειρήσεις με

ισχύ στην αγορά προτιμούν να διατηρούν τον δανεισμό τους σε χαμηλά επίπεδα, προκειμένου να εξασφαλίζουν πρόσθετες αποδόσεις για τους μετόχους τους και να αποτρέπουν νέους δυνητικούς ανταγωνιστές στον επιχειρηματικό κλάδο όπου δραστηριοποιούνται.

Παράλληλα, και η θεωρία ελεύθερων χρηματοροών (free cash flow theory Jensen 1986, Williamson 1988) προβλέπει μια θετική συσχέτιση μεταξύ κερδοφορίας και χρέους, καθότι οι επιχειρήσεις υψηλής κερδοφορίας παράγουν επιπρόσθετα ταμειακά αποθέματα για τα οποία το χρέος, σαν πειθαρχικό μέσο, θα κινητοποιήσει τους διευθυντές τους στην λήψη σωστών επενδυτικών αποφάσεων.

Περαιτέρω, η θεωρία αντιστάθμισης προβλέπει ότι μια επιχείρηση, με υψηλή κερδοφορία, θα πρέπει να έχει υψηλά επίπεδα εξωτερικού χρέους, προκειμένου μέσω της φορολογικής ασπίδας των τόκων να προφυλαχτεί από την φορολογία των κερδών της και θα μπορεί επίσης να εξυπηρετήσει μεγαλύτερο χρέος, χωρίς να κινδυνεύει να χρεοκοπήσει.

Οι Barton et al (1989) διατυπώνουν την άποψη ότι η κερδοφορία πρέπει να είναι θετικά συσχετισμένη με το χρέος. Ομοίως, ο Stigler (1963) αναφέρει ότι οι πιστωτές, απαιτώντας αποζημίωση για όλα τα επίπεδα κινδύνου που αναλαμβάνουν, έχουν την τάση να προτιμούν να δανείζουν τις περισσότερες κερδοφόρες επιχειρήσεις και κλάδους και έτσι, αντίστοιχα, να αυξάνεται η μόχλευση σε αυτές τις επιχειρήσεις.

Αντιθέτως, η θεωρία ιεράρχησης (pecking order theory) προτείνει μια αρνητική συσχέτιση μεταξύ κερδοφορίας και χρέους, αφού σύμφωνα με το

μοντέλο της οι επιχειρήσεις, υποτίθεται, πως προτιμούν να χρηματοδοτούνται εσωτερικά, παρά να καταφεύγουν σε εξωτερικό δανεισμό. Στον εξωτερικό δανεισμό καταφεύγουν μόνο όταν ο εσωτερικός τους δανεισμός από τα αποθεματικά τους κέρδη αποδεικνύεται ανεπαρκής για την κάλυψη των χρηματοδοτικών τους αναγκών.

Στο ίδιο πνεύμα, οι Harris και Raviv (1991) παρατηρούν ότι πολλές εμπειρικές έρευνες έχουν καταλήξει σε αυτά τα αποτελέσματα, δηλαδή στο ότι το ποσό του χρέους, που εξυπηρετεί μια εταιρεία είναι αρνητικά, συσχετισμένο με την κερδοφορία. Στα ίδια συμπεράσματα καταλήγουν και οι Titman και Wessels (1988), Rajan και Zingales (1995), Frank και Goyal (2003), Fama και French (2002), Wald (1999), και Booth et al (2001).

Ο Kamath (1997) βρήκε, σε έρευνα που διεξήγαγε στις μικρές εταιρείες, ότι οι διευθυντές θεωρούν τα παρελθόντα ιστορικά κέρδη και την παρελθούσα ανάπτυξη σημαντικούς παράγοντες για την κεφαλαιακή τους διάρθρωση. Οι Hovakimian et al (2001) υποστηρίζουν ότι οι περισσότερο κερδοφόρες επιχειρήσεις έχουν λιγότερα δάνεια, αλλά είναι περισσότερο πιθανό να εκδώσουν ομόλογα παρά μετοχές.

Ο Marsh (1982) εξάγει το συμπέρασμα ότι οι εταιρείες με μεγάλη κερδοφορία αυξάνουν τα κεφάλαια κίνησης περισσότερο από τα κεφάλαια κτήσης πάγιων στοιχείων. Ακόμη, ο ίδιος συγγραφέας ισχυρίζεται ότι οι εταιρείες, με μεγάλη κερδοφορία ή με μεγάλη ανάπτυξη έχουν και μεγαλύτερο κίνδυνο χρεοκοπίας.

3.3 Επενδυτικές ευκαιρίες

Γενικά, οι περισσότερες θεωρητικές μελέτες προτείνουν ότι υπάρχει μια αρνητική συσχέτιση μεταξύ επενδυτικών ευκαιριών και μόχλευσης.

Σύμφωνα με την θεωρία ιεράρχησης (pecking order theory), εταιρείες με περισσότερες επενδυτικές ευκαιρίες έχουν περισσότερα κέρδη και συνεπώς μικρότερη ανάγκη για εξωτερικό χρέος (Myers 1977). Ακόμη, λαμβάνοντας υπόψη το πρόβλημα της υποεπένδυσης (για μια ανάλυση του όρου βλέπε κεφάλαιο 2) είναι προτιμότερο οι επιχειρήσεις με μεγάλες επενδυτικές δυνατότητες να χρησιμοποιούν μικρότερη μόχλευση και περισσότερο βραχυχρόνιο χρέος.

Ομοίως, ο Johnson (2003) συμφωνεί και προσθέτει ότι εκτός από μικρότερη μόχλευση, προτιμούν βραχυχρόνιο χρέος. Από την άλλη πλευρά, όμως, σύμφωνα με μια άλλη εκδοχή της ίδιας θεωρίας (Myers και Majluf, 1984), οι επιχειρήσεις, οι οποίες παρουσιάζουν υψηλές επενδυτικές δυνατότητες, χωρίς πολλά διαθέσιμα κεφάλαια, θα προτιμήσουν να έχουν υψηλό δανεισμό, παρά να εκδώσουν νέο μετοχικό κεφάλαιο.

Επίσης, η θεωρία αντιστάθμισης (trade-off theory) προβλέπει ότι οι επιχειρήσεις με τις μεγαλύτερες επενδυτικές δυνατότητες θα πρέπει να δανείζονται λιγότερο, για να μην έχουν μείωση της αξίας τους σε περιόδους χρηματοοικονομικών κρίσεων, οι οποίες επηρεάζουν περισσότερο τα ξένα κεφάλαια. Με άλλα λόγια, εταιρείες με μεγάλες δυνατότητες ανάπτυξης έχουν μεγαλύτερο κόστος αθέτησης πληρωμών σε περιόδους κρίσης.

Επιπροσθέτως, σύμφωνα και με τη θεωρία ελεύθερων χρηματοροών (free cash flow theory), εταιρείες με υψηλές επενδυτικές δυνατότητες έχουν μικρότερη ανάγκη για «εσωτερική πειθαρχία», αφού λόγω της πληθώρας των διαθέσιμων επιλογών τους, δεν απαιτείται να ελεγχθούν οι ελεύθερες διαθέσιμες χρηματοροές τους, από εξωτερικό δανεισμό.

Σύμφωνα και με τα παραπάνω, οι Rajan και Zingales (1995) και οι Frank και Goyal (2003) διαπιστώνουν ότι υπάρχει αρνητική συσχέτιση μεταξύ του χρέους που εξυπηρετεί μια εταιρεία και των επενδυτικών της ευκαιριών.

Οι Rajan και Zingales (1995) το αιτιολογούν με το σκεπτικό ότι οι εταιρείες προσπαθούν να επιλέξουν την κατάλληλη χρονική στιγμή, για αυτό και εκδίδουν νέες μετοχές όταν ο λόγος της χρηματιστηριακής αξίας προς την λογιστική αξία είναι υψηλός, διότι τότε πιστεύουν οι διευθυντές τους ότι οι μετοχές τους είναι υπερτιμημένες (Baker και Wurgler 2002).

Οι εταιρείες, οι οποίες έχουν λίγα δάνεια, εκδίδουν μετοχές όταν ο λόγος της χρηματιστηριακής αξίας προς την λογιστική αξία αυξάνεται, σε αντιδιαστολή με τις εταιρείες που έχουν πολλά δάνεια, οι οποίες εκδίδουν ομόλογα όταν ο λόγος της χρηματιστηριακής αξίας προς την λογιστική αξία μειώνεται (Baker και Wurgler 2002).

Οι Kayhan και Titman (2007), λένε ότι οι εταιρείες με καλές επενδυτικές ευκαιρίες αποφεύγουν την έκδοση ομολογιών προκειμένου να διατηρήσουν την χρηματοοικονομική τους ευελιξία.

Οι Lemmon και Zender (2004) παρατηρούν ότι επιχειρήσεις με υψηλές επενδυτικές ευκαιρίες έχουν την τάση να χρηματοδοτούνται, εκδίδοντας

μετοχικό κεφάλαιο παρά ομόλογα, διότι αν δανειστούν μέσω της χρήσης αυτών μειώνεται η πιστοληπτική ικανότητα τους.

Οι Drobetz και Fix (2005) υποστηρίζουν ότι εταιρείες με πολλές επενδυτικές δυνατότητες έχουν λιγότερη μόχλευση, διότι έχουν ισχυρότερα κίνητρα για να αποφύγουν επενδύσεις χαμηλών αποδόσεων, οι οποίες μπορεί να προκύψουν από συγκρούσεις συμφερόντων μεταξύ μετόχων και πιστωτών.

Οι Titman και Wessels (1988) πιστεύουν ότι αφού οι δυνατότητες ανάπτυξης είναι πάγια περιουσιακά στοιχεία, τα οποία προσθέτουν αξία στην επιχείρηση αλλά δεν μπορούν να υποθηκευτούν, οι εταιρείες θα προσπαθήσουν να χρηματοδοτήσουν τα αναπτυξιακά τους σχέδια, εκδίδοντας νέο μετοχικό κεφάλαιο, αποφεύγοντας τους δυσμενέστερους όρους που θα απαιτήσουν οι πιστωτές. Επιπροσθέτως, οι αναπτυξιακές δυνατότητες δεν παράγουν τρέχον φορολογητέο εισόδημα, το οποίο χρειάζεται να καλυφθεί φορολογικά από χρέος, διότι εκπίπτει φορολογικά το σύνολο της επένδυσης μέσω των αποσβέσεων.

Ακόμη, σύμφωνα με την υπόθεση των Smith και Warner (1979), οι υψηλά σε ανάπτυξη εταιρείες, με μεγάλες επενδύσεις σε άυλα κεφάλαια, μπορεί να αντιμετωπίσουν μεγάλο κόστος για την εφαρμογή συμφωνιών και ελέγχων και συνεπώς, θα πρέπει, να έχουν χαμηλότερα επίπεδα χρέους για την αποφυγή πρόσθετου κόστους.

Τέλος, ο Kester (1986) υποστηρίζει ότι οι επιχειρήσεις προτιμούν να αυξάνουν το εξωτερικό τους χρέος ανάλογα με τις επενδυτικές τους ευκαιρίες.

3.4 Μέγεθος Πάγιων Στοιχείων

Σύμφωνα με την θεωρία ιεράρχησης (pecking order theory), οι επιχειρήσεις με λίγα πάγια περιουσιακά στοιχεία έχουν μεγαλύτερη ασύμμετρη πληροφόρηση και συνεπώς θα έπρεπε να χρησιμοποιούν περισσότερο χρέος.

Επίσης, σύμφωνα με την θεωρία αντιστάθμισης (trade-off theory) «καλές - αποφυγής κινδύνων» επιχειρήσεις, που έχουν πολλά πάγια στοιχεία και μεγάλο φορολογητέο εισόδημα, για να προστατευτούν από το φορολογικό βάρος, θα πρέπει να έχουν υψηλότερο χρέος για να το μειώσουν μέσω της ασπίδας των τόκων. Αντίθετα, «ριψοκίνδυνες» επιχειρήσεις, που έχουν πολλά άυλα περιουσιακά στοιχεία, των οποίων η αξία θα εξαφανιστεί σε περίπτωση ρευστοποίησης, οφείλουν να βασίζονται πιο πολύ σε εκδόσεις μετοχικού κεφαλαίου.

Επιπλέον, επιχειρήσεις με πολλά πάγια περιουσιακά στοιχεία θεωρούνται πιο ασφαλείς επιχειρήσεις για να αναλάβουν περισσότερο χρέος, αφού διατηρούν περισσότερη αξία, τόσο για υποθήκευση όσο και σε περίπτωση εκκαθάρισης τους. Τα πάγια περιουσιακά στοιχεία μπορούν να θεωρηθούν ως εγγυήσεις, για τους κατόχους χρέους - ομολόγων. Η ύπαρξη μεγάλου μεγέθους παγίων περιουσιακών στοιχείων βοηθά την επιχείρηση να δανείζεται με μεγαλύτερη ευκολία από τις τράπεζες και σε χαμηλότερα επιτόκια (Bradley et al 1984).

Οι Harris και Raviv (1991) συνοψίζουν ότι μια επιχείρηση αυξάνει το εξωτερικό της χρέος ανάλογα με το μέγεθος των παγίων περιουσιακών στοιχείων της.

Ομοίως, οι Rajan και Zingales (1995) και οι Frank και Goyal (2003) δείχνουν ότι η σχέση μεταξύ παγίων περιουσιακών στοιχείων και μόχλευσης είναι θετική. Από την άλλη πλευρά, επιχειρήσεις με λίγα πάγια περιουσιακά στοιχεία-κεφάλαια είναι «υποδανεισμένες» (επειδή διαθέτουν λιγότερα περιουσιακά στοιχεία για ενέχυρο) και άρα μπορεί να έχουν μεγαλύτερο κόστος επιτήρησης των προνομίων των διευθυντών τους μέσω της αύξησης του χρέους.

Συνεπώς, σύμφωνα με τη θεωρία ελευθέρων χρηματοροών (free cash flow theory) οι επιχειρήσεις με λίγα πάγια είναι περισσότερο πρόθυμες να αυξήσουν τα επίπεδα δανεισμού τους (για μία εκτενέστερη ανάλυση βλέπε Titman και Wessels 1988).

Οι Ferri και Jones (1979) διατυπώνουν την άποψη ότι τα πάγια περιουσιακά στοιχεία και η μόχλευση θα πρέπει να έχουν αρνητική συσχέτιση, διότι η χρήση των παγίων περιουσιακών στοιχείων μπορεί να μεγεθύνει την μεταβλητότητα του μελλοντικού εισοδήματος της επιχείρησης, οπότε θα πρέπει να καταφύγει σε λιγότερο επικίνδυνες κεφαλαιακές δομές και άρα σε περισσότερο μετοχικό κεφάλαιο.

Στην ίδια κατεύθυνση, οι Kim και Sorensen (1986) διατείνονται ότι, επειδή τα πάγια περιουσιακά στοιχεία μιας εταιρείας σχετίζονται άμεσα με τα έξοδα απόσβεσης τους, τα οποία φοροαπαλλάσσονται, η εταιρεία, η οποία

διαθέτει πολλά πάγια κεφάλαια, δεν έχει ανάγκη να έχει και μεγάλο εξωτερικό χρέος.

Τέλος, οι Booth et al (2001) δείχνουν στην έρευνά τους ότι στις αναπτυσσόμενες χώρες η σχέση μεταξύ πάγιων κεφαλαίων και μόχλευσης είναι αρνητική.

3.5 Φορολογικές ελαφρύνσεις πλέον του χρέους

Αν και ο τόκος από δάνεια εκπίπτει από τη φορολογία των επιχειρήσεων, οι επιχειρήσεις μπορούν να χρησιμοποιήσουν και άλλα στοιχεία τους για να μειώσουν το φορολογικό τους «βάρος». Για παράδειγμα, οι αποσβέσεις σε πάγια και άυλα στοιχεία εκπίπτουν από τη φορολογία.

Οι εταιρείες, οι οποίες έχουν πολλές φορολογικές ελαφρύνσεις πλέον του χρέους, δεν χρειάζεται να εκδίδουν περισσότερο χρέος, προκειμένου να αποφύγουν τη φορολογία, συνεπώς έχουν μικρότερη μόχλευση (DeAngelo και Masulis 1980, MacKie-Mason 1990).

Από την άλλη πλευρά, οι Harris και Raviv (1991) καταλήγουν σε αντίθετα αποτελέσματα, λέγοντας ότι μια επιχείρηση που έχει πολλές φορολογικές ελαφρύνσεις, έχει και ανάλογο εξωτερικό χρέος (Bradley et al 1984).

3.6 Φορολογικός συντελεστής

Η επίδραση του φορολογικού συντελεστή στο χρέος μιας επιχείρησης παρουσιάζει μεικτά αποτελέσματα. Από τη μια πλευρά, επειδή οι τόκοι από

δάνεια εξαιρούνται από φορολόγηση, οι επιχειρήσεις με υψηλά φορολογητέα εισοδήματα οφείλουν να χρησιμοποιούν περισσότερο χρέος, προκειμένου να επωφεληθούν από την έκπτωση, που τους προσφέρεται στο φόρο (Haugen και Senbet 1986) και άρα προβλέπεται θετική συσχέτιση μεταξύ χρέους και φορολογικού συντελεστή (θεωρία αντιστάθμισης, Rajan και Zingales 1995).

Από την άλλη πλευρά, όμως, ένας υψηλός φορολογικός συντελεστής μειώνει και τα εσωτερικά διαθέσιμα κεφάλαια, δηλαδή τον εσωτερικό δανεισμό της εταιρείας, και αυξάνει το κόστος κεφαλαίου και άρα προβλέπεται αρνητική συσχέτιση μεταξύ φορολογικού συντελεστή και εσωτερικού δανεισμού.

Τέλος, οι Titman και Wessels (1988) δεν βρίσκουν καμία στατιστικώς σημαντική συσχέτιση μεταξύ φορολογικού συντελεστή και δανεισμού στις επιχειρήσεις.

3.7 Ρευστότητα

Η ρευστότητα μιας επιχείρησης είναι πολύ σημαντικός παράγοντας, για την ομαλή λειτουργία της και για την διεκπεραίωση των τρεχουσών οικονομικών της συναλλαγών. Μια εταιρεία με υψηλή ρευστότητα εξασφαλίζει ότι, αφενός μεν, μπορεί να καλύψει τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της, αφετέρου δε, μπορεί να παράγει εσωτερικά κεφάλαια, τα οποία μπορεί να χρησιμοποιήσει για να χρηματοδοτήσει τις επενδυτικές της αποφάσεις.

Σύμφωνα με την pecking order theory, οι εταιρείες προτιμούν να χρηματοδοτούνται με εσωτερικό δανεισμό, παρά με εξωτερικό. Συνεπώς, οι εταιρείες συνήθως δημιουργούν ρευστότητα, χρησιμοποιώντας τα αποθεματικά από παρακρατούμενα κέρδη προηγούμενων χρήσεων. Άρα, η ρευστότητα αναμένεται να είναι αρνητικά συσχετισμένη με τη μόχλευση με την αύξηση του εσωτερικού δανεισμού έναντι του εξωτερικού δανεισμού.

Οι Shlifer και Vishny (1992) δείχνουν ότι εταιρείες με λίγα κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία χρησιμοποιούν μικρότερη μόχλευση και βραχυπρόθεσμο χρέος, εξαιτίας του κόστους, το οποίο συνδυάζεται με το πρόβλημα ρευστότητας. Οι δανειστές γνωρίζουν ότι, αν χρειαστεί να ρευστοποιηθούν τα περιουσιακά στοιχεία μιας επιχείρησης, για τα οποία έχει δανειστεί και δεν μπορεί να εξοφλήσει το χρέος της, τότε είναι καλύτερο τα περιουσιακά στοιχεία αυτά να μπορούν να ρευστοποιηθούν εύκολα, διατηρώντας ταυτόχρονα και την αξία τους. Αν σε μια επιχείρηση μειωθεί η αξία ρευστοποίησης των περιουσιακών της στοιχείων, τότε προβλέπεται και μείωση της μόχλευσής της (Shleifer και Vishny 1992).

Ωστόσο, όταν μία επιχείρηση ενός συγκεκριμένου κλάδου, αντιμετωπίσει οικονομικές δυσκολίες εξαιτίας μιας χρηματοοικονομικής κρίσης, τότε είναι πιθανό να υπάρξει επίπτωση και στις άλλες επιχειρήσεις του κλάδου αυτού. Στην περίπτωση αυτή, αν χρειαστεί πραγματοποίηση αποπληρωμής χρέους μέσω ρευστοποίησης στοιχείων του ενεργητικού και τα περιουσιακά στοιχεία μπορεί να μην ρευστοποιούνται εύκολα, τότε

πραγματοποιούνται πωλήσεις σε χαμηλές τιμές (πχ. οι τιμές των ακινήτων στην Ελλάδα μετά την οικονομική κρίση).

3.8 Κίνδυνος- κόστος χρεοκοπίας ή αποτίμηση κινδύνου αθέτησης πληρωμών

Ως κόστος χρεοκοπίας θεωρούνται οι κεφαλαιακές ζημιές, που αντιμετωπίζει μια εταιρεία, όταν δε μπορεί να πληρώσει ή όταν είναι κοντά στο να είναι ανίκανη να πληρώσει, τους πιστωτές της. Σε ένα υπόδειγμα, στο οποίο το κόστος χρεοκοπίας είναι μηδενικό, η διακύμανση των κερδών δεν επηρεάζει την κεφαλαιακή δομή της εταιρείας (Scott 1976, Castanias 1983).

Όταν ανακόπτει κόστος χρεοκοπίας, μια μεγάλη διακύμανση στα κέρδη, που είναι σημάδι χρηματοοικονομικού κινδύνου, έχει ως αποτέλεσμα χαμηλότερη μόχλευση, αν υποθέσουμε ότι η πιθανότητα χρεοκοπίας πρέπει να παραμείνει χαμηλή.

Επίσης, επιχειρήσεις, οι οποίες παρουσιάζουν μεγάλες διακυμάνσεις στα κέρδη τους, έχουν μεγαλύτερη πιθανότητα να εμφανίσουν περιόδους, στις οποίες οι χρηματοροές τους να είναι μικρές και συνεπώς να είναι ανίκανες, να εξυπηρετήσουν το εξωτερικό τους χρέος (Johnson 1997). Ακόμη, οι ίδιοι οι πιστωτές βάζουν όρια δανεισμού στις εταιρίες με μεγάλη αστάθεια (Volatility) στα κέρδη τους, ενώ οι αγορές επιβάλλουν στις εταιρείες αυτές χαμηλές μοχλεύσεις, μέσω της τιμολόγησης του χρέους θέτοντας σε αυτές υψηλά επιτόκια δανεισμού (Ferri και Jones 1979).

Συνεπώς, προβλέπεται αρνητικός συσχετισμός ανάμεσα στον κίνδυνο και στη μόχλευση μιας επιχείρησης (Bradley et al 1984, MacKie-Mason 1990).

Από την άλλη πλευρά, όμως, ο Myers (1977) έχει υποστηρίξει ότι οι εταιρείες με μεγάλο χρηματοοικονομικό κίνδυνο μπορεί να έχουν χαμηλότερο κόστος αντιπροσώπευσης για το χρέος (agency cost of debt) και άρα μπορούν να δανειστούν περισσότερο (για το επιχείρημα αυτό βλέπε και Kim και Sorensen 1986).

Σύμφωνα και με τους Jensen και Meckling (1976), εταιρείες με υπερβολικό χρέος, δεν έχουν πρόβλημα να αναλάβουν υπερβολικούς κινδύνους, διότι αν πετύχουν, κερδίζουν οι μέτοχοι, ενώ αν αποτύχουν, χάνουν αναλογικά περισσότερο οι πιστωτές.

Οι Kim και Sorensen (1986) συμπεραίνουν ότι επιχειρήσεις με υψηλό επιχειρησιακό κίνδυνο προτιμούν να δανείζονται περισσότερο, δηλαδή υπάρχει θετική συσχέτιση. Επιχειρήσεις που αντιμετωπίζουν χρηματοοικονομικές δυσκολίες, υποφέρουν και από μεγάλη μεταβλητότητα στα κέρδη, ενώ η αξία των κεφαλαίων τους μειώνεται και το συνολικό χρέος τους αυξάνεται. Άρα, σε επιχειρήσεις που βρίσκονται σε οικονομική κρίση παρατηρείται θετική συσχέτιση μεταξύ κόστους χρεοκοπίας και μόχλευσης.

Επιπλέον, επιχειρήσεις, που έχουν μακροχρόνια χρέη, επιλέγουν πιο επικίνδυνες επενδύσεις, προκειμένου να μεταφέρουν την αξία, από τους πιστωτές στους μετόχους. Επομένως, υπάρχει θετική συσχέτιση μεταξύ του μακροχρόνιου χρέους ή χρέους με το κόστος χρεοκοπίας.

Εταιρείες με υψηλή μεταβλητότητα στα κέρδη τους αντιμετωπίζουν υψηλότερο ρίσκο, αφού υπάρχει πιθανότητα το επίπεδο κερδοφορίας τους να πέσει κάτω από επίπεδο εξυπηρέτησης του χρέους τους. Αυτό μπορεί να αναγκάσει τις επιχειρήσεις να εξυπηρετήσουν τα χρέη τους με πολύ υψηλό κόστος ή ακόμη και να χρεοκοπήσουν.

Αντίθετα, όταν οι επιχειρήσεις έχουν χρηματοδοτηθεί από μετοχικό κεφάλαιο, μπορούν πάντοτε να επιλέξουν να μην διανείμουν μερίσματα σε περιόδους κρίσεων. Για αυτό και αναμένεται μια αρνητική συσχέτιση μεταξύ κινδύνου χρεοκοπίας και μόχλευσης. Ομοίως, οι Harris και Raviv (1991) συμπεραίνουν ότι μια επιχείρηση που παρουσιάζει μεγάλο κόστος χρεοκοπίας, δεν έχει μεγάλο εξωτερικό χρέος.

Από την άλλη πλευρά, όμως, όταν οι εταιρείες έχουν στενές σχέσεις με τους δανειστές τους, το δυνητικό κόστος τους σε περιόδους χρηματοοικονομικών κρίσεων μπορεί να είναι περιορισμένο.

Για παράδειγμα, οι γερμανικές ή οι ιαπωνικές εταιρείες, επειδή διατηρούν στενές επαφές με τα πιστωτικά ιδρύματα της χώρας τους, αναμένεται να υποφέρουν λιγότερο από το δυνητικό κόστος χρεοκοπίας, όταν αποτυγχάνουν να εξυπηρετήσουν το χρέος τους.

Στον αντίποδα, οι βρετανικές ή οι αμερικάνικες εταιρείες αναμένεται να υποφέρουν πάρα πολύ σε περιόδους χρηματοοικονομικών κρίσεων, λόγω του ότι χρηματοδοτούνται από τις κεφαλαιαγορές και δεν έχουν ιδιαίτερα στενές σχέσεις με τους δανειστές τους.

Ο Flannery (1986) ισχυρίζεται ότι το μακροχρόνιο χρέος είναι γενικά υπερτιμημένο, επειδή οι πιστωτές απαιτούν υψηλότερα ασφάλιστρα, λόγω του μεγαλύτερου ρίσκου που αναλαμβάνουν, σε σχέση με το βραχυχρόνιο χρέος. Επομένως, οι επιχειρήσεις, χαμηλού κινδύνου χρεοκοπίας προτιμούν να εκδώσουν περισσότερο υποτιμημένο βραχυχρόνιο χρέος ή αντίστοιχα λιγότερο υπερτιμημένο μακροχρόνιο χρέος. Στο ίδιο συμπέρασμα καταλήγει και ο Johnson (2003).

Τέλος, ο Diamond (1991) επισημαίνει ότι, όπως και οι εταιρείες χαμηλού κινδύνου χρεοκοπίας, έτσι και οι εταιρείες υψηλού κινδύνου χρεοκοπίας καταφεύγουν στο βραχυχρόνιο χρέος, αφού η αγορά τις έχει αποκλείσει από το μακροχρόνιο χρέος λόγω του μεγάλου κινδύνου αθέτησης πληρωμών. Οι ενδιάμεσης ποιότητας εταιρείες είναι αυτές, οι οποίες επιλέγουν μακροχρόνιο χρέος.

3.9 Αποδοτικότητα των στοιχείων ενεργητικού (Turnover)

Ο λόγος των πωλήσεων προς το σύνολο των διαθεσίμων στοιχείων ενεργητικού φανερώνει την οικονομική αποδοτικότητα μιας εταιρείας. Χαμηλές τιμές σε αυτό το λόγο υποδεικνύουν αναποτελεσματικότητα, χαμηλή παραγωγικότητα των διευθυντών και ανικανότητα στην ανάληψη αξιόλογων επενδυτικών σχεδίων.

Σύμφωνα με τους Jensen και Meckling (1976), επειδή η χαμηλή αποδοτικότητα των κεφαλαίων μιας επιχείρησης σημαίνει ανεπάρκεια στο

μάνατζμεντ, δηλαδή αυξημένα κόστη αντιπροσώπευσης (agency costs), προβλέπεται αρνητικός συσχετισμός μεταξύ αποδοτικότητας και μόχλευσης, αφού ένας τρόπος συμμόρφωσης είναι η αύξηση του εξωτερικού χρέους (free cash flow theory).

Τέλος, σύμφωνα με τη θεωρία αντιστάθμισης (trade-off theory), αν η επιχείρηση δεν είναι αποδοτική, αυξάνεται η εξάρτηση της από τους πιστωτές, αφού χρειάζεται δανεισμό για τη χρηματοδότησή της. Με τον τρόπο αυτό, όμως, αυξάνονται και οι πιθανότητες χρεοκοπίας και συνεπώς το χρέος θα πρέπει να μειωθεί, προκειμένου να αντισταθμιστεί το υψηλό κόστος χρεοκοπίας.

3.10 Επιτοκιακή κάλυψη

Οι Harris και Raviv (1990) έχουν εξετάσει την υπόθεση αν η επιτοκιακή κάλυψη συσχετίζεται αρνητικά με το χρέος της επιχείρησης. Η μεταβλητή αυτή φανερώνει πόσο εύκολα μια επιχείρηση μπορεί να πληρώσει τους τόκους που προκύπτουν από το δανεισμό της. Επίσης, αποτελεί και δείκτη κινδύνου, με την έννοια ότι όσο μικρότερη είναι, τόσο πιο δύσκολα μια εταιρεία μπορεί να αποπληρώσει τα δάνεια της.

Το βασικό συμπέρασμα των συγγραφέων είναι ότι η επιτοκιακή κάλυψη είναι αρνητικά συσχετισμένη με τη μόχλευση και ότι η μόχλευση είναι θετικά συσχετισμένη με την πιθανότητα χρεοκοπίας της εταιρείας.

3.11 Χρονική διάρθρωση κεφαλαίων

Ο Myers (1977) υποστηρίζει ότι αν οι επιχειρήσεις ταίριαζαν περιουσιακά τους στοιχεία τους με τις υποχρεώσεις τους, το πρόβλημα της υποεπένδυσης θα είχε μετριαστεί σημαντικά. Η οικονομική λογική αυτής της άποψης είναι ότι οι επιχειρήσεις προσπαθούν να ταιριάξουν τις χρονικές λήξεις του ενεργητικού τους, με τις χρονικές λήξεις των υποχρεώσεων του παθητικού τους, με στόχο να προφυλαχτούν από τους κινδύνους χρηματοοικονομικών κρίσεων. Επομένως, αναμένεται θετικός συσχετισμός μεταξύ χρονικής διάρθρωσης χρέους και χρονικής διάρθρωσης των περιουσιακών στοιχείων της επιχείρησης.

3.12 Το κόστος του χρέους

Τα τοκοχρεολύσια, τα οποία πρέπει να πληρώνουν οι επιχειρήσεις προκειμένου να αποπληρώσουν το χρέος τους, επιδρούν στο συνολικό ποσό χρέους που αναλαμβάνουν. Τα μικρά τοκοχρεολύσια προέρχονται από χαμηλά επιτόκια και αποτελούν μικρό κόστος δανεισμού, συνεπώς σε τέτοιες συνθήκες η επιχείρηση αναμένεται να επιθυμεί να αυξήσει τη μόχλευση της.

Από την άλλη πλευρά, τα μεγάλα τοκοχρεολύσια προέρχονται από υψηλά επιτόκια και αποτελούν μεγάλο κόστος δανεισμού, συνεπώς σε τέτοιες συνθήκες η επιχείρηση αναμένεται να επιθυμεί να μειώσει το δανεισμό της.

3.13 Χρηματιστηριακή τιμή μετοχής

Η πορεία της τιμής της μετοχής μιας επιχείρησης γενικά, μεταφράζεται σαν ευκαιρία για έκδοση νέου μετοχικού κεφαλαίου. Όταν η τιμή της μετοχής θεωρηθεί ότι βρίσκεται σε υψηλά επίπεδα, τότε είναι μια καλή ευκαιρία για αύξηση του μετοχικού της κεφαλαίου, αφού η ενέργεια αυτή έχει μικρότερο κόστος για την άντληση κεφαλαίων για την εταιρεία και μεγαλύτερη διάθεση από τον μέτοχο επενδυτή για συμμετοχή (Ooi et al 2010).

Σε ερευνά τους, οι Graham και Harvey (2001) διαπιστώνουν ότι οι δύο στους τρεις διευθυντές εξετάζουν αν η τιμή της μετοχής της εταιρείας τους είναι υπερτιμημένη ή υποτιμημένη, προκειμένου να αποφασίσουν αν θα εκδώσουν νέο μετοχικό κεφάλαιο ή όχι, καθώς επίσης και την πρόσφατη επίδοση της τιμής της μετοχής στο χρηματιστήριο.

Επίσης, οι Hovakimian et al (2001) βρίσκουν ότι οι επιχειρήσεις έχουν την τάση να εκδίδουν νέες μετοχές, ακολουθώντας αυξήσεις των τιμών των μετοχών τους και ξαναγοράζουν μετοχές τους (ιδίες μετοχές), όταν παρατηρούνται μειώσεις των τιμών των μετοχών τους.

Η άποψη αυτή, αντιτίθεται στην θεωρία αντιστάθμισης (trade-off theory), η οποία υποστηρίζει ότι οι επιχειρήσεις έχουν την τάση να μετασχηματίζουν την κεφαλαιακή τους σύνθεση προς μία συγκεκριμένη τιμή «στόχο». Η αγορά ιδίων μετοχών μεταβάλλει την κεφαλαιακή σύνθεση, διότι οι ίδιες μετοχές αποτελούν στην ουσία μείωση των κεφαλαίων των μετόχων στην επιχείρηση.

Όλα τα παραπάνω συνηγορούν στην άποψη ότι το χρέος μιας εταιρείας είναι αρνητικά συσχετισμένο με την χρηματιστηριακή της τιμή (Welch 2004).

3.14 Πληρωμή μερισμάτων

Οι απόψεις για το πως οι πληρωμές μερισμάτων επηρεάζουν την μόχλευση δεν είναι ξεκάθαρες. Η θεωρία ιεράρχησης (pecking order theory) επιτρέπει την ερμηνεία από δύο αντιτιθέμενες απόψεις.

Από την μια πλευρά, οι Fama και French (2002) υποστηρίζουν ότι υπάρχει αρνητική συσχέτιση μεταξύ πληρωμής μερισμάτων και μόχλευσης, διότι οι εταιρείες που πληρώνουν μερίσματα έχουν υψηλή κερδοφορία σχετικά με τις επενδυτικές τους αποφάσεις και συνεπώς μπορούν να αποφεύγουν να δανείζονται.

Από την άλλη πλευρά, όμως, οι Shyam-Sunder και Myers (1999) συμπεραίνουν πως η συσχέτιση ανάμεσα σε πληρωμή μερισμάτων και μόχλευσης είναι θετική, διότι η απόφαση μιας επιχείρησης να πληρώσει μέρισμα επιβαρύνει την εσωτερική της χρηματοδότηση και απαιτείται κατά συνέπεια να αυξήσει τον εξωτερικό της δανεισμό.

Σύμφωνα με την θεωρία αντιστάθμισης, οι εταιρείες, που πληρώνουν μερίσματα, έχουν ικανοποιητικά κεφάλαια σχετικά με τις επενδυτικές τους αποφάσεις και δεν χρειάζεται να αυξήσουν το εξωτερικό τους χρέος, άρα ούτε και τα κόστη δανεισμού τους, και επομένως προβλέπεται αρνητική συσχέτιση.

Επιπλέον, σύμφωνα με τη θεωρία ελεύθερων χρηματοροών (free cash flow theory), τα μερίσματα, όπως και το χρέος, αναγκάζουν τους διευθυντές να είναι πιο πειθαρχημένοι στις σπατάλες και στις επενδυτικές τους αποφάσεις, καταλήγοντας σε αρνητική συσχέτιση.

Τέλος, η εμπειρική μελέτη των Frank και Goyal (2004) δείχνει ότι οι επιχειρήσεις, που πληρώνουν μερίσματα, έχουν χαμηλότερη μόχλευση.

3.15 Πληθωρισμός

Οι DeAngelo και Masulis (1980) υπογραμμίζουν ότι όταν αυξάνεται ο πληθωρισμός αυξάνονται και τα ονομαστικά έσοδα των επιχειρήσεων, οπότε μειώνονται οι φορολογικές ασπίδες (πραγματικές αξίες των φοροαπαλλασσομένων κεφαλαίων για φοροαπαλλαγή, αφού αυτά αποτιμώνται στο κόστος (ιστορικές τιμές), όπως αποσβέσεις, κόστος πωλήσεων κτλ, δίνοντας έτσι κίνητρο στις επιχειρήσεις να αυξήσουν τις φορολογικές ασπίδες τους μέσω της αύξησης του χρέους τους, ώστε να αντισταθμίσουν τη μείωση των φορολογικών ασπίδων από φοροαπαλλασσόμενων ποσών δαπανών αποτιμημένων στο κόστος (trade-off theory).

3.16 Ακαθάριστο Εγχώριο Προϊόν

Μια χώρα σε υψηλούς ρυθμούς ανάπτυξης δημιουργεί για τις επιχειρήσεις και τις αγορές ένα κλίμα ευφορίας και ένα περιβάλλον χρηματοπιστωτικής ευημερίας, συνεπώς η μόχλευση από τις επιχειρήσεις αναμένεται να είναι μεγαλύτερη.

3.17 Δείκτες δραστηριότητας του οικονομικού κλάδου

Οι Schwartz και Aronson (1967) έχουν την άποψη ότι επιχειρήσεις που ανήκουν στον ίδιο οικονομικό κλάδο έχουν παρόμοιες χρηματοοικονομικές δομές, οι οποίες διατηρούνται κατά την διάρκεια του χρόνου, παρά τις μεταβολές, που δημιουργούνται στην οικονομία και στους φορολογικούς συντελεστές. Αντίθετα, αναμένεται επιχειρήσεις από διαφορετικούς κλάδους, γενικά πάντα μιλώντας, να παρουσιάζουν διαφορετικές χρηματοοικονομικές δομές.

Οι Ferri και Jones (1979) ισχυρίζονται ότι εταιρείες, οι οποίες δραστηριοποιούνται στον ίδιο οικονομικό κλάδο, αντιμετωπίζουν το ίδιο περιβάλλον και οικονομικές συνθήκες, μοιράζονται τον ίδιο επιχειρηματικό κίνδυνο και τον ίδιο κίνδυνο αγοράς, παράγουν παρόμοια προϊόντα, έχουν παρόμοια κόστη υλικών και εργασίας και βασίζονται σε παρόμοια τεχνολογία, χωρίς βέβαια να παραγνωρίζεται το γεγονός ότι η κάθε εταιρεία ωριστά θα διατηρεί και τα ιδιαίτερα γνωρίσματά της.

Οι Barton et al (1989) δηλώνουν ότι οι μοχλεύσεις των επιχειρήσεων μπορεί να διαφέρουν ανά οικονομικό κλάδο, εξαιτίας υπαρκτών κοινών ομαδικών συμφερόντων στο συγκεκριμένο κλάδο. Οι MacKay και Phillips (2005) αναδεικνύουν ότι παράγοντες που σχετίζονται με τον οικονομικό κλάδο, στον οποίο δραστηριοποιούνται οι επιχειρήσεις, επηρεάζουν τις κεφαλαιακές τους δομές. Επίσης, οι Frank και Goyal (2004), χρησιμοποιώντας

τον μέσο όρο των τιμών των μοχλεύσεων ανά κλάδο, βρίσκουν ότι είναι πολύ σημαντικός παράγοντας ερμηνείας της μόχλευσης.

Τα αποτελέσματα αυτά αποτελούν ισχυρές ενδείξεις ότι επιχειρήσεις, οι οποίες ανήκουν στον ίδιο οικονομικό κλάδο, μπορεί να εμφανίζουν παρόμοια κεφαλαιακή δομή, για αυτό το λόγο, αναμένουμε θετική συσχέτιση μεταξύ του μέσου όρου των τιμών των μοχλεύσεων ανά κλάδο και της μόχλευσης ανά μετοχή.

Για παράδειγμα, επιχειρήσεις που ανήκουν σε ώριμους κλάδους και έχουν πολλά μετρητά, είναι πιθανό να αναλαμβάνουν περισσότερο χρέος, ως μορφή πειθαρχίας και ελέγχου σύμφωνα με τη θεωρία ελευθέρων χρηματοροών (free cash flow theory).

Επιπροσθέτως, επιχειρήσεις με μοναδικά και εξειδικευμένα προϊόντα, πάγια και ρευστοποιήσιμα κεφάλαια και υψηλό κύκλο εργασιών, είναι πιθανό να καθοδηγούνται, από κάποια κεφαλαιακή δομή-στόχο (Titman και Wessels 1988).

Επιπλέον, κλάδοι που παρουσιάζουν κυκλικότητα στις εργασίες τους, όπως για παράδειγμα ο κατασκευαστικός κλάδος, είναι περισσότερο πιθανό να κινούνται προς μια κεφαλαιακή δομή - στόχο (Titman και Wessels 1988).

Από την άλλη πλευρά, κλάδοι που χαρακτηρίζονται από εταιρίες, οι οποίες χρησιμοποιούν σημαντικό μέγεθος πάγιων περιουσιακών στοιχείων παρά κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία, όπως οι εταιρείες ακίνητης περιουσίας (real estate), είναι πιθανό να στρέφονται σε μακροχρόνιο χρέος

για δανεισμό, εκμεταλλευόμενες το γεγονός ότι έχουν ευκολότερη πρόσβαση στις αγορές ομολόγων και με μικρότερο κόστος (Bevan και Danbolt 2004).

Ο κατασκευαστικός τομέας αποτελεί έναν ετερογενή κλάδο που περιλαμβάνει υποκατηγορίες, όπως βαριές κατασκευές, κατασκευές σπιτιών, κτλ. Ο τομέας αυτός παρουσιάζει μακρύ κύκλο μετατροπής των εργασιών του σε μετρητά.

Οι κατασκευαστικές εταιρίες ανησυχούν και δίνουν μεγάλη σημασία στον έλεγχο του χρηματοοικονομικού τους κινδύνου. Οι ισολογισμοί τους εμφανίζουν σημαντικά πάγια με χαμηλό κύκλο εργασιών από προϊόντα, τα οποία δεν θεωρούνται «μοναδικά», παράγοντες, δηλαδή, που ενθαρρύνουν την χρηματοδότηση από εξωτερικό χρέος.

Για αυτόν τον κλάδο περιμένουμε πιο αντιπροσωπευτικά αποτελέσματα από τη χρήση των λογιστικών αριθμοδεικτών, που εμφανίζουν μεγαλύτερη σταθερότητα, διότι οι τιμές της αγοράς στον κλάδο παρουσιάζουν έντονες διακυμάνσεις.

Επιπλέον, οι επιχειρήσεις, του κατασκευαστικού κλάδου, έχουν ή δημιουργούν, μέσω της διανομής κερδών, μεγάλα αποθεματικά κεφάλαια, με στόχο να ξεπερνούν τις δυσκολίες, που δημιουργούνται από το χαμηλό κύκλο εργασιών έναντι των μεγάλων απασχολούμενων κεφαλαίων και επομένως η συγκέντρωση κερδών, ως αποθεματικά, αποτελεί απαραίτητο παράγοντα χρηματοδότησης.

Ο κλάδος των επιχειρήσεων ακίνητης περιουσίας (real estate) παρουσιάζει μεγαλύτερη ομοιογένεια. Οι εταιρείες ακίνητης περιουσίας

διατηρούν σημαντικά πάγια περιουσιακά στοιχεία, τα οποία χρησιμοποιούν είτε για πώληση είτε για ενοικίαση, και για αυτό εταιρείες αυτού του είδους δεν πραγματοποιούν μεγάλες επενδύσεις σε Έρευνα και Ανάπτυξη.

Αναμένεται ότι οι επιχειρήσεις αυτές θα εκμεταλλεύονται τις χρηματοπιστωτικές αγορές και θα χρηματοδοτούνται μέσω εξωτερικού δανεισμού. Ακόμη, είναι πιθανό να δίνουν μεγαλύτερη έμφαση στους λογιστικούς αριθμοδείκτες και όχι στις τιμές αγοράς, διότι δεν είναι στη φιλοσοφία τους οι επενδύσεις σε στοιχεία που δεν παράγουν άμεσα λογιστικά αποτελέσματα, αφού λογοδοτούν βάσει των οικονομικών τους καταστάσεων.

Επιπροσθέτως, ο κύκλος εργασιών τους είναι χαμηλός έναντι των απασχολούμενων κεφαλαίων τους και οι real estate επιχειρήσεις προτιμούν να παρακρατούν τα κέρδη τους ως αποθεματικά, προκειμένου να χρηματοδοτήσουν περαιτέρω επεκτάσεις ή εξαγορές. Είναι, επίσης, πιθανό οι εταιρείες ακίνητης περιουσίας να θέτουν κάποια τιμή-στόχο για τη μόχλευση τους.

Γενικά, οι εταιρείες με πολλά πάγια περιουσιακά στοιχεία προτιμούν να χρηματοδοτούνται με μακροχρόνιο χρέος, ενώ όσες έχουν επενδυτικές δυνατότητες ή είναι εντάσεως κυκλοφορούντων στοιχείων με βραχυχρόνιο χρέος (Myers 1977, Barclay 1995).

Οι Bradley et al (1984) διαπιστώνουν ότι υπάρχει θετικός συσχετισμός μεταξύ μόχλευσης και κλάδων εντάσεως παγίων στοιχείων.

Στις κατασκευαστικές εταιρείες υπάρχει κυκλικότητα στις πωλήσεις με χωρική, όμως, διαφοροποίηση. Αυτή μπορεί να διαφοροποιείται ανάλογα με

τη χώρα, πχ. στις ΗΠΑ μπορεί οι πωλήσεις να πηγαίνουν καλά, ενώ στην Ιαπωνία όχι, στο ίδιο χρονικό διάστημα ανάλογα με τη θέση του κύκλου, στον οποίο βρίσκονται ως χώρες.

3.18 Χρηματοπιστωτικό σύστημα

Σε κάθε χώρα μπορεί να εμφανίζονται διαφοροποιήσεις στην επιλογή της κεφαλαιακής σύνθεσης των επιχειρήσεων που δραστηριοποιούνται σε αυτήν, ανάλογα με το χρηματοπιστωτικό σύστημα και το οικονομικό περιβάλλον (της χώρας).

Το οικονομικό σύστημα μιας χώρας παρουσιάζει σίγουρα ιδιαιτερότητες, υπάρχουν πάντως κάποιες γενικές κατηγορίες τέτοιων συστημάτων. Υπάρχει το χρηματοοικονομικό σύστημα, το οποίο δίνει περισσότερο έμφαση στην λειτουργία της αγοράς, σύστημα το οποίο παρατηρείται περισσότερο στις Αγγλοσαξονικές χώρες (Ηνωμένο Βασίλειο, ΗΠΑ), το χρηματοοικονομικό σύστημα, το οποίο δίνει περισσότερο έμφαση σε τραπεζικούς ομίλους (Γερμανία, Ισπανία) και τέλος υπάρχει και το χρηματοοικονομικό σύστημα, το οποίο δίνει περισσότερο έμφαση στην λειτουργία βιομηχανικών ομίλων (βλέπε keiretsu στην Ιαπωνία).

Το σύστημα με βάση τους τραπεζικούς ομίλους θεωρείται ασφαλέστερο, από την άποψη ότι οι τράπεζες είναι ιδιαίτερα αποτελεσματικές στην εποπτεία και στον έλεγχο των εταιρειών και ανταπεξέρχονται ευκολότερα στα προβλήματα ασύμμετρης πληροφόρησης. Το γεγονός αυτό μπορεί να

φανερώνει ένα ασθενέστερο ρόλο για το μοντέλο της θεωρίας ιεράρχησης (pecking order theory).

Στην περίπτωση των ΗΠΑ και Ηνωμένο Βασίλειο, το χρηματοοικονομικό σύστημα, το οποίο βασίζεται στις αγορές, έχει ως χαρακτηριστικό του τη μεγαλύτερη διαθεσιμότητα και χρήση νέων εκδόσεων μετοχικού κεφαλαίου. Το μοντέλο της θεωρίας ιεράρχησης (pecking order theory) προβλέπει μεγαλύτερη ανταπόκριση στο χρέος, παρά στο μετοχικό κεφάλαιο.

Ο Kaplan (2005) έχει την άποψη ότι το χρηματοοικονομικό σύστημα στις ΗΠΑ είναι πιο αποτελεσματικό από τα αντίστοιχα σε Γερμανία και Ιαπωνία στο να αποθαρρύνει επιτυχημένες εταιρείες να υπερεπενδύουν. Ένας λόγος για αυτό αποτελεί το γεγονός ότι στις ΗΠΑ οι διευθυντές κατέχουν μεγαλύτερες θέσεις σε μετοχές, από ότι οι διευθυντές σε Ιαπωνία και Γερμανία.

Άλλος ένας σημαντικός παράγοντας είναι ότι οι εταιρείες στην Ιαπωνία αντιμετωπίζουν δυσκολία στο να επιστρέψουν κεφάλαιο στους μέτοχους. Τα μερίσματα είναι ελάχιστα και μέχρι το 1995 ήταν παράνομο για μια εταιρεία στη Ιαπωνία να επαναγοράσει το μετοχικό της κεφάλαιο.

Επιπροσθέτως, στην Ιαπωνία οι επιχειρήσεις, οι οποίες αναλαμβάνουν επενδύσεις μεγάλου ρίσκου, συνήθως είναι μέλη ενός μεγάλου ιαπωνικού οικονομικού ομίλου (keiretsu) και έτσι μπορούν να αποφύγουν μερικά από τα προβλήματα, που προκαλεί μια χρηματοοικονομική κρίση, αφού έχουν την δυνατότητα να εκδώσουν περισσότερο χρέος.

Ο Roe (1993) διατυπώνει την άποψη ότι οι βιομηχανικοί όμιλοι στην Ιαπωνία (Keiretsu) επιδρούν στις επιχειρήσεις με τον ίδιο τρόπο που επιδρούν οι τραπεζικοί όμιλοι στην Γερμανία.

Στην Ιαπωνία οι εταιρείες βιώνουν μικρότερα κόστη χρεοκοπίας, διότι τα μέλη ενός Keiretsu έχουν επιπρόσθετες πληροφορίες για την οικονομική κατάσταση της εταιρείας και δεν φοβούνται να επενδύσουν σε περιόδους κρίσεων (Hoshi et al 1990). Συνεπώς, η σύγκρουση μεταξύ μετόχων και πιστωτών, σύμφωνα με το μοντέλο του Myers (1977), δεν ισχύει. Επιπλέον, δυνητικά ευμετάβλητες εταιρείες σε βιομηχανικούς τομείς υψηλής τεχνολογίας (high-tech), με μεγάλες δυνατότητας ανάπτυξης, μπορούν να χρηματοδοτηθούν και από μετοχές, αλλά και από ομόλογα.

Οι Hoshi et al (1990), αναφερόμενοι στο οικονομικό σύστημα της Ιαπωνίας, παρατηρούν ότι εμφανίζει μικρότερα κόστη χρεοκοπίας.

Οι Black και Coffee (1994) περιγράφουν ότι οι εταιρείες στο Ηνωμένο Βασίλειο συμπεριφέρονται όπως οι αντίστοιχες εταιρίες στις ΗΠΑ, με λιγότερους περιορισμούς στους μέτοχους και περισσότερες ενεργές ομάδες μετόχων.

Ο Roe (1993) βρίσκει ότι στη Γερμανία οι μεγάλες εταιρείες ελέγχονται από μεγάλες Γερμανικές τράπεζες, οι οποίες κατέχουν και ένα μεγάλο μερίδιο από το μετοχικό τους κεφάλαιο. Συνεπώς, στη Γερμανία, ένας μικρός αριθμός από διευθυντές μπορεί να ελέγχει ένα σημαντικό ποσοστό του μετοχικού κεφαλαίου μιας εταιρείας και άρα μπορεί να αναγκάσει τη διοίκηση, να πραγματοποιεί επενδύσεις, σύμφωνα με τα συμφέροντα των μετόχων.

Η δομή των βιομηχανιών στη Γαλλία παρουσιάζει κάποιες ομοιότητες με αυτή της Γερμανίας, αν και η κυβέρνηση και οι βιομηχανικοί όμιλοι παίζουν μεγαλύτερο ρόλο, ενώ οι τράπεζες επηρεάζουν λιγότερο (Charkham 1994).

Σε χώρες όπως την Ιαπωνία, Γαλλία, και Γερμανία, όπου ο επιχειρηματικός έλεγχος πραγματοποιείται από τράπεζες, οι εταιρείες μπορούν να χρηματοδοτηθούν φθηνά (έχουν χαμηλό κόστος χρηματοδότησης) από το ομολογιακό κεφάλαιο και έτσι δεν υπάρχουν σημαντικές συγκρούσεις συμφερόντων μεταξύ διευθυντών και πιστωτών (agency problem). Αντίθετα, σε χώρες όπως οι ΗΠΑ και το Ηνωμένο Βασίλειο, όπου κυρίως οι χρηματαγορές καθορίζουν τις χρηματικές ανάγκες των επιχειρήσεων, είναι πολύ δύσκολο να αποφευχθούν οι συγκρούσεις συμφερόντων (Myers 1977).

Μια άλλη ερμηνεία αποτελεί το γεγονός ότι το κόστος μετοχικού κεφαλαίου στις ΗΠΑ (και Ηνωμένο Βασίλειο) μπορεί να είναι σημαντικά χαμηλότερο, όχι μόνο επειδή υπάρχουν μεγάλα και αναπτυγμένα χρηματιστήρια (Νέας Υόρκης, Nasdaq, Λονδίνο), τα οποία βοηθούν στην χαμηλού κόστους άντληση μετοχικού κεφαλαίου αλλά και λόγω των αυστηρότερων λογιστικών προτύπων και των διαφορετικών νόμων περί οικονομικής απάτης και χρηματοπιστωτικής ευθύνης των εκδοτών τίτλων, και επομένως λόγω της φθηνής χρηματοδότησης από μετοχικό κεφάλαιο εντείνονται οι συγκρούσεις συμφερόντων (agency theory).

3.19 Χρηματοοικονομική ανάπτυξη

Οι Demirguc-Kunt και Maksimovic (1999) έχουν υποστηρίξει ότι οι μεγάλες επιχειρήσεις σε χώρες με έντονη χρηματοοικονομική ανάπτυξη χρησιμοποιούν περισσότερο μακροχρόνιο χρέος, καθώς τα ανεπτυγμένα χρηματιστήρια σχετίζονται με περιβάλλον καλύτερης επενδυτικής πληροφόρησης.

Σε ένα τέτοιο περιβάλλον, οι πιστωτές αισθάνονται περισσότερη ασφάλεια και προστασία, και έτσι οι επιχειρήσεις δεν είναι απαραίτητο, να καταφεύγουν σε χρήση βραχυχρόνιου χρέους. Στον αντίποδα, σε αναπτυσσόμενες αγορές, οι πιστωτές προτιμούν να δανείζουν με βραχυχρόνιο ορίζοντα, αποσκοπώντας στη συχνότερη επαναδιαπραγμάτευση των όρων δανεισμού με τις εταιρείες, με τελικό στόχο την αποφυγή πιθανών δραματικών κεφαλαιακών ζημιών.

3.20 Εμπειρική διερεύνηση των παραγόντων που επηρεάζουν την κεφαλαιακή διάρθρωση μιας επιχείρησης

Στη σχετική βιβλιογραφία, δεν υπάρχει κάποια μεταβλητή κοινά αποδεκτή, η οποία να χρησιμοποιείται σαν προσέγγιση της κεφαλαιακής διάρθρωσης μιας επιχείρησης. Οι Rajan και Zingales (1995) προτείνουν τέσσερις διαφορετικές μεταβλητές, προκειμένου να προσδιοριστεί η μόχλευση μιας εταιρείας. Ως πρώτη μεταβλητή προτείνουν το λόγο των συνολικών υποχρεώσεων (χωρίς το μετοχικό κεφάλαιο) προς τα συνολικά

κεφάλαια. Ο λόγος αυτός μπορεί να θεωρηθεί ότι δείχνει τι θα μείνει στους μέτοχους σε περίπτωση εκκαθάρισης της επιχείρησης, αλλά δεν αποτελεί καλό δείκτη για το αν μια εταιρεία βρίσκεται σε κίνδυνο χρεοκοπίας στο κοντινό μέλλον.

Επιπλέον, αφού στις συνολικές υποχρεώσεις περιλαμβάνονται και οι πληρωτέοι λογαριασμοί, οι οποίοι χρησιμοποιούνται κυρίως για τις συναλλαγές της επιχείρησης (κεφάλαιο κίνησης) και όχι για τη χρηματοδότηση επενδυτικών σχεδίων, μπορεί να θεωρηθεί ότι αυτή η μεταβλητή μεγιστοποιεί την τιμή της μόχλευσης.

Επιπροσθέτως, η τιμή της μόχλευσης επηρεάζεται, μέσω της μέτρησης αυτής, και από άλλα στοιχεία, όπως μεταβατικούς λογαριασμούς εσόδων επομένων χρήσεων και δεδουλευμένων εξόδων, προβλέψεις για επισφαλείς πελάτες, ενδεχόμενες συνταξιοδοτικές υποχρεώσεις, κτλ.

Ως δεύτερη μεταβλητή προτείνουν το λόγο του χρέους (βραχυχρόνιο και μακροχρόνιο) προς τα συνολικά κεφάλαια. Αυτή η μεταβλητή υπολογίζει το χρέος σε στενότερο πλαίσιο και εξαιρεί τις υπόλοιπες λειτουργικές υποχρεώσεις. Το μειονέκτημα αυτής της μεταβλητής είναι ότι δεν ενσωματώνει το γεγονός ότι υπάρχουν μερικά στοιχεία του Ενεργητικού, τα οποία αντισταθμίζονται από συγκεκριμένες υποχρεώσεις, υποχρεώσεις που δεν τις συναθροίζει στα στοιχεία χρέους. Για παράδειγμα, μια αύξηση στο συνολικό ποσό της εμπορικής πίστωσης αντανακλάται τελικά, σαν μείωση σε αυτή τη μεταβλητή μέτρησης του χρέους.

Οι Rajan και Zingales (1995) προτείνουν τη χρήση μιας μεταβλητής μέτρησης του χρέους, η οποία να μην εξαρτάται από το μέγεθος της εμπορικής πίστωσης, διότι το μέγεθος των πληρωτέων λογαριασμών και των εισπρακτέων λογαριασμών μπορεί να διαφέρουν από βιομηχανία σε βιομηχανία και από χώρα σε χώρα.

Ως τρίτη μεταβλητή, προτείνουν το λόγο του χρέους προς τα καθαρά κεφάλαια, όπου καθαρά κεφάλαια είναι τα συνολικά κεφάλαια μείον τους πληρωτέους λογαριασμούς και άλλες τρέχουσες υποχρεώσεις. Αυτή η μεταβλητή δεν επηρεάζεται από άτοκα χρέη και τη διαχείριση του κεφαλαίου κίνησης, αλλά επηρεάζεται από παράγοντες που δεν σχετίζονται με τη χρηματοδότηση. Για παράδειγμα, κεφάλαια που κρατούνται ως προβλέψεις για συνταξιοδοτικές υποχρεώσεις μειώνουν αυτή τη μεταβλητή μόχλευσης.

Ως τέταρτη και τελευταία μεταβλητή μόχλευσης, προτείνουν το λόγο συνολικού χρέους προς κεφάλαιο, όπου το κεφάλαιο ισούται με το συνολικό χρέος συν το μετοχικό κεφάλαιο. Αυτή η μεταβλητή λαμβάνει υπόψη της το απασχολούμενο κεφάλαιο (το κεφάλαιο της επιχείρησης χωρίς το κεφάλαιο κίνησης) και συνεπώς αντανakλά καλύτερα τις επιδράσεις προηγούμενων χρηματοοικονομικών αποφάσεων. Σχετίζεται πιο άμεσα με τα κόστη αντιπροσώπευσης, που αφορούν το χρέος, όπως υποδεικνύουν και οι Jensen και Meckling (1976) και ο Myers (1977).

Επιπλέον, σύμφωνα με τη διεθνή βιβλιογραφία, ο πιο διαδεδομένος ορισμός για τη λογιστική μόχλευση είναι ο λόγος του συνολικού λογιστικού χρέους προς τα συνολικά κεφάλαια, όπου το λογιστικό συνολικό χρέος ορίζεται ως: Συνολικά κεφάλαια – λογιστικό μετοχικό κεφάλαιο (Baker και Wurgler 2002, Fama και French 2002). Όσο πιο μεγάλο είναι ο παραπάνω λόγος, τόσο πιο πολύ η εταιρεία βασίζει την χρηματοδότηση της, στην έκδοση χρέους και αντιστρόφως. Ακόμη, όσο πιο μεγάλη είναι η αναλογία αυτή, τόσο μεγαλύτερο κίνδυνο χρηματοοικονομικής κρίσης αντιμετωπίζει η εταιρεία και έτσι οι πιθανότητες χρεοκοπίας της είναι αυξημένες.

Ως μόχλευση σε τιμές της αγοράς ορίζεται ο λόγος του λογιστικού χρέους προς το άθροισμα του λογιστικού χρέους συν χρηματιστηριακή αξία του μετοχικού κεφαλαίου.

Περαιτέρω, στη σχετική βιβλιογραφία υπάρχει ζήτημα σχετικά με το εάν το μέτρο μόχλευσης είναι πιο σωστό να χρησιμοποιείται σε λογιστικές τιμές ή σε τιμές αγοράς. Κάποιες μεταβλητές προσδίδουν έμφαση στις τιμές αγοράς, ενώ άλλες μεταβλητές τονίζουν τη σημασία των λογιστικών τιμών, ειδικά εάν διαφέρουν σημαντικά από τις τιμές αγοράς.

Ο Marsh (1982) θεωρεί ότι οι μεταβλητές, είτε είναι σε λογιστικές είτε σε τιμές αγοράς, τα αποτελέσματα δεν έχουν μεγάλη στατιστική διαφορά. Όμως, οι λογιστικές τιμές και οι τιμές αγοράς προσδιορίζουν διαφορετικές φιλοσοφίες. Οι λογιστικές τιμές εξ ορισμού απεικονίζουν ιστορικά τις μεταβλητές, λόγω της εξάρτησής τους από τα λογιστικά δεδομένα της εταιρείας βάσει της λογιστικής αρχής του κόστους, ενώ οι τιμές αγοράς γενικά

απεικονίζουν τις μελλοντικές προσδοκίες της αγοράς. Συνεπώς, δεν υπάρχει κανένας λόγος να ταυτίζονται αυτές οι δύο διαφορετικές έννοιες και να δίνουν παρόμοια αποτελέσματα (Barclay και Morellec 2006).

Οι Graham και Harvey (2001) διαπιστώνουν, στην έρευνά τους, ότι οι διευθυντές των επιχειρήσεων επικεντρώνονται στις λογιστικές τιμές, προκειμένου να σχεδιάσουν την χρηματοοικονομική τους πολιτική. Επίσης, οι Fama και French (2002) διατυπώνουν την άποψη ότι οι περισσότερες θεωρητικές προβλέψεις εφαρμόζονται σε λογιστικές τιμές.

Ομοίως, οι Thies και Klock (1992) υποστηρίζουν ότι οι λογιστικές τιμές αντανακλούν καλύτερα τη μόχλευση-στόχο των εταιρειών. Οι αγοραίες τιμές των μετοχών μιας εταιρείας εξαρτώνται από έναν αριθμό παραγόντων, οι οποίοι δεν σχετίζονται άμεσα με τις διοικητικές αποφάσεις της. Για αυτό το λόγο, η χρήση αγοραίων τιμών μπορεί να μην αντικατοπτρίζει τους υποκείμενους μετασχηματισμούς στο εσωτερικό της επιχείρησης. Στην πραγματικότητα, οι διευθυντές επιχειρήσεων συχνά ισχυρίζονται ότι χρησιμοποιούν λογιστικές τιμές, προκειμένου να αποφύγουν στρεβλώσεις στα επενδυτικά τους σχέδια που δημιουργούνται από τη μεταβλητότητα των τιμών αγοράς.

Ο Welch (2004) ισχυρίζεται ότι θα πρέπει, να χρησιμοποιούνται τιμές αγοράς, αφού οι θεωρίες που είναι σχετικές με τιμές-στόχους σε κεφαλαιακές δομές αναφέρονται σε τιμές αγοράς. Επίσης, οι Rajan και Zingales (1995) και οι Frank και Goyal (2004) συζητούν διάφορους ορισμούς για μόχλευση και καταλήγουν ότι το καταλληλότερο μέτρο είναι με τιμές αγοράς.

Οι Barclay και Smith (1996) επιλέγουν τιμές αγοράς υποστηρίζοντας ότι οι τιμές αγοράς, και όχι οι λογιστικές τιμές, αναδεικνύουν καλύτερα την ικανότητα παραγωγής χρηματικών κεφαλαίων της εταιρείας, η οποία αποτελεί τον καλύτερο οδηγό για την εταιρική μόχλευση.

Από την άλλη πλευρά, τέλος, υπάρχουν πολλές μελέτες όπως Myers (1977, 1984), Shyam-Sunder και Myers (1999), και Frank και Goyal (2003) - κυρίως όσες αναφέρονται σε ελέγχους της pecking order theory - όπου επικεντρώνονται σε λογιστικές τιμές, οι οποίες δεν επηρεάζονται από τις μεταβολές των χρηματιστηριακών τιμών των μετοχών.

3.21 Χρονική διάρθρωση χρέους

Η βραχυχρόνια πίστωση παρουσιάζει πλεονεκτήματα έναντι του μακροχρόνιου χρέους. Τα βραχυπρόθεσμα χρέη μπορούν να αυξήσουν την αποδοτικότητα της επιχείρησης λειτουργώντας ως ελεγκτικός μηχανισμός, εξαιτίας της συνεχούς εποπτείας από τους πιστωτές. Το μακροχρόνιο χρέος, πολλές φορές, επιτρέπει σε εταιρείες, οι οποίες θα έπρεπε να είχαν κλείσει, να συνεχίζουν να λειτουργούν. Η χρονική διάρθρωση του χρέους επηρεάζει την ταχύτητα προσαρμογής των επιχειρήσεων σε χρηματοοικονομικές κρίσεις και υπάρχουν ενδείξεις ότι οι καταχρεωμένες εταιρείες είχαν περισσότερα βραχυχρόνια χρέη (Ofek 1993).

Επίσης, η χρονική διάρθρωση του χρέους μιας επιχείρησης επιδρά στην ποιότητα και στη κερδοφορία των επιχειρηματικών της επενδύσεων. Ο Diamond (1991) διαπιστώνει ότι εταιρείες που έχουν εσωτερική

πληροφόρηση σχετικά με επενδύσεις με θετικές προσδοκίες για την επίδοση τους, προτιμούν να χρηματοδοτούνται εκδίδοντας βραχυχρόνιο χρέος, έτσι ώστε να εκμεταλλευτούν τις ευνοϊκές συνθήκες που θα δημιουργηθούν όταν επαναδιαπραγματευθούν το χρέος, μετά την αποκάλυψη των θετικών πληροφοριών.

Ο Smith (1986) σημειώνει ότι οι διευθυντές επιχειρήσεων, οι οποίοι υπόκεινται σε συχνούς λογιστικούς ελέγχους, δείχνουν μεγαλύτερη βούληση σχετικά με τις μελλοντικές επενδυτικές τους αποφάσεις, από ότι οι διευθυντές μη ελεγχόμενων επιχειρήσεων, με αποτέλεσμα να είναι πιο πιθανό να εκδίδουν μακροχρόνιο χρέος.

Επίσης, οι Myers (1977), Barclay και Smith (1995) εντοπίζουν ότι η κεφαλαιακή διάρθρωση των εταιρειών με μικρές επενδυτικές δυνατότητες συχνά χαρακτηρίζονται από περισσότερο μακροπρόθεσμο χρέος. Οι επιχειρήσεις με μεγάλες επενδυτικές δυνατότητες είναι προτιμότερο να χρησιμοποιούν περισσότερο βραχυχρόνιο χρέος, ώστε να αποφεύγουν και το πρόβλημα της υποεπένδυσης (Myers 1977).

Επιπλέον, η χρονική διάρθρωση του χρέους επηρεάζεται όχι μόνο από μακροοικονομικούς και θεσμικούς παράγοντες, αλλά και από μια σειρά παραμέτρων σε επίπεδο εταιρείας. Μία τέτοια παράμετρος είναι το μέγεθος της εταιρείας, αφού μια μικρή εταιρεία αντιμετωπίζει μεγάλες δυσκολίες να χρηματοδοτηθεί από μακροπρόθεσμο δάνειο, κυρίως διότι χρειάζεται σημαντικό μέγεθος κεφαλαίων για υποθήκη.

Από την άλλη πλευρά, οι μεγάλες εταιρείες έχουν ευκολότερη πρόσβαση για μακροχρόνιο δανεισμό, αφού έχουν μεγαλύτερη διαπραγματευτική ισχύ.

Σύμφωνα με τα παραπάνω, μπορεί να υποτεθεί ότι μεγάλες επιχειρήσεις με πολλά πάγια περιουσιακά στοιχεία, είναι πιο πιθανό να χρηματοδοτούνται μέσω μακροχρόνιου δανεισμού (Booth et al 2001, Titman και Wessels 1988).

Οι Smith και Warner (1979) επισημαίνουν ότι οι συγκρούσεις συμφερόντων μεταξύ πιστωτών και μετόχων είναι πιο σημαντικές στις μικρότερες εταιρείες παρά στις μεγαλύτερες, για αυτό πιθανότερο είναι οι μικρές εταιρείες να εκδώσουν βραχυχρόνιο χρέος, με σκοπό να ελαχιστοποιήσουν τέτοιες συγκρούσεις.

Από την άλλη πλευρά, μια μεγάλη εταιρεία θα μπορούσε επίσης να εκδώσει βραχυπρόθεσμο χρέος, προκειμένου να ξεχωρίσει από τις υπόλοιπες, οι οποίες δεν έχουν την ίδια δυνατότητα για να εισέλθουν στην βραχυχρόνια αγορά χρέους.

Οι Schiantarelli και Sembenelli (1997) συμπεραίνουν ότι οι περισσότεροι κερδοφόροι επιχειρήσεις παρουσιάζουν μεγαλύτερη αναλογία σε μακροχρόνιο χρέος.

Οι Guedes και Opler (1996) προτείνουν ότι εταιρείες υψηλού επενδυτικού κινδύνου, προκειμένου να αποφύγουν τον κίνδυνο ρευστότητας, θα προτιμούσαν να αποφύγουν την έκδοση βραχυχρόνιου χρέους και θα εξέδιδαν χρέος με όσο το δυνατόν μεγαλύτερη διάρκεια για τη λήξη του. Το

πρόβλημα είναι, όμως, ότι επιχειρήσεις υψηλού επενδυτικού κινδύνου εμποδίζονται από τη μακροχρόνια αγορά χρέους. Οι εταιρείες τείνουν να επιμηκύνουν τη διάρκεια λήξης του χρέους τους κάθε φορά που αυξάνουν την μόχλευση τους, έτσι ώστε να εξουδετερώσουν την πιθανότητα κινδύνου έλλειψης ρευστότητας (Stohs και Mauer 1996).

3.22 Οικονομετρική μεθοδολογία

Ακολουθούν οι βασικές οικονομετρικές μέθοδοι, στις οποίες θα βασιστεί η έρευνα της διατριβής για την εξαγωγή αποτελεσμάτων.

3.22.1 Ανάλυση διαστρωματικών – χρονολογικών σειρών (panel)

Το σύνολο των δεδομένων της έρευνας είναι ένας ισορροπημένος συνδυασμός διαστρωματικών – χρονολογικών σειρών (balanced panel). Με τον όρο αυτό εννοείται ότι τα δεδομένα περιέχουν παρατηρήσεις για τις μεταβλητές, οι οποίες υπάρχουν για πολλαπλές χρονικές περιόδους για τις ίδιες επιχειρήσεις. Αυτό σημαίνει ότι κάθε επιχείρηση παρακολουθείται (συστηματικά) σε όλα τα έτη που περιέχει το δείγμα των δεδομένων.

Ένας τέτοιος συνδυασμός δεδομένων αποδίδεται στα αγγλικά ως «panel». Σε ελληνικά εγχειρίδια οικονομετρίας, όπως για παράδειγμα αυτό του Χρήστου (2007), ο όρος παραμένει στην αγγλική (όπως αναφέρεται «ελλείπει κατάλληλου αντίστοιχου όρου στην ελληνική», Χρήστου 2007, σελ. 921). Στη διατριβή αυτή θα ακολουθηθεί η χρήση του όρου στα αγγλικά. Γενικά, τα δεδομένα τύπου panel έχουν μία χρονική και μία διαστρωματική

διάσταση (μπορούν να υπάρχουν «nested» πολλαπλές διαστρωματικές διαστάσεις). Συνήθως οι διαστάσεις αυτές παριστάνονται ως:

$$X_{it}, i = 1, \dots, N \quad t = 1, \dots, T$$

όπου i είναι η διαστρωματική διάσταση και t είναι η χρονική διάσταση

Είναι προφανές ότι θα μπορούσαν να «οριστούν» δύο κατηγορίες δεδομένων panel, αυτά όπου η διαστρωματική διάσταση είναι μεγαλύτερη της χρονικής ($N > T$) και τα οποία κάποιες φορές αποδίδονται με τον όρο «short panel», και αυτά όπου η χρονική διάσταση είναι μεγαλύτερη της διαστρωματικής ($T > N$) και τα οποία κάποιες φορές αποδίδονται με τον όρο «long panel». Πρέπει να σημειωθεί ότι πιο σωστά θα ήταν να λεχθεί ότι στα short panels η διαστρωματική διάσταση τείνει στο άπειρο και η χρονική διάσταση είναι μικρή, ενώ στα long panels η χρονική διάσταση τείνει στο άπειρο και η διαστρωματική διάσταση είναι μικρή ή τείνει στο άπειρο -είναι, δηλαδή, η χρονική διάσταση που τελικά καθορίζει τον «χαρακτηρισμό» των δεδομένων. Η διαφοροποίηση αυτή έχει σημασία, γιατί ανάλογο θα πρέπει να είναι το ενδιαφέρον, άρα και οι χρησιμοποιούμενες μέθοδοι, για την «μεγαλύτερη» διάσταση. Τα δεδομένα που χρησιμοποιούνται στην παρούσα εργασία είναι του πρώτου τύπου, δηλαδή η διαστρωματική διάσταση είναι μεγαλύτερη της χρονικής ($N > T$).

Ο λόγος για τον οποίο επιλέχθηκε να χρησιμοποιηθούν δεδομένα τύπου panel στην διατριβή αυτή είναι το ότι παρουσιάζουν μία σειρά πλεονεκτημάτων για την διεξαγωγή εμπειρικής έρευνας (βλέπε Hsiao 2003 ή

Baltagi 2008). Ένα πλεονέκτημα είναι ότι με τη χρήση panel μπορεί να ληφθεί υπόψη η «ετερογένεια» των διαστρωματικών μονάδων (controlling for individual heterogeneity), δηλαδή στην συγκεκριμένη περίπτωση λαμβάνεται υπόψη η ετερογένεια των επιχειρήσεων, οι οποίες περιλαμβάνονται στο panel. Όπως παρατηρεί ο Baltagi (2008, σελ. 6), οι εμπειρικές μελέτες που χρησιμοποιούν δεδομένα αμιγώς χρονολογικών σειρών (time-series) ή αμιγώς διαστρωματικών σειρών (cross-section) που, εκ των πραγμάτων, δεν λαμβάνουν υπόψη αυτή την ετερογένεια, καταλήγουν σε «μεροληπτικά» (biased) αποτελέσματα.

Ένα ακόμα πλεονέκτημα που προκύπτει με τη χρήση panel είναι το ότι δίνουν δεδομένα, τα οποία έχουν περισσότερη «μεταβλητότητα» (variability), μικρότερη «πολυσυγγραμικότητα» των μεταβλητών (less collinearity among the variables), αντίθετα από ότι συμβαίνει στις χρονολογικές σειρές που σε πολλές περιπτώσεις παρουσιάζουν σοβαρά προβλήματα πολυσυγγραμικότητας. Υπό μία έννοια δηλαδή η χρήση panel «δικαιώνει» την άποψη του Coldberger ότι δεν υπάρχει στην πραγματικότητα πρόβλημα πολυσυγγραμικότητας, αλλά μικρού δείγματος δεδομένων (micronumerosity). Για μια εκτενέστερη ανάλυση της ιδέας αυτής βλέπε Coldberger 1991 ή Gujarati 1995.

Άλλο πλεονέκτημα, το οποίο αναφέρει ο Baltagi (2008), είναι ότι τα δεδομένα τύπου panel μπορούν να χρησιμοποιηθούν για την μελέτη της «δυναμικής προσαρμογής» (dynamics of adjustment) μεταξύ διαφορετικών καταστάσεων στην οικονομία. Αυτό δεν μπορεί να γίνει με τη χρήση

διαστρωματικών σειρών, οι οποίες ουσιαστικά «κρύβουν» τέτοιες διαδικασίες προσαρμογής στον χρόνο. Από τα δύο αυτά σημεία που μόλις αναφέρθηκαν, φαίνεται ότι τα panel μπορούν να συνδυάσουν τα πλεονεκτήματα των χρονολογικών και διαστρωματικών σειρών.

Εδώ πρέπει να προστεθεί το επιχείρημα ότι αν διαστρωματικά δεδομένα, πχ. για επιχειρήσεις -όπως είναι τα δεδομένα που χρησιμοποιούνται σε αυτή τη διατριβή- αθροιστούν ώστε να έχουμε δεδομένα σε ένα υψηλότερο επίπεδο (πχ. κλάδο των συγκεκριμένων επιχειρήσεων ή το άθροισμα των επιχειρήσεων στη χώρα αναφοράς), τότε προκύπτει μεροληψία (bias). Η χρήση των δεδομένων panel μπορεί να μειώσει ή και ακόμα να εξαλείψει αυτή την μεροληψία (βλέπε Baltagi 2008 ή Blundell και Meghir 1990).

Η χρήση δεδομένων panel μπορεί να παρουσιάσει και μειονεκτήματα για τους ερευνητές. Ένα τέτοιο μειονέκτημα είναι οι δυσκολίες, οι οποίες παρουσιάζονται στην συλλογή των δεδομένων για το panel και εν γένει στη δημιουργία μιας τέτοιας βάσης δεδομένων (design και data collection problems). Οι ερευνητές στην περίπτωση αυτή θα πρέπει να φροντίσουν να υπάρχει «κάλυψη» ολόκληρου του πληθυσμού, στον οποίο αναφέρεται η έρευνα, να υπάρχουν στοιχεία για την χρονική διάσταση της ανάλυσης, κλπ.

Στην διατριβή αυτή αυτό το πρόβλημα έχει λυθεί. Σαν δείγμα έχουν χρησιμοποιηθεί οικονομικά δεδομένα από επιχειρήσεις που εδρεύουν σε παγκόσμιο επίπεδο. Τα οικονομικά δεδομένα έχουν αντληθεί από λογιστικά στοιχεία ισολογισμών, οικονομικών καταστάσεων, ετήσιων εκθέσεων και

οικονομικών απολογισμών των επιχειρήσεων. Ανάλογα θα χρησιμοποιηθούν μακροοικονομικά στοιχεία για τις αντίστοιχες χώρες που θα συμπεριληφθούν στην έρευνα. Οι επιχειρήσεις που έχουν επιλεγεί είναι ενεργές και έχουν δημοσιεύσει τα οικονομικά τους στοιχεία την περίοδο 2005 – 2010. Πιο συγκεκριμένα, έχουν δημιουργηθεί δείγματα από στοιχεία σε μορφή «balanced panel data», για την χρονολογική περίοδο 2005 – 2010.

Σχετικό είναι και το μειονέκτημα με τα προβλήματα που μπορούν να έχουν σε δεδομένα panel τα σφάλματα της μέτρησης των διάφορων μεταβλητών (distortions of measurement errors). Τέτοια σφάλματα μέτρησης προκύπτουν, πχ. από ηθελημένες ή αθέλητες «λάθος» απαντήσεις σε ερωτηματολόγια (τα δεδομένα των οποίων περιλαμβάνονται σε panel). Το μειονέκτημα αυτό δεν υπάρχει στα δεδομένα της συγκεκριμένης έρευνας, στο μέτρο που τα δεδομένα των χρηματιστηρίων είναι ακριβή.

Άλλο ένα μειονέκτημα των δεδομένων τύπου panel θεωρείται αυτό που σχετίζεται με την «επιλογή» των δεδομένων (selectivity problems). Στην πραγματικότητα αυτό το μειονέκτημα είναι μια ολόκληρη κατηγορία δυνητικών προβλημάτων, όπως το πρόβλημα της «αυτο-επιλογής» (self-selectivity), το πρόβλημα της «μη-ανταπόκρισης» (nonresponse) ή το πρόβλημα της «φθοράς» (attrition).

Η γενική μορφή που θα έχει μία παλινδρόμηση με δεδομένα panel θα είναι (ακολουθούν οι συμβολισμοί που έχουν χρησιμοποιηθεί στο Baltagi 2008):

$$y_{it} = \alpha + X'_{it}\beta + \mu_i + u_{it}$$

όπου το y παριστά την εξαρτημένη μεταβλητή, το X την ανεξάρτητη ή ανεξάρτητες (αν είναι περισσότερες της μιας) μεταβλητές, το α ένα βαθμωτό που αντιπροσωπεύει τον σταθερό όρο (scalar) και το β το διάνυσμα των συντελεστών (πλην σταθερού όρου). Ο δείκτης i αντιπροσωπεύει την διαστρωματική διάσταση, η οποία μπορεί να είναι άτομα, νοικοκυριά, επιχειρήσεις, χωρικές μονάδες (όπως για παράδειγμα, πόλεις, περιφέρειες ή κράτη) και ο δείκτης t αντιπροσωπεύει την χρονική διάσταση (για παράδειγμα, έτη).

Ιδιαίτερο ενδιαφέρον στην ανάλυση των δεδομένων τύπου panel έχουν οι παράμετροι μ_i και u_{it} . Ο όρος μ_i παριστά την μη παρατηρούμενη μεταβλητή, η οποία δεν μεταβάλλεται διαχρονικά και παίρνει τιμές $i = 1, 2, \dots, N$ (στα αγγλικά ονομάζεται unobservable individual specific effect). Ο όρος αυτός «συλλαμβάνει» κάθε επίδραση των χαρακτηριστικών της διαστρωματικής μονάδας ανάλυσης, πχ. ατόμου ή επιχείρησης, τα οποία δεν έχουν ρητά συμπεριληφθεί στις μεταβλητές της ανάλυσης (δηλαδή στις ανεξάρτητες μεταβλητές X). Σε όρους στατιστικής ορολογίας, θα μπορούσαμε να πούμε ότι ο όρος είναι μια άδηλη μεταβλητή (latent variable, βλέπε Χρήστου 2007, σελ. 923).

Το u_{it} είναι ο διαταρακτικός όρος (disturbances) ο οποίος στην περίπτωση του υποδείγματος “one-way error component” θα είναι:

$$u_{it} = \mu_i + \nu_{it}$$

όπου μ_i υποδηλώνει την μη παρατηρούμενη εξειδικευμένη επίδραση (unobservable individual specific effect) και ν_{it} υποδηλώνει την υπολειπόμενη διαταραχή (remainder disturbance).

Δύο σημαντικοί εκτιμητές για την εμπειρική ανάλυση των δεδομένων τύπου panel, είναι ο εκτιμητής σταθερών επιδράσεων (fixed effects model) και ο εκτιμητής τυχαίων επιδράσεων (random effects model). Ο εκτιμητής σταθερών επιδράσεων (Fixed Effects model, FE) ορίζεται από την εξίσωση:

$$y_{it} = \alpha + X'_{it}\beta + u_{it}$$

όπου οι δείκτες i και t και τα σύμβολα y , X , α και u αντιπροσωπεύουν τα μεγέθη και τις παραμέτρους που προαναφέρθηκαν. Επίσης, στον εκτιμητή σταθερών επιδράσεων ο διαταρακτικός όρος θα είναι (όπως παραπάνω):

$$u_{it} = \mu_i + \nu_{it}$$

όπου μ_i υποδηλώνει την μη παρατηρούμενη ατομικά εξειδικευμένη επίδραση και ν_{it} υποδηλώνει την υπολειπόμενη διαταραχή (επίσης όπως προαναφέρθηκε). Για τον εκτιμητή σταθερών επιδράσεων γίνεται η υπόθεση ότι η μη παρατηρούμενη επίδραση μ_i είναι μία παράμετρος, η οποία πρέπει να εκτιμηθεί για κάθε (διαστρωματική) μονάδα των δεδομένων. Για τον

εκτιμητή τυχαίων επιδράσεων η επίδραση μ_i θεωρείται ότι είναι τυχαία επίδραση (μία εκτενής ανάλυση των υποθέσεων που είναι απαραίτητες, καθώς και των διαφορών μεταξύ των δύο αυτών κατηγοριών εκτιμητών υπάρχει στο Baltagi 2008 ή στο Wooldridge 2002)

Ο εκτιμητής τυχαίων επιδράσεων (Random Effects model, RE) σε «συμπαγή» μορφή θα είναι:

$$y_{it} = \alpha + X'_{it}\beta + \varepsilon_{it} + u_{it}$$

όπου u_i είναι ο όρος διαταραχής και ε_t είναι ο τυχαίος όρος ετερογένειας (heterogeneity). Τα υπόλοιπα σύμβολα ισχύουν όπως έχουν ήδη περιγραφεί.

Ένας συνήθης τρόπος με τον οποίο γίνεται στην εφαρμοσμένη έρευνα ο υπολογισμός του εκτιμητή σταθερών επιδράσεων είναι ο μετασχηματισμός σε σχέση με τον μέσο όρο των παρατηρήσεων (των διαστρωματικών μονάδων σε σχέση με την χρονική διάσταση), ο οποίος σε «συμπαγή» μορφή γίνεται ως εξής:

Έστω ότι η εξίσωση που θέλουμε να εκτιμήσουμε είναι:

$$y_{it} = \alpha + x_{it}\beta + \mu_i + \nu_{it}$$

και ο μέσος όρος των παρατηρήσεων (όπως αναφέρθηκε πιο πάνω) είναι:

$$\bar{y}_{it} = \alpha + \bar{x}_{it}\beta + \mu_i + \bar{v}_i.$$

Αν η τελευταία εξίσωση αφαιρεθεί από την προηγούμενη, το αποτέλεσμα θα είναι:

$$y_{it} - \bar{y}_{it} = (x_{it} - \bar{x}_{it})\beta + v_{it} - \bar{v}_i.$$

(αυτός ο μετασχηματισμός ονομάζεται «within transformation»)

Επιπλέον, θα χρησιμοποιηθεί και το FE (robust) model, το οποίο χρησιμοποιεί τον εκτιμητή Huber/White/Sandwich (Wooldridge 2002, Arellano 2003) για τη διασπορά προκειμένου να ληφθούν υπόψη και τυχόν προβλήματα ετεροσκεδαστικότητας.

Παράλληλα, χρησιμοποιείται το Hausman test προκειμένου να εξεταστεί εάν το FE model ή το RE model είναι το καταλληλότερο μοντέλο.

Μια εισαγωγική παρουσίαση των παραπάνω οικονομετρικών μοντέλων και panel data μεθόδων μπορεί να βρεθεί σε πολλά σχετικά βιβλία (πχ Baltagi 2005).

3.22.2 Δυναμική ανάλυση διαστρωματικών - χρονολογικών σειρών (panel)

Μία άλλη «τάξη» εκτιμητών είναι αυτή των «δυναμικών παλινδρομήσεων» (dynamic regression). Ένα τέτοιο πλαίσιο ανάλυσης δίνει την δυνατότητα στους ερευνητές να μελετήσουν και να αναλύσουν την δυναμική συμπεριφορά των σχέσεων των μεταβλητών.

Ένα πρόβλημα το οποίο μπορεί να υπάρχει με τους προαναφερθέντες εκτιμητές σταθερών επιδράσεων για δεδομένα panel είναι ότι μπορεί να είναι σε μεγάλο βαθμό «μεροληπτικοί» (severely biased), ειδικά στην περίπτωση κατά την οποία η χρονική διάσταση των δεδομένων T είναι «μικρή» (μία εκτενέστερη ανάλυση, ειδικά για τους εκτιμητές panel σταθερών επιδράσεων έχει παρουσιάσει ο Nickell, 1981). Ο λόγος για τον οποίο μπορεί να υπάρχει η μεροληπτικότητα αυτών των εκτιμητών είναι ότι ο μετασχηματισμός, ο οποίος χρησιμοποιείται για τον υπολογισμό τους (δηλαδή αυτό που ονομάζεται «within transformation»), οδηγεί σε «συσχέτιση» (correlation) μεταξύ των υστερήσεων της εξαρτημένης μεταβλητής και του διαταρακτικού όρου. Για αυτό το λόγο είναι αναγκαία η χρήση άλλων «ειδικών» εκτιμητών.

Ο εκτιμητής δυναμικής παλινδρόμησης panel των Anderson και Hsiao

Ένας από τους πρώτους τέτοιου τύπου εκτιμητές ήταν αυτός που πρότειναν οι Anderson και Hsiao (1982) και ο οποίος βασίζεται στην χρήση «διαφορών» των δεδομένων. Αν η αρχική εξίσωση δεδομένων panel, η οποία πρέπει να εκτιμηθεί, έχει την μορφή:

$$y_{it} = \rho y_{it-1} + x'_{it} \beta + \alpha_i + \varepsilon_{it}$$

Ο πρώτος όρος y_{it-1} της δεξιάς πλευράς της θα αντιπροσωπεύει τις υστερήσεις της εξαρτημένης μεταβλητής. Η εξίσωση αυτή σε μορφή διαφορών θα είναι:

$$y_{it} - y_{it-1} = \rho(y_{it-1} - y_{it-2}) + (x'_{it} - x'_{it-1})\beta + (\alpha_i - \alpha_i) + \varepsilon_{it} - \varepsilon_{it-1}$$

ή

$y_{it} - y_{it-1} = \rho(y_{it-1} - y_{it-2}) + (x'_{it} - x'_{it-1})\beta + \varepsilon_{it} - \varepsilon_{it-1}$ (ο όρος ε_{it} αφαιρούμενος από τον «εαυτό» του μηδενίζεται)

ή

$$\Delta y = \Delta y_{t-1}\rho + \beta\Delta X + \Delta\varepsilon$$

Το πρόβλημα, το οποίο προκύπτει, είναι ότι ο εκτιμητής Anderson - Hsiao είναι μεροληπτικός, γιατί οι διαφορές των υστερήσεων της εξαρτημένης μεταβλητής συσχετίζονται με τον διαταρακτικό όρο όπως φαίνεται στην ακόλουθη εξίσωση:

$$y_{it-1} - y_{it-2} = \rho(y_{it-2} - y_{it-3}) + (x'_{it-1} - x'_{it-2})\beta + \varepsilon_{it-1} - \varepsilon_{it-2}$$

Οι Anderson και Hsiao (1982) θεωρούν ότι μια δυνητική λύση για να απαλειφθεί το σταθερό αποτέλεσμα (δηλαδή το individual fixed effect) είναι να χρησιμοποιηθούν ως βοηθητικές μεταβλητές (instruments) για τις διαφορές των υστερήσεων της εξαρτημένης μεταβλητής (Δy_{it-1}) είτε η μεταβλητή y_{it-2} σε απόλυτα μεγέθη (όχι δηλαδή σε διαφορές) είτε οι διαφορές της υστέρησης της μεταβλητής, δηλαδή Δy_{it-2} . Ο Arrelano (1989), ένας από τους σημαντικότερους ερευνητές σε θέματα δυναμικής ανάλυσης παλινδρόμησης, έχει υποστηρίξει ότι από τις δύο λύσεις που πρότειναν οι Anderson και Hsiao (1982) η πρώτη, δηλαδή το να είναι οι βοηθητικές μεταβλητές σε απόλυτα μεγέθη, είναι η προτιμότερη.

Ο εκτιμητής δυναμικής παλινδρόμησης panel των Arrelano και Bond

Γενικά πάντως ο εκτιμητής των Anderson και Hsiao δεν είναι απαραίτητα ο πιο αποτελεσματικός (efficient), μιας και δεν χρησιμοποιεί όλες τις διαθέσιμες βοηθητικές μεταβλητές (instruments). Επιπρόσθετα, για να γίνει ο υπολογισμός αυτού του εκτιμητή γίνεται η υπόθεση ότι οι ανεξάρτητες μεταβλητές είναι εξωγενείς.

Οι Arrelano και Bond (1991) πρότειναν ένα εναλλακτικό εκτιμητή για τις δυναμικές παλινδρομήσεις για panel βασισμένο στην προσέγγιση της Γενικευμένης Μεθόδου των Ροπών (Generalized Method of Moments, η οποία ως ακρωνύμιο αναφέρεται ως GMM).

Ο εκτιμητής των Arrelano και Bond (ο οποίος στους πίνακες αναφέρεται με το ακρωνύμιο DIF-GMM) χρησιμοποιεί επιπρόσθετους περιορισμούς των Ροπών (moments), που πρέπει να σημειωθεί ότι προκύπτουν από την υπόθεση για την ύπαρξη «ορθοκανονικότητας» (orthogonality), δηλαδή ανεξαρτησίας μεταξύ των υστερήσεων (σε απόλυτα μεγέθη και όχι διαφορές) της εξαρτημένης μεταβλητής και των μετασχηματισμένων καταλοίπων, πράγμα που αυξάνει τον αριθμό των βοηθητικών μεταβλητών (instruments). Οι άλλες μεταβλητές, πέραν της εξαρτημένης, δηλαδή οι ερμηνευτικές μεταβλητές, μπορεί να υποτεθεί κατά τον υπολογισμό του εκτιμητή των Arrelano και Bond ότι είναι είτε εξωγενείς είτε «προκαθορισμένες» (predetermined) είτε ενδογενείς. Η δυναμική μορφή της εκτιμώμενης συνάρτησης σε απόλυτα μεγέθη θα είναι:

$$y_{it} = \rho y_{it-1} + x'_{it} \beta + \alpha_i + \varepsilon_{it}$$

Σε μορφή διαφορών η προηγούμενη εκτίμηση θα είναι:

$$y_{it} - y_{it-1} = \rho(y_{it-1} - y_{it-2}) + (x'_{it} - x'_{it-1})\beta + (\alpha_i - \alpha_i) + \varepsilon_{it} - \varepsilon_{it-1}$$

Με βάση την υπόθεση ότι οι επεξηγηματικές μεταβλητές είναι εξωγενείς, η μήτρα των βοηθητικών μεταβλητών (instruments) θα είναι:

$$W_i = \begin{matrix} & y_{i1}, x_{i1}, x_{i2}, \dots, x_{iT} & 0 & \dots & 0 \\ \dots & \dots & y_{i1}, y_{i2}, x_{i1}, x_{i2}, \dots, x_{iT} & \dots & 0 \\ \dots & \dots & \dots & \ddots & \dots \\ 0 & 0 & \dots & y_{i1}, y_{i2}, \dots, y_{iT}, x_{i1}, x_{i2}, \dots, x_{iT} \end{matrix}$$

Στην περίπτωση κατά την οποία θεωρείται ότι οι επεξηγηματικές μεταβλητές είναι προκαθορισμένες (predetermined), η μήτρα των βοηθητικών μεταβλητών (instruments) θα είναι:

$$W_i = \begin{matrix} & y_{i1}, x_{i1}, x_{i2} & 0 & \dots & 0 \\ \dots & \dots & y_{i1}, y_{i2}, x_{i1}, x_{i2}, x_{i3} & \dots & 0 \\ \dots & \dots & \dots & \ddots & \dots \\ 0 & 0 & \dots & y_{i1}, y_{i2}, \dots, y_{iT-2}, x_{i1}, x_{i2}, \dots, x_{iT-2} \end{matrix}$$

Όταν οι επεξηγηματικές μεταβλητές x_{it} είναι προκαθορισμένες αλλά όχι αυστηρά εξωγενείς, μόνο τιμές με υστέρηση των μεταβλητών x είναι κατάλληλες βοηθητικές μεταβλητές (valid instruments).

Τέλος, στην περίπτωση που οι επεξηγηματικές μεταβλητές είναι ενδογενείς (endogenous), η μήτρα των βοηθητικών μεταβλητών (instruments) θα είναι:

$$W_i = \begin{matrix} & y_{i1}, x_{i1} & 0 & \cdots & 0 \\ \cdots & y_{i1}, y_{i2}, x_{i1}, x_{i2} & \cdots & & 0 \\ \cdots & \cdots & \ddots & & \cdots \\ 0 & 0 & \cdots & y_{i1}, y_{i2}, \dots, y_{iT-2}, x_{i1}, x_{i2}, \dots, x_{iT-2} \end{matrix}$$

Οι εκτιμητές Γενικευμένης Μεθόδου των Ροπών «Δύο Σταδίων» (Two-step GMM estimators), όπως είναι ο εκτιμητής των Arrelano και Bond, μπορεί σε μικρά δείγματα να είναι σοβαρά μεροληπτικοί (severely biased). Ο λόγος για τη μεροληψία αυτή είναι ότι τα ασυμπτωτικά τυπικά σφάλματα (asymptotic standard errors) δεν λαμβάνουν υπόψη την επιπλέον διακύμανση (extra variation) εξαιτίας της χρήσης των εκτιμημένων παραμέτρων στην κατασκευή της μήτρας των βαρών (Windmeijer 2005, p.49). Στην παρούσα ανάλυση, για να λυθεί το συγκεκριμένο πρόβλημα ακολουθείται η μέθοδος του Windmeijer (2005) για την διόρθωση των τυπικών σφαλμάτων σε πεπερασμένα δείγματα.

Το μεγαλύτερο μειονέκτημα των εκτιμητών DIF-GMM είναι ότι οι υστερήσεις των απόλυτων μεγεθών των ανεξάρτητων μεταβλητών είναι τελικά «ασθενείς» βοηθητικές μεταβλητές (weak instruments) των πρώτων διαφορών αυτών των μεταβλητών.

Ο εκτιμητής δυναμικής παλινδρόμησης panel των Blundell και Bond

Όπως αναφέρθηκε ο εκτιμητής των Arrelano και Bond μπορεί να μην είναι αποτελεσματικός (inefficient) στην περίπτωση που οι βοηθητικές μεταβλητές είναι ασθενείς, αφού χρησιμοποιεί μόνο την «πληροφορία» που

υπάρχει στις διαφορές των μεταβλητών. Ένας εναλλακτικός εκτιμητής είναι αυτός των Blundell και Bond (1998), ο οποίος δεν έχει το πρόβλημα αυτών των ασθενών βοηθητικών μεταβλητών (εδώ ο εκτιμητής των Blundell και Bond θα αναφέρεται και με το ακρωνύμιο SYS-GMM). Ο εκτιμητής αυτός ουσιαστικά προσθέτει ένα σύστημα εξισώσεων σε απόλυτα μεγέθη (levels) σε αυτές των πρώτων διαφορών και χρησιμοποιεί τα μεγέθη σε απόλυτα επίπεδα ως βοηθητικές μεταβλητές (instruments) για τις υστερήσεις των πρώτων διαφορών.

Οι βοηθητικές μεταβλητές (instruments) για τις πρώτες διαφορές θα είναι:

$$DW_i = \begin{matrix} & y_{i1}, x_{i1}, x_{i2} & 0 & \cdots & 0 \\ \cdots & y_{i1}, y_{i2}, x_{i1}, x_{i2}, x_{i3} & \cdots & & 0 \\ \cdots & \cdots & \ddots & & \cdots \\ 0 & 0 & \cdots & y_{i1}, y_{i2}, \dots, y_{iT-2}, x_{i1}, x_{i2}, \dots, x_{iT-1} \end{matrix}$$

και σε απόλυτα μεγέθη (levels):

$$LW_i = \begin{matrix} & dy_{i2}, dx_{i2}, dx_{i3} & 0 & \cdots & 0 \\ \cdots & dy_{i2}, dy_{i3}, dx_{i2}, dx_{i3}, dx_{i4} & \cdots & & 0 \\ \cdots & \cdots & \ddots & & \cdots \\ 0 & 0 & \cdots & dy_{i2}, \dots, dy_{iT-2}, dx_{i2}, \dots, dx_{iT-1} \end{matrix}$$

(όπου d συμβολίζει τις πρώτες διαφορές)

Ο εκτιμητής των Blundell και Bond μπορεί να υπολογιστεί είτε σε ένα στάδιο (one-step) είτε σε δύο στάδια (two-step).

Κλείνοντας την συζήτηση για την δυναμική ανάλυση παλινδρόμησης, θα πρέπει να αναφερθεί ότι ένα χρήσιμο κριτήριο για να εξετάσει κανείς εάν οι περιορισμοί (over-identifying restrictions), οι οποίοι υπάρχουν κατά τον υπολογισμό των δυναμικών εκτιμητών, είναι «έγκυροι» είναι το κριτήριο Hansen J. Το κριτήριο αυτό αναφέρεται στην βιβλιογραφία με διάφορα ονόματα, όπως Sargan test, Sargan-Hansen test, Hansen J test ή απλώς Hansen test. Το τεστ αυτό έχει ως μηδέν υπόθεση (joint null hypothesis) ότι το υπόδειγμα είναι σωστά καταρτισμένο και ότι οι βοηθητικές μεταβλητές (instruments) δεν συσχετίζονται με τα κατάλοιπα. Να σημειωθεί ότι αυτό το τεστ είναι «εύρωστο» (robust) ακόμα και αν υπάρχει ετεροσκεδαστικότητα και αυτοσυσχέτιση. Το τεστ Sargan-Hansen κατανέμεται ως χ^2 και όταν έχει στατιστικά σημαντική τιμή σημαίνει ότι οι περιορισμοί που αναφέρθηκαν προηγουμένως δεν είναι έγκυροι.

3.23 Σύνοψη - Συμπεράσματα

Στο κεφάλαιο αυτό παρουσιάστηκαν τα κυριότερα συμπεράσματα σχετικά με τους παράγοντες που επηρεάζουν τις επενδυτικές αποφάσεις των επιχειρήσεων για την κεφαλαιακή διάρθρωση. Τα συμπεράσματα αυτά προκύπτουν μέσω οικονομετρικών υποδειγμάτων, τα οποία χρησιμοποιούν διάφορες μεταβλητές-παράγοντες, όπως οι φορολογικοί συντελεστές, το μέγεθος της επιχείρησης, η κερδοφορία, η ρευστότητα, οι οικονομικές

προοπτικές, η μετοχική της αξία, τα επιτόκια δανειοδότησης, ο πληθωρισμός, τα μερίσματα, ο ρυθμός ανάπτυξης της κτλ.

Για παράδειγμα, οι Harris και Raviv (1991) συνοψίζουν την ερευνά τους στο ότι το χρέος μιας επιχείρησης αυξάνεται με τα πάγια κεφάλαια της, τις φορολογικές της ελαφρύνσεις εκτός δανείων, τις επενδυτικές της ευκαιρίες και το μέγεθος της, και μειώνεται με τη μεταβλητότητα των κερδών της, τα διαφημιστικά έξοδα, την πιθανότητα χρεοκοπίας, την κερδοφορία και την μοναδικότητα του προϊόντος της.

Ωστόσο, η σχέση αυτών των παραγόντων και της κεφαλαιακής διάρθρωσης δεν είναι σαφής. Τα εμπειρικά αποτελέσματα ποικίλουν και σε πολλές περιπτώσεις είναι αντικρουόμενα.

Επιπροσθέτως, αν ληφθεί υπόψη και ο παράγοντας της διαφοροποίησης στον «χώρο» (δηλαδή της διαφοροποίησης μεταξύ επιχειρήσεων διαφορετικών χωρών), τότε αυτές οι «χωρικές» διαφορές μπορεί να αλληλεπιδρούν με τις υπόλοιπες μεταβλητές και να επηρεάζουν τα αποτελέσματα.

Κεφάλαιο 4. ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΑΚΙΝΗΤΗΣ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΣ (ΕΕΑΠ)

4.0 Εισαγωγή

Σε αυτό το κεφάλαιο ξεκινάει το πρώτο μέρος της εμπειρικής έρευνας, με τη διερεύνηση των επενδυτικών αποφάσεων σχετικά με τη κεφαλαιακή διάρθρωση των εταιρειών επενδύσεων ακίνητης περιουσίας (ΕΕΑΠ).

Θα εφαρμοστεί η μεθοδολογία που έχει παρουσιαστεί στα προηγούμενα κεφάλαια. Αφού κατασκευαστούν κατάλληλα οικονομετρικά μοντέλα, θα εφαρμοστούν στα δεδομένα του δείγματος και θα αναλυθούν διεξοδικά τα συμπεράσματά τους.

Το δείγμα θα περιλαμβάνει σχετικά οικονομικά στοιχεία από τις λογιστικές καταστάσεις των ΕΕΑΠ προκειμένου να καθοριστούν οι ανάλογοι παράγοντες-μεταβλητές. Επίσης, θα προστεθούν και μακροοικονομικοί παράγοντες σε επίπεδο χωρών. Παράλληλα, θα εξεταστεί και η επίδραση της παγκόσμιας οικονομικής κρίσης.

Τα αποτελέσματα των μοντέλων θα αναπτυχθούν και θα συγκριθούν με τα αντίστοιχα συμπεράσματα από τις επικρατέστερες θεωρίες της οικονομικής επιστήμης για το ζήτημα της κεφαλαιακής διάρθρωσης, που παρουσιάστηκαν στο κεφάλαιο 2, καθώς και με τα αντίστοιχα αποτελέσματα ανάλογων ερευνών, που παρουσιάστηκαν στο κεφάλαιο 3.

4.1 Γενικά χαρακτηριστικά

Οι ΕΕΑΠ είναι εταιρείες ακινήτων ή επενδυτικές εταιρείες, οι οποίες επωφελούνται από συγκεκριμένες φορολογικές ρυθμίσεις, με στόχο να αποφύγουν διπλή φορολόγηση και να διανέμουν στους μετόχους τους σχεδόν όλα τα κέρδη και τις υπεραξίες που προκύπτουν από τη διάθεση των

ακινήτων (Hoesli και MacGregor 2000). Εμφανίστηκαν με τη σύγχρονη μορφή τους στις Ηνωμένες Πολιτείες Αμερικής, στις αρχές της δεκαετίας του 1960, ενώ ως έννοια χρονολογείται από το 1880 και αποτελούν κινητήριο μοχλό για την αύξηση των επενδύσεων σε ακίνητη περιουσία. Οι ΕΕΑΠ δεν καταβάλλουν φόρους εάν διανέμουν όλα τα φορολογητέα κέρδη ως μερίσματα, αλλά τα διανεμόμενα κέρδη αποτελούν καθαυτά εισόδημα από μερίσματα για τους μετόχους και φορολογούνται ανάλογα.

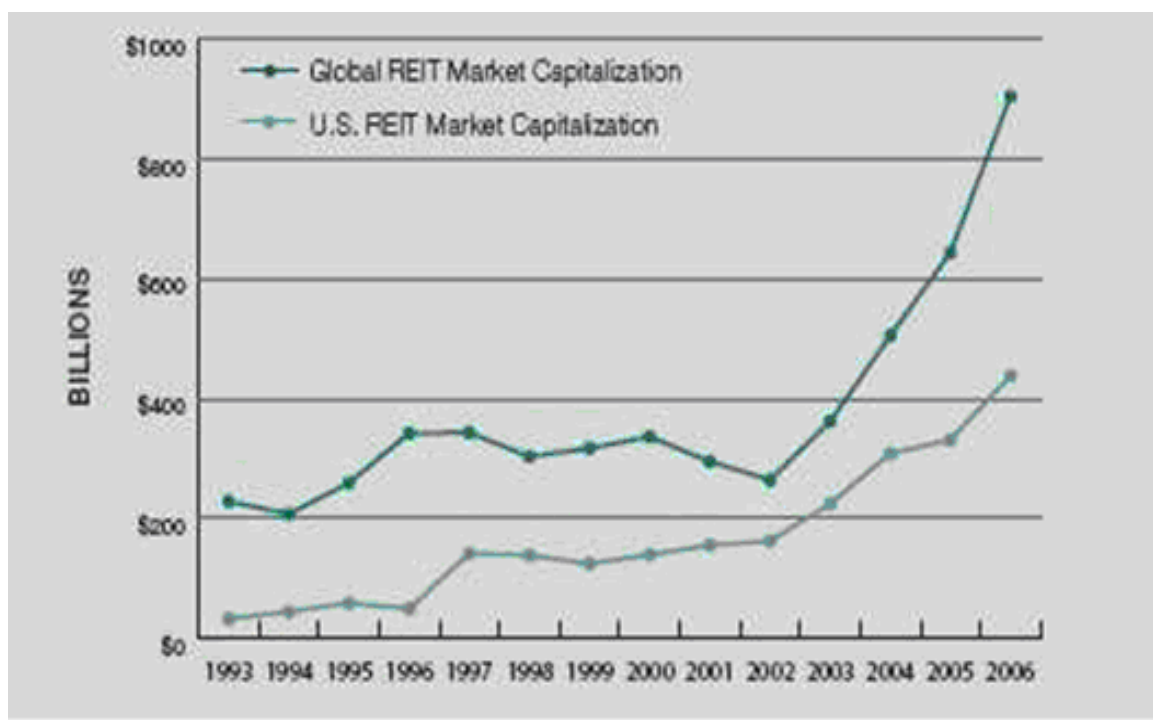
Η εξαίρεση από την εταιρική φορολόγηση δίνει τη δυνατότητα στους μετόχους μιας ΕΕΑΠ να αποφύγουν τη διπλή φορολόγηση του εταιρικού εισοδήματος που χαρακτηρίζει τις περισσότερες μετοχές. Οι ΕΕΑΠ υπόκεινται σε ορισμένους ειδικούς περιορισμούς, οι οποίοι αφορούν τη λειτουργία και τις δραστηριότητές τους και οι οποίοι έχουν σχεδιασθεί, ουσιαστικά, για τη διατήρησή τους ως ένα μέσο παθητικών επενδύσεων και την πρόσβασή τους σε μικρούς ιδιωτικούς επενδυτές (Geltner και Miller 2001). Οι ειδικοί αυτοί περιορισμοί, που ισχύουν στις Ηνωμένες Πολιτείες, παρουσιάζονται παρακάτω:

- Κανόνας των πέντε ή λιγότερων (five-or-fewer rule). Σε μια ΕΕΑΠ, δεν μπορούν πέντε ή λιγότερα άτομα να κατέχουν περισσότερο από το 50% των μετοχών της εταιρείας.
- Ποσοστό 75% ή και περισσότερο από τα συνολικά περιουσιακά στοιχεία μιας ΕΕΑΠ θα πρέπει να είναι ακίνητα, υποθήκες, ρευστό χρήμα ή τίτλοι του δημοσίου και 75% ή και περισσότερο από το συνολικό ακαθάριστο εισόδημα μιας ΕΕΑΠ θα πρέπει να προέρχεται άμεσα ή έμμεσα από ακίνητη ιδιοκτησία.

- Ποσοστό 90% ή και περισσότερο από το ετήσιο φορολογητέο εισόδημα μιας ΕΕΑΠ θα πρέπει να διανέμεται στους μετόχους ως μέρισμα κάθε χρόνο (για να διατηρείται το καθεστώς φορολογικής εξαίρεσης).
- Το εισόδημα των ΕΕΑΠ θα πρέπει να προέρχεται από αρχικά παθητικές πηγές, όπως είναι τα μισθώματα και οι έντοκες υποθήκες, ως διάκριση από τις βραχυπρόθεσμες συναλλαγές ή πωλήσεις περιουσιακών τους στοιχείων, και δεν μπορούν να χρησιμοποιούν το μη-φορολογήσιμο καθεστώς τους για να προστατεύσουν το εισόδημά τους, που δεν προέρχεται από ακίνητα από τη φορολόγηση. Μία ΕΕΑΠ υπόκειται σε 100% φορολογικό συντελεστή επί του καθαρού εισοδήματος από «απαγορευμένες συναλλαγές», όπως η πώληση ή άλλη διάθεση περιουσιακού στοιχείου, που διατίθεται πρωταρχικά προς πώληση κατά την κανονική ροή της συναλλαγής. Παρόλα αυτά, εάν η ΕΕΑΠ πωλήσει περιουσιακό στοιχείο, το οποίο κατείχε επί τέσσερα τουλάχιστον έτη, και η συνολική βάση προσαρμογής του ακινήτου δεν υπερβαίνει το 10% της συνολικής βάσης όλων των περιουσιακών στοιχείων της ΕΕΑΠ από την αρχή του έτους, δεν πραγματοποιείται απαγορευμένη συναλλακτική δραστηριότητα.

Ο θεσμός των ΕΕΑΠ είναι ιδιαίτερα ανεπτυγμένος στις ΗΠΑ και παρουσίασε σημαντική ανάπτυξη την τελευταία δεκαετία, όπως παρουσιάζεται και από το παρακάτω διάγραμμα.

Διάγραμμα 4.1: Παγκόσμια αγορά REIT

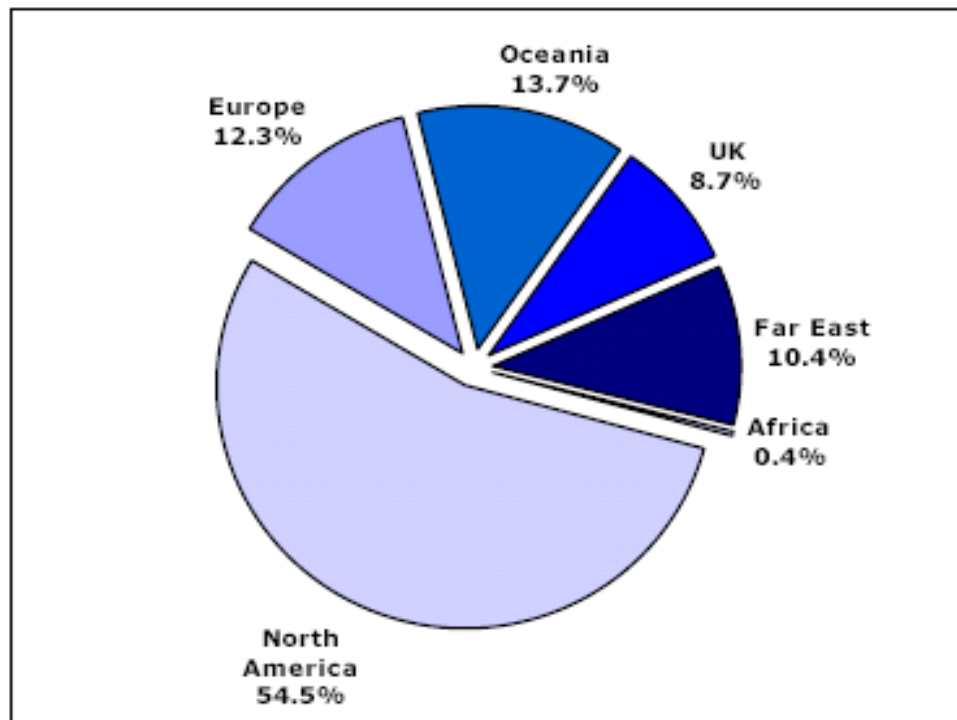


Πηγή: FTSE EPRA/NAREIT

Η αγορά των ΕΕΑΠ, ως επενδυτικό μέσο, με φορολογική διαφάνεια και υψηλή ρευστότητα, έχει αναπτυχθεί εκθετικά και σε παγκόσμιο επίπεδο κατά τα τελευταία χρόνια. Από το Δεκέμβριο του 2001 έως το Δεκέμβριο του 2006, η διεθνής αγορά κεφαλαιοποίησης μετοχών ακινήτων έχει υπερτριπλασιαστεί. Έφθασε σε 945 δισεκατομμύρια δολάρια από 230 περίπου.

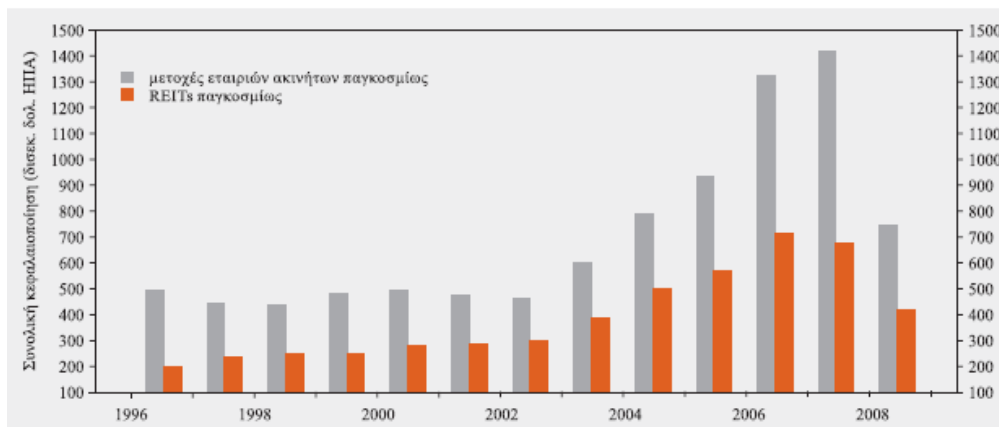
Επίσης, όπως φαίνεται στο Διάγραμμα 4.2, η Ευρώπη αποτελεί το 12,3% της παγκόσμιας αγοράς ΕΕΑΠ, ενώ το Ηνωμένο Βασίλειο μόλις το 8,7%, ποσοστό μικρότερο από αυτό της Ωκεανίας (13,7%), γεγονός που εξηγείται από την 40ετή υστέρηση της εφαρμογής των ΕΕΑΠ στο Ηνωμένο Βασίλειο. Το μεγαλύτερο ποσοστό, παρουσιάζουν οι Ηνωμένες Πολιτείες Αμερικής, το οποίο ανέρχεται στο 54,5%.

Διάγραμμα 4.2: Ανάλυση της παγκόσμιας αγοράς ΕΕΑΠ (Απρίλιος 2007)



Πηγή: AME Capital / Bloomberg

Διάγραμμα 4.3: Ετήσια κεφαλαιοποίηση: μετοχές εταιρειών ακινήτων και ΕΕΑΠ

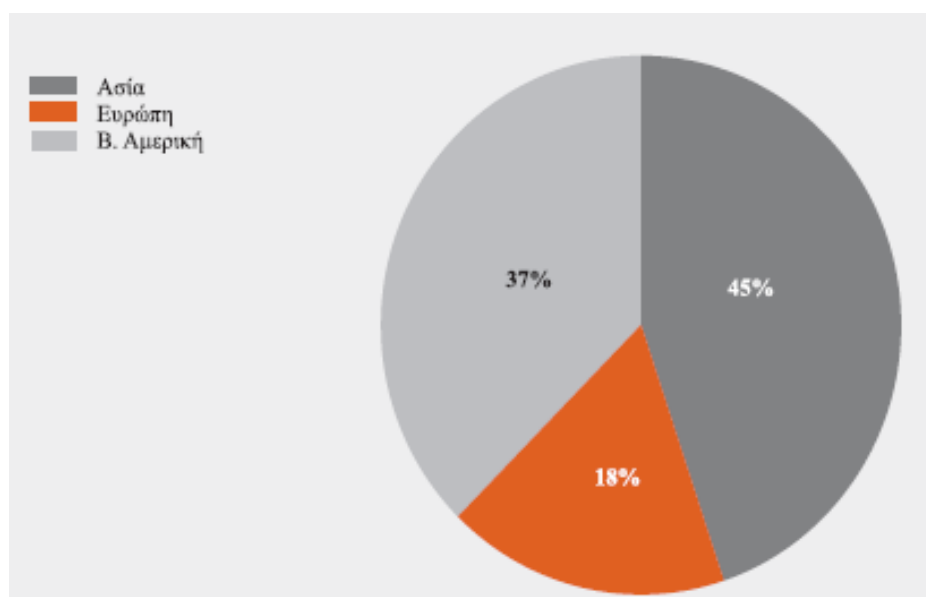


Πηγή: S&P/Citigroup World Property Broad Market, Δεκέμβριος 1996-Δεκέμβριος 2008

Στο Διάγραμμα 4.3 εμφανίζεται η ανάπτυξη της παγκόσμιας αγοράς εισηγμένων εταιρειών ακινήτων και ΕΕΑΠ σε όρους χρηματιστηριακής

αξίας. Το 1996, οι ΕΕΑΠ αντιπροσώπευαν το 24% περίπου της αξίας των εισηγμένων εταιρειών ακινήτων, ενώ στα τέλη του 2007 η συνολική αγορά των εισηγμένων εταιρειών ακινήτων υπερδιπλασιάστηκε, αλλά η συμμετοχή των ΕΕΑΠ σε αυτά αυξήθηκε από 24% σε 43% περίπου. Ωστόσο, στα τέλη του 2008 έγιναν εμφανή τα σημάδια της χρηματοπιστωτικής κρίσης, αφού η συνολική αγορά των εισηγμένων εταιρειών ακινήτων μειώθηκε κατά 44% περίπου, φθάνοντας στα επίπεδα του 2004, ενώ και η συνολική αγορά των ΕΕΑΠ μειώθηκε κατά 44% περίπου.

Διάγραμμα 4.4: Παγκόσμια κατανομή της χρηματιστηριακής αξίας των ΕΕΑΠ



Πηγή: EPRA, Μάρτιος 2009

Στο Διάγραμμα 4.4 εμφανίζεται η παγκόσμια κατανομή των εισηγμένων ΕΕΑΠ σε όρους χρηματιστηριακής αξίας. Η Ασία κατέχει τη μερίδα του λέοντος, με ποσοστό 45% επί της παγκόσμιας αγοράς, ενώ ακολουθεί η Βόρεια Αμερική με ποσοστό 37% και η Ευρώπη με ποσοστό 18%.

Πίνακας 4.1: Τα 10 μεγαλύτερα ΕΕΑΠ σε κεφαλαιοποίηση παγκοσμίως

Ονομασία ΕΕΑΠ	Χώρα	Κεφαλαιοποίηση σε € δις.
Unibail-Rodamc	Γαλλία	8,67
Lκαι Securitie	Ηνωμένο Βασίλειο	3,57
British Lan	Ηνωμένο Βασίλειο	3,32
Cori	Ολλανδία	2,09
Hammerso	Ηνωμένο Βασίλειο	1,92
PSP Swiss Propert	Ελβετία	1,49
Klepierr	Γαλλία	1,10
Wereldhav	Ολλανδία	1,09
Icad	Γαλλία	1,05
Befimm	Βέλγιο	0,78

Πηγή: EPRA, Μάρτιος 2009

Ο παραπάνω πίνακας 4.1 παρουσιάζει τις 10 μεγαλύτερες ΕΕΑΠ σε παγκόσμιο επίπεδο. Το μέσο μέγεθός τους ήταν € 7,2 δισεκατομμύρια, με τις μεγαλύτερες εταιρείες του κλάδου να εμφανίζουν υπερδιπλάσια μεγέθη.

Γενέτειρα των ΕΕΑΠ υπήρξαν οι Ηνωμένες Πολιτείες Αμερικής. Οι ΕΕΑΠ (με την σύγχρονη μορφή τους) ήταν θεσμοθετημένες σε ομοσπονδιακό επίπεδο από τις αρχές του 1960 . Ως οι παλαιότερες και πιο αναπτυγμένες ΕΕΑΠ παγκοσμίως, οι ΕΕΑΠ των ΗΠΑ (US- REITs) θεωρούνται πολύ επιτυχημένες τόσο εγχώρια, όσο και στις διεθνείς αγορές. Η κεφαλαιαγορά τους ανερχόταν το 2007 σε \$450 δισεκατομμύρια, με 184 εγγεγραμμένες ΕΕΑΠ στο χρηματιστήριο.

Η Ευρώπη καθυστέρησε, σχετικά, στην υιοθέτηση του θεσμού. Η Γερμανία, στην οποία ο θεσμός των ΕΕΑΠ εισήχθη μόλις το 2007, ανέπτυξε μέσα σε λίγα έτη μια αξιόλογη αγορά. Βασική προϋπόθεση για την υιοθέτηση

του καθεστώτος των γερμανικών ΕΕΑΠ (G-REITs), με τα σχετικά πλεονεκτήματα, είναι ότι οι εταιρείες ακίνητης περιουσίας πρέπει να διατηρούν τη νομική και πραγματική έδρα τους στη Γερμανία και θα πρέπει να ανταποκρίνονται σε συγκεκριμένες προδιαγραφές, οι οποίες πιστοποιούνται από ορκωτούς λογιστές ετησίως. Με σκοπό να προσελκύσουν τη μετατροπή εταιρειών σε G-REITs, η φορολογική βάση για τα κεφαλαιακά κέρδη μειώθηκε κατά 50% εντός χρονικής περιόδου 3 ετών, από τον Ιανουάριο του 2007, γεγονός που εκτόξευσε τη γερμανική αγορά των ΕΕΑΠ σε σχέση με τις άλλες ευρωπαϊκές χώρες. Παρόμοια πορεία με αυτή της Γερμανίας ακολούθησε το Ηνωμένο Βασίλειο, εισάγοντας στην εγχώρια αγορά το θεσμό των ΕΕΑΠ το 2006. Μετά τους αλματώδεις ρυθμούς ανάπτυξης στις αμερικανικές και αυστραλιανές αγορές ακινήτων με τη δημιουργία του θεσμού των ΕΕΑΠ, το Ηνωμένο Βασίλειο αποφάσισε να υιοθετήσει το θεσμό, ο οποίος εξασφάλιζε έναν αποτελεσματικό φορολογικά επενδυτικό μηχανισμό.

Η Ιαπωνική αγορά ΕΕΑΠ (J-REITs) αποτελεί μια από τις πιο σημαντικές παγκόσμιες αγορές ΕΕΑΠ και συνεχίζει να αναπτύσσεται, ως μέρος της αλλαγής της δομής στην ιαπωνική βιομηχανία ακινήτων, με τα J-REITs να αποκτούν όλο και πιο σημαντική θέση στις αυξανόμενες επενδύσεις ακινήτων. Τα J-REITs εισήχθησαν με την τροπολογία του Νόμου Εταιρικών Επενδύσεων και Κεφαλαίων το Νοέμβριο 2000, δημιουργώντας ταυτόχρονα φορολογική νομοθεσία για τα J-REITs. Τα δύο πρώτα J-REITs εισήχθησαν στο χρηματιστήριο του Τόκυο το Σεπτέμβριο του 2001 και μέχρι

τις αρχές του 2007 είχαν εισαχθεί 41 J- REITs , με προσεγγιστική αγοραία αξία της τάξεως των \$50 δισεκατομμυρίων.

Το Ηνωμένο Βασίλειο, με την «υγιή» νομοθεσία, την ευνοϊκή αποδοχή από το κοινό και τον τεράστιο όγκο διοικούμενων ακινήτων, έχει αποκτήσει την τρίτη μεγαλύτερη αγορά ΕΕΑΠ στον κόσμο, μετά τις Ηνωμένες Πολιτείες Αμερικής και την Ιαπωνία. Η σημαντικότητα της αγοράς του Ηνωμένου Βασιλείου, σε όρους μεγεθών, υποστηρίζεται από τη θεσμική και δομική φύση της ίδιας της αγοράς.

Η Ελλάδα, αν και εκ φύσεως αποτελεί μια πολύ μικρή αγορά, εισήγαγε την πρώτη ΕΕΑΠ στο χρηματιστήριο το 2005, ενώ το θεσμικό πλαίσιο για τις ελληνικές ΕΕΑΠ υφίσταται από το 1999 (Νόμος 2778/1999). Με το νόμο αυτό επιχειρήθηκε η οργάνωση ενός νέου θεσμού, αυτού των συλλογικών επενδύσεων σε ακίνητη περιουσία, με κύριο σκοπό την αξιοποίηση της περιουσίας του δημοσίου και των ασφαλιστικών ταμείων. Μέχρι σήμερα, τρεις ΕΕΑΠ έχουν εισαχθεί στο Ελληνικό Χρηματιστήριο Αθηνών και ακόμα δύο βρίσκονται στη διαδικασία της ίδρυσης. Δυστυχώς, η οξύτατη οικονομική κρίση, η οποία μαστίζει σήμερα τη χώρα μας, περιορίζει τις δυνατότητες και τις προοπτικές που φάνηκε να έχει η ελληνική αγορά των ΕΕΑΠ κατά τα πρώτα έτη της εγχώριας λειτουργίας του θεσμού.

4.2 Εισαγωγή έρευνας- Θεωρητικά χαρακτηριστικά

Στο κεφάλαιο αυτό επικεντρωνόμαστε στις χρηματοοικονομικές δραστηριότητες των ΕΕΑΠ, οι οποίες παρουσιάζουν κάποια ιδιαίτερα χαρακτηριστικά, που τις κάνουν να ξεχωρίζουν.

Πρώτον, οι ΕΕΑΠ δεν πληρώνουν εταιρικό φόρο, συνεπώς, το υπόδειγμα της θεωρίας αντιστάθμισης (trade-off theory), σύμφωνα με το οποίο οι εταιρείες επιλέγουν τέτοια κεφαλαιακή διάρθρωση ώστε να ωφεληθούν το φόρο, χρησιμοποιώντας περισσότερο χρέος, δεν θεωρείται και τόσο εφαρμόσιμο (Jaffe 1991). Οι ΕΕΑΠ συχνά διανέμουν όλο το φορολογητέο τους εισόδημα στους μετόχους τους κάθε χρόνο, εξαλείφοντας με αυτό τον τρόπο εντελώς το εταιρικό τους φόρο. Γενικά, το σχετικά απλό φορολογικό καθεστώς που ισχύει για τις ΕΕΑΠ μειώνει την σημαντικότητα της φορολογίας σαν παράγοντα, ο οποίος επιδρά στην επενδυτική απόφαση της κεφαλαιακής τους διάρθρωσης.

Δεύτερον, οι ΕΕΑΠ είναι υποχρεωμένες να αγοράζουν και να κατέχουν περιουσιακά στοιχεία, τα οποία αποτελούν υλικά στοιχεία του ενεργητικού, έτσι ώστε να υπάρχουν συγκεκριμένα επίπεδα δραστηριοποίησης τους στη διαχείριση ακινήτων και όχι να επεκτείνονται σε άλλους επιχειρηματικούς τομείς, εκμεταλλευόμενες το πλεονέκτημα που έχουν σχετικά με τη φορολογία (Gentry και Mayer 2002). Συνεπώς, οι ΕΕΑΠ είναι λιγότερο εκτεθειμένες σε κόστη χρεοκοπίας και κόστη αντιπροσώπευσης, συγκριτικά με άλλες επιχειρήσεις, που δραστηριοποιούνται σε άλλες βιομηχανίες.

Τρίτον, οι ΕΕΑΠ λειτουργούν υπό αυστηρότερη εταιρική διακυβέρνηση και κανόνες κοινοποίησης των εργασιών τους. Έτσι, η διαφανής αυτή φύση των λειτουργιών τους συνεπάγεται λιγότερη ασυμμετρία στη πληροφόρηση (*information asymmetry*). Οι διευθυντές τους έχουν λιγότερες ευκαιρίες για να αποκομίσουν προσωπικά οφέλη ή να προβούν σε δραστηριότητες υποεπένδυσης ή υπερεπένδυσης.

Τέταρτον, οι ΕΕΑΠ είναι υποχρεωμένες να διανέμουν ένα ποσοστό (τουλάχιστον 90%) από το φορολογητέο τους εισόδημα ως μετοχικό μέρισμα κάθε χρόνο. Γενικά, αυτή η υποχρέωση διανομής περιορίζει την δυνατότητα των ΕΕΑΠ να χρηματοδοτηθούν από εσωτερικά τους κεφάλαια, οπότε είναι αναγκασμένες να καταφεύγουν συχνότερα στις αγορές, προκειμένου να προβούν σε έκδοση μετοχικού ή ομολογιακού κεφαλαίου από ότι άλλες εταιρείες. Αυτό συνεπάγεται ότι και η λογική της θεωρίας ιεράρχησης (*pecking order theory*) δεν είναι απόλυτα συμβατή με τις ΕΕΑΠ. Επιπλέον, αυτή η απαίτηση διανομής, πρακτικά, εξαλείφει τα φορολογικά πλεονεκτήματα από επαναγορά μετοχών αντί για πληρωμή μερισμάτων, προκειμένου να διανεμηθούν κεφάλαια.

4.3 Δείγμα

Στην εμπειρική ανάλυση για τις ΕΕΑΠ χρησιμοποιήθηκε δείγμα 367 εταιρειών από 20 χώρες, για τις οποίες ο παρακάτω πίνακας 4.2 παρουσιάζει την κατανομή τους ανά χώρα:

Πίνακας 4.2 Δείγμα ΕΕΑΠ

ΧΩΡΕΣ	ΑΡΙΘΜΟΣ ΕΕΑΠ	ΠΟΣΟΣΤΟ ΣΥΜΜΕΤΟΧΗΣ ΣΤΟ ΔΕΙΓΜΑ
ΑΥΣΤΡΑΛΙΑ	38	10,4%
ΒΕΛΓΙΟ	12	3,3%
ΒΟΥΛΓΑΡΙΑ	13	3,5%
ΚΑΝΑΔΑΣ	25	6,8%
ΓΑΛΛΙΑ	38	10,4%
ΓΕΡΜΑΝΙΑ	5	1,4%
ΕΛΛΑΔΑ	3	0,8%
ΧΟΝΓΚ ΚΟΝΓΚ	5	1,4%
ΙΑΠΩΝΙΑ	16	4,4%
ΜΑΛΑΙΣΙΑ	3	0,8%
ΟΛΛΑΝΔΙΑ	7	1,9%
ΝΕΑ ΖΗΛΑΝΔΙΑ	4	1,1%
ΣΙΓΚΑΠΟΥΡΗ	11	3,0%
ΝΟΤΙΑ ΑΦΡΙΚΗ	5	1,4%
ΝΟΤΙΑ ΚΟΡΕΑ	1	0,3%
ΤΑΙΒΑΝ	2	0,5%
ΤΑΙΛΑΝΔΗ	6	1,6%
ΤΟΥΡΚΙΑ	10	2,7%
ΗΝΩΜΕΝΟ ΒΑΣΙΛΕΙΟ	17	4,6%
ΗΠΑ	146	39,8%
ΣΥΝΟΛΟ	367	100,0%

4.3.1 Μεταβλητές

Οι ΕΕΑΠ είναι εταιρείες, που είναι υποχρεωμένες να διανέμουν μερίσματα και οι εταιρικές τους δραστηριότητες είναι επικεντρωμένες στη διαχείριση ακίνητης περιουσίας. Σύμφωνα με τις γενικές αρχές της λογιστικής, οι αποσβέσεις χρησιμοποιούνται προκειμένου να μειώνουν την αξία ενός στοιχείου του Ενεργητικού με την πάροδο του χρόνου. Επειδή, όμως, στην περίπτωση της ακίνητης περιουσίας, παρατηρείται το φαινόμενο η αξία της να μειώνεται σπάνια και συχνά μάλιστα αυξάνεται, οι αποσβέσεις δεν θεωρούνται κατάλληλη μεταβλητή για την εκτίμηση της οικονομικής κατάστασης μιας εταιρείας διαχείρισης ακίνητης περιουσίας. Για αυτό το λόγο, παράγοντες που σχετίζονται με αποσβέσεις (αποσβέσεις/συνολικά κεφάλαια, πάγια κεφάλαια/αποσβέσεις) είναι προτιμότερο να μη χρησιμοποιούνται για την έρευνα της κεφαλαιακής διάρθρωσης των ΕΕΑΠ.

Τέλος, λόγω των ιδιαίτερων χαρακτηριστικών των ΕΕΑΠ που διέπουν την μερισματική και φορολογική τους πολιτική, δεν θα χρησιμοποιηθούν στην έρευνα παράγοντες που σχετίζονται με τη φορολογία και τη μερισματική απόδοση.

4.3.2 Εξαρτημένη Μεταβλητή

Ως εξαρτημένη μεταβλητή χρησιμοποιείται η μόχλευση (DEBTTL), που ορίζεται ως ο λόγος των συνολικών υποχρεώσεων προς τα συνολικά κεφάλαια, ορισμός που έχει χρησιμοποιηθεί επανειλημμένα από πολλούς

ερευνητές σε αντίστοιχες έρευνες (Westgaard et al 2008, Morri και Cristanziani 2009, Antoniou et al 2002, Norvaisiene και Stankeviciene 2007).

Επιπλέον, σύμφωνα με τον Welch (2011), ο ορισμός αυτός είναι καλύτερος από τον επίσης εναλλακτικό δημοφιλή ορισμό: Συνολικό Χρέος / Συνολικά Κεφάλαια.

4.3.3 Ανεξάρτητες Μεταβλητές

Ως ανεξάρτητες χρησιμοποιούνται οι μεταβλητές: κερδοφορία, πάγια περιουσιακά στοιχεία, μέγεθος της εταιρείας, επενδυτικές ευκαιρίες, συστημικός κίνδυνος, επιτοκιακή κάλυψη, αποδοτικότητα κεφαλαίων και το κόστος του χρέους. Πιο αναλυτικά, οι ορισμοί των μεταβλητών αυτών έχουν ως εξής:

(i) Κερδοφορία (profit)

Στην έρευνά αυτή θα προτιμηθεί ως μεταβλητή ο λόγος κέρδη προ τόκων, φόρων και αποσβέσεων (Earnings before Interest, Tax, Depreciation και Amortization EBITDA) προς τα συνολικά κεφάλαια. Ο λόγος αυτός ως μέτρο θεωρείται πλέον κατάλληλος για την έρευνα αυτή, επειδή δεν επηρεάζεται από τις αποσβέσεις (που όπως αναφέρθηκε είναι προβληματικό λογιστικό δεδομένο για τις ΕΕΑΠ), αλλά ούτε και από τη φορολογία. Επιπλέον, τα κέρδη προ τόκων, φόρων, αποσβέσεων και τοκοχρεολυσίων αποτελούν βασικό δείκτη εκτίμησης της ικανότητας των ΕΕΑΠ προκειμένου να εξυπηρετήσουν το χρέος τους, να χρηματοδοτήσουν τα κεφαλαιακά τους έξοδα και να διανείμουν μερίσματα στους μετόχους. Αυτό το μέτρο το έχουν

χρησιμοποιήσει και οι Rajan και Zingales (1995), Antoniou et al (2002), Feidakis και Rovolis (2007), Westgaard et al (2008) και Dang (2011).

Σύμφωνα με την θεωρία αντιστάθμισης (trade-off theory), επειδή οι λιγότερο κερδοφόρες εταιρείες αποδίδουν χαμηλότερες προσόδους στους μετόχους, μια μεγάλη μόχλευση θα αυξήσει το κόστος δανεισμού και τον κίνδυνο χρεοκοπίας της επιχείρησης. Αυτό συνεπάγεται επιπλέον μείωση των αποδόσεων που θα έχουν οι μέτοχοι. Επομένως, οι ΕΕΑΠ με ανεπαρκή κέρδη θα πρέπει να αποφεύγουν την εξωτερική χρηματοδότηση και ειδικότερα την επιπρόσθετη μόχλευση.

Παράλληλα, θα πρέπει να ληφθεί υπόψη το γεγονός ότι η αγορά δεν θα είναι πρόθυμη, να χρηματοδοτήσει εταιρείες, με χαμηλή κερδοφορία αλλά εταιρείες με υψηλή κερδοφορία.

Τέλος, η φοροαπαλλαγή για πληρωμές τοκοχρεολυσίων αναμένεται να κινητοποιήσει τις περισσότερες κερδοφόρες επιχειρήσεις να επιχορηγήσουν τις εργασίες τους με περισσότερο εξωτερικό χρέος. Επομένως, η θεωρία αντιστάθμισης προτείνει ότι θα πρέπει να υπάρχει μια θετική συσχέτιση μεταξύ κερδοφορίας και μόχλευσης.

Από την πλευρά της, η θεωρία ιεράρχησης (Myers 1977) προβλέπει την ύπαρξη αρνητικής συσχέτισης ανάμεσα στην κερδοφορία και στη μόχλευση. Οι επιχειρήσεις με μεγαλύτερα κέρδη θα απαιτούν λιγότερο εξωτερικό δανεισμό από ότι οι λιγότερο επικερδείς εταιρείες, αφού αναμένεται να χρηματοδοτήσουν τις ανάγκες τους με τα εσωτερικά κεφάλαια που διαθέτουν.

(ii) Πάγια περιουσιακά στοιχεία-απτότητα (tang)

Ως μεταβλητή χρησιμοποιείται ο λόγος των πάγιων περιουσιακών στοιχείων (αποθέματα συν ακίνητη περιουσία, μηχανήματα και εξοπλισμός) προς τα συνολικά κεφάλαια της επιχείρησης. Αυτός ο λόγος αντικατοπτρίζει την αναλογία των «ενσώματων περιουσιακών στοιχείων» στα συνολικά κεφάλαια. Η προσέγγιση αυτή έχει χρησιμοποιηθεί και από τους Rajan και Zingales (1995), Michaelas et al (1999), Frank και Goyal (2004), Antoniou et al (2002), Feidakis και Rovolis (2006). Επιχειρήσεις, των οποίων τα περιουσιακά στοιχεία μπορούν να χρησιμοποιηθούν ως ενέχυρο, είναι αναμενόμενο να μπορούν να εκδώσουν περισσότερο χρέος, εκμεταλλευόμενες αυτή τη δυνατότητα.

Με άλλα λόγια, ένα μεγάλο ποσοστό σε πάγια κεφάλαια μπορεί να κινητοποιήσει την επιχείρηση, να προβεί σε μεγαλύτερη μόχλευση (Myers και Majluf 1984). Αν οι εταιρείες δεν έχουν περιουσιακά στοιχεία για υποθήκευση, οι πιστωτές μπορεί να επιβάλλουν αυστηρότερους όρους δανεισμού, γεγονός που μπορεί να αναγκάσει τις επιχειρήσεις να στραφούν στην έκδοση μετοχών (Jensen και Meckling 1976, Myers και Majluf 1984).

(iii) Μέγεθος της εταιρείας (Inta)

Σαν μεταβλητή χρησιμοποιείται ο φυσικός λογάριθμος των συνολικών κεφαλαίων ή εναλλακτικά του συνόλου του ενεργητικού της επιχείρησης. Αυτή η δημοφιλής προσέγγιση έχει χρησιμοποιηθεί από Dang (2011), Gureshi και Azid(2006), Morri και Cristanziani (2009), Stephan et al (2008), Zheng et al (2012), Norvaisiene και Stankeviciene (2007), Morri και Cristanziani (2009), Venkiteshwaran (2011).

Τόσο η θεωρία αντιστάθμισης (trade-off theory), όσο και η θεωρία ιεράρχησης προβλέπουν ότι το μέγεθος της επιχείρησης αποτελεί ένα σημαντικό παράγοντα ερμηνείας της μόχλευσης. Πιο συγκεκριμένα, το μοντέλο της θεωρίας αντιστάθμισης ισχυρίζεται ότι η μόχλευση αυξάνεται, καθώς το μέγεθος της εταιρείας μεγαλώνει. Οι μεγάλες επιχειρήσεις θεωρούνται περισσότερο διαφοροποιημένες και όσο αυξάνεται η διαφοροποίηση, τόσο αυξάνεται η σταθερότητα των χρηματοροών και συνεπώς επιτρέπεται περισσότερη μόχλευση. Ένα επιπλέον επιχείρημα αποτελεί το γεγονός ότι οι μεγαλύτερες επιχειρήσεις έχουν ευκολότερη πρόσβαση στις χρηματαγορές και δανείζονται με ευνοϊκότερα επιτόκια.

Αντιθέτως, η θεωρία ιεράρχησης θεωρεί το μέγεθος σαν μια προσέγγιση της ασυμμετρίας στην πληροφόρηση μεταξύ διευθυντών και επενδυτών. Οι μεγαλύτερες εταιρείες παρακολουθούνται πιο στενά από τους αναλυτές και θα έπρεπε να εμφανίζουν υψηλότερη ικανότητα στην έκδοση μετοχικού κεφαλαίου, παρά ομολογιακού. Σύμφωνα με την θεωρία ιεράρχησης, το

μέγεθος της επιχείρησης πρέπει να είναι αρνητικά συσχετισμένο με την μόχλευση.

Από μια άλλη πλευρά, οι μικρές επιχειρήσεις επιβαρύνονται με υψηλότερα έξοδα σε περίπτωση έκδοσης νέου μετοχικού κεφαλαίου, άρα για αυτές φθηνότερη λύση αποτελεί ο δανεισμός παρά η έκδοση νέου μετοχικού κεφαλαίου. Επιπροσθέτως, το μέγεθος της εταιρείας μπορεί να θεωρηθεί και ως αρνητικός δείκτης της πιθανότητας χρεοκοπίας και επομένως ως προσέγγιση του κινδύνου. Σύμφωνα με αυτή την υπόθεση, οι μεγαλύτερες εταιρείες μπορούν να αναλάβουν περισσότερο ποσοστό χρέους στους ισολογισμούς τους συγκριτικά με τις μικρότερες επιχειρήσεις.

(iv) Επενδυτικές ευκαιρίες (*mbratio*)

Ως μεταβλητή χρησιμοποιείται ο λόγος της χρηματιστηριακής αξίας της εταιρείας προς την λογιστική της αξία. Αυτός ο λόγος συγκρίνει την αγοραία αποτίμηση της επιχείρησης με την αξία που απεικονίζεται λογιστικά από τους ισολογισμούς της. Μια υψηλή τιμή αυτού του λόγου μπορεί να σηματοδοτεί ότι η εταιρεία έχει καλές δυνατότητες ανάπτυξης. Αυτή η προσέγγιση έχει χρησιμοποιηθεί από Antoniou et al (2002), Frank και Goyal (2004), Rajan και Zingales (1995).

Η θεωρία αντιστάθμισης προβλέπει ότι οι επιχειρήσεις με σημαντικές επενδυτικές δυνατότητες θα πρέπει να χαρακτηρίζονται από χαμηλότερο ποσοστό χρέους, με την έννοια ότι οι εταιρείες προτιμούν να έχουν το κόστος δανεισμού στο ελάχιστο, προκειμένου οι διευθυντές να ανταμειφθούν πλουσιοπάροχα και να μην υπάρχουν συγκρούσεις συμφερόντων μεταξύ

ομολογιούχων και μετόχων που θα επηρεάσουν τα επενδυτικά σχέδια (Drobetz & Fix 2005).

Αυτή η συμπεριφορά μπορεί επίσης να ερμηνευθεί και από το γεγονός ότι το χρέος υποχρεώνει την επιχείρηση σε αυστηρότερη χρηματοοικονομική πειθαρχία σχετικά με τις επενδυτικές της αποφάσεις. Εταιρείες με πολλές επενδυτικές δυνατότητες έχουν λιγότερη ανάγκη από την πειθαρχική επίδραση των πληρωμών του χρέους, προκειμένου να ελεγχθούν αποτελεσματικότερα, οι ελεύθερες χρηματοροές (θεωρία ελευθέρων χρηματοροών, Jensen 1986).

Παράλληλα, υποθέτοντας ότι τις επιχειρήσεις τις απασχολούν και οι τρέχουσες αλλά και οι μελλοντικές τους χρηματοδοτικές τους ανάγκες, είναι πολύ πιθανό εταιρείες με υψηλά αναμενόμενες δυνατότητες ανάπτυξης να διατηρήσουν μια χαμηλού κινδύνου, ικανότητα δανεισμού, προκειμένου να αποφύγουν να χρηματοδοτήσουν τις μελλοντικές τους επενδύσεις με εκδόσεις νέου μετοχικού κεφαλαίου.

Από την άλλη πλευρά, η θεωρία ιεράρχησης ισχυρίζεται ότι το εξωτερικό χρέος των εταιρειών αυξάνεται, όταν οι επενδυτικές τους ανάγκες υπερβαίνουν τα παρακρατημένα έσοδα, και μειώνεται όταν οι επενδυτικές ανάγκες υπολείπονται των παρακρατημένων εσόδων και επομένως η μόχλευση προβλέπεται να είναι υψηλότερη για επιχειρήσεις που επιθυμούν να χρηματοδοτήσουν τις επενδυτικές τους ευκαιρίες (Chen 2004).

(v) Συστημικός κίνδυνος (ungeared β_a)

Ως μεταβλητή μπορεί να χρησιμοποιηθεί το μη μοχλευμένο (unlevered) β , το οποίο συσχετίζει την μετοχή της εταιρείας χωρίς χρέος, με το γενικό χρηματιστηριακό δείκτη. Έχοντας αφαιρέσει τις επιδράσεις του χρέους, με το μη μοχλευμένο β υπολογίζεται ο κίνδυνος των υποκείμενων λειτουργιών της επιχείρησης.

Ο τύπος είναι:

$$\text{Unlevered } \beta = \beta / [1 + (1 - T) * (D/E)] \sim \beta * E / (D + E)$$

όπου T = ο φορολογικός συντελεστής, D = το συνολικό χρέος και E = το μετοχικό κεφάλαιο.

Ο δείκτης αυτός εκδηλώνει το συστημικό επιχειρηματικό κίνδυνο της εταιρείας. Η μεταβλητή αυτή έχει χρησιμοποιηθεί από Morri και Cristanziani (2009).

(vi) Επιτοκιακή κάλυψη (intcov)

Ως μεταβλητή για την επιτοκιακή κάλυψη χρησιμοποιείται ο λόγος κέρδη προ τόκων, φόρων και αποσβέσεων προς τα έξοδα για τόκους από δάνεια. Η μεταβλητή αυτή θεωρείται ως το καλύτερο μέτρο, όταν αναφερόμαστε σε ΕΕΑΠ, διότι ο αριθμητής δεν επηρεάζεται από φόρους και αποσβέσεις και έτσι με αυτή μπορεί να αποφασιστεί πόσο εύκολα μπορεί μια επιχείρηση να αποπληρώσει τα τοκοχρεολύσια της. Προφανώς αποτελεί

ένα δείκτη των ορίων ασφάλειας της εταιρείας, προκειμένου να εκτιμηθεί ο πιστωτικός της κίνδυνος. Όσο μικρότερος είναι αυτός ο λόγος, τόσο περισσότερο περιορίζεται η επιχείρηση από τα έξοδα δανεισμού της.

Αντιστρόφως, μια υψηλή επιτοκιακή κάλυψη σηματοδοτεί ότι η εταιρεία είναι χρηματοδοτικά ικανοποιητικά ασφαλής προκειμένου να εξοφλήσει εγκαίρως τις δανειακές της υποχρεώσεις. Ωστόσο, μια υψηλή τιμή μπορεί επίσης να αποτελεί ένδειξη ότι η επιχείρηση έχει μια ανεπιθύμητη έλλειψη χρέους ή ότι εξοφλεί το χρέος της παρά πολύ γρήγορα χρησιμοποιώντας, για αυτό το λόγο, τα έσοδα της, ενώ ίσως θα ήταν προτιμότερο τα έσοδα αυτά να τα επένδυε σε επιχειρηματικά σχέδια, τα οποία θα της προσέφεραν υψηλότερες αποδόσεις.

Παράλληλα, είναι μερικές φορές φθηνότερο, για μια εταιρεία, να δανείζεται περισσότερα κεφάλαια για ένα χαμηλότερο συνολικά κόστος κεφαλαίου, παρά να αποπληρώνει το υπάρχον χρέος της, προκειμένου να ανταποκριθεί στις υποχρεώσεις της.

(vii) Αποδοτικότητα των κεφαλαίων (assturn)

Ως μεταβλητή χρησιμοποιείται ο λόγος των πωλήσεων προς το σύνολο των διαθεσίμων στοιχείων ενεργητικού και φανερώνει την οικονομική αποδοτικότητα μιας εταιρείας. Χαμηλές τιμές σε αυτό το λόγο υποδεικνύουν αναποτελεσματικότητα, χαμηλή παραγωγικότητα των διευθυντών και ανικανότητα στην ανάληψη αξιολογών επενδυτικών σχεδίων.

Ο παράγοντας αυτός αποτελεί μέτρο της ικανότητας της επιχείρησης, να χρησιμοποιεί αποτελεσματικά τα συνολικά της κεφάλαια για να παράγει

πωλήσεις. Ένα μικρό νούμερο σε αυτό το δείκτη μπορεί να προέρχεται από υπερβολικές λειτουργικές δαπάνες, προνομιακά έξοδα των διευθυντών, αντιπαραγωγικές επενδύσεις ή ανεπαρκή διαχείριση (μάνατζμεντ), που οδηγούν ή σε χαμηλότερες πωλήσεις ή σε μεγάλη ποσότητα κεφαλαίων χαμηλής παραγωγικότητας.

Όλα αυτά συντελούν σε αυξημένα κόστη αντιπροσώπευσης (agency costs). Σύμφωνα με τη θεωρία ελευθέρων χρηματοροών (free cash flow theory), ένας τρόπος, για να περιοριστούν αυτά τα κόστη αντιπροσώπευσης, είναι ο εξωτερικός δανεισμός, και συνεπώς προβλέπεται αρνητική συσχέτιση μεταξύ της αποδοτικότητας των κεφαλαίων και της μόχλευσης. Ο δείκτης αποδοτικότητας των κεφαλαίων μπορεί να χρησιμοποιηθεί ως αντίστροφο μέτρο των κοστών αντιπροσώπευσης της επιχείρησης. Αυτός ο παράγοντας έχει χρησιμοποιηθεί από τους Voulgaris et al (2004), Feidakis και Rovolis (2007), Gureshi και Azid (2006), Westgaard et al (2008).

(viii) Το κόστος του χρέους (costdebt)

Ως μεταβλητή χρησιμοποιείται ο λόγος τόκοι από χρέος προς το συνολικό χρέος. Ο λόγος αυτός εκφράζει το κόστος από το χρέος, με το οποίο είναι επιβαρυνμένη μια εταιρεία, επειδή έχει καταφύγει σε δανεισμό. Αυτή η μεταβλητή έχει χρησιμοποιηθεί από τους Morri και Cristanziani (2009). Είναι προφανές ότι τα τοκοχρεολύσια, τα οποία πρέπει να πληρωθούν από μια επιχείρηση λόγω του χρέους της, επηρεάζουν το συνολικό ποσό χρέους, που μπορεί να απαιτήσει. Ένα υψηλό κόστος χρέους μπορεί να αποτελεί ένδειξη

χρηματοοικονομικού κινδύνου χρεοκοπίας, που μπορεί να υπερβαίνει το όφελος από φοροαπαλλαγή η οποία προέρχεται από το χρέος.

Συσχέτιση μεταβλητών

Πίνακας 4.3: Συντελεστές συσχέτισης μεταβλητών

	profit	tang	lnta	debtatl	ungear~a	intcov	assturn	costdebt	mbratio
profit	1.0000								
tang	0.1650	1.0000							
lnta	0.0394	-0.1417	1.0000						
debtatl	-0.0893	-0.0365	0.0678	1.0000					
ungeared_b~a	-0.0079	0.0223	0.1435	-0.1982	1.0000				
intcov	0.1826	0.0477	0.0647	0.0005	0.0052	1.0000			
assturn	0.1695	-0.0466	-0.1460	0.1703	0.1850	0.0027	1.0000		
costdebt	-0.0400	-0.0637	-0.2274	-0.1330	0.0840	-0.0637	0.1556	1.0000	
mbratio	0.3314	0.0701	-0.0059	0.0751	0.0704	0.0400	0.2559	0.0268	1.0000

Ο παραπάνω πίνακας 4.3 απεικονίζει τους συντελεστές συσχέτισης όλων των παραπάνω μεταβλητών. Μπορεί να διαπιστωθεί, ότι δεν υπάρχει κάποιος υψηλός συντελεστής συσχέτισης (μεγαλύτερος του 0,75).

4.4 Περιγραφικά στοιχεία μεταβλητών

Για την εξέταση των περιγραφικών στοιχείων των μεταβλητών, επιλέχθηκαν οι χώρες, στις οποίες το δείγμα περιλαμβάνει περισσότερες από δέκα εταιρείες. Με αυτό τον τρόπο, λόγω του μεγάλου αριθμού των εταιριών, τα στοιχεία θα είναι πλησιέστερα στην πραγματικότητα και, κατά συνέπεια, τα συμπεράσματα θα έχουν περισσότερη αξιοπιστία και συγκρισιμότητα. Σε όλους τους πίνακες εμφανίζονται οι μέσοι όροι των μεταβλητών ανά χώρα και ανά έτος.

Πρώτα παρουσιάζονται οι μεταβλητές, που σχετίζονται με μικροοικονομικούς παράγοντες και στη συνέχεια οι μεταβλητές που σχετίζονται με μακροοικονομικούς παράγοντες.

4.4.1 Μικροοικονομικοί Παράγοντες

Πίνακας 4.4: Κερδοφορία (ΕΒΙΤΔΑ / ΣΥΝΟΛΙΚΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ)

ΧΩΡΑ/ΕΤΟΣ	2005	2006	2007	2008	2009	2010
ΑΥΣΤΡΑΛΙΑ	0.07	0.11	0.11	0.02	-0.15	0.01
ΒΕΛΓΙΟ	0.07	0.08	0.08	0.04	0.04	0.05
ΒΟΥΛΓΑΡΙΑ	0.05	0.08	0.16	0.06	0.01	-0.01
ΚΑΝΑΔΑΣ	0.07	0.07	0.08	0.07	0.08	0.08
ΓΑΛΛΙΑ	0.09	0.08	0.07	0.01	0.01	0.07
ΙΑΠΩΝΙΑ	0.04	0.05	0.05	0.05	0.04	0.05
ΣΙΓΚΑΠΟΥΡΗ	0.07	0.07	0.13	0.04	0.01	0.08
ΗΝΩΜΕΝΟ ΒΑΣΙΛΕΙΟ	0.06	0.15	0.07	-0.11	-0.19	0.10
ΗΠΑ	0.08	0.08	0.08	0.06	0.06	0.06

Στον πίνακα 4.4 εμφανίζεται ο δείκτης κερδοφορίας των ΕΕΑΠ εννέα χωρών. Σύμφωνα με αυτόν, η Βουλγαρία παρουσιάζει τη μέγιστη κερδοφορία, από όλες τις χώρες, το 2007. Το Ηνωμένο Βασίλειο εμφανίζει την ελάχιστη κερδοφορία, από όλες τις χώρες, το 2009. Ο Καναδάς εμφανίζει τη μεγαλύτερη και την πιο σταθερή κερδοφορία, κατά μέσο όρο, για όλα τα έτη. Το Ηνωμένο Βασίλειο παρουσιάζει τη μικρότερη και με μεγαλύτερη μεταβλητότητα κερδοφορία, κατά μέσο όρο, για όλα τα έτη.

Τα καλύτερα έτη για κερδοφορία, κατά μέσο όρο, για όλες τις χώρες ήταν το 2006 και 2007, ενώ τα χειρότερα το 2008 και 2009, προφανώς η κερδοφορία τους είναι επηρεασμένη από την παγκόσμια χρηματοοικονομική κρίση. Το 2005 ήταν το πιο σταθερό έτος, για κερδοφορία, ενώ το έτος με τη μεγαλύτερη μεταβλητότητα, ήταν το 2008.

Πίνακας 4.5: Πάγια Κεφαλαία-απτότητα

ΧΩΡΑ/ΕΤΟΣ	2005	2006	2007	2008	2009	2010
ΑΥΣΤΡΑΛΙΑ	0.76	0.70	0.64	0.68	0.60	0.48
ΒΕΛΓΙΟ	0.87	0.68	0.85	0.79	0.73	0.73
ΒΟΥΛΓΑΡΙΑ	0.41	0.34	0.27	0.25	0.20	0.05
ΚΑΝΑΔΑΣ	0.86	0.81	0.86	0.87	0.88	0.88
ΓΑΛΛΙΑ	0.67	0.79	0.85	0.85	0.82	0.84
ΙΑΠΩΝΙΑ	0.20	0.24	0.27	0.30	0.28	0.41
ΣΙΓΚΑΠΟΥΡΗ	0.97	0.97	0.97	0.95	0.93	0.91
ΗΝΩΜΕΝΟ ΒΑΣΙΛΕΙΟ	0.91	0.84	0.85	0.84	0.78	0.77
ΗΠΑ	0.72	0.74	0.77	0.78	0.77	0.78

Στον πίνακα 4.5 εμφανίζεται ο δείκτης παγίων κεφαλαίων (απτότητα) των ΕΕΑΠ εννέα χωρών. Σύμφωνα με αυτόν, η Σιγκαπούρη παρουσιάζει πιο μεγάλη απτότητα, από όλες τις άλλες χώρες, τα έτη 2005 μέχρι 2007. Η Βουλγαρία εμφανίζει τη μικρότερη απτότητα, από όλες τις χώρες, το 2010. Η Σιγκαπούρη εμφανίζει τη μεγαλύτερη απτότητα κατά μέσο όρο, για όλα τα έτη. Η Βουλγαρία παρουσιάζει τη μικρότερη απτότητα και με μεγαλύτερη μεταβλητότητα, κατά μέσο όρο, για όλα τα έτη. Οι ΗΠΑ εμφανίζουν τη σταθερότερη απτότητα κατά μέσο όρο, για όλα τα έτη.

Τις μεγαλύτερες τιμές, κατά μέσο όρο, για όλες τις χώρες παρουσιάζουν τα έτη 2005, 2007 και 2008, ενώ τις μικρότερες α χειρότερα τα έτη 2009 και 2010. Το 2006 ήταν το πιο σταθερό έτος, ενώ το έτος, με τη μεγαλύτερη μεταβλητότητα ήταν το 2010.

Πίνακας 4.6: Συνολικών Κεφαλαίων - LN(ΣΥΝΟΛΙΚΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ).

ΧΩΡΑ/ΕΤΟΣ	2005	2006	2007	2008	2009	2010
ΑΥΣΤΡΑΛΙΑ	13,43	13,82	14,16	14,27	14,02	14
ΒΕΛΓΙΟ	12,38	12,61	13,09	12,97	13,01	13,02
ΒΟΥΛΓΑΡΙΑ	8,18	9,76	10,25	10,23	10,19	9,86
ΚΑΝΑΔΑΣ	12,9	13,24	13,55	13,62	13,63	13,8
ΓΑΛΛΙΑ	11,86	12,89	13,71	13,76	13,72	13,79
ΙΑΠΩΝΙΑ	18,65	18,85	19,01	19,15	19,16	19,26
ΣΙΓΚΑΠΟΥΡΗ	14,11	14,48	14,75	14,82	14,86	15,03
ΗΝΩΜΕΝΟ ΒΑΣΙΛΕΙΟ	13,53	13,9	14,09	13,98	13,75	13,78
ΗΠΑ	14,19	14,38	14,43	14,46	14,41	14,44

Στον πίνακα 4.6 εμφανίζεται ο δείκτης των συνολικών κεφαλαίων των ΕΕΑΠ εννέα χωρών. Σύμφωνα με αυτόν, η Ιαπωνία παρουσιάζει τη μέγιστη τιμή, από όλες τις χώρες, το 2010. Η Βουλγαρία εμφανίζει την ελάχιστη τιμή, από όλες τις χώρες, το 2005. Η Ιαπωνία εμφανίζει τη μεγαλύτερη τιμή, κατά μέσο όρο, για όλα τα έτη. Η Βουλγαρία παρουσιάζει τη μικρότερη και με μεγαλύτερη μεταβλητότητα τιμή, κατά μέσο όρο, για όλα τα έτη. Οι ΗΠΑ εμφανίζουν τη σταθερότερη τιμή, κατά μέσο όρο, για όλα τα έτη.

Τις μεγαλύτερες τιμές για τα συνολικά κεφάλαια, κατά μέσο όρο, για όλες τις χώρες, παρουσιάζουν τα έτη 2007 και 2008, ενώ τις μικρότερες τα έτη 2005 και 2006. Το 2007 ήταν το πιο σταθερό έτος, για τα συνολικά κεφάλαια, ενώ το έτος με τη μεγαλύτερη μεταβλητότητα, ήταν το 2005.

Πίνακας 4.7: Κεφαλαιακή Διάρθρωση (ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ / ΣΥΝΟΛΙΚΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ)

ΧΩΡΑ/ΕΤΟΣ	2005	2006	2007	2008	2009	2010
ΑΥΣΤΡΑΛΙΑ	0,41	0,41	0,41	0,46	0,5	0,51
ΒΕΛΓΙΟ	0,32	0,33	0,39	0,38	0,39	0,4
ΒΟΥΛΓΑΡΙΑ	0,2	0,21	0,24	0,29	0,29	0,25
ΚΑΝΑΔΑΣ	0,62	0,63	0,68	0,7	0,71	0,69
ΓΑΛΛΙΑ	0,51	0,46	0,54	0,58	0,59	0,59
ΙΑΠΩΝΙΑ	0,45	0,46	0,46	0,49	0,52	0,52
ΣΙΓΚΑΠΟΥΡΗ	0,32	0,36	0,35	0,39	0,35	0,36
ΗΝΩΜΕΝΟ ΒΑΣΙΛΕΙΟ	0,47	0,49	0,39	0,47	0,53	0,48
ΗΠΑ	0,6	0,62	0,64	0,65	0,62	0,61

Στον πίνακα 4.7 εμφανίζεται ο δείκτης της κεφαλαιακής διάρθρωσης των ΕΕΑΠ εννέα χωρών. Σύμφωνα με αυτόν, ο Καναδάς παρουσιάζει τη μέγιστη τιμή, από όλες τις χώρες, το 2009. Η Βουλγαρία εμφανίζει την ελάχιστη τιμή, από όλες τις χώρες, το 2005. Ο Καναδάς και οι ΗΠΑ εμφανίζουν τις μεγαλύτερες τιμές, κατά μέσο όρο, για όλα τα έτη. Η Βουλγαρία παρουσιάζει τη μικρότερη και με μεγαλύτερη μεταβλητότητα τιμή, κατά μέσο όρο, για όλα τα έτη. Οι ΗΠΑ εμφανίζουν τη σταθερότερη τιμή, κατά μέσο όρο, για όλα τα έτη.

Τις μεγαλύτερες τιμές για τη κεφαλαιακή διάρθρωση, κατά μέσο όρο, για όλες τις χώρες παρουσιάζουν τα έτη 2008, 2009 και 2010, ενώ τις μικρότερες τα έτη 2005 και 2006. Το 2008 ήταν το πιο σταθερό έτος, για τη κεφαλαιακή διάρθρωση, ενώ το έτος με τη μεγαλύτερη μεταβλητότητα, ήταν το 2005.

Πίνακας 4.8: Συστημικός Κίνδυνος (UNLEVERED BETA)

ΧΩΡΑ/ΕΤΟΣ	2005	2006	2007	2008	2009	2010
ΑΥΣΤΡΑΛΙΑ	0,24	0,18	0,22	0,51	0,54	0,56
ΒΕΛΓΙΟ	0,07	0,1	0,11	0,21	0,27	0,29
ΒΟΥΛΓΑΡΙΑ		-1,53	0,24	0,16	0,25	0,2
ΚΑΝΑΔΑΣ	0,2	0,12	0,19	0,26	0,27	0,35
ΓΑΛΛΙΑ	0,13	0,16	0,1	0,24	0,21	0,24
ΙΑΠΩΝΙΑ	0,18	0,14	0,16	0,37	0,43	0,4
ΣΙΓΚΑΠΟΥΡΗ	0,54	0,29	0,57	0,47	0,61	0,72
ΗΝΩΜΕΝΟ ΒΑΣΙΛΕΙΟ	0,24	0,31	0,27	0,4	0,42	0,49
ΗΠΑ	0,3	0,28	0,34	0,46	0,32	0,5

Στον πίνακα 4.8 εμφανίζεται ο δείκτης του συστημικού κινδύνου, κεφαλαιακής διάρθρωσης, των ΕΕΑΠ, εννέα χωρών. Σύμφωνα με αυτόν, η Σιγκαπούρη παρουσιάζει τη μέγιστη τιμή, από όλες τις χώρες, το 2010. Η Βουλγαρία εμφανίζει την ελάχιστη τιμή, από όλες τις χώρες, το 2006. Η Σιγκαπούρη εμφανίζει τη μεγαλύτερη τιμή, κατά μέσο όρο, για όλα τα έτη. Η Βουλγαρία παρουσιάζει τη μικρότερη και με μεγαλύτερη μεταβλητότητα τιμή, κατά μέσο όρο, για όλα τα έτη. Οι ΗΠΑ εμφανίζουν τη σταθερότερη τιμή, κατά μέσο όρο, για όλα τα έτη.

Τις μεγαλύτερες τιμές για το συστημικό κίνδυνο, κατά μέσο όρο, για όλες τις χώρες έχουν τα έτη 2009 και 2010, ενώ τις μικρότερες τα 2005, 2006 και 2007. Το 2008 ήταν το πιο σταθερό έτος, ενώ το έτος, με τη μεγαλύτερη μεταβλητότητα, ήταν το 2006.

Πίνακας 4.9: Επενδυτικών Ευκαιριών (MBRATIO)

ΧΩΡΑ/ΕΤΟΣ	2005	2006	2007	2008	2009	2010
ΑΥΣΤΡΑΛΙΑ	1,11	1,16	1,11	0,8	0,76	0,85
ΒΕΛΓΙΟ	1,19	1,12	0,99	0,9	0,97	1,02
ΒΟΥΛΓΑΡΙΑ	1,33	1,2	1,17	0,8	0,7	0,82
ΚΑΝΑΔΑΣ	1,28	1,48	1,22	1,01	1,18	1,24
ΓΑΛΛΙΑ	1,51	1,49	1,04	0,9	1	0,99
ΙΑΠΩΝΙΑ	1,24	1,27	1,42	1	0,89	0,92
ΣΙΓΚΑΠΟΥΡΗ	1,11	1,13	1,03	0,69	0,89	0,98
ΗΝΩΜΕΝΟ ΒΑΣΙΛΕΙΟ	1,02	1,09	0,99	0,85	0,93	0,96
ΗΠΑ	1,28	1,39	1,21	1,04	1,13	1,26

Στον πίνακα 4.9 εμφανίζεται ο δείκτης των επενδυτικών ευκαιριών, των ΕΕΑΠ, εννέα χωρών. Σύμφωνα με αυτόν, η Γαλλία παρουσιάζει τη μέγιστη τιμή, από όλες τις χώρες, το 2005. Η Σιγκαπούρη εμφανίζει την ελάχιστη τιμή, από όλες τις χώρες, το 2008. Ο Καναδάς και οι ΗΠΑ εμφανίζουν τις μεγαλύτερες τιμές, κατά μέσο όρο, για όλα τα έτη. Η Αυστραλία, η Σιγκαπούρη και το Ηνωμένο Βασίλειο παρουσιάζουν τις μικρότερες τιμές, κατά μέσο όρο, για όλα τα έτη. Το Ηνωμένο Βασίλειο εμφανίζει τη σταθερότερη τιμή, κατά μέσο όρο, για όλα τα έτη. Η Γαλλία και η Βουλγαρία παρουσιάζουν τη μεγαλύτερη μεταβλητότητα στις τιμές, κατά μέσο όρο, για όλα τα έτη.

Τις μεγαλύτερες τιμές, για τις επενδυτικές ευκαιρίες, κατά μέσο όρο, για όλες τις χώρες, έχουν τα έτη 2005 και 2006, ενώ τις μικρότερες τα 2008 και 2009. Είναι φανερό ότι οι επενδυτικές ευκαιρίες, για τις ΕΕΑΠ ακολουθούν τον οικονομικό κύκλο της παγκόσμιας χρηματοοικονομικής κρίσης. Το 2005 ήταν το πιο σταθερό έτος, ενώ το έτος με τη μεγαλύτερη μεταβλητότητα, ήταν το 2009.

Πίνακας 4.10: Επιτοκιακή κάλυψη (EBITDA/ΤΟΚΟΙ ΔΑΝΕΙΩΝ)

ΧΩΡΑ/ΕΤΟΣ	2005	2006	2007	2008	2009	2010
ΑΥΣΤΡΑΛΙΑ	3,98	6,57	6,63	0,88	-3,98	0,97
ΒΕΛΓΙΟ	5,21	7,29	5,57	2,54	11,12	13,11
ΒΟΥΛΓΑΡΙΑ	55,27	82,34	713,04	-2,09	-35,14	-874,76
ΚΑΝΑΔΑΣ	2,28	2,37	2,32	1,96	2,01	2,16
ΓΑΛΛΙΑ	13,81	16,98	8,62	3,14	-7,26	22,62
ΙΑΠΩΝΙΑ	15,32	12,45	22,74	12,31	72,61	7,88
ΣΙΓΚΑΠΟΥΡΗ	9,94	7,58	12,96	3,3	1,83	7,73
ΗΝΩΜΕΝΟ ΒΑΣΙΛΕΙΟ	6,68	9,59	4,69	-10,98	6	235,32
ΗΠΑ	4,46	3,59	4,52	-50,3	-8,07	-1,08

Στον πίνακα 4.10 εμφανίζεται ο δείκτης της επιτοκιακής κάλυψης, των ΕΕΑΠ, εννέα χωρών. Σύμφωνα με αυτόν, η Βουλγαρία παρουσιάζει τη μέγιστη τιμή, από όλες τις χώρες, το 2007. Η ίδια χώρα εμφανίζει την ελάχιστη τιμή, από όλες τις χώρες, το 2010. Η Ιαπωνία εμφανίζει τη μεγαλύτερη τιμή, κατά μέσο όρο, για όλα τα έτη. Η Βουλγαρία παρουσιάζει τη μικρότερη τιμή, κατά μέσο όρο, για όλα τα έτη. Το Βέλγιο εμφανίζει τη σταθερότερη τιμή, κατά μέσο όρο, για όλα τα έτη. Η Βουλγαρία παρουσιάζει τη μεγαλύτερη μεταβλητότητα στις τιμές, κατά μέσο όρο, για όλα τα έτη.

Τη μεγαλύτερη τιμή για την επιτοκιακή κάλυψη, κατά μέσο όρο, για όλες τις χώρες, έχει το έτος 2007, ενώ τη μικρότερη το 2010. Το 2005 ήταν το πιο σταθερό έτος, ενώ το έτος, με τη μεγαλύτερη μεταβλητότητα, ήταν το 2009.

Πίνακας 4.11: Αποδοτικότητα κεφαλαίων (ΠΩΛΗΣΕΙΣ/ΣΥΝΟΛΙΚΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ)

ΧΩΡΑ/ΕΤΟΣ	2005	2006	2007	2008	2009	2010
ΑΥΣΤΡΑΛΙΑ	0,13	0,11	0,1	0,11	0,13	0,14
ΒΕΛΓΙΟ	0,08	0,09	0,07	0,08	0,08	0,08
ΒΟΥΛΓΑΡΙΑ	0,07	0,15	0,26	0,24	0,13	0,12
ΚΑΝΑΔΑΣ	0,17	0,2	0,18	0,2	0,21	0,2
ΓΑΛΛΙΑ	0,16	0,1	0,07	0,08	0,08	0,08
ΙΑΠΩΝΙΑ	0,07	0,07	0,07	0,07	0,07	0,08
ΣΙΓΚΑΠΟΥΡΗ	0,06	0,06	0,06	0,07	0,07	0,06
ΗΝΩΜΕΝΟ ΒΑΣΙΛΕΙΟ	0,07	0,06	0,05	0,06	0,08	0,07
ΗΠΑ	0,15	0,15	0,15	0,15	0,15	0,14

Στον πίνακα 4.11 εμφανίζεται ο δείκτης της αποτελεσματικότητας κεφαλαίων, των ΕΕΑΠ, εννέα χωρών. Σύμφωνα με αυτόν, η Βουλγαρία παρουσιάζει τη μέγιστη τιμή, από όλες τις χώρες, το 2007. Το Ηνωμένο Βασίλειο εμφανίζει την ελάχιστη τιμή, από όλες τις χώρες, το 2007. Ο Καναδάς εμφανίζει τη μεγαλύτερη τιμή, κατά μέσο όρο, για όλα τα έτη. Η Σιγκαπούρη παρουσιάζει τη μικρότερη τιμή, κατά μέσο όρο, για όλα τα έτη. Οι ΗΠΑ εμφανίζουν τη σταθερότερη τιμή, κατά μέσο όρο, για όλα τα έτη. Η Βουλγαρία παρουσιάζει τη μεγαλύτερη μεταβλητότητα στις τιμές, κατά μέσο όρο, για όλα τα έτη.

Τη μεγαλύτερη τιμή, για την αποδοτικότητα κεφαλαίων, κατά μέσο όρο, για όλες τις χώρες, έχει το έτος 2007, ενώ τη μικρότερη, το 2005. Το 2005 ήταν το πιο σταθερό έτος, ενώ το έτος, με τη μεγαλύτερη μεταβλητότητα, ήταν το 2007.

Πίνακας 4.12: Κόστος χρέους (ΤΟΚΟΙ/ΣΥΝΟΛΙΚΟ ΧΡΕΟΣ)

ΧΩΡΑ/ΕΤΟΣ	2005	2006	2007	2008	2009	2010
ΑΥΣΤΡΑΛΙΑ	0.06	0.08	0.09	3.33	1.78	0.08
ΒΕΛΓΙΟ	0.08	0.03	0.04	0.04	0.03	0.02
ΒΟΥΛΓΑΡΙΑ	0.05	0.04	0.05	0.08	0.15	0.09
ΚΑΝΑΔΑΣ	0.05	0.06	0.05	0.06	0.06	0.06
ΓΑΛΛΙΑ	0.08	1.28	0.04	0.05	0.03	0.03
ΙΑΠΩΝΙΑ	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.02
ΣΙΓΚΑΠΟΥΡΗ	0.03	0.03	0.04	0.04	0.04	0.04
ΗΝΩΜΕΝΟ ΒΑΣΙΛΕΙΟ	0.07	0.06	0.07	0.06	0.06	0.05
ΗΠΑ	0.05	0.06	0.06	0.06	0.06	0.06

Στον πίνακα 4.12 εμφανίζεται ο δείκτης του κόστους χρέους, των ΕΕΑΠ, εννέα χωρών. Σύμφωνα με αυτόν, η Αυστραλία παρουσιάζει τη μέγιστη τιμή, από όλες τις χώρες, το 2008. Η Ιαπωνία εμφανίζει την ελάχιστη τιμή, από όλες τις χώρες, σχεδόν, για όλα τα έτη. Η Αυστραλία εμφανίζει τη μεγαλύτερη τιμή, κατά μέσο όρο, για όλα τα έτη. Η Ιαπωνία παρουσιάζει τη μικρότερη τιμή, κατά μέσο όρο, για όλα τα έτη. Οι ΗΠΑ και η Ιαπωνία εμφανίζουν τη σταθερότερη τιμή, κατά μέσο όρο, για όλα τα έτη. Η Αυστραλία παρουσιάζει τη μεγαλύτερη μεταβλητότητα στις τιμές, κατά μέσο όρο, για όλα τα έτη.

Τη μεγαλύτερη τιμή, για το κόστος χρέους, κατά μέσο όρο, για όλες τις χώρες, έχει το έτος 2008, ενώ τη μικρότερη τα έτη 2005, 2007 και 2010. Το 2005 ήταν το πιο σταθερό έτος, ενώ το έτος, με τη μεγαλύτερη μεταβλητότητα, ήταν το 2008.

4.4.2 Μακροοικονομικοί Παράγοντες

Πίνακας 4.13: Μεταβολή του ΑΕΠ (ΑΚΑΘΑΡΙΣΤΟ ΕΓΧΩΡΙΟ ΠΡΟΙΟΝ)

ΧΩΡΑ/ΕΤΟΣ	2005	2006	2007	2008	2009	2010
ΑΥΣΤΡΑΛΙΑ	2.8	3	3.3	3.7	1.4	2.3
ΒΕΛΓΙΟ	2.6	2.8	2.3	0.3	-0.1	2
ΒΟΥΛΓΑΡΙΑ	6.12	6.82	6.84	4.83	-6.66	3.8
ΚΑΝΑΔΑΣ	3.8	1.8	1.7	-1.2	0.3	3.3
ΓΑΛΛΙΑ	1.8	2.7	1.7	-2.1	-0.7	1.4
ΓΕΡΜΑΝΙΑ	0.9	3.6	2.8	0.7	-4.7	3.5
ΕΛΛΑΔΑ	2.9	4.4	3.6	-0.3	-0.7	-6.6
ΧΟΝΓΚ ΚΟΝΓΚ	6.9	6.7	6.9	-2.6	2.5	6.2
ΙΑΠΩΝΙΑ	2.6	2	1.9	-4.5	-1.5	2.2
ΜΑΛΑΙΣΙΑ	0.8	0.4	1.2	-3.5	2	1.5
ΟΛΛΑΝΔΙΑ	1.6	3.3	4.8	-0.8	-2.2	2.5
ΝΕΑ ΖΗΛΑΝΔΙΑ	4.1	0.8	3.9	-2.8	0.1	0.8
ΣΙΓΚΑΠΟΥΡΗ	14.4	15.4	-1.6	-9	-1.5	3.9
ΝΟΤΙΑ ΑΦΡΙΚΗ	5	7.1	4.9	1.9	-0.6	3.8
ΝΟΤΙΑ ΚΟΡΕΑ	1.2	0.8	1.7	-4.6	0.2	0.5
ΤΑΙΒΑΝ	6.98	3.84	6.51	-7.53	9.24	6.92
ΤΑΙΛΑΝΔΗ	4.6	5.1	5	2.5	-2.3	7.8
ΤΟΥΡΚΙΑ	9.8	5.7	4.2	0.001	5.9	9.2
ΗΝΩΜΕΝΟ ΒΑΣΙΛΕΙΟ	3.5	6.7	5.1	0.5	-1.7	4.2
ΗΠΑ	2.7	2.4	2.3	-2.8	0.2	2.8

Στον πίνακα 4.13 εμφανίζεται η μεταβολή του ΑΕΠ των είκοσι χωρών, από τις οποίες έχει προέλθει το δείγμα των ΕΕΑΠ. Σύμφωνα με αυτόν, η Σιγκαπούρη παρουσιάζει τη μέγιστη τιμή, από όλες τις χώρες το 2006. Η ίδια χώρα εμφανίζει την ελάχιστη τιμή, από όλες τις χώρες το 2008. Η Τουρκία εμφανίζει τη μεγαλύτερη τιμή, κατά μέσο όρο, για όλα τα έτη. Η Νότια Κορέα παρουσιάζει τη μικρότερη τιμή, κατά μέσο όρο, για όλα τα έτη. Η Αυστραλία εμφανίζει τη σταθερότερη τιμή, κατά μέσο όρο, για όλα τα έτη. Η Σιγκαπούρη παρουσιάζει τη μεγαλύτερη μεταβλητότητα στις τιμές, κατά μέσο όρο, για όλα τα έτη.

Τη μεγαλύτερη τιμή, για την μεταβολή του ΑΕΠ, κατά μέσο όρο, για όλες τις χώρες, έχουν τα έτη 2005 και 2006, ενώ τη μικρότερη τα έτη 2008 και 2009. Είναι φανερό η απεικόνιση της παγκόσμιας χρηματοοικονομικής κρίσης, στις μεταβολές των ΑΕΠ των χωρών. Το 2007 ήταν το πιο σταθερό έτος, ενώ το έτος με τη μεγαλύτερη μεταβλητότητα ήταν το 2008.

Πίνακας 4.14: Πληθωρισμός (ΜΕΤΑΒΟΛΗ ΔΕΙΚΤΗ ΤΙΜΩΝ ΚΑΤΑΝΑΛΩΤΗ)

ΧΩΡΑ/ΕΤΟΣ	2005	2006	2007	2008	2009	2010
ΑΥΣΤΡΑΛΙΑ	2.8	3.3	3	3.7	2.1	2.7
ΒΕΛΓΙΟ	2.8	2.1	3.1	2.7	0.3	3.4
ΒΟΥΛΓΑΡΙΑ	6.5	6.5	12.5	7.8	0.6	4.5
ΚΑΝΑΔΑΣ	2.1	1.7	2.4	1.2	1.3	2.4
ΓΑΛΛΙΑ	1.5	1.5	2.6	1	0.9	1.8
ΓΕΡΜΑΝΙΑ	1.4	1.4	3.1	1.1	0.9	1.7
ΕΛΛΑΔΑ	3.62	2.90	3.89	1.96	2.64	5.17
ΧΟΝΓΚ ΚΟΝΓΚ	1.3	2.3	3.8	2.1	1.3	2.9
ΙΑΠΩΝΙΑ	-0.5	0.3	0.4	0.8	-2.2	-0.1
ΜΑΛΑΙΣΙΑ	3.5	3.1	2.3	4.5	1	2.1
ΟΛΛΑΝΔΙΑ	2	1	1.9	1.9	1.1	1.9
ΝΕΑ ΖΗΛΑΝΔΙΑ	3.2	2.6	3.2	3.4	2	4
ΣΙΓΚΑΠΟΥΡΗ	1.3	0.8	3.7	5.5	-0.5	4.6
ΝΟΤΙΑ ΑΦΡΙΚΗ	3.6	5.9	8.9	9.5	6.3	3.5
ΝΟΤΙΑ ΚΟΡΕΑ	2.4	3.7	3.7	3	3.4	3.3
ΤΑΙΒΑΝ	2.21	0.67	3.33	1.27	-0.25	1.24
ΤΑΙΛΑΝΔΗ	5.8	3.5	3.2	0.4	3.5	3
ΤΟΥΡΚΙΑ	7.72	9.65	8.39	10.1	6.53	6.4
ΗΝΩΜΕΝΟ ΒΑΣΙΛΕΙΟ	1.9	3	2.1	3.1	2.9	3.7
ΗΠΑ	3.4	2.5	4.1	0.1	2.7	1.5

Στον πίνακα 4.14 εμφανίζεται ο δείκτης πληθωρισμού των είκοσι χωρών, από τις οποίες έχει προέλθει το δείγμα των ΕΕΑΠ. Σύμφωνα με αυτόν, η Βουλγαρία παρουσιάζει τη μέγιστη τιμή, από όλες τις χώρες, το 2007. Η Ιαπωνία εμφανίζει την ελάχιστη τιμή, από όλες τις χώρες, το 2009. Η Τουρκία εμφανίζει τη μεγαλύτερη τιμή, κατά μέσο όρο, για όλα τα έτη. Η Ιαπωνία

παρουσιάζει τη μικρότερη τιμή, κατά μέσο όρο, για όλα τα έτη. Η Ολλανδία εμφανίζει τη σταθερότερη τιμή, κατά μέσο όρο, για όλα τα έτη. Η Βουλγαρία παρουσιάζει τη μεγαλύτερη μεταβλητότητα στις τιμές, κατά μέσο όρο, για όλα τα έτη.

Τη μεγαλύτερη τιμή, για το δείκτη πληθωρισμού, κατά μέσο όρο, για όλες τις χώρες, έχουν τα έτη 2007 και 2008, ενώ τη μικρότερη, το έτος 2009. Το 2010 ήταν το έτος, με τις μικρότερες διακυμάνσεις στις τιμές, ενώ το έτος, με τη μεγαλύτερη μεταβλητότητα, ήταν το 2008.

Πίνακας 4.15: Ανεργία (ΠΟΣΟΣΤΟ ΑΝΕΡΓΙΑΣ)

ΧΩΡΑ/ΕΤΟΣ	2005	2006	2007	2008	2009	2010
ΑΥΣΤΡΑΛΙΑ	5.1	4.6	4.3	4.6	5.5	5
ΒΕΛΓΙΟ	8.40	7.80	7.10	7.10	8.20	7.70
ΒΟΥΛΓΑΡΙΑ	10.73	9.12	6.91	6.27	9.13	9.20
ΚΑΝΑΔΑΣ	6.60	6.10	6.00	6.80	8.50	7.60
ΓΑΛΛΙΑ	9.00	8.40	7.50	7.70	9.60	9.30
ΓΕΡΜΑΝΙΑ	11.30	9.90	8.40	7.70	8.10	7.40
ΕΛΛΑΔΑ	9.60	8.70	8.00	7.90	10.20	14.10
ΧΟΝΓΚ ΚΟΝΓΚ	5.20	4.40	3.40	4.10	5.10	4.00
ΙΑΠΩΝΙΑ	4.40	4.00	3.80	4.40	5.20	4.90
ΜΑΛΑΙΣΙΑ	3.80	3.00	3.00	3.10	3.50	3.20
ΟΛΛΑΝΔΙΑ	6.45	5.47	4.51	3.86	4.82	5.45
ΝΕΑ ΖΗΛΑΝΔΙΑ	3.70	3.80	3.40	4.60	7.00	6.70
ΣΙΓΚΑΠΟΥΡΗ	2.60	2.70	1.70	2.50	2.30	2.20
ΝΟΤΙΑ ΑΦΡΙΚΗ	23.85	22.60	22.30	22.93	23.92	24.93
ΝΟΤΙΑ ΚΟΡΕΑ	3.50	3.30	3.10	3.30	3.50	3.50
ΤΑΙΒΑΝ	3.96	3.90	3.90	5.10	5.79	4.72
ΤΑΙΛΑΝΔΗ	1.37	0.96	0.85	1.40	0.90	0.68
ΤΟΥΡΚΙΑ	11.50	10.90	10.90	14.00	13.50	11.40
ΗΝΩΜΕΝΟ ΒΑΣΙΛΕΙΟ	5.20	5.50	5.20	6.40	7.80	7.90
ΗΠΑ	5.10	4.60	4.60	5.80	9.30	9.60

Στον πίνακα 4.15 εμφανίζεται το ποσοστό ανεργίας, των είκοσι χωρών, από τις οποίες έχει προέλθει το δείγμα των ΕΕΑΠ. Σύμφωνα με αυτόν, η

Νότια Αφρική παρουσιάζει τη μέγιστη τιμή, από όλες τις χώρες, το 2010. Η Ταϊλάνδη εμφανίζει την ελάχιστη τιμή, από όλες τις χώρες, το 2010. Η Νότια Αφρική εμφανίζει τη μεγαλύτερη τιμή, κατά μέσο όρο, για όλα τα έτη. Η Ταϊλάνδη παρουσιάζει τη μικρότερη τιμή, κατά μέσο όρο, για όλα τα έτη. Η Νότια Κορέα εμφανίζει τη σταθερότερη τιμή, κατά μέσο, όρο για όλα τα έτη. Οι ΗΠΑ παρουσιάζουν τη μεγαλύτερη μεταβλητότητα στις τιμές, κατά μέσο όρο, για όλα τα έτη.

Τη μεγαλύτερη τιμή, για το ποσοστό ανεργίας, κατά μέσο, όρο για όλες τις χώρες, έχουν τα έτη 2009 και 2010, ενώ τη μικρότερη το έτος 2007. Το 2007 ήταν το έτος με τις μικρότερες διακυμάνσεις στις τιμές, ενώ το έτος με τη μεγαλύτερη μεταβλητότητα, ήταν το 2010.

Πίνακας 4.16: Βραχυχρόνια επιτόκια (ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΕΝΤΟΚΩΝ ΓΡΑΜΜΑΤΙΩΝ ΜΕΧΡΙ ΕΝΟΣ ΕΤΟΥΣ)

ΧΩΡΑ/ΕΤΟΣ	2005	2006	2007	2008	2009	2010
ΑΥΣΤΡΑΛΙΑ	5.40	6.22	6.61	2.88	4.22	4.96
ΒΕΛΓΙΟ	2.79	3.88	4.13	2.62	1.36	1.96
ΒΟΥΛΓΑΡΙΑ	3.08	3.17	3.68	4.44	6.18	4.08
ΚΑΝΑΔΑΣ	3.95	4.17	3.86	0.90	0.73	1.43
ΓΑΛΛΙΑ	2.68	3.81	4.04	1.71	0.80	0.66
ΓΕΡΜΑΝΙΑ	2.72	3.88	4.07	1.71	0.80	0.60
ΕΛΛΑΔΑ	2.15	3.96	4.20	3.55	2.21	6.27
ΧΟΝΓΚ ΚΟΝΓΚ	3.92	3.50	2.58	0.28	0.24	0.36
ΙΑΠΩΝΙΑ	0.06	0.52	0.58	0.33	0.14	0.14
ΜΑΛΑΙΣΙΑ	0.02	0.03	0.01	0.02	0.01	0.01
ΟΛΛΑΝΔΙΑ	2.61	3.72	4.03	1.68	0.66	0.59
ΝΕΑ ΖΗΛΑΝΔΙΑ	6.60	7.25	7.51	3.95	2.93	3.36
ΣΙΓΚΑΠΟΥΡΗ	2.85	3.06	1.98	0.74	0.55	0.42
ΝΟΤΙΑ ΑΦΡΙΚΗ	7.65	8.80	9.95	7.33	6.39	7.07
ΝΟΤΙΑ ΚΟΡΕΑ	4.76	4.95	5.67	3.26	3.48	2.89
ΤΑΙΒΑΝ	1.56	1.81	2.21	1.21	0.37	0.63
ΤΑΙΛΑΝΔΗ	3.63	5.10	3.48	1.98	1.52	2.38
ΤΟΥΡΚΙΑ	14.89	19.84	16.30	17.41	8.42	8.00
ΗΝΩΜΕΝΟ ΒΑΣΙΛΕΙΟ	4.19	5.28	4.46	0.54	0.58	0.60
ΗΠΑ	4.40	4.81	3.05	0.76	1.14	0.59

Στον πίνακα 4.16 εμφανίζονται τα βραχυχρόνια επιτόκια των είκοσι χωρών, από τις οποίες έχει προέλθει το δείγμα των ΕΕΑΠ. Σύμφωνα με αυτόν, η Τουρκία παρουσιάζει τη μέγιστη τιμή, από όλες τις χώρες, το 2006. Η Μαλαισία εμφανίζει την ελάχιστη τιμή, από όλες τις χώρες σχεδόν, για όλα τα έτη. Η Τουρκία εμφανίζει τη μεγαλύτερη τιμή, κατά μέσο όρο, για όλα τα έτη. Η Μαλαισία παρουσιάζει τη μικρότερη τιμή, κατά μέσο όρο, για όλα τα έτη. Η ίδια χώρα εμφανίζει τη σταθερότερη τιμή, κατά μέσο όρο, για όλα τα έτη. Η Τουρκία παρουσιάζει τη μεγαλύτερη μεταβλητότητα στις τιμές, κατά μέσο όρο, για όλα τα έτη.

Τη μεγαλύτερη τιμή για τα βραχυχρόνια επιτόκια, κατά μέσο όρο, για όλες τις χώρες, έχουν τα έτη 2006 και 2007, ενώ τη μικρότερη, τα έτη 2008, 2009 και 2010. Είναι προφανές το γεγονός, ότι τα βραχυχρόνια επιτόκια εναρμονίστηκαν, με τον οικονομικό κύκλο της παγκόσμιας οικονομικής κρίσης. Μόλις ξεκίνησε η κρίση μειώθηκαν τα επιτόκια προκειμένου, να βοηθηθεί η αντιμετώπιση της. Το 2009 ήταν το έτος με τις μικρότερες διακυμάνσεις στις τιμές, ενώ το έτος με τη μεγαλύτερη μεταβλητότητα ήταν το 2006.

Πίνακας 4.17: Μακροχρόνια επιτόκια (ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΟΜΟΛΟΓΩΝ ΔΙΑΡΚΕΙΑΣ ΔΕΚΑ ΕΤΩΝ)

ΧΩΡΑ/ΕΤΟΣ	2005	2006	2007	2008	2009	2010
ΑΥΣΤΡΑΛΙΑ	5.20	5.88	6.33	3.99	5.64	5.55
ΒΕΛΓΙΟ	3.33	3.99	4.47	3.78	3.71	3.97
ΒΟΥΛΓΑΡΙΑ	3.87	4.18	4.54	5.38	7.22	6.00
ΚΑΝΑΔΑΣ	3.98	4.09	3.99	2.68	3.61	3.12
ΓΑΛΛΙΑ	3.30	3.98	4.42	3.41	3.59	3.36
ΓΕΡΜΑΝΙΑ	3.31	3.95	4.31	2.95	3.39	2.96
ΕΛΛΑΔΑ	3.50	4.21	4.63	5.23	5.77	12.47
ΧΟΝΓΚ ΚΟΝΓΚ	4.19	3.75	3.47	1.20	2.60	2.87
ΙΑΠΩΝΙΑ	1.48	1.69	1.51	1.17	1.30	1.13
ΜΑΛΑΙΣΙΑ	4.24	3.78	4.14	3.22	4.29	4.04
ΟΛΛΑΝΔΙΑ	3.29	3.97	4.41	3.55	3.56	3.15
ΝΕΑ ΖΗΛΑΝΔΙΑ	5.70	5.92	6.38	4.63	5.81	5.87
ΣΙΓΚΑΠΟΥΡΗ	3.21	3.05	2.68	2.05	2.66	2.71
ΝΟΤΙΑ ΑΦΡΙΚΗ	7.47	7.73	8.40	7.31	9.17	8.16
ΝΟΤΙΑ ΚΟΡΕΑ	5.63	5.06	5.70	4.22	5.39	4.52
ΤΑΙΒΑΝ	1.78	2.03	2.58	1.41	1.55	1.55
ΤΑΙΛΑΝΔΗ	5.40	5.40	4.96	2.66	4.18	3.73
ΤΟΥΡΚΙΑ	6.48	6.52	6.27	7.43	5.65	4.85
ΗΝΩΜΕΝΟ ΒΑΣΙΛΕΙΟ	4.10	4.74	4.51	3.02	4.02	3.40
ΗΠΑ	4.39	4.70	4.02	2.21	3.84	3.29

Στον πίνακα 4.17 εμφανίζονται τα μακροχρόνια επιτόκια των είκοσι χωρών, από τις οποίες έχει προέλθει το δείγμα των ΕΕΑΠ. Σύμφωνα με αυτόν, η Ελλάδα παρουσιάζει τη μέγιστη τιμή, από όλες τις χώρες το 2010, γεγονός, που αντικατοπτρίζει απόλυτα τη δεινή οικονομική κατάσταση της χώρας μας, τα τελευταία χρόνια. Η Ιαπωνία εμφανίζει την ελάχιστη τιμή, από όλες τις χώρες, σχεδόν, για όλα τα έτη, γεγονός, που φανερώνει την οικονομική ύφεση της χώρας, τα τελευταία χρόνια. Η Νότια Αφρική εμφανίζει τη μεγαλύτερη τιμή, κατά μέσο όρο, για όλα τα έτη. Η Ιαπωνία παρουσιάζει τη μικρότερη τιμή, κατά μέσο, όρο για όλα τα έτη. Η ίδια χώρα εμφανίζει τη σταθερότερη

τιμή, κατά μέσο όρο, για όλα τα έτη. Η Ελλάδα παρουσιάζει τη μεγαλύτερη μεταβλητότητα στις τιμές, κατά μέσο όρο, για όλα τα έτη.

Τη μεγαλύτερη τιμή για τα μακροπρόθεσμα επιτόκια, κατά μέσο όρο, για όλες τις χώρες έχουν, τα έτη 2006 και 2007 ενώ τη μικρότερη, το έτος 2008. Το 2006 ήταν το έτος με τις μικρότερες διακυμάνσεις στις τιμές, ενώ το έτος, με τη μεγαλύτερη μεταβλητότητα, ήταν το 2010.

4.5 Οικονομετρική Μεθοδολογία

Όπως παρουσιάστηκε στο κεφάλαιο 3 η οικονομετρική ανάλυση θα βασιστεί σε οικονομετρικά μοντέλα στατικά και δυναμικά panel.

4.6 Αποτελέσματα έρευνας

Στους παρακάτω πίνακες απεικονίζονται αναλυτικά τα εμπειρικά αποτελέσματα σχετικά με την έρευνα αυτή για τις ΕΕΑΠ.

Στους βασικούς πίνακες των μοντέλων της έρευνας ακολουθήθηκε η τυπική μεθοδολογία. Παράλληλα, για λόγους συνεκτικότητας των αποτελεσμάτων της έρευνας, παρουσιάζονται και τα αποτελέσματα των δυναμικών παλινδρομήσεων.

Επισημαίνεται ότι οι Feidakis (2012) και Φειδάκης και Ροβολής (2012) παρουσιάζουν αποτελέσματα της έρευνας για τις ΕΕΑΠ σχετικά με τα στατικά μοντέλα που ακολουθήθηκαν. Παράλληλα, οι Feidakis και Ronolis (2014) παρουσιάζουν αποτελέσματα της έρευνας για τις ΕΕΑΠ σχετικά με τα δυναμικά μοντέλα που ακολουθήθηκαν.

4.6.1 Αποτελέσματα έρευνας στατικού μοντέλου REITs 1

Στα αποτελέσματα του μοντέλου REITs 1 περιλαμβάνονται και τα αποτελέσματα της απλής παλινδρόμησης (OLS).

Πίνακας 4.18: Στατικό Μοντέλο REITs 1

dependent debttl				
	OLS	FE	FE (robust)	RE
profit	-0.438*** (0.0620)	-0.336*** (0.0292)	-0.336*** (0.0387)	-0.347*** (0.0298)
tang	0.00926 (0.0163)	0.0780*** (0.0181)	0.0780** (0.0337)	0.0580*** (0.0161)
lnta	0.0131*** (0.00267)	0.0470*** (0.00604)	0.0470*** (0.0116)	0.0299*** (0.00412)
mbratio	0.0418*** (0.0120)	0.0271*** (0.00792)	0.0271* (0.0147)	0.0188** (0.00761)
ungeared_b~a	-0.171*** (0.0158)	-0.0219** (0.00923)	-0.0219 (0.0178)	-0.0332*** (0.00925)
intcov	0.0000195 (0.0000341)	0.0000435** (0.0000222)	0.0000435*** (0.0000127)	0.0000415** (0.0000212)
assturn	0.412*** (0.0391)	0.166*** (0.0352)	0.166** (0.0707)	0.163*** (0.0331)
costdebt	-0.421*** (0.0773)	-0.224*** (0.0403)	-0.224** (0.0951)	-0.248*** (0.0401)
_cons	0.359*** (0.0450)	-0.198** (0.0928)	-0.198 (0.177)	0.0789 (0.0647)
adj. R-sq	0.141	0.848	0.848	
N	1596	1596	1596	1596

Standard errors in parentheses

* p<0.10, ** p<0.05, *** p<0.01

Αρχικά, από τα αποτελέσματα του πίνακα 4.18 παρατηρείται ότι το προσαρμοσμένο R τετράγωνο (adjusted R-squared) είναι 0,848, η υψηλή τιμή του οποίου φανερώνει ότι οι επεξηγηματικοί παράγοντες του μοντέλου ερμηνεύουν τη μόχλευση σε αρκετά ικανοποιητικό επίπεδο. Επιπροσθέτως, είναι προφανές, ότι όλοι οι συντελεστές των εξαρτημένων μεταβλητών είναι στατιστικά σημαντικοί και με το ίδιο πρόσημο (σε επίπεδο σημαντικότητας τουλάχιστον 5%) και στα δύο μοντέλα (FE και RE). Επομένως, καταλήγουμε σε παρόμοια συμπεράσματα ανεξαρτήτως μοντέλου.

Επισημαίνεται ότι, όσον αφορά το Hausman test για το μοντέλο REITs 1, προκειμένου να συγκρίνουμε την εκτίμηση από το Fixed Effects με την αντίστοιχη από το Random Effects, δίνει τιμή $\chi^2 = 234,77$ με $\text{Prob} > \chi^2 = 0.0000$. Επομένως, το Hausman στατιστικό είναι σημαντικά υψηλό και άρα μπορεί να απορριφτεί η εκτίμηση του Random Effects, ως μη συνεπής και να προτιμηθεί ως καταλληλότερο το μοντέλο του Fixed Effects.

Περαιτέρω, παρατηρείται ότι το FE (robust) model παρουσιάζει και αυτό όλες τις μεταβλητές στατιστικά σημαντικές εκτός από την `ungeared_b~a`.

Στη συνέχεια παρουσιάζονται και αναλύονται τα αποτελέσματα του μοντέλου:

(i) Η κερδοφορία επιδρά αρνητικά (profit)

Όσο πιο κερδοφόρα είναι μια ΕΕΑΠ, τόσο μικρότερη μόχλευση προτιμά να έχει. Το αποτέλεσμα αυτό συμφωνεί με τη θεωρία ιεράρχησης (pecking order theory), αφού σύμφωνα με τους ισχυρισμούς της, οι ΕΕΑΠ, επιθυμούν να χρηματοδοτούνται εσωτερικά, παρά να καταφεύγουν σε εξωτερικό δανεισμό. Στον εξωτερικό δανεισμό καταφεύγουν μόνο, όταν τα αποθεματικά τους κέρδη είναι ανεπαρκή, για την κάλυψη των χρηματοδοτικών τους αναγκών. Οι ΕΕΑΠ επειδή διανέμουν τα κέρδη τους είναι πολύ πιθανό να βρεθούν στην παραπάνω περίπτωση.

Το αποτέλεσμα συμφωνεί με τη θεωρία αντιστάθμισης (trade-off theory), σύμφωνα με την οποία δεν έχει σημασία οι περισσότεροι κερδοφόροι ΕΕΑΠ να χρησιμοποιούν περισσότερο χρέος, προκειμένου να επωφεληθούν από την φοροαπαλλαγή, γιατί έτσι κι αλλιώς οι ΕΕΑΠ φοροαπαλλάσσονται.

Επιπρόσθετα, συμφωνεί με την πρόβλεψη της free cash flow theory, σύμφωνα με την οποία δεν έχει σημασία να υπάρχει μεγαλύτερη μόχλευση, προκειμένου να επιτυγχάνεται καλύτερος έλεγχος των επενδυτικών επιλογών των ΕΕΑΠ, αφού υπάρχει «πειθαρχία» λόγω μερισμάτων.

Παράλληλα, το αποτέλεσμα προτείνει ότι οι ΕΕΑΠ δεν χρειάζεται να σηματοδοτούν την ισχύ τους στην Αγορά, διατηρώντας το χρέος τους σε υψηλά επίπεδα, οπότε δεν υποστηρίζει τη θεωρία της ασύμμετρης πληροφόρησης (asymmetric information theory).

Επομένως, ΕΕΑΠ με υψηλή κερδοφορία απαιτούν λιγότερο χρέος. Στα ίδια συμπεράσματα καταλήγουν και οι Titman και Wessels (1988), Rajan και

Zingales (1995), Frank και Goyal (2003), Michaelas et al (1998), Fama και French (2002), Wald (1999), Booth et al (2001), Gaud et al (2005), Feidakis και Rovolis (2007), Antoniou et al (2002), και Bevan και Danbolt (2004).

(ii) Τα πάγια κεφάλαια επιδρούν θετικά (tang)

Όσο περισσότερα κεφάλαια έχει μια ΕΕΑΠ, τόσο μεγαλύτερο χρέος έχει. Οι ΕΕΑΠ, επειδή διαθέτουν πολλά πάγια κεφάλαια, θεωρούνται πιο ασφαλείς επιχειρήσεις για να αναλάβουν περισσότερο χρέος, αφού διατηρούν περισσότερη αξία σε περίπτωση εκκαθάρισης τους. Τα πάγια κεφάλαια μπορούν να θεωρηθούν σαν κεφάλαια εγγύησης για τους κατόχους ομολόγων. Η ύπαρξη μεγάλου μεγέθους παγίων κεφαλαίων βοηθούν την επιχείρηση να δανείζεται με μεγαλύτερη ευκολία από τις τράπεζες και σε χαμηλότερα επιτόκια (Bradley et al 1984).

Επίσης, επειδή οι ΕΕΑΠ διανέμουν μερίσματα που αποτελούν μια μορφή «ελέγχου», πιθανόν να μην ισχύει ο ισχυρισμός της θεωρίας ελευθέρων χρηματοροών (free cash flow theory) ότι οι ΕΕΑΠ που εκδίδουν χρέος, εξασφαλισμένο με υποθήκη πάγια κεφάλαια, μπορούν να μειώσουν την ασύμμετρη πληροφόρηση (asymmetric information) και τα κόστη αντιπροσώπευσης (agency costs) αυξάνοντας τη μόχλευση τους.

Παράλληλα, η υπόθεση να αναλογιστούμε το επιπρόσθετο φορολογητέο εισόδημα που έχουν οι ΕΕΑΠ λόγω των πολλών παγίων κεφαλαίων τους, οπότε, σύμφωνα με τη θεωρία της αντιστάθμισης (trade-off theory), θα πρέπει να το αντισταθμίσουν με τη φοροαπαλλαγή από εξωτερικά δάνεια, είναι υπό αμφισβήτηση λόγω της φοροαπαλλαγής των ΕΕΑΠ.

Τα αποτελέσματα αυτά συμφωνούν με τους Rajan και Zingales (1995), Feidakis και Rovolis (2006), και Frank και Goyal (2003).

(iii) Το μέγεθος της επιχείρησης επιδρά θετικά (Inta)

Οι ΕΕΑΠ όσο πιο μεγάλες είναι σε μέγεθος τόσο πιο μεγάλη μόχλευση έχουν. Αυτή η θετική συσχέτιση αντανακλά το γεγονός ότι οι μεγάλες σε μέγεθος ΕΕΑΠ έχουν καλύτερη πρόσβαση στις χρηματαγορές, λόγω των σχετικά χαμηλών κοστών χρεοκοπίας, σε σχέση με την αξία των ΕΕΑΠ και την ευελιξία να δανείζονται χρήματα, ακόμη και όταν βρίσκονται σε χρηματοοικονομική κρίση. Οι μεγάλες σε μέγεθος ΕΕΑΠ είναι λιγότερο ευάλωτες για να χρεοκοπήσουν, διότι έχουν διαφοροποιήσει τους κινδύνους τους καλύτερα από τις μικρότερες ΕΕΑΠ (Warner 1977, Ang et al 1982).

Επιπλέον, λόγω της μερισματικής τους πολιτικής είναι αμφισβητήσιμη η πρόταση του Jensen (1986), ότι οι μεγάλες σε μέγεθος ΕΕΑΠ θα έπρεπε να χρησιμοποιούν περισσότερο χρέος, προκειμένου να ελέγχουν αποτελεσματικότερα τις επενδυτικές αποφάσεις των διευθυντών τους (free cash flow theory).

Από την άλλη πλευρά, το αποτέλεσμα έρχεται σε αντίθεση με την θεωρία ασύμμετρης πληροφόρησης (asymmetric information theory), σύμφωνα με την οποία για μια μεγάλη σε μέγεθος ΕΕΑΠ δεν είναι αναγκαίο να προβάλλει την οικονομική της ισχύ με την έκδοση νέων ομολογιών.

Παρατηρείται, ακόμη, ότι οι μεγάλες ΕΕΑΠ προτιμούν να δανείζονται εξυπηρετώντας τα συμφέροντα των υφιστάμενων μετόχων, αποφεύγοντας την έκδοση νέου μετοχικού κεφαλαίου.

Η θετική συσχέτιση μεταξύ μόχλευσης και μεγέθους επαληθεύεται και από την trade off theory, Rajan και Zingales (1995), Michaelas et al (1998), Gaud et al (2005), Antoniou et al (2002), και Frank και Goyal (2004).

(iv) Οι επενδυτικές ευκαιρίες επιδρούν θετικά (mbratio)

Παρατηρείται ότι οι ΕΕΑΠ προτιμούν να αυξάνουν το εξωτερικό τους χρέος, ανάλογα με τις επενδυτικές τους ευκαιρίες (Kester, 1986). Το αποτέλεσμα συμφωνεί με τη θεωρία ιεράρχησης (pecking order theory) που προβλέπει ότι ΕΕΑΠ με υψηλές επενδυτικές δυνατότητες, τυπικά, έχοντας ανάγκη να χρηματοδοτηθούν, προτιμούν μεγαλύτερο δανεισμό, παρά να εκδώσουν νέες μετοχές.

Παράλληλα, το αποτέλεσμα αυτό έρχεται σε αντίθεση με τη θεωρία ελεύθερων χρηματοροών (free cash flow theory), σύμφωνα με την οποία ΕΕΑΠ με υψηλές επενδυτικές δυνατότητες έχουν μικρότερη ανάγκη, στο να ελέγξουν, με τη «πειθαρχική λειτουργία» του χρέος, τα αδιάθετα κεφάλαια τους, που ίσως χρησιμοποιηθούν σε επενδύσεις χαμηλών αποδόσεων.

Επιπλέον, το εύρημα έρχεται σε αντίθεση με τη θεωρία αντιστάθμισης (trade-off theory), διότι η εν λόγω θεωρία προβλέπει ότι οι ΕΕΑΠ με σημαντικές επενδυτικές ευκαιρίες θα πρέπει να μειώσουν τη μόχλευση τους, διότι αναλαμβάνουν μεγάλες πιθανότητες χρεοκοπίας σε περίπτωση που τα επενδυτικά τους σχέδια αποτύχουν.

Αντίθετο συμπέρασμα ισχυρίζεται και η θεωρία επιλογής κατάλληλης χρονικής στιγμής (timing theory), αφού όταν ο λόγος της χρηματιστηριακής αξίας προς τη λογιστική αξία είναι υψηλός, οι ΕΕΑΠ θα έπρεπε να εκδώσουν νέο μετοχικό κεφάλαιο εκμεταλλευόμενες την υπερτίμηση των μετοχών τους.

Το αποτέλεσμα διαφωνεί με τον Myers (1977), όπου, εάν μια ΕΕΑΠ έχει μεγάλες δανειακές υποχρεώσεις, τότε αυτές μπορούν να περιορίσουν την δυνατότητα της, να εκμεταλλευτεί τις επενδυτικές ευκαιρίες, όταν αυτές εμφανιστούν.

Τέλος, λαμβάνοντας υπόψη τις ιδιαιτερότητες του κλάδου, όπου οι ΕΕΑΠ είναι αναγκασμένες να διανέμουν στους μετόχους τους τα περισσότερα κέρδη τους (τουλάχιστον το 90% στις ΗΠΑ), είναι προφανές ότι έχουν περιορισμένες δυνατότητες να χρηματοδοτήσουν τις επενδυτικές τους ευκαιρίες, χωρίς να εκδώσουν νέο χρέος.

Το αποτέλεσμα αυτό είναι σύμφωνο με τους Titman και Wessels(1988), Michaellas et al(1999), και Bevan και Danbolt (2004).

(v) Ο συστημικός κίνδυνος επιδρά αρνητικά (ungeared b~a)

Όσο μεγαλύτερος είναι ο συστημικός κίνδυνος, τόσο λιγότερο δανείζονται οι ΕΕΑΠ. Το γεγονός αυτό ερμηνεύεται, ίσως, από την προτίμηση τους να μην προσθέτουν περισσότερο πιστωτικό κίνδυνο στο συνολικό κίνδυνο της επιχείρησης (trade-off theory).

Μια άλλη ερμηνεία μπορεί να αποτελέσει η απροθυμία των πιστωτικών ιδρυμάτων να προσφέρουν επιπρόσθετο δανεισμό σε ΕΕΑΠ με

μεγάλο συστημικό κίνδυνο. Το αποτέλεσμα συμφωνεί με τους Morri και Cristanziani (2009).

(vi) Η επιτοκιακή κάλυψη επιδρά θετικά (intcon)

Η μεταβλητή αυτή φανερώνει πόσο εύκολα μια επιχείρηση μπορεί να αποπληρώσει τα τοκοχρεολύσια, που προκύπτουν από το δανεισμό της. Η επιτοκιακή κάλυψη αντιπροσωπεύει και το αντίστροφο χρεοκοπίας, όσο πιο μεγάλη είναι τόσο μεγαλύτερο μπορεί να είναι το χρέος της (trade-off theory).

Οι ΕΕΑΠ με μεγάλη επιτοκιακή κάλυψη μπορούν να αποπληρώσουν ευκολότερα τα δάνεια τους και έτσι έχουν τη δυνατότητα να έχουν μεγαλύτερη μόχλευση.

(vii) Η αποδοτικότητα των κεφαλαίων επιδρά θετικά (assturn)

Ο παράγοντας αυτός δηλώνει ότι όσο πιο αποδοτική είναι μια ΕΕΑΠ, εκμεταλλευόμενη τα κεφαλαία της, τόσο περισσότερο δανείζεται για να χρηματοδοτήσει τις δραστηριότητες της. Επίσης, επειδή η αποδοτικότητα των κεφαλαίων μπορεί να θεωρηθεί ως αντίστροφο μέτρο των κοστών αντιπροσώπευσης, παρατηρείται ότι οι ΕΕΑΠ με μη αποτελεσματικό management, παρόλο που πραγματοποιούν χαμηλές πωλήσεις, δεν διστάζουν να προτιμούν λιγότερο χρέος, προκειμένου να χρηματοδοτηθούν.

Το αποτέλεσμα δεν συμφωνεί με τη free cash flow theory, αφού οι ΕΕΑΠ επιλέγουν να αυξήσουν τη μόχλευση τους για καλύτερη εποπτεία της επιχείρησης, που πιθανόν λόγω μεγάλης αποδοτικότητας να μην απαιτείται.

(viii) Το κόστους του χρέους επιδρά αρνητικά (costdebt)

Αδιαμφισβήτητα, τα τοκοχρεολύσια που πληρώνουν οι ΕΕΑΠ, προκειμένου να αποπληρώσουν το χρέος τους, επιδρά στο συνολικό ποσό χρέους που αναλαμβάνουν. Συνεπώς, χαμηλά τοκοχρεολύσια βοηθούν στη εξυπηρέτηση του χρέους και δεν εμποδίζεται έτσι πιθανή αύξηση του, αντιθέτως, υψηλά τοκοχρεολύσια αναμένεται να προκαλούν μείωση στη μόχλευση των ΕΕΑΠ (timing theory).

Σε μια ΕΕΑΠ με υποχρέωση διανομής σχεδόν του συνόλου των κερδών και, κατά συνέπεια, με μεγάλη αναγκαιότητα σε δανεισμό κεφαλαίων για επενδυτικές δραστηριότητες, το συνολικό ποσό τοκοχρεολυσίων, που είναι υποχρεωμένη να αποπληρώνει, αποτελεί σημαντικό παράγοντα για τη λήψη των επενδυτικών της αποφάσεων, σχετικά με τη κεφαλαιακή της διάρθρωση. Το αποτέλεσμα είναι σύμφωνο και με τους Frank και Goyal (2004).

4.6.2 Αποτελέσματα έρευνας δυναμικού μοντέλου REITs 1d

Πίνακας 4.19: Δυναμικό Μοντέλο REITs 1d

dependent debttl	DIF rob-2w exog	SYS rob-2w exog	DIF rob-2w endog	SYS rob-2w endog
profit	-0.399*** (0.0673)	-0.374*** (0.0555)	-0.374*** (0.0529)	-0.208*** (0.0497)
tang	0.0386** (0.0170)	0.0231 (0.0231)	0.0709*** (0.0210)	0.0281 (0.0488)
lnta	0.00496 (0.00365)	0.0214 (0.0199)	-0.00142 (0.00622)	0.00922 (0.0281)
mbratio	0.0262** (0.0119)	0.0171* (0.00997)	0.0190 (0.0138)	0.0211 (0.0155)
ungeared_beta	-0.0856*** (0.0238)	-0.0307 (0.0337)	-0.0647*** (0.0219)	0.0253 (0.0184)
intcov	0.0000369*** (0.0000107)	0.0000465* (0.0000239)	0.0000373*** (0.0000129)	0.0000382** (0.0000192)
assturn	0.116** (0.0501)	0.00678 (0.0715)	0.116 (0.0764)	-0.102 (0.116)
costdebt	-0.112 (0.216)	-0.208 (0.193)	-0.278* (0.162)	-0.210 (0.132)
year	0.0000217 (0.0000281)	0.00356 (0.00339)	0.0000657 (0.0000472)	0.00204 (0.00274)
y2	-0.00573 (0.0106)		0.000411 (0.00927)	
y3	0.0122 (0.00973)	0.00630 (0.00535)	0.0101 (0.00782)	0.00845 (0.00622)
y4	0.0287*** (0.00630)	0.0198*** (0.00618)	0.0272*** (0.00644)	0.0246*** (0.00726)
y5	-0.0143** (0.00574)	-0.00510 (0.00585)	-0.0112** (0.00558)	0.0115** (0.00530)
L.debttl	0.769*** (0.0809)	0.284** (0.115)	0.752*** (0.0509)	0.189*** (0.0695)
N	1297	1006	1297	1006

Standard errors in parentheses

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

Η δυναμική ανάλυση επιβεβαιώνει σε κάποιο βαθμό τα αποτελέσματα της «στατικής» ανάλυσης. Συγκεκριμένα, όσον αφορά την επίδραση των μεταβλητών, όπως φαίνεται από τα «μεγέθη», τα πρόσημα και η στατιστική σημαντικότητα, είναι παρόμοια με αυτή που έχει αναλυθεί για την «στατική» ανάλυση. Εξαιρέση αποτελούν μεταβλητές όπως «το μέγεθος της επιχείρησης» (Inta) και ο «συστημικός κίνδυνος» (ungeared beta), οι οποίες ενώ έχουν το ίδιο πρόσημο, δεν εμφανίζονται στατιστικά σημαντικές στις περισσότερες μορφές δυναμικής παλινδρόμησης.

4.6.3 Εξέταση της επίδρασης της παγκόσμιας οικονομικής κρίσης

Η παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση του 2008 είναι το αποτέλεσμα, που προκλήθηκε από τη διεθνή χρηματοπιστωτική κρίση του 2007, σε τομείς της πραγματικής οικονομίας της διεθνούς κοινότητας. Σημαντικοί κλάδοι της οικονομίας επλήγησαν, όπως ο τραπεζικός, ο ασφαλιστικός, ο κτηματομεσιτικός, οι αυτοκινητοβιομηχανίες, το εμπόριο και άλλοι, με άμεσα αποτελέσματα στα οικονομικά μεγέθη των οικονομιών, όπως αύξηση της ανεργίας, νέες πληθωριστικές πιέσεις, υποτίμηση νομισμάτων κ.α.

Η Παγκόσμια Χρηματοπιστωτική Κρίση πέρασε σε οξεία φάση το Σεπτέμβριο του 2008. Τα μεγάλα πιστωτικά ιδρύματα Freddie Mac και Fannie Mae των ΗΠΑ αντιμετώπισαν ανυπέρβλητα προβλήματα ρευστότητας και πέρασαν στην αναγκαστική διαχείριση της κυβερνητικής υπηρεσίας Federal Housing Finance Agency. Η κορύφωση της κρίσης ήρθε τη Δευτέρα 15 Σεπτεμβρίου 2008, όταν η Lehman Brothers, μια μεγάλη χρηματιστηριακή-

επενδυτική τράπεζα με έδρα τη Νέα Υόρκη, υπέστη (παρόμοια με αυτήν της Bear Stearns) αδυναμία ανακύκλωσης του βραχυπρόθεσμου (overnight) χρέους της, ενώ ταυτόχρονα οι χρηματιστηριακοί πελάτες της έφυγαν, προκαλώντας την κατάρρευσή της. Ενώ όμως η Αμερικανική κυβέρνηση, έξι μήνες νωρίτερα, διενέργησε τη διάσωση της Bear Stearns, αυτή τη φορά απεφάσισε να αφήσει την τράπεζα να χρεοκοπήσει. Αυτό, όμως, που δεν γνώριζαν ήταν πως η Lehman συμμετείχε στην αγορά των παραγώγων με συνολικές αξίες \$39 τρισεκατομμυρίων (συγκριτικά το ετήσιο ΑΕΠ των ΗΠΑ είναι περί τα \$14 τρισεκατομμύρια). Οι κλυδωνισμοί στο παγκόσμιο χρηματοπιστωτικό σύστημα ήταν τόσο ισχυροί, ώστε λίγες μόλις μέρες αργότερα η Αμερικανική κυβέρνηση ανέλαβε τη διάσωση της ασφαλιστικής American International Group (AIG). Το κόστος διάσωσης των Bear Stearns, Fannie Mae, Freddie Mac, και AIG για τους Αμερικανούς φορολογούμενους πιθανόν ξεπέρασε τα \$200 δισεκατομμύρια. Την λεγόμενη "Μαύρη Παρασκευή", στις 24 Οκτωβρίου 2008, σημειώθηκαν απώλειες \$3,2 τρις σε Ευρώπη και Ασία, ενώ ξένοι επενδυτές έσπευσαν, σε μαζικές ρευστοποιήσεις στην Ελλάδα.

Για την μεταβλητή της παγκόσμιας οικονομικής κρίσης (crisis) χρησιμοποιείται dummy μεταβλητή για τα έτη 2008-2010.

Στη συνέχεια της έρευνας εισάγουμε στο στατικό μοντέλο REITs 1 την μεταβλητή της παγκόσμιας οικονομικής κρίσης (crisis).

Ο παρακάτω πίνακας 4.20 φανερώνει τα αποτελέσματα του μοντέλου.

Πίνακας 4.20: Μοντέλο REITs 2

dependent debttl				
	OLS	FE	FE (robust)	RE
profit	-0.370*** (0.0630)	-0.282*** (0.0296)	-0.282*** (0.0375)	-0.287*** (0.0302)
tang	0.00697 (0.0162)	0.0821*** (0.0177)	0.0821** (0.0330)	0.0600*** (0.0158)
lnta	0.0132*** (0.00265)	0.0393*** (0.00601)	0.0393*** (0.0120)	0.0266*** (0.00409)
mbratio	0.0537*** (0.0121)	0.0412*** (0.00800)	0.0412*** (0.0117)	0.0354*** (0.00774)
ungeared_b~a	-0.192*** (0.0162)	-0.0433*** (0.00952)	-0.0433* (0.0244)	-0.0562*** (0.00953)
intcov	0.0000155 (0.0000339)	0.0000435** (0.0000217)	0.0000435*** (0.0000124)	0.0000406* (0.0000208)
assturn	0.408*** (0.0388)	0.155*** (0.0345)	0.155** (0.0674)	0.158*** (0.0325)
costdebt	-0.397*** (0.0768)	-0.224*** (0.0395)	-0.224** (0.0941)	-0.242*** (0.0393)
crisis	0.0524*** (0.0102)	0.0350*** (0.00481)	0.0350*** (0.00608)	0.0378*** (0.00483)
_cons	0.320*** (0.0453)	-0.119 (0.0916)	-0.119 (0.181)	0.0903 (0.0638)
adj. R-sq	0.155	0.854	0.854	
N	1596	1596	1596	1596

Standard errors in parentheses
 * p<0.10, ** p<0.05, *** p<0.01

Παρατηρείται ότι η παγκόσμια οικονομική κρίση είναι στατιστικά σημαντική (σε επίπεδο σημαντικότητας $p < 0,01$) και επιδρά θετικά. Το αποτέλεσμα αυτό φανερώνει ότι οι ΕΕΑΠ, εξαιτίας της οικονομικής κρίσης, αναγκάστηκαν να προβούν σε περισσότερο εξωτερικό δανεισμό, προκειμένου να ανταπεξέλθουν στις χρηματικές τους ανάγκες.

Επιπροσθέτως, είναι προφανές ότι όλοι οι συντελεστές των εξαρτημένων μεταβλητών είναι στατιστικά σημαντικοί και με το ίδιο πρόσημο (σε επίπεδο σημαντικότητας τουλάχιστον 10%) και στα δύο μοντέλα (FE και RE). Επομένως, καταλήγουμε σε παρόμοια συμπεράσματα ανεξαρτήτως μοντέλου.

Παράλληλα, όσον αφορά το Hausman test για το μοντέλο REITs 2, προκειμένου να συγκρίνουμε την εκτίμηση από το Fixed Effects με την αντίστοιχη από το Random Effects, δίνει τιμή $\chi^2 = 176,92$ με $\text{Prob} > \chi^2 = 0.0000$. Επομένως, το Hausman στατιστικό είναι σημαντικά υψηλό και, άρα, μπορεί να απορριφτεί η εκτίμηση του Random Effects, ως μη συνεπής και να προτιμηθεί ως καταλληλότερο το μοντέλο του Fixed Effects.

Επιπλέον, η προσθήκη της μεταβλητής αυτής δεν μεταβάλλει το πρόσημο της επίδρασης των προηγούμενων μεταβλητών, οι οποίες συνεχίζουν να παρουσιάζονται στατιστικά σημαντικές και βελτιώνει τον συντελεστή προσδιορισμού προσαρμοσμένο R τετράγωνο (adjusted R-squared) σε 0,854 (από 0,848).

Περαιτέρω, παρατηρείται ότι το FE (robust) model, μετά την εισαγωγή της μεταβλητής crisis, παρουσιάζει πια όλες τις μεταβλητές στατιστικά σημαντικές.

4.6.4 Επίδραση μακροοικονομικών παραγόντων

Η παρούσα έρευνα συνεχίζει με την εξέταση της επίδρασης μακροοικονομικών μεταβλητών είτε ξεχωριστά είτε ενσωματωμένες με τις προηγούμενες μεταβλητές.

Θεωρητικά, οι ΕΕΑΠ μπορούν να επηρεαστούν από οτιδήποτε επιδρά στην προσφορά και τη ζήτηση της ακίνητης περιουσίας. Η αύξηση του πληθυσμού και η μείωση της ανεργίας αποτελούν ευνοϊκούς παράγοντες για τις ΕΕΑΠ ενώ τα επιτόκια προκαλούν μικτά αποτελέσματα.

Μια αύξηση στα επιτόκια μπορεί να συνδέεται με βελτίωση της οικονομίας, πράγμα που σημαίνει ότι υπάρχει μεγαλύτερη ανάγκη για κατανάλωση, ενοικίαση μεγαλύτερου χώρου κτλ. Σε περιόδους οικονομικής ευμάρειας, η υψηλή ζήτηση ακινήτων οδηγεί τις ΕΕΑΠ σε μεγαλύτερη εντατικοποίηση των δραστηριοτήτων τους, με αποτέλεσμα τη μεγαλύτερη αναζήτηση κεφαλαίων με δανεισμό, με φυσικό επακόλουθο να εκμεταλλεύονται την κατάσταση οι δανειστές και να αυξάνουν τα στεγαστικά επιτόκια. Οι εταιρίες δεν έχουν δυνατότητα επιλογής, καθόσον πρέπει να σπεύσουν να εκμεταλλευτούν την μεγάλη στεγαστική ζήτηση και, για το σκοπό αυτό, να αναζητήσουν, πολλές φορές, κεφάλαια με υψηλά επιτόκια. Τα κέρδη αντισταθμίζουν τα υψηλά επιτόκια και το τελικό αποτέλεσμα για τις εταιρίες είναι θετικό. Από την άλλη πλευρά, τα χαμηλά επιτόκια μειώνουν τα τοκοχρεολύσια και συνεπώς αυξάνουν την κερδοφορία των ΕΕΑΠ.

Ως ανεξάρτητες μακροοικονομικές χρησιμοποιούνται οι εξής μεταβλητές:

- Η μεταβολή στο Ακαθάριστο Εγχώριο Προϊόν - ΑΕΠ (gdp)
- Ο πληθωρισμός (cpi)
- Το ποσοστό ανεργίας (unempl)
- Τα βραχυχρόνια επιτόκια δανεισμού (shint)
- Τα μακροχρόνια επιτόκια δανεισμού (loint)

Στον παρακάτω πίνακα 4.21 εμφανίζονται οι συντελεστές συσχέτισης των μεταβλητών

Πίνακας 4.21: Συντελεστές συσχέτισης των μακροοικονομικών μεταβλητών

	debt1	crisis	gdp	cpi	unempl	shint	loint
debt1	1.0000						
crisis	0.0597	1.0000					
gdp	-0.1638	-0.4745	1.0000				
cpi	-0.2384	-0.2675	0.3999	1.0000			
unempl	-0.0708	0.2905	0.0111	0.2302	1.0000		
shint	-0.2100	-0.4653	0.3841	0.6252	0.1719	1.0000	
loint	-0.1986	-0.2814	0.2943	0.5848	0.3075	0.7649	1.0000

Παρατηρείται ότι ο συντελεστής συσχέτισης μεταξύ βραχυχρόνιων και μακροχρόνιων επιτοκίων είναι υψηλός ($0,7649 > 0,75$). Το αποτέλεσμα αυτό δεν είναι παράδοξο συνήθως τα μακροχρόνια επιτόκια ακολουθούν ανάλογα τις μεταβολές των βραχυχρόνιων επιτοκίων αλλά, στην έρευνα μπορεί να

προκαλέσει προβλήματα πολυσυγγραμμικότητας (multicollinearity) στις παλινδρομήσεις.

Στον παρακάτω πίνακα 4.22 απεικονίζονται τα αποτελέσματα του μοντέλου, με εξαρτημένες όλες τις μακροοικονομικές μεταβλητές

Πίνακας 4.22: Αποτελέσματα μακροοικονομικών μεταβλητών

dependent debttl				
	OLS	FE	FE (robust)	RE
gdp	-0.00678*** (0.00224)	-0.00208 (0.00150)	-0.00208 (0.00172)	-0.00252* (0.00150)
cpi	-0.0211*** (0.00410)	-0.00305 (0.00323)	-0.00305 (0.00251)	-0.00722** (0.00311)
unempl	-0.00114 (0.00204)	-0.00336 (0.00340)	-0.00336 (0.00459)	-0.00437* (0.00247)
shint	-0.00526 (0.00358)	-0.0109** (0.00437)	-0.0109 (0.00675)	-0.0109*** (0.00361)
loint	-0.0104 (0.00739)	0.0103 (0.00799)	0.0103 (0.00824)	0.00469 (0.00724)
_cons	0.650*** (0.0230)	0.544*** (0.0309)	0.544*** (0.0286)	0.584*** (0.0271)
adj. R-sq	0.066	0.617	0.617	
N	2135	2135	2135	2135

Standard errors in parentheses
 * p<0.10, ** p<0.05, *** p<0.01

Παρατηρείται ότι για τα FE μόνο τα βραχυχρόνια επιτόκια παρουσιάζονται στατιστικώς σημαντικά. Επίσης, οι συντελεστές συσχέτισης στα βραχυχρόνια και στα μακροχρόνια επιτόκια είναι αντίθετοι, γεγονός που πιθανώς οφείλεται σε προβλήματα πολυσυγγραμμικότητας. Συνεπώς, επειδή φαίνεται ότι και οι δύο μεταβλητές ερμηνεύουν το ίδιο φαινόμενο, είναι προτιμότερο στο μοντέλο να προτιμηθεί η μεταβλητή των βραχυχρόνιων επιτοκίων (shint) έναντι της μεταβλητής μακροχρόνιων επιτοκίων (loint).

Ο παρακάτω πίνακας 4.23 εμφανίζει τα αποτελέσματα του μοντέλου λαμβάνοντας υπόψη την παραπάνω παρατήρηση.

Πίνακας 4.23: Αποτελέσματα μακροοικονομικών μεταβλητών χωρίς την επίδραση των μακροχρόνιων επιτοκίων (Ioint)

dependent debttl				
	OLS	FE	FE (robust)	RE
gdp	-0.00671*** (0.00224)	-0.00215 (0.00150)	-0.00215 (0.00171)	-0.00253* (0.00150)
cpi	-0.0222*** (0.00404)	-0.00249 (0.00320)	-0.00249 (0.00240)	-0.00698** (0.00308)
unempl	-0.00186 (0.00197)	-0.00164 (0.00313)	-0.00164 (0.00361)	-0.00384 (0.00234)
shint	-0.00847*** (0.00277)	-0.00676** (0.00295)	-0.00676* (0.00406)	-0.00918*** (0.00248)
_cons	0.626*** (0.0151)	0.559*** (0.0285)	0.559*** (0.0350)	0.593*** (0.0229)
adj. R-sq	0.065	0.617	0.617	
N	2135	2135	2135	2135

Standard errors in parentheses
* p<0.10, ** p<0.05, *** p<0.01

Σύμφωνα με τον παραπάνω πίνακα 4.23 για τα FE μόνο ο συντελεστής των βραχυχρόνιων επιτοκίων είναι στατιστικά σημαντικός και το προσαρμοσμένο R τετράγωνο 0,617 είναι μικρότερο, από το προσαρμοσμένο R τετράγωνο του μοντέλου REITs 2 (0,854).

Αν στο παραπάνω μοντέλο προσθέσουμε και την μεταβλητή «κρίση» (crisis), από τον παρακάτω πίνακα 4.24 προκύπτει ότι για τα FE μόνο αυτή η μεταβλητή είναι στατιστικώς σημαντική και ότι συντελεστές συσχέτισης στις μεταβλητές gdp και shint αλλάζουν. Μπορεί να υποθεθεί ότι πολλές από τις επιδράσεις των μακροοικονομικών παραγόντων ερμηνεύονται από την μεταβλητή crisis, για αυτό είναι προτιμότερο να μην περιληφθεί στο μοντέλο μαζί με αυτές.

Πίνακας 4.24: Αποτελέσματα μακροοικονομικών μεταβλητών χωρίς την επίδραση των μακροχρόνιων επιτοκίων (loint) με προσθήκη της παγκόσμιας οικονομικής κρίσης (crisis)

dependent debttl

	OLS	FE	FE (robust)	RE
gdp	-0.00947*** (0.00241)	0.000904 (0.00174)	0.000904 (0.00158)	-0.00164 (0.00171)
cpi	-0.0215*** (0.00403)	-0.000799 (0.00323)	-0.000799 (0.00262)	-0.00673** (0.00309)
unempl	0.000953 (0.00217)	-0.00540 (0.00330)	-0.00540 (0.00401)	-0.00510* (0.00261)
shint	-0.0123*** (0.00303)	0.00187 (0.00385)	0.00187 (0.00462)	-0.00715** (0.00311)
crisis	-0.0485*** (0.0158)	0.0522*** (0.0151)	0.0522*** (0.0158)	0.0148 (0.0137)
_cons	0.646*** (0.0165)	0.522*** (0.0304)	0.522*** (0.0356)	0.586*** (0.0239)
adj. R-sq	0.069	0.620	0.620	
N	2135	2135	2135	2135

Standard errors in parentheses
 * p<0.10, ** p<0.05, *** p<0.01

Στον παρακάτω πίνακα 4.25 έχουν συμπεριληφθεί στο μοντέλο REITs 3 οι μεταβλητές του μοντέλου REITs 1 και οι μακροοικονομικές μεταβλητές gdp, cpi, unempl και shint.

Πίνακας 4.25: Μοντέλο REITs 3

dependent debttl				
	OLS	FE	FE (robust)	RE
profit	-0.328*** (0.0614)	-0.289*** (0.0298)	-0.289*** (0.0383)	-0.292*** (0.0302)
tang	-0.00441 (0.0161)	0.0790*** (0.0178)	0.0790** (0.0334)	0.0548*** (0.0158)
lnta	0.00687** (0.00269)	0.0421*** (0.00602)	0.0421*** (0.0119)	0.0242*** (0.00413)
mbratio	0.0518*** (0.0118)	0.0382*** (0.00808)	0.0382*** (0.0125)	0.0307*** (0.00774)
ungeared_b~a	-0.182*** (0.0155)	-0.0366*** (0.00942)	-0.0366 (0.0234)	-0.0488*** (0.00935)
intcov	0.0000130 (0.0000332)	0.0000473** (0.0000220)	0.0000473*** (0.0000130)	0.0000436** (0.0000209)
assturn	0.404*** (0.0381)	0.162*** (0.0347)	0.162** (0.0686)	0.159*** (0.0326)
costdebt	-0.278*** (0.0768)	-0.241*** (0.0397)	-0.241** (0.0961)	-0.256*** (0.0394)
gdp	-0.00455** (0.00191)	-0.00159* (0.000917)	-0.00159* (0.000876)	-0.00168* (0.000920)
cpi	0.000575 (0.00379)	0.000385 (0.00189)	0.000385 (0.00153)	0.000563 (0.00190)
unempl	-0.00597*** (0.00159)	-0.00468*** (0.00176)	-0.00468*** (0.00169)	-0.00547*** (0.00155)
shint	-0.0173*** (0.00272)	-0.0106*** (0.00196)	-0.0106*** (0.00255)	-0.0121*** (0.00180)
_cons	0.532*** (0.0485)	-0.0752 (0.0950)	-0.0752 (0.184)	0.226*** (0.0682)
adj. R-sq	0.189	0.853	0.853	
N	1596	1596	1596	1596
Standard errors in parentheses				
* p<0.10, ** p<0.05, *** p<0.01				

Το νέο μοντέλο REITs 3 έχει σχεδόν ίσο προσαρμοσμένο R τετράγωνο (0,853) με το προσαρμοσμένο R τετράγωνο του μοντέλου REITs 2 (0,854).

Επιπροσθέτως, είναι προφανές ότι σχεδόν όλοι (εκτός του πληθωρισμού cpi) οι συντελεστές των εξαρτημένων μεταβλητών είναι στατιστικά σημαντικοί και με το ίδιο πρόσημο (σε επίπεδο σημαντικότητας τουλάχιστον 10%) και στα δύο μοντέλα (FE και RE). Επομένως, καταλήγουμε σε παρόμοια συμπεράσματα ανεξαρτητως μοντέλου.

Επιπλέον, η προσθήκη των μακροοικονομικών μεταβλητών δεν μεταβάλλει το πρόσημο της επίδρασης των προηγούμενων μεταβλητών των μοντέλων REITs 1 και REITs 2, οι οποίες συνεχίζουν να παρουσιάζονται στατιστικά σημαντικές, και βελτιώνει τον συντελεστή προσδιορισμού προσαρμοσμένο R τετράγωνο σε 0,853 από 0,848 (REITs 1). Επίσης, σε σύνολο δώδεκα εξαρτημένων μεταβλητών, μόνο μία (ο πληθωρισμός) δεν εμφανίζεται στατιστικά σημαντική.

Επιπροσθέτως, όσον αφορά το Hausman test για το μοντέλο REITs 3, προκειμένου να συγκρίνουμε την εκτίμηση από το Fixed Effects με την αντίστοιχη από το Random Effects, δίνει τιμή $\chi^2 = 138,42$ με $\text{Prob} > \chi^2 = 0.0000$. Επομένως, το Hausman στατιστικό είναι σημαντικά υψηλό και άρα μπορεί να απορριφτεί η εκτίμηση του Random Effects, ως μη συνεπής και να προτιμηθεί το μοντέλο του Fixed Effects ως καταλληλότερο.

Περαιτέρω, παρατηρείται ότι και το αντίστοιχο FE (robust) model παρουσιάζει όλες τις μεταβλητές στατιστικά σημαντικές, εκτός από τις $ungeared_b \sim a$, και cpi .

Οι επιδράσεις των ανεξάρτητων μεταβλητών: κερδοφορία, πάγια κεφάλαια, μέγεθος της εταιρείας, επενδυτικές ευκαιρίες, συστημικός κίνδυνος,

επιτοκιακή κάλυψη, αποδοτικότητα κεφαλαίων και του κόστος του χρέους είναι ίδιες με των μοντέλων REITs 1 και REITs 2 και έχουν αναλυθεί προηγουμένως, όσο για τους υπόλοιπους μακροοικονομικούς παράγοντες, μπορούν να παρατηρηθούν τα εξής:

(i) Η μεταβολή του ΑΕΠ επιδρά αρνητικά

Η μεταβλητή αυτή φανερώνει ότι όταν η μεταβολή του ΑΕΠ της χώρας είναι θετική, που συνεπάγεται και ανάκαμψη της οικονομίας της, οι ΕΕΑΠ, εκμεταλλευόμενες το γενικότερο θετικό οικονομικό περιβάλλον, προτιμούν να μειώνουν το χρέος τους. Το αποτέλεσμα αυτό είναι σύμφωνο και με την έρευνα των Kayo και Kimura (2011).

(ii) Ο πληθωρισμός επιδρά θετικά

Το αποτέλεσμα αυτό δεν παρουσιάζεται στατιστικά σημαντικό.

(iii) Το ποσοστό ανεργίας επιδρά αρνητικά

Ο παράγοντας αυτός δείχνει ότι οι ΕΕΑΠ προτιμούν να δανείζονται λιγότερο, όταν το ποσοστό ανεργίας είναι αυξημένο. Το αποτέλεσμα είναι αναμενόμενο, δεδομένου ότι το ποσοστό ανεργίας αποτελεί δείκτη οικονομικής ευημερίας μιας χώρας.

(iv) Τα βραχυχρόνια επιτόκια δανεισμού επιδρούν αρνητικά

Το αποτέλεσμα είναι σύμφωνο με τους Ooi et al (2010) που διατυπώνουν ότι, όταν τα επιτόκια δανεισμού είναι χαμηλά, τότε είναι ευκαιρία για τις επιχειρήσεις να εκδώσουν νέα ομόλογα. Πιο συγκεκριμένα, εκφράζει ότι, όταν τα βραχυχρόνια επιτόκια δανεισμού ανεβαίνουν, οι ΕΕΑΠ

προτιμούν να δανείζονται λιγότερο, προκειμένου να μειώσουν τις υποχρεώσεις τους σε υψηλούς τόκους δανείων.

Επιπλέον, σύμφωνα και με την θεωρία επιλογής κατάλληλης χρονικής στιγμής (timing theory), οι ΕΕΑΠ θεωρούν ότι είναι καταλληλότερο να δανείζονται, όταν τα επιτόκια δανεισμού είναι χαμηλότερα. Επισημαίνεται ότι επειδή οι ΕΕΑΠ, συνήθως, έχουν υψηλή μόχλευση, είναι σημαντικό για αυτές να λαμβάνουν σοβαρά υπόψη τους συνολικούς τόκους δανεισμού που πρέπει να αποπληρώσουν.

4.6.5 Αποτελέσματα έρευνας δυναμικού μοντέλου REITs 3d

Πίνακας 4.26: Δυναμικό Μοντέλο REITs 3d

dependent debttl	DIF rob-2w exog	SYS rob-2w exog	DIF rob-2w endog	SYS rob-2w endog
profit	-0.400*** (0.0668)	-0.330*** (0.0550)	-0.370*** (0.0558)	-0.189*** (0.0505)
tang	0.0317* (0.0171)	0.0187 (0.0222)	0.0759*** (0.0224)	0.0328 (0.0502)
lna	0.00290 (0.00327)	0.0197 (0.0198)	-0.00545 (0.00708)	0.00416 (0.0285)
mbratio	0.0267** (0.0108)	0.0147 (0.0100)	0.0198 (0.0140)	0.0184 (0.0191)
ungeared_beta	-0.0851*** (0.0241)	-0.0352 (0.0338)	-0.0647*** (0.0215)	0.0175 (0.0163)
intcov	0.0000398*** (0.0000111)	0.0000492** (0.0000204)	0.0000381* (0.0000209)	0.0000396* (0.0000210)
assturn	0.121** (0.0514)	0.0166 (0.0680)	0.144* (0.0778)	-0.141 (0.127)
costdebt	-0.153 (0.227)	-0.200 (0.157)	-0.261 (0.175)	-0.198 (0.137)
gdp	0.000514 (0.00147)	-0.000568 (0.000984)	-0.00160 (0.00154)	-0.0000209 (0.00118)
cpi	0.00246 (0.00209)	0.00363** (0.00158)	-0.000499 (0.00228)	0.00356** (0.00166)
unempl	-0.00160 (0.00145)	-0.00950*** (0.00259)	-0.00227* (0.00119)	-0.00779** (0.00315)
shint	-0.00492 (0.00311)	-0.00686** (0.00268)	-0.00300 (0.00369)	-0.00315 (0.00354)
year	0.0000429 (0.0000304)	0.00628 (0.00447)	0.000110* (0.0000568)	0.00626 (0.00506)
y2	0.00588 (0.0168)		0.00360 (0.0172)	
y3	0.0175 (0.0125)	-0.00839 (0.00590)	0.00939 (0.0131)	-0.00249 (0.00696)
y4	0.0306*** (0.0103)	0.00190 (0.00835)	0.0153 (0.00989)	0.0166 (0.0113)
y5	-0.0114* (0.00658)	-0.000567 (0.00752)	-0.0158** (0.00668)	0.0166** (0.00763)
L.debttl	0.781*** (0.0825)	0.191* (0.106)	0.732*** (0.0554)	0.172** (0.0708)
N	1297	1006	1297	1006

Standard errors in parentheses

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

Όπως και σε προηγούμενο μέρος της ανάλυσης, η δυναμική ανάλυση «παράγει» παρόμοια αποτελέσματα με την «στατική» ανάλυση. Κάποιοι συντελεστές δεν είναι στατιστικά σημαντικοί στην δυναμική ανάλυση, όπως για παράδειγμα η επίδραση του ΑΕΠ σε όλες τις μορφές δυναμικής ανάλυσης.

4.7 Σύνοψη - Συμπεράσματα

Σκοπός της έρευνας αυτής ήταν ο καθορισμός των μικροοικονομικών παραγόντων (κερδοφορία, πάγια κεφάλαια, μέγεθος της επιχείρησης, επενδυτικές ευκαιρίες, συστημικός κίνδυνος, επιτοκιακή κάλυψη, αποδοτικότητα των κεφαλαίων, το κόστος χρέους), και των μακροοικονομικών παραγόντων (μεταβολή του ΑΕΠ, πληθωρισμός, ποσοστό ανεργίας, βραχυχρόνια και μακροχρόνια επιτόκια δανεισμού) καθώς και η διερεύνηση των επιπτώσεων αυτών των παραγόντων στη κεφαλαιακή διάρθρωση των ΕΕΑΠ. Παράλληλα, σε ξεχωριστό μοντέλο της έρευνας εξετάστηκε και η επίπτωση της χρηματοοικονομικής κρίσης.

Σαν δείγμα της έρευνας χρησιμοποιήθηκαν στοιχεία από 367 ΕΕΑΠ προερχόμενες από 20 χώρες. Το σύνολο των δεδομένων ήταν σε μορφή *balanced panel* για την περίοδο 2005-2010. Για την επεξεργασία τους χρησιμοποιήθηκαν κυρίως τα οικονομετρικά μοντέλα *Fixed Effects model* και *Random Effects model*.

Όλα τα αποτελέσματα της έρευνας είναι εξαιρετικά και εύλογα, ενώ πολλά από αυτά έχουν επισημανθεί στη διεθνή βιβλιογραφία και από άλλες ανάλογες έρευνες. Η έρευνα επαληθεύει ότι, παρά τις σημαντικές διαφορές και τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά που υπάρχουν μεταξύ των χωρών (οικονομικά, θεσμικά, ηθικά, κτλ), υπάρχουν κοινοί παράγοντες, οι οποίοι διαμορφώνουν τις επενδυτικές αποφάσεις για την κεφαλαιακή διάρθρωση των επιχειρήσεων, που δραστηριοποιούνται στην παγκόσμια βιομηχανία των ΕΕΑΠ.

Πιο συγκεκριμένα, στο τελικό μοντέλο REITs 3, το οποίο περιλαμβάνει τους μικροοικονομικούς αλλά και τους μακροοικονομικούς παράγοντες, παρουσιάζει, σε σύνολο δώδεκα μεταβλητών, έντεκα στατιστικά σημαντικούς παράγοντες και μόλις μία μη στατιστικά σημαντική μεταβλητή (ο πληθωρισμός). Επίσης, το προσαρμοσμένο R τετράγωνο του μοντέλου αυτού ήταν ικανοποιητικά υψηλό (0,853). Από τις μικροοικονομικές μεταβλητές, η κερδοφορία, ο συστημικός κίνδυνος και το κόστος χρέους ασκούν αρνητική επίδραση στη μόχλευση των ΕΕΑΠ.

Αντίστοιχα, οι μικροοικονομικές μεταβλητές πάγια κεφάλαια, μέγεθος της εταιρείας, επενδυτικές ευκαιρίες, επιτοκιακή κάλυψη, και η αποδοτικότητα των κεφαλαίων ασκούν θετική επίδραση στη μόχλευση των ΕΕΑΠ.

Από τις μακροοικονομικές μεταβλητές μόνο ο πληθωρισμός ασκεί θετική επίδραση στη μόχλευση των ΕΕΑΠ. Οι υπόλοιποι μακροοικονομικοί

παράγοντες, ήτοι, η μεταβολή του ΑΕΠ, το ποσοστό ανεργίας και τα βραχυχρόνια επιτόκια δανεισμού, ασκούν αρνητική επίδραση στη μόχλευση των ΕΕΑΠ.

Τέλος, από το ξεχωριστό μοντέλο REITs 2 προκύπτει ότι η χρηματοοικονομική κρίση πράγματι αποτελεί στατιστικά σημαντικός παράγοντας επίδρασης ($p < 0,01$) και επηρέασε θετικά τη μόχλευση των ΕΕΑΠ. Το προσαρμοσμένο R τετράγωνο του μοντέλου αυτού είναι επίσης ικανοποιητικά υψηλό (0,854).

Εν κατακλείδι, τα αποτελέσματα της έρευνας αποκαλύπτουν την ύπαρξη συμπαγών και αρκετά σταθερών μοντέλων, τα οποία φανερώνουν ότι οι επενδυτικές αποφάσεις για την κεφαλαιακή δομή των ΕΕΑΠ επηρεάζεται από τους ίδιους παράγοντες σε διεθνές επίπεδο. Το συμπέρασμα αυτό μπορεί να ερμηνευτεί από το γεγονός ότι, μέσω του ισχυρού ανταγωνισμού σε διεθνές επίπεδο και των παγκοσμιοποιημένων αγορών, σχηματίζεται μια ενοποιημένη επιχειρηματική πολιτική για τις ΕΕΑΠ.

Κεφάλαιο 5. ΚΑΤΑΣΚΕΥΑΣΤΙΚΕΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ

5.0 Εισαγωγή

Σε αυτό το κεφάλαιο επικεντρωνόμαστε στο δεύτερο μέρος της εμπειρικής έρευνας της διδακτορικής διατριβής με τη διερεύνηση των επενδυτικών αποφάσεων σχετικά με τη κεφαλαιακή διάρθρωση των κατασκευαστικών εταιρειών.

Η μεθοδολογία, που εφαρμόζεται, είναι ανάλογη με αυτή που παρουσιάστηκε στο προηγούμενο τέταρτο κεφάλαιο. Μετά τη δημιουργία των ενδεδειγμένων οικονομετρικών μοντέλων, θα εξαχθούν τα αποτελέσματα, μέσω των οποίων θα διερευνηθούν οι επιπτώσεις των μεταβλητών στην μόχλευση των κατασκευαστικών επιχειρήσεων.

Το δείγμα προέρχεται από τα οικονομικά στοιχεία των λογιστικών καταστάσεων των κατασκευαστικών εταιρειών. Επίσης, θα συμπεριληφθούν και οι μακροοικονομικοί παράγοντες, ενώ παράλληλα θα εξεταστεί και η επίδραση της παγκόσμιας οικονομικής κρίσης σαν ξεχωριστή μεταβλητή.

Οι επιπτώσεις των μεταβλητών για το ερώτημα της κεφαλαιακής διάρθρωσης αποσαφηνίζονται σύμφωνα με τις ανάλογες προτάσεις των επικρατέστερων θεωριών της οικονομικής επιστήμης του δεύτερου κεφαλαίου, καθώς επίσης και με τα ανάλογα πορίσματα παρόμοιων ερευνών του τρίτου κεφαλαίου.

5.1 Βασικά χαρακτηριστικά

Η ποιότητα της ζωής των νοικοκυριών σε ολόκληρο τον κόσμο βασίζεται, σε μεγάλο βαθμό, στα προϊόντα των επιχειρήσεων, που δραστηριοποιούνται στην κατασκευαστική βιομηχανία. Τα κατασκευαστικά προϊόντα - σπίτια, γραφεία, εργοστάσια, νοσοκομεία, αεροδρόμια, δρόμοι, γέφυρες, κτλ - παρέχουν καταφύγιο, νερό, ενέργεια, κτλ και υποστηρίζουν εκπαίδευση, εμπόριο, μεταφορές, κτλ.

Η παραγωγικότητα του κατασκευαστικού τομέα - η ποιότητα, η ταχύτητα και το κόστος κατασκευής - επηρεάζει άμεσα τις τιμές των σπιτιών και των καταναλωτικών αγαθών.

Η κεφαλαιώδης σημασία της κατασκευαστικής βιομηχανίας δεν οφείλεται μόνο στο γεγονός ότι παράγει κτίρια και έργα υποδομής, από τα οποία πρακτικά εξαρτάται κάθε κλάδος ή βιομηχανία, αλλά και από το γεγονός ότι είναι από μόνη της ξεχωριστή λόγω του μεγέθους της.

Ο κατασκευαστικός κλάδος θεωρείται ο κυριότερος δημιουργός θέσεων εργασίας στην Ευρώπη, υπολογιζόμενος σε περίπου 7% της συνολικής απασχόλησης. Εκτιμάται ότι, σύμφωνα με στοιχεία του ΟΟΣΑ, απασχολεί περισσότερους από 40 εκατομμύρια ανθρώπους αν λάβουμε υπόψη τις ΗΠΑ, την Ευρωπαϊκή Ένωση και την Ιαπωνία. Επιπλέον, αποτελεί ένα από τα πιο σημαντικά στοιχεία που απαρτίζουν το ΑΕΠ κάθε χώρας. Για τις χώρες του

ΟΟΣΑ, η κατασκευαστική βιομηχανία απαρτίζει το 6,5% του ΑΕΠ (OECD 2010).

Συνολικά, η παγκόσμια κατασκευαστική βιομηχανία παρουσιάζεται να αποτελείται από μικρές τοπικές επιχειρήσεις, με λιγότερους από 20 υπαλλήλους. Αυτές οι επιχειρήσεις παράγουν το μεγαλύτερο ποσοστό της συνολικής παραγωγής. Από την άλλη πλευρά, δεν πρέπει να υποτιμηθεί η σημαντικότητα του σχετικά μικρού αριθμού μεγάλων επιχειρήσεων, διότι οι υπάλληλοι τους παράγουν δυσανάλογα υψηλό ποσοστό της συνολικής παραγωγής.

Δεδομένου ότι, ο κατασκευαστικός κλάδος αποτελείται από ένα μεγάλο αριθμό μικρών επιχειρήσεων, συχνά χαρακτηρίζεται σαν κατακερματισμένος. Οποσδήποτε, πάνω από το σύνολο των μικρών κατασκευαστικών εταιρειών υπάρχει ένας περιορισμένος αριθμός κατασκευαστικών κολοσσών – εργολάβων, οι οποίοι είναι ικανοί να διαχειριστούν πολύ μεγάλα κατασκευαστικά έργα. Για παράδειγμα, το 2010, βλέπε παρακάτω πίνακα 5.1, η μεγαλύτερη κατασκευαστική εταιρεία της Γερμανίας είχε συνολικό εισόδημα περίπου \$29 δις .

Πίνακας 5.1: Οι 10 κορυφαίες κατασκευαστικές εταιρείες σε εισόδημα (international) για το 2010

ΟΝΟΜΑΣΙΑ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ	ΧΩΡΑ	ΕΙΣΟΔΗΜΑ (INTERNATIONAL) ΣΕ ΕΚΑΤ \$	ΕΙΣΟΔΗΜΑ (ΣΥΝΟΛΙΚΟ) ΣΕ ΕΚΑΤ \$
HOCHTIEF AG	ΓΕΡΜΑΝΙΑ	27,424.7	28,979.7
VINCI	ΓΑΛΛΙΑ	16,557.6	45,110.0
BECHTEL	ΗΠΑ	12,500.0	19,714.0
BOUYGUES	ΓΑΛΛΙΑ	12,432.0	30,671.0
SKANSKA AB	ΣΟΥΗΔΙΑ	11,632.3	14,635.5
SAIPEM	ΙΤΑΛΙΑ	11,604.9	12,106.8
FLUOR CORP.	ΗΠΑ	11,565.6	17,194.4
STRABAG SE	ΑΥΣΤΡΙΑ	10,870.0	12,777.0
TECHNIP	ΓΑΛΛΙΑ	7,940.0	8,069.0
FCC, FOMENTO DE CONSTR. Y CONTRATAS SA	ΙΣΠΑΝΙΑ	7,457.8	16,059.8

SOURCE Engineering News Record (ENR)

Ο ανταγωνισμός ανάμεσα στους λιγοστούς μεγάλους εργολάβους φαίνεται να είναι ολιγοπωλιακός, ενώ ο ανταγωνισμός ανάμεσα στους μικρούς εργολάβους, που κάνουν και τις βασικές εργασίες, προσεγγίζει τον τέλειο ανταγωνισμό. Η υπεργολαβία είναι συχνό φαινόμενο στις κατασκευαστικές εταιρείες. Προκειμένου να υλοποιηθούν μεγάλα κατασκευαστικά έργα, οι μεγάλοι εργολάβοι, συνήθως, βασίζονται σε μικρότερες κατασκευαστικές εταιρείες - υπεργολάβους, οι οποίες διεκπεραιώνουν πιο εξειδικευμένες εργασίες, απαραίτητες για την ολοκλήρωση του συνολικού έργου.

Η υπεργολαβία παρέχει σημαντικά πλεονεκτήματα, για τις κατασκευαστικές εταιρείες. Μερικά από αυτά είναι η μείωση των γενικών λειτουργικών δαπανών, η δυνατότητα εξειδικευμένης απασχόλησης, η εκπόνηση εργασιών που απαιτούν πείρα και ειδικές τεχνικές δεξιότητες, η ελαστικότητα της απασχόλησης ανάλογα με τις διακυμάνσεις του φόρτου

εργασίας που απαιτεί το έργο, η απλοποίηση της διαχείρισης του έργου, τα φορολογικά πλεονεκτήματα (ειδικά για τις εταιρείες - υπεργολάβους) ανάλογα με το εργασιακό και φορολογικό δίκαιο, υψηλότερη ταχύτητα διεκπεραίωσης των εργασιών, τα χαμηλότερα κόστη επίβλεψης και εποπτείας, καθώς οι γενικοί διευθυντές το μόνο που έχουν να ελέγξουν είναι αν οι εργασίες εκτελούνται σωστά και στον καθορισμένο χρόνο, και τότε πληρώνουν το συμφωνημένο ποσό, κάτι που είναι προτιμότερο από το να επιτηρούν τις εργασίες συνεχώς (Eccles 1981, Ball 1996, Constantino et al 2001).

Ανάλογα με την επιτυχία στη συνεργασία τους, οι μεγάλες κατασκευαστικές επιχειρήσεις διατηρούν στενές και μακροχρόνιες σχέσεις με τις εταιρείες - υπεργολάβους και φροντίζουν να τις εμπιστεύονται σε μελλοντικά κατασκευαστικά έργα. Χαρακτηριστικό παράδειγμα της φύσης των σχέσεων μεταξύ μεγάλων εταιρειών και εταιρειών - υπεργολάβων, αποτελεί η Ιαπωνική κατασκευαστική βιομηχανία, στην οποία οι εταιρείες - υπεργολάβοι συνδέονται με μια μεγάλη εταιρεία - εργολάβο με σχέσεις εμπιστοσύνης. Αυτό το χαρακτηριστικό έδωσε τη δυνατότητα δημιουργίας γιγαντιαίων Ιαπωνικών κατασκευαστικών επιχειρήσεων εταιρειών (Reeves, 2002). Παρόμοια χαρακτηριστικά στις σχέσεις μεγάλων εταιρειών - εργολάβων και εταιριών - υπεργολάβων παρατηρούνται και στον κατασκευαστικό κλάδο του Χονγκ Κονγκ (Chiang et al, 2001).

Υπάρχουν και περιπτώσεις, όπου οι μεγάλες κατασκευαστικές εταιρείες εντάσσουν στο εργατικό τους δυναμικό τους πιο ταλαντούχους υπαλλήλους των εταιριών – υπεργολάβων.

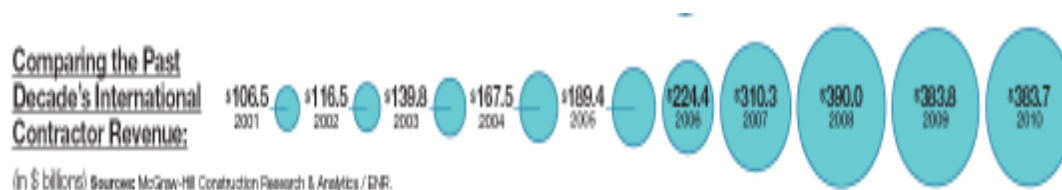
Για τις κατασκευαστικές επιχειρήσεις τα λειτουργικά κόστη δεν φαίνεται να είναι υψηλά. Αυτό συμβαίνει, γιατί ο βασικός εξοπλισμός που απαιτείται δεν αποτελείται από πολλά κομμάτια και φροντίζουν να τον αγοράζουν σε φθηνές τιμές. Επίσης, εάν χρειάζονται κάποια εξεζητημένα εξαρτήματα, φροντίζουν να τα αποκτούν μέσω leasing, με βάση τα επενδυτικά σχέδια, στα οποία έχουν εμπλακεί.

Πολλές φορές, όμως, υπάρχουν άλλα εμπόδια, όπως για παράδειγμα εμπόδια χρηματοοικονομικού τύπου. Οι πελάτες με σημαντικά επενδυτικά έργα συχνά απαιτούν από τις κατασκευαστικές επιχειρήσεις χρηματοοικονομικά ενέχυρα, όπως ομόλογα, τα οποία λειτουργούν σαν εγγύηση, σε περίπτωση που η κατασκευαστική εταιρεία φανεί ανίκανη να εκπληρώσει τις υποχρεώσεις της. Το ποσό που απαιτείται ως χρηματοοικονομικό ενέχυρο (ομόλογο) ποικίλει από χώρα σε χώρα, από μηδέν μέχρι το συνολικό ποσό του επιχειρηματικού σχεδίου. Αυτές οι ομολογιακές απαιτήσεις μπορεί να παρουσιάζουν σοβαρά εμπόδια στις μικρές και νέες κατασκευαστικές εταιρείες.

Περαιτέρω, οι μεγάλες κατασκευαστικές επιχειρήσεις φαίνεται να είναι περισσότερο ικανές να απορροφούν τα μεταφορικά κόστη και τα κόστη συναλλαγών σχετικά με τις μικρότερες, έτσι τυπικά καταφέρνουν να αναλαμβάνουν επιχειρηματικά έργα σε ευρύτερο γεωγραφικό χώρο.

Στον παρακάτω διάγραμμα εμφανίζεται το συνολικό εισόδημα για τις κορυφαίες κατασκευαστικές εταιρείες του κόσμου από κατασκευαστικά έργα σε χώρες εκτός της χώρας που εδρεύουν, για την δεκαετία 2001 μέχρι 2010. Παρατηρείται ότι ακολουθούσε ανοδική πορεία μέχρι το 2008, όπου και μειώθηκε λόγω της παγκόσμιας χρηματοπιστωτικής κρίσης.

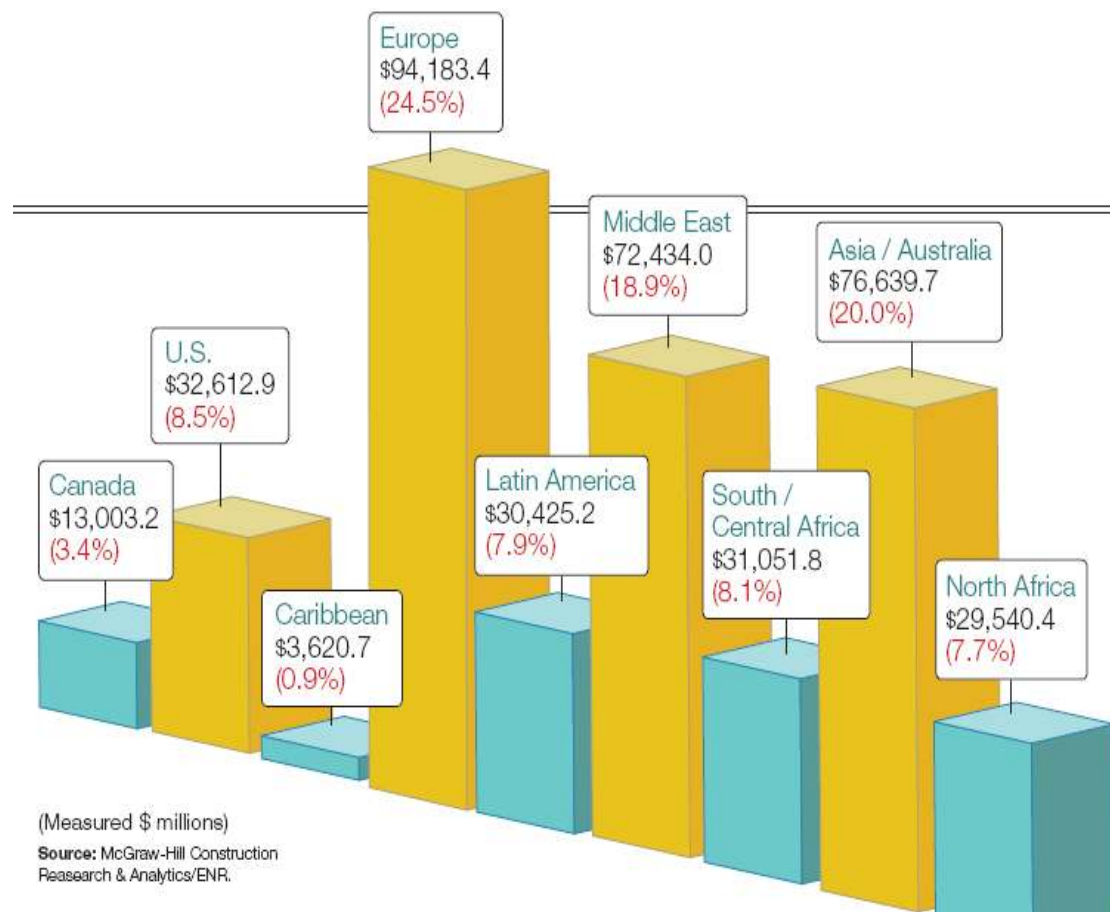
Διάγραμμα 5.1: Συνολικό εισόδημα από κατασκευές εκτός έδρας δεκαετίας 2001-2010



Ενδεικτικά αναφέρεται ότι, σύμφωνα με τα ευρήματα της Engineering News Record (ENR), για το 2010 το συνολικό εισόδημα για τις κορυφαίες κατασκευαστικές εταιρείες του κόσμου, από κατασκευαστικά έργα σε χώρες εντός της χώρας που εδρεύουν, ήταν \$688,71 δις.

Επιπλέον, στο παρακάτω διάγραμμα παρουσιάζεται η κατανομή του συνολικού εισοδήματος για το 2010 για τις κορυφαίες κατασκευαστικές εταιρείες του κόσμου, από κατασκευαστικά έργα σε χώρες εκτός της χώρας που εδρεύουν, ανά γεωγραφική περιοχή.

Διάγραμμα 5.2: Κατανομή συνολικού εισοδήματος από κατασκευαστικά έργα εκτός έδρας ανά γεωγραφική περιοχή



Πιο συγκεκριμένα, παρατηρείται ότι το συνολικό εισόδημα για την Ευρώπη έπεσε κατά 6,6%, στα \$94,18 δισεκατομμύρια. Στην Μέση Ανατολή έπεσε επίσης κατά 6,6%, στα \$72,43 δισεκατομμύρια. Στις ΗΠΑ έπεσε κατά 6,5%, στα \$32,61 δισεκατομμύρια. Αντιθέτως, το συνολικό εισόδημα για την Λατινική Αμερική και την Καραϊβική αυξήθηκε κατά 25,6%, στα \$34,05 δισεκατομμύρια. Επιπλέον, αυξήθηκε κατά 6,7%, στα \$60,59 δισεκατομμύρια, στην Αφρική, και κατά 4,7%, στα \$76,64 δισεκατομμύρια, στην Ασία και Αυστραλία.

Από τα παραπάνω συμπεραίνεται ότι υπάρχει ένα αυξημένο ενδιαφέρον και ταυτοχρόνως μετατόπιση των δραστηριοτήτων των κορυφαίων κατασκευαστικών εταιρειών του κόσμου προς τις νέες και αναπτυσσόμενες αγορές.

Στον παρακάτω πίνακα 5.2 προβάλλεται, ανά εθνικότητα, πως οι κορυφαίες κατασκευαστικές εταιρείες του κόσμου επέλεξαν τις κατασκευαστικές τους δραστηριότητες εκτός της χώρας που εδρεύουν, ανά γεωγραφική περιοχή.

Πίνακας 5.2: Κατανομή μεριδίου αγοράς εκτός έδρας κορυφαίων κατασκευαστικών εταιρειών

HOW THE TOP INTERNATIONAL CONTRACTORS SHARED THE 2010 MARKET															
CONTRACTOR NATIONALITY	# OF FIRMS	INT'L REVENUE \$ MIL.	%	MIDDLE EAST \$ MIL.	%	ASIA \$ MIL.	%	AFRICA \$ MIL.	%	EUROPE \$ MIL.	%	UNITED STATES \$ MIL.	%	CANADA \$ MIL.	LAT. AMER. / CARIB. \$ MIL. %
AMERICAN	22	44,903.2	11.7	11,747.7	16.2	9,727.8	12.7	4,395.5	7.3	6,006.9	6.4	NA	NA	9,572.7	73.6 3,452.5 10.1
CANADIAN	3	3,191.7	0.8	198.6	0.2	25.6	0.0	912.6	1.5	179.7	0.2	1,836.2	5.6	NA	NA 100.1 0.3
EUROPEAN	67	201,064.7	52.4	23,112.2	31.9	29,008.5	37.8	22,530.1	37.2	78,271.4	83.1	24,203.0	74.2	3,198.1	24.6 20,741.5 60.9
BRITISH	4	11,563.5	3.0	3,037.6	4.2	1,406.5	1.8	1,269.7	2.1	2,480.4	2.6	3,276.0	10.0	63.1	0.5 30.2 0.1
GERMAN	4	35,455.6	9.2	1,722.7	2.4	16,816.7	21.9	940.1	1.6	6,145.8	6.5	9,055.8	27.8	529.2	4.1 245.4 0.7
FRENCH	5	40,020.8	10.4	2,344.6	3.2	4,013.8	5.2	5,902.6	9.7	21,110.4	22.4	3,191.3	9.8	1,778.7	13.7 1,679.6 4.9
ITALIAN	23	32,505.2	8.5	5,374.7	7.4	4,030.4	5.3	9,908.9	16.5	6,021.8	6.4	903.5	2.8	86.3	0.7 6,080.6 17.9
DUTCH	3	7,854.6	2.1	859.2	1.3	567.4	0.7	185.8	0.3	6,033.7	6.4	0.0	0.0	2.9	0.0 195.7 0.6
SPANISH	13	35,652.0	9.3	2,649.3	3.7	973.0	1.3	1,800.3	3.1	15,639.3	16.6	3,167.2	9.7	516.8	4.0 10,816.1 31.8
OTHER	15	37,013.0	9.9	7,024.2	9.7	1,191.8	1.6	2,332.8	3.8	20,840.0	22.1	4,609.1	14.1	221.1	1.7 1,694.1 5.0
AUSTRALIAN	4	10,431.5	2.7	1,246.0	1.7	3,827.5	5.0	0.0	0.0	1,658.4	1.8	3,406.8	10.4	223.7	1.7 71.3 0.2
JAPANESE	13	15,568.7	4.1	4,218.5	5.8	7,772.4	10.1	846.9	1.4	353.4	0.4	1,883.9	5.8	0.2	0.0 493.5 1.4
CHINESE	51	57,062.4	14.9	10,009.2	13.8	17,409.9	22.7	23,467.7	38.7	2,443.1	2.6	389.3	1.2	2.6	0.0 3,342.6 9.8
KOREAN	11	18,313.2	4.8	11,146.9	15.4	3,634.1	4.7	2,186.1	3.6	95.5	0.1	507.9	1.6	4.9	0.0 737.9 2.2
TURKISH	31	14,583.3	3.8	4,580.7	6.3	3,116.7	4.1	2,198.0	3.6	4,679.6	5.0	8.0	0.0	0.0	0.0 0.3 0.0
ALL OTHERS	23	18,392.5	4.8	6,234.3	8.6	2,119.2	2.8	4,055.3	6.7	498.4	0.5	378.0	1.2	1.0	0.0 5,106.4 15.0
ALL FIRMS	225	383,511.3	100.0	72,434.0	100.0	76,641.7	100.0	60,582.2	100.0	94,183.4	100.0	32,612.9	100.0	13,003.2	100.0 34,046.0 100.0
SOURCE: ENR. NOTE: EXCLUDING \$151.0 MILLION FROM ANTARCTIC / ARCTIC															

Από τον πίνακα 5.2 φαίνεται ότι το 52,4% του συνολικού εισοδήματος \$201,1 δισεκατομμύρια αντλούνται από τις κορυφαίες ευρωπαϊκές

κατασκευαστικές επιχειρήσεις, οι οποίες προτιμούν να δραστηριοποιούνται κυρίως στην Ευρώπη (εισόδημα από Ευρώπη \$78,3 δισεκατομμύρια).

Ενδιαφέρον παρουσιάζει το γεγονός ότι, αν εξεταστούν οι προτιμήσεις των κορυφαίων κατασκευαστικών εταιρειών ανά Ευρωπαϊκή χώρα, θα διαπιστώσει ότι οι Βρετανικές (\$11,6 δισεκατομμύρια) προτιμούν να δραστηριοποιούνται κυρίως σε ΗΠΑ (\$3,3 δισεκατομμύρια) και Μέση Ανατολή (\$3 δισεκατομμύρια). Οι Γερμανικές (\$35,5 δισεκατομμύρια) προτιμούν να δραστηριοποιούνται κυρίως σε Ασία (\$16,8 δισεκατομμύρια). Οι Γαλλικές (\$40 δισεκατομμύρια) προτιμούν να δραστηριοποιούνται κυρίως σε Ευρώπη (\$21,1 δισεκατομμύρια). Οι Ιταλικές (32,5 δισεκατομμύρια) προτιμούν να δραστηριοποιούνται κυρίως σε Αφρική (\$10 δισεκατομμύρια). Οι Ολλανδικές (\$8 δισεκατομμύρια) προτιμούν να δραστηριοποιούνται κυρίως σε Ευρώπη (\$6 δισεκατομμύρια). Οι Ισπανικές (\$35,7 δισεκατομμύρια) προτιμούν να δραστηριοποιούνται κυρίως σε Ευρώπη (\$15,6 δισεκατομμύρια) και Λατινική Αμερική/Καραϊβική (\$10,8 δισεκατομμύρια). Οι υπόλοιπες Ευρωπαϊκές χώρες (\$37,9 δισεκατομμύρια) προτιμούν να δραστηριοποιούνται κυρίως σε Ευρώπη (\$20,8 δισεκατομμύρια).

Επιπροσθέτως, οι Κινέζικες (\$57 δισεκατομμύρια) προτιμούν να δραστηριοποιούνται κυρίως σε Αφρική (\$23,5 δισεκατομμύρια) και Ασία (\$17,4 δισεκατομμύρια). Οι Αμερικάνικες (\$44,9 δισεκατομμύρια) προτιμούν να δραστηριοποιούνται κυρίως σε Μέση Ανατολή (\$11,7 δισεκατομμύρια), Ασία (\$9,7 δισεκατομμύρια) και Καναδά (\$9,5 δισεκατομμύρια). Οι Κορεάτικες (\$18,3 δισεκατομμύρια) προτιμούν να δραστηριοποιούνται

κυρίως σε Μέση Ανατολή (\$11,1 δισεκατομμύρια). Οι Ιαπωνικές (\$15,6 δισεκατομμύρια) προτιμούν να δραστηριοποιούνται κυρίως σε Ασία (\$7,8 δισεκατομμύρια). Οι Τουρκικές (\$14,6 δισεκατομμύρια) προτιμούν να δραστηριοποιούνται κυρίως σε Ευρώπη (\$4,7 δισεκατομμύρια) και σε Μέση Ανατολή (\$4,6 δισεκατομμύρια). Οι Αυστραλέζικες (\$10,4 δισεκατομμύρια) προτιμούν να δραστηριοποιούνται κυρίως σε Ασία (\$3,8 δισεκατομμύρια) και στις ΗΠΑ (\$3,4 δισεκατομμύρια). Οι Καναδέζικες (\$3,2 δισεκατομμύρια) προτιμούν να δραστηριοποιούνται κυρίως στις ΗΠΑ (\$1,8 δισεκατομμύρια). Οι υπόλοιπες (\$18,4 δισεκατομμύρια) προτιμούν να δραστηριοποιούνται κυρίως σε Μέση Ανατολή (\$6,2 δισεκατομμύρια) και Λατινική Αμερική/Καραϊβική (\$5,1 δισεκατομμύρια).

Στον κατασκευαστικό κλάδο, η φήμη, η αναγνώριση και η αξιοπιστία έχουν πολύ μεγάλη σημασία (Wong et al 2005). Οι μεγάλες κατασκευαστικές επιχειρήσεις που έχουν αναλάβει με επιτυχία μεγάλα επιχειρηματικά έργα, έχουν καταφέρει να δημιουργήσουν «όνομα» που αντιπροσωπεύει ποιότητα εργασίας και ικανοποίηση του πελάτη, συνεπώς, είναι πιο πιθανόν να προσελκύουν και ανάλογους πελάτες, σε αντίθεση με κατασκευαστικές εταιρείες μικρότερης αναγνωρισιμότητας.

Αυτός ο παράγοντας της υστεροφημίας πιθανόν να εξηγεί τον λόγο για τον οποίο στον κατασκευαστικό τομέα η Αγορά για πολύ μεγάλα κατασκευαστικά έργα είναι πολύ συγκεντρωμένη σε λίγες μεγάλες κατασκευαστικές εταιρείες. Είναι φανερό ότι για τις νέες και μικρότερες εταιρείες που δεν έχουν κερδίσει την εμπιστοσύνη των μεγάλων πελατών,

είναι σχεδόν αδύνατο να αναλάβουν από μόνες τους κάποιο μεγάλο κατασκευαστικό έργο.

Είναι επίσης προφανές ότι στον κατασκευαστικό τομέα το μέγεθος της επιχείρησης αποτελεί έναν πολύ σημαντικό επενδυτικό παράγοντα, αφού εξασφαλίζει μεγαλύτερο αριθμό κατασκευαστικών έργων και, συνεπώς, βελτιώνεται η παραγωγική τους αποδοτικότητα.

Ο κατασκευαστικός τομέας εξαρτάται σημαντικά από τους οικονομικούς κύκλους. Η οικοδομική δραστηριότητα, τόσο στον ιδιωτικό όσο και στο δημόσιο τομέα, εξαρτάται έντονα με το αν η οικονομία βρίσκεται σε ανάπτυξη ή σε ύφεση. Ο κατασκευαστικός κλάδος αποδεικνύεται ιδιαίτερα ευάλωτος και ευαίσθητος ανάλογα με τη φάση του χρηματοπιστωτικού συστήματος.

Χαρακτηριστικό των μεγάλων κατασκευαστικών επιχειρήσεων είναι η δημιουργία πολλών διευθύνσεων. Οι διευθύνσεις λειτουργούν σαν ημιαυτόνομες οντότητες στην εξειδικευμένη σφαίρα επιρροής τους, έχοντας τυπικά ξεχωριστούς λογαριασμούς κερδών και ζημιών. Συνδέονται ιεραρχικά με την υπόλοιπη επιχείρηση μέσω μιας ιεραρχικά γραφειοκρατικής δομής, της οποίας οι πόροι κατανέμονται μεταξύ ανταγωνιστικών διευθύνσεων. Αυτός ο οργανωτικός σχεδιασμός, με πολλές διευθύνσεις, περιορίζει την υπερφόρτωση από πληροφορίες στα κεντρικά και ελαχιστοποιεί τις απειλές από καιροσκοπικές συμπεριφορές των περιφερειακών υπηρεσιών (Williamson, 1985).

Είναι δύσκολο, για κάποια εταιρεία στην κατασκευαστική βιομηχανία να αποκτήσει σημαντικό μακροπρόθεσμο ανταγωνιστικό πλεονέκτημα μέσω της τεχνολογίας. Τα πάγια κεφάλαια είναι γενικά χαμηλά και οποτεδήποτε απαιτηθεί κάτι τεχνολογικά εξεζητημένο, μπορεί εύκολα να αποκτηθεί από τους προμηθευτές για όλες τις επιχειρήσεις, με μικρούς περιορισμούς από πατέντες και αποκλειστικούς διακανονισμούς.

Όλες οι κατασκευαστικές εταιρείες μπορούν εξίσου να εξοικειωθούν με τις νέες κατασκευαστικές μεθόδους, συνεπώς η κάλυψη της γνώσης μιας κατασκευαστικής τεχνοτροπίας γίνεται σχετικά γρήγορα. Η μόνη εξαίρεση σε αυτή την παρατήρηση μπορεί να υπάρχει στις αναπτυσσόμενες και μικρές χώρες, οι οποίες μπορεί να μην έχουν τους εγχώριους πόρους, περιλαμβανομένης και της εξειδικευμένης εργασίας, προκειμένου να πετύχουν γρήγορη κάλυψη νέων κατασκευαστικών τεχνοτροπιών.

Σε αυτή την περίπτωση, είναι αναγκασμένες να εισάγουν νέες κατασκευαστικές τεχνολογίες, προσλαμβάνοντας επιχειρήσεις-εργολάβους αλλοδαπής προέλευσης. Αυτό το έλλειμμα σε τεχνογνωσία είναι και ο βασικότερος παράγοντας δραστηριοποίησης των κατασκευαστικών εταιρειών σε διεθνή επίπεδα (Linder, 1994).

Οι μεγάλες κατασκευαστικές επιχειρήσεις εκμεταλλεύονται τα χαρακτηριστικά των οικονομιών κλίμακας και του πεδίου εφαρμογής. Απολαμβάνουν ανταγωνιστικά πλεονεκτήματα χρηματοοικονομικά, τεχνογνωσίας, εμπορίου, διευθυντικά, οργανωτικά, έρευνας και ανάπτυξης. Τέλος, ωφελούνται από τις εξωτερικές οικονομίες, συμπεριλαμβανομένων των

δικτύων προμηθευτών και των ομάδων εργαζομένων με εξειδικευμένες γνώσεις.

5.2 Δείγμα

Ως δείγμα χρησιμοποιήθηκαν 1.528 κατασκευαστικές εταιρείες, από 61 χώρες, για τις οποίες ο παρακάτω πίνακας 5.3 παρουσιάζει την κατανομή τους, ανά χώρα:

Πίνακας 5.3: Δείγμα κατασκευαστικών επιχειρήσεων

ΧΩΡΕΣ	ΑΡΙΘΜΟΣ ΚΑΤΑΣΚΕΥΑΣΤΙΚΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ	ΠΟΣΟΣΤΟ ΣΥΜΜΕΤΟΧΗΣ ΣΤΟ ΔΕΙΓΜΑ
ΑΡΓΕΝΤΙΝΗ	7	0,5%
ΑΥΣΤΡΑΛΙΑ	30	2,0%
ΑΥΣΤΡΙΑ	7	0,5%
ΒΕΛΓΙΟ	5	0,3%
ΒΡΑΖΙΛΙΑ	13	0,9%
ΒΟΥΛΓΑΡΙΑ	13	0,9%
ΚΑΝΑΔΑΣ	24	1,6%
ΧΙΛΗ	8	0,5%
ΚΙΝΑ	87	5,7%
ΚΟΛΟΜΒΙΑ	4	0,3%
ΚΡΟΑΤΙΑ	2	0,1%
ΚΥΠΡΟΣ	10	0,7%
ΔΑΝΙΑ	9	0,6%
ΑΙΓΥΠΤΟΣ	14	0,9%
ΕΣΘΟΝΙΑ	2	0,1%
ΦΙΛΑΝΔΙΑ	7	0,5%
ΓΑΛΛΙΑ	18	1,2%
ΓΕΡΜΑΝΙΑ	22	1,4%
ΕΛΛΑΔΑ	26	1,7%
ΧΟΝΓΚ ΚΟΝΓΚ	40	2,6%
ΙΝΔΙΑ	79	5,2%
ΙΝΔΟΝΗΣΙΑ	18	1,2%
ΙΡΛΑΝΔΙΑ	4	0,3%
ΙΣΡΑΗΛ	24	1,6%

ΙΤΑΛΙΑ	15	1,0%
ΙΑΠΩΝΙΑ	278	18,2%
ΙΟΡΔΑΝΙΑ	7	0,5%
ΚΕΝΥΑ	1	0,1%
ΚΟΥΒΕΙΤ	15	1,0%
ΛΙΘΟΥΑΝΙΑ	2	0,1%
ΜΑΛΑΙΣΙΑ	100	6,5%
ΜΕΞΙΚΟ	13	0,9%
ΜΑΡΟΚΟ	3	0,2%
ΟΛΛΑΝΔΙΑ	7	0,5%
ΝΕΑ ΖΗΛΑΝΔΙΑ	3	0,2%
ΝΟΡΒΗΓΙΑ	3	0,2%
ΟΜΑΝ	8	0,5%
ΠΑΚΙΣΤΑΝ	19	1,2%
ΠΕΡΟΥ	6	0,4%
ΦΙΛΙΠΠΙΝΕΣ	12	0,8%
ΠΟΛΩΝΙΑ	42	2,7%
ΠΟΡΤΟΓΑΛΙΑ	6	0,4%
ΚΑΤΑΡ	1	0,1%
ΡΟΥΜΑΝΙΑ	10	0,7%
ΡΩΣΙΑ	12	0,8%
ΣΑΟΥΔΙΚΗ ΑΡΑΒΙΑ	15	1,0%
ΣΕΡΒΙΑ	10	0,7%
ΣΙΓΚΑΠΟΥΡΗ	44	2,9%
ΣΛΟΒΑΚΙΑ	1	0,1%
ΝΟΤΙΑ ΑΦΡΙΚΗ	20	1,3%
ΝΟΤΙΑ ΚΟΡΕΑ	99	6,5%
ΙΣΠΑΝΙΑ	13	0,9%
ΣΡΙ ΛΑΝΚΑ	5	0,3%
ΣΟΥΗΔΙΑ	12	0,8%
ΕΛΒΕΤΙΑ	10	0,7%
ΤΑΙΒΑΝ	56	3,7%
ΤΑΙΛΑΝΔΗ	37	2,4%
ΤΟΥΡΚΙΑ	31	2,0%
ΗΝΩΜΕΝΟ ΒΑΣΙΛΕΙΟ	32	2,1%
ΗΠΑ	104	6,8%
ΒΕΝΕΖΟΥΕΛΑ	3	0,2%
ΣΥΝΟΛΟ	1528	100,0%

5.3 Μεταβλητές

Για την έρευνα σχετικά με τις κατασκευαστικές επιχειρήσεις θα χρησιμοποιηθούν ανάλογες μεταβλητές που χρησιμοποιήθηκαν και για την έρευνα των παραγόντων, που επηρεάζουν την κεφαλαιακή διάρθρωση των εταιρειών ΕΕΑΠ. Εκτός, όμως, από αυτές, μπορούν να χρησιμοποιηθούν και άλλες μεταβλητές, οι οποίες είχαν αποκλειστεί, λόγω των ειδικών χαρακτηριστικών των εταιρειών ΕΕΑΠ.

Πιο συγκεκριμένα,

5.3.1 Εξαρτημένη Μεταβλητή

Ως εξαρτημένη μεταβλητή χρησιμοποιείται η μόχλευση (debttl), που ορίζεται ως ο λόγος των συνολικών υποχρεώσεων προς τα συνολικά κεφάλαια, όπως και για την έρευνα για τις ΕΕΑΠ.

5.3.2 Ανεξάρτητες Μεταβλητές

Σαν ανεξάρτητες χρησιμοποιούνται οι μεταβλητές:

(i) Κερδοφορία (profit)

Σαν μεταβλητή για την κερδοφορία χρησιμοποιείται ο λόγος κέρδη προ τόκων, φόρων και αποσβέσεων (Earnings before Interest, Tax, Depreciation και Amortization EBITDA) προς τα συνολικά κεφάλαια. Η

μεταβλητή αυτή θεωρείται πολύ καλό μέτρο σύγκρισης, όταν σχετίζεται με εταιρείες που ανήκουν σε διαφορετικές χώρες. Η επιλογή του αριθμητή ως καταλληλότερου βασίζεται στο γεγονός ότι δεν λαμβάνει υπόψη παράγοντες, όπως φορολογία και αποσβέσεις, που ποικίλλουν ανά χώρα και ανά βιομηχανικό κλάδο.

Για παράδειγμα, οι κατασκευαστικές εταιρείες, γενικά, έχουν υψηλότερες αποσβέσεις από ότι οι εταιρείες διαχείρισης ακινήτων ή γενικά εταιρείες που προσφέρουν υπηρεσίες. Τα κέρδη προ τόκων, φόρων και αποσβέσεων αποτελούν βασικό δείκτη εκτίμησης της ικανότητας των κατασκευαστικών επιχειρήσεων, προκειμένου να εξυπηρετήσουν το χρέος τους, να χρηματοδοτήσουν τα κεφαλαιακά τους έξοδα και να διανείμουν μερίσματα στους μετόχους. Αυτό το μέτρο χρησιμοποιήθηκε και για τις ΕΕΑΠ.

Η θεωρία ιεράρχησης προβλέπει αρνητική συσχέτιση μεταξύ μόχλευσης και κερδοφορίας, διότι επιχειρήσεις με μεγάλα κέρδη έχουν την οικονομική δυνατότητα να αναλάβουν επενδύσεις, βασιζόμενες στα εσωτερικά τους κεφάλαια, και συνεπώς η αύξηση του χρέους δεν κρίνεται απαραίτητη (Titman και Wessels 1988, Rajan και Zingales 1995). Μολαταύτα, ο Jensen (1986) υποστηρίζει ότι όσο περισσότερο κερδοφόρες είναι οι εταιρείες, τόσο περισσότερο χρέος οφείλουν από προηγούμενες χρήσεις.

Η θεωρία ελευθέρων χρηματοροών προβλέπει ότι κατασκευαστικές επιχειρήσεις με υψηλή κερδοφορία θα πρέπει να έχουν περισσότερο δανεισμό, προκειμένου να υπάρχει περισσότερος πειθαρχικός έλεγχος για

πολυδάπανες, μη αποδοτικές επενδύσεις. Σε αντίθεση με την θεωρία ιεράρχησης, η θεωρία αντιστάθμισης προβλέπει ότι η φοροαπαλλαγή σε πληρωμές τοκοχρεολυσίων αναμένεται να κινητοποιήσει τις περισσότερες κερδοφόρες κατασκευαστικές επιχειρήσεις στο να επιχορηγήσουν τις εργασίες τους με περισσότερο εξωτερικό χρέος. Επίσης, η αγορά θα είναι πρόθυμη να χρηματοδοτήσει εταιρείες με υψηλή κερδοφορία. Επομένως, η θεωρία αντιστάθμισης προτείνει ότι θα πρέπει να υπάρχει μια θετική συσχέτιση μεταξύ κερδοφορίας και μόχλευσης.

(ii) Πάγια κεφάλαια (tang)

Σαν μεταβλητή χρησιμοποιείται ο λόγος των πάγιων κεφαλαίων (αποθέματα συν ακίνητη περιουσία, μηχανήματα και εξοπλισμός), προς τα συνολικά κεφάλαια της επιχείρησης. Αυτός ο λόγος αντικατοπτρίζει την αναλογία των πάγιων κεφαλαίων στα συνολικά κεφάλαια. Η προσέγγιση αυτή χρησιμοποιήθηκε και για τις ΕΕΑΠ. Τα πάγια κεφάλαια παίζουν το ρόλο του ενέχυρου για την χρηματοδότηση από χρέος. Κατασκευαστικές εταιρείες με πολλά πάγια κεφάλαια έχουν πρόσβαση σε περισσότερο χρέος με λιγότερο κόστος. Οι Rajan και Zingales (1995) βρήκαν θετική συσχέτιση μεταξύ απτότητας και μόχλευσης.

Τα παραπάνω έρχονται σε αντίθεση με τη θεωρία αντιστάθμισης (trade-off theory) αφού σε κατασκευαστικές εταιρείες με πολλά πάγια κεφάλαια αναλογούν και μεγάλες αποσβέσεις, οι οποίες ελαττώνουν την

φορολογία και επομένως αντισταθμίζουν τις φοροελαφρύνσεις από τα δάνεια.

(iii) Μέγεθος της εταιρείας (Inta)

Σαν μεταβλητή χρησιμοποιείται ο φυσικός λογάριθμος των συνολικών κεφαλαίων. Αυτή η προσέγγιση χρησιμοποιήθηκε και για τις ΕΕΑΠ. Η θεωρία αντιστάθμισης προβλέπει θετική συσχέτιση μεταξύ μεγέθους της επιχείρησης και μόχλευσης, διότι οι μεγάλες κατασκευαστικές εταιρείες είναι συνήθως περισσότερο διαφοροποιημένες, αντιμετωπίζουν μικρότερο κίνδυνο χρεοκοπίας, και επομένως μπορούν να υποστηρίξουν περισσότερη αναλογία χρέους (Lewellen 1971).

Επίσης, οι μεγάλες κατασκευαστικές επιχειρήσεις έχουν ευκολότερη πρόσβαση στις χρηματοπιστωτικές αγορές λόγω της φήμης τους και με αυτό τον τρόπο μπορούν να δανείζονται με ευνοϊκότερους όρους (Rajan και Zingales 1995, Booth et al 2001, Chen 2004).

Από την άλλη πλευρά, η θεωρία ιεράρχησης υποστηρίζει ότι η σχέση ανάμεσα στο μέγεθος και στη μόχλευση είναι αρνητική, διότι οι μεγάλες κατασκευαστικές εταιρείες καταγράφουν μεγάλα κέρδη, προτιμώντας να αναλαμβάνουν επενδύσεις χρηματοδοτούμενες από τα εσωτερικά τους κεφάλαια.

(iv) Επενδυτικές ευκαιρίες (mbratio)

Σαν μεταβλητή χρησιμοποιείται ο λόγος της χρηματιστηριακής αξίας της εταιρείας προς την λογιστική της αξία. Αυτός ο λόγος συγκρίνει την αγοραία αποτίμηση της επιχείρησης με την αξία που απεικονίζεται λογιστικά, από τους ισολογισμούς της. Μια υψηλή τιμή αυτού του λόγου μπορεί να σηματοδοτεί ότι η κατασκευαστική εταιρεία έχει καλές δυνατότητες ανάπτυξης.

Αυτή η προσέγγιση χρησιμοποιήθηκε και για τις ΕΕΑΠ. Όταν οι επιχειρήσεις βρίσκονται σε ανοδική τροχιά, προτιμούν να αποφεύγουν τον εξωτερικό δανεισμό, προκειμένου να μην επιτρέψουν στους πιστωτές να παρέμβουν στις επενδυτικές τους αποφάσεις. Συνεπώς, οι κατασκευαστικές εταιρείες με σημαντικές μελλοντικές προοπτικές επιλέγουν να παρακρατούν τα κέρδη τους, έτσι ώστε να μειώσουν το κόστος του κεφαλαίου τους (Barclay & Smith 1996). Ο Myers (1977) θεωρεί ότι υψηλά δανεισμένες επιχειρήσεις δεν είναι ικανές να αναλάβουν σημαντικές επενδύσεις εξαιτίας των συγκρούσεων συμφερόντων μεταξύ πιστωτών και μετόχων.

Παράλληλα, επισημαίνεται ότι οι επενδυτές είναι πρόθυμοι να πληρώσουν υψηλότερες τιμές για τις μετοχές κατασκευαστικών επιχειρήσεων με επικερδή επενδυτικά σχέδια. Αντιθέτως, σύμφωνα με τη θεωρία ιεράρχησης η σχέση μεταξύ μόχλευσης και επενδυτικών δυνατοτήτων μπορεί να είναι θετική όταν οι ανάγκες χρηματοδότησης νέων επενδύσεων υπερβαίνει τα εσωτερικά τους κεφάλαια, στην περίπτωση αυτή οι κατασκευαστικές εταιρείες καταφεύγουν στον εξωτερικό δανεισμό.

Γενικά, για τις κατασκευαστικές εταιρείες με επενδυτικές ευκαιρίες ισχύει ότι όσο περισσότερα κεφάλαια μπορούν να διαθέσουν, τόσο περισσότερα κατασκευαστικά έργα μπορούν να αναλάβουν.

(v) Συστημικός κίνδυνος (ungeared_b~a)

Σαν μεταβλητή χρησιμοποιείται το μη μοχλευμένο beta, το οποίο συσχετίζει την μετοχή της εταιρείας χωρίς χρέος με το γενικό χρηματιστηριακό δείκτη. Έχοντας αφαιρέσει τις επιδράσεις του χρέους, με το μη μοχλευμένο beta υπολογίζεται ο κίνδυνος των υποκείμενων λειτουργιών της επιχείρησης. Αυτή η προσέγγιση χρησιμοποιήθηκε και για τις ΕΕΑΠ. Ο δείκτης αυτός φανερώνει το συστημικό, επιχειρηματικό κίνδυνο της εταιρείας.

Ο παράγοντας αυτός αναμένεται να σχετίζεται αρνητικά με τη μόχλευση, αφού δεν είναι εύκολο για μια κατασκευαστική εταιρεία υψηλού συστημικού κινδύνου να επιβαρύνει το συνολικό της κίνδυνο και με την αύξηση του εξωτερικού δανεισμού της, δηλαδή του κόστους χρεοκοπίας της.

(vi) Επιτοκιακή κάλυψη (intcov)

Σαν μεταβλητή για την επιτοκιακή κάλυψη χρησιμοποιείται ο λόγος κέρδη προ τόκων, φόρων, αποσβέσεων και τοκοχρεολυσίων προς τα έξοδα για τόκους από δάνεια. Η μεταβλητή αυτή χρησιμοποιήθηκε και για τις ΕΕΑΠ. Αποτελεί δείκτη αποπληρωμής των τοκοχρεολυσίων μιας επιχείρησης. Όσο μικρότερη τιμή έχει, τόσο περισσότερο είναι επιφορτισμένη η κατασκευαστική εταιρεία από δάνεια.

Μικρές τιμές στο δείκτη αυτό φανερώνουν ανικανότητα της επιχείρησης να ικανοποιήσει τις πιστωτικές της απαιτήσεις. Με άλλα λόγια, ο παράγοντας αυτός φανερώνει το πόσο συνετή είναι η κεφαλαιακή διαχείριση μιας επιχείρησης.

(vii) Αποδοτικότητα των κεφαλαίων (assturn)

Σαν μεταβλητή χρησιμοποιείται ο λόγος των πωλήσεων προς το σύνολο των διαθέσιμων στοιχείων ενεργητικού και φανερώνει την οικονομική αποδοτικότητα μιας εταιρείας. Η μεταβλητή αυτή χρησιμοποιήθηκε και για τις ΕΕΑΠ. Ο παράγοντας αυτός φανερώνει την ικανότητα της κατασκευαστικής εταιρείας να χρησιμοποιεί αποτελεσματικά τα συνολικά της κεφάλαια, ώστε να προκαλεί πωλήσεις.

Σύμφωνα με τη θεωρία ελεύθερων χρηματοροών, μια υψηλή μόχλευση αποτρέπει την κακή αποδοτικότητα των κεφαλαίων μιας επιχείρησης. Επιπλέον, μια εταιρεία με αποτελεσματική διαχείριση των κεφαλαίων της θεωρείται ότι εξασφαλίζει υψηλές επιδόσεις, και επομένως δεν αντιμετωπίζει προβλήματα σχετικά με τον εξωτερικό της δανεισμό. Αναμένεται θετική συσχέτιση μεταξύ μόχλευσης και αποδοτικότητας.

(viii) Το κόστος του χρέους (costdebt)

Σαν μεταβλητή χρησιμοποιείται ο λόγος τόκοι από χρέος προς το συνολικό χρέος. Ο λόγος αυτός εκφράζει το κόστος από το χρέος, με το οποίο είναι επιβαρυνμένη μια εταιρεία, επειδή έχει καταφύγει σε δανεισμό. Η

μεταβλητή αυτή χρησιμοποιήθηκε και για τις ΕΕΑΠ. Επισημαίνεται ότι μια εταιρεία επιθυμεί να έχει χαμηλές τιμές σε αυτή τη μεταβλητή προκειμένου να διατηρεί την ευελιξία της επιλογής μεταξύ περισσότερου δανεισμού ή όχι. Αναμένεται αρνητική συσχέτιση μεταξύ του κόστους του χρέους και της μόχλευσης.

Στην συνέχεια της έρευνας εισάγονται νέες μεταβλητές, οι οποίες είχαν αποκλειστεί, λόγω των ειδικών χαρακτηριστικών των ΕΕΑΠ.

Αναλυτικότερα:

(ix) Φορολογικές ελαφρύνσεις πλέον του χρέους (depta)

Σαν μεταβλητή χρησιμοποιείται ο λόγος των αποσβέσεων προς τα συνολικά κεφάλαια (Titman και Wessels 1988, Feidakis και Ronolis 2006, Dang 2011). Η μεταβλητή αυτή ερμηνεύεται, σαν υποκατάστατο των φορολογικών απαλλαγών αντί του χρέους, συνεπώς επιχειρήσεις με υψηλή τιμή σε αυτή τη μεταβλητή αναμένεται να έχουν λιγότερο χρέος (DeAngelo και Masulis 1980).

Σύμφωνα με τη θεωρία αντιστάθμισης, οι κατασκευαστικές εταιρείες προτιμούν την έκδοση χρέους λόγω των φορολογικών πλεονεκτημάτων, επομένως όταν επιτυγχάνουν εναλλακτικές φοροαπαλλαγές, χωρίς να επιβαρύνονται με επιπρόσθετο δανεισμό, όπως με τις αποσβέσεις των πάγιων στοιχείων τους, θα έχουν και μικρότερη μόχλευση.

(x) Ληκτότητα κεφαλαίων (assmat)

Σαν μεταβλητή χρησιμοποιείται ο λόγος των πάγιων κεφαλαίων προς τις αποσβέσεις (Antoniou et al 2006, Dang 2011). Το μέτρο αυτό λαμβάνει υπόψη τη ληκτότητα των πάγιων στοιχείων μιας επιχείρησης. Οι κατασκευαστικές επιχειρήσεις, προκειμένου να ελαχιστοποιήσουν τα κόστη χρηματοοικονομικών δυσχερειών και να ελέγξουν αποτελεσματικότερα το ρίσκο τους, προτιμούν να καλύπτουν την ληκτότητα των υποχρεώσεων τους με αντίστοιχη ληκτότητα των στοιχείων του Ενεργητικού τους (υπόθεση της ανοσοποίησης).

Οι Hart και Moore (1994) επιβεβαιώνουν την υπόθεση της ανοσοποίησης, φανερώνοντας ότι επιβραδυνόμενη απόσβεση των κεφαλαίων σημαίνει μακρότερη ληκτότητα του χρέους. Επίσης, οι Graham και Harvey (2001) βρίσκουν ότι οι εταιρείες επιλέγουν να εκδώσουν βραχυχρόνιο ή μακροχρόνιο χρέος, λαμβάνοντας υπόψη την αντιστοίχιση των υποχρεώσεων τους με τα κεφάλαια τους.

Συντελεστές συσχέτισης μεταβλητών**Πίνακας 5.4: Συντελεστές συσχέτισης μεταβλητών**

	profit	tang	lnta	debt1	depta	ungear~a	assmat	intcov	assturn	costdebt	mbratio
profit	1.0000										
tang	0.1408	1.0000									
lnta	-0.0115	-0.0060	1.0000								
debt1	-0.2142	-0.1498	0.1894	1.0000							
depta	0.2338	0.5133	-0.1877	-0.1132	1.0000						
ungeared_b~a	0.0751	-0.0849	0.0191	-0.1269	-0.0350	1.0000					
assmat	-0.0328	0.0867	0.0061	0.0237	-0.0991	-0.0090	1.0000				
intcov	0.1101	0.0027	-0.0202	-0.1408	0.0101	0.0260	-0.0051	1.0000			
assturn	0.1502	-0.3031	-0.0746	0.1706	0.0507	0.0207	-0.0908	0.0038	1.0000		
costdebt	0.0405	-0.0352	-0.0585	-0.0713	0.0048	0.0237	-0.0073	0.0151	0.0373	1.0000	
mbratio	0.2703	0.0268	-0.1376	-0.0130	0.1236	0.1256	-0.0273	0.0784	0.0850	0.0488	1.0000

Ο παραπάνω πίνακας 5.4 παρουσιάζει τους συντελεστές συσχέτισης όλων των παραπάνω μεταβλητών. Επισημαίνεται ότι δεν υπάρχει κάποιος υψηλός συντελεστής συσχέτισης (μεγαλύτερος του 0,75), ο οποίος να δημιουργεί πρόβλημα στις παλινδρομήσεις.

5.4 Περιγραφικά στοιχεία μεταβλητών

Για τα περιγραφικά στοιχεία των μεταβλητών παρουσιάζονται οι χώρες, όπως και για την έρευνα των ΕΕΑΠ, για τις οποίες το δείγμα περιλαμβάνει περισσότερες από δέκα κατασκευαστικές εταιρείες προκειμένου τα συμπεράσματα να εμφανίζουν περισσότερη αξιοπιστία και συγκρισιμότητα. Σε όλους τους πίνακες εμφανίζονται οι μέσοι όροι των μεταβλητών ανά χώρα και ανά έτος.

5.4.1 Μικροοικονομικοί Παράγοντες

Πίνακας 5.5: Κερδοφορία (ΕΒΙΤΔΑ / ΣΥΝΟΛΙΚΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ)

ΧΩΡΑ/ΕΤΟΣ	2005	2006	2007	2008	2009	2010
ΑΥΣΤΡΑΛΙΑ	0,08	0,04	0,08	0,03	0,05	0,05
ΒΡΑΖΙΛΙΑ	0,11	0,1	0,12	0,06	0,06	0,14
ΒΟΥΛΓΑΡΙΑ	0,04	0,05	0,08	0,06	0,04	0,04
ΚΑΝΑΔΑΣ	0,16	0,11	0,1	0,05	0,09	0,11
ΚΙΝΑ	0,04	0,07	0,07	0,06	0,06	0,08
ΑΙΓΥΠΤΟΣ	0,22	0,23	0,2	0,2	0,2	0,22
ΓΑΛΛΙΑ	0,11	0,13	0,14	0,13	0,11	0,11
ΓΕΡΜΑΝΙΑ	0,11	0,14	0,13	0,1	0,1	0,05
ΕΛΛΑΔΑ	0,06	0,07	0,07	0,04	0,03	0,01
ΧΟΝΓΚ ΚΟΝΓΚ	0,04	0,05	0,03	-0,02	-0,04	-0,01
ΙΝΔΙΑ	0,13	0,15	0,17	0,15	0,13	0,13
ΙΝΔΟΝΗΣΙΑ	0,12	0,12	0,11	0,1	0,19	0,16
ΙΣΡΑΗΛ	0,08	0,08	0,06	0,07	0,07	0,03
ΙΤΑΛΙΑ	0,09	0,11	0,11	0,07	0,06	0,05
ΙΑΠΩΝΙΑ	0,05	0,04	0,05	0,04	0,03	0,05
ΚΟΥΒΕΙΤ	0,15	0,12	0,13	0,05	0,09	0,08
ΜΑΛΑΙΣΙΑ	0,05	0,05	0,06	0,05	0,04	0,04
ΜΕΞΙΚΟ	0,12	0,12	0,1	0,06	0,09	0,1
ΠΑΚΙΣΤΑΝ	0,16	0,18	0,07	0,03	0,09	0,03
ΦΙΛΙΠΠΙΝΕΣ	0,1	0,06	0,23	0,09	0,13	0,11
ΠΟΛΩΝΙΑ	0,09	0,1	0,11	0,1	0,07	0,06
ΡΩΣΙΑ	0,09	0,1	0,14	0,06	0,07	0,05
ΣΑΟΥΔΙΚΗ ΑΡΑΒΙΑ	0,23	0,21	0,21	0,2	0,18	0,17
ΣΙΓΚΑΠΟΥΡΗ	0	0,06	0,07	0,06	0,06	0,08
ΝΟΤΙΑ ΑΦΡΙΚΗ	0,21	0,23	0,23	0,21	0,09	0,1
ΝΟΤΙΑ ΚΟΡΕΑ	0,1	0,07	0,08	0,04	0,06	0,04
ΙΣΠΑΝΙΑ	0,12	0,11	0,13	0,1	0,08	0,09
ΣΟΥΗΔΙΑ	0,14	0,14	0,14	0,1	0,08	0,11
ΤΑΙΒΑΝ	0,06	0,07	0,08	0,06	0,07	0,08
ΤΑΙΛΑΝΔΗ	0,1	0,08	0,08	0,06	0,06	0,1
ΤΟΥΡΚΙΑ	0,18	0,2	0,19	0,1	0,1	0,1
ΗΝΩΜΕΝΟ ΒΑΣΙΛΕΙΟ	0,05	0,1	0,11	0,11	0,03	0,03
ΗΠΑ	0,07	0,11	0,09	0,05	0,05	0,07

Στον πίνακα 5.5 εμφανίζεται ο δείκτης κερδοφορίας των κατασκευαστικών επιχειρήσεων σε 33 χώρες. Σύμφωνα με αυτόν, οι Φιλιππίνες παρουσιάζουν τη μέγιστη κερδοφορία, από όλες τις χώρες το 2007. Το Χονγκ Κονγκ εμφανίζει την ελάχιστη κερδοφορία, από όλες τις χώρες το 2009. Η Αίγυπτος εμφανίζει τη μεγαλύτερη κερδοφορία, κατά μέσο όρο, για όλα τα έτη. Το Χονγκ Κονγκ παρουσιάζει τη μικρότερη κερδοφορία, κατά μέσο όρο, για όλα τα έτη. Η Αίγυπτος εμφανίζει τη σταθερότερη κερδοφορία, κατά μέσο όρο, για όλα τα έτη. Το Χονγκ Κονγκ εμφανίζει την μεγαλύτερη μεταβλητότητα, κατά μέσο όρο, για όλα τα έτη.

Το καλύτερο έτος για κερδοφορία, κατά μέσο όρο, για όλες τις χώρες, ήταν το 2007, ενώ τα χειρότερα τα 2008, 2009 και 2010. Είναι προφανές ότι η κερδοφορία των κατασκευαστικών εταιρειών είναι επηρεασμένη, από τη παγκόσμια χρηματοοικονομική κρίση. Το 2007 ήταν το πιο σταθερό έτος, για κερδοφορία, ενώ το έτος, με τη μεγαλύτερη μεταβλητότητα, ήταν το 2008.

Πίνακας 5.6: Πάγια Κεφαλαία-απτότητα (Πάγια / Συνολικά Κεφάλαια)

ΧΩΡΑ/ΕΤΟΣ	2005	2006	2007	2008	2009	2010
ΑΥΣΤΡΑΛΙΑ	0,3	0,28	0,26	0,22	0,26	0,27
ΒΡΑΖΙΛΙΑ	0,35	0,35	0,34	0,38	0,36	0,24
ΒΟΥΛΓΑΡΙΑ	0,47	0,43	0,43	0,4	0,5	0,51
ΚΑΝΑΔΑΣ	0,27	0,29	0,3	0,32	0,33	0,32
ΚΙΝΑ	0,36	0,35	0,32	0,32	0,31	0,3
ΑΙΓΥΠΤΟΣ	0,38	0,37	0,35	0,4	0,39	0,37
ΓΑΛΛΙΑ	0,23	0,24	0,25	0,26	0,26	0,25
ΓΕΡΜΑΝΙΑ	0,43	0,41	0,39	0,4	0,4	0,39
ΕΛΛΑΔΑ	0,37	0,36	0,33	0,28	0,31	0,32
ΧΟΝΓΚ ΚΟΝΓΚ	0,31	0,28	0,22	0,21	0,2	0,19
ΙΝΔΙΑ	0,38	0,36	0,34	0,34	0,36	0,36
ΙΝΔΟΝΗΣΙΑ	0,45	0,4	0,4	0,42	0,42	0,41
ΙΣΡΑΗΛ	0,3	0,28	0,22	0,24	0,24	0,23
ΙΤΑΛΙΑ	0,26	0,25	0,26	0,28	0,28	0,28
ΙΑΠΩΝΙΑ	0,26	0,25	0,25	0,26	0,27	0,28
ΚΟΥΒΕΙΤ	0,28	0,28	0,29	0,26	0,27	0,28
ΜΑΛΑΙΣΙΑ	0,37	0,34	0,3	0,29	0,29	0,32
ΜΕΞΙΚΟ	0,35	0,34	0,29	0,29	0,29	0,28
ΠΑΚΙΣΤΑΝ	0,63	0,64	0,68	0,66	0,71	0,72
ΦΙΛΙΠΠΙΝΕΣ	0,48	0,43	0,34	0,31	0,31	0,31
ΠΟΛΩΝΙΑ	0,31	0,3	0,28	0,3	0,32	0,27
ΡΩΣΙΑ	0,23	0,21	0,18	0,2	0,24	0,21
ΣΑΟΥΔΙΚΗ ΑΡΑΒΙΑ	0,52	0,51	0,51	0,52	0,53	0,54
ΣΙΓΚΑΠΟΥΡΗ	0,32	0,26	0,22	0,2	0,2	0,18
ΝΟΤΙΑ ΑΦΡΙΚΗ	0,29	0,26	0,3	0,31	0,34	0,35
ΝΟΤΙΑ ΚΟΡΕΑ	0,28	0,28	0,27	0,28	0,3	0,3
ΙΣΠΑΝΙΑ	0,35	0,35	0,35	0,33	0,35	0,29
ΣΟΥΗΔΙΑ	0,21	0,18	0,16	0,18	0,19	0,22
ΤΑΙΒΑΝ	0,27	0,25	0,25	0,26	0,26	0,25
ΤΑΙΛΑΝΔΗ	0,39	0,39	0,38	0,4	0,39	0,37
ΤΟΥΡΚΙΑ	0,44	0,4	0,41	0,42	0,42	0,39
ΗΝΩΜΕΝΟ ΒΑΣΙΛΕΙΟ	0,25	0,23	0,21	0,2	0,19	0,2
ΗΠΑ	0,25	0,25	0,27	0,26	0,27	0,26

Στον πίνακα 5.6 εμφανίζεται ο δείκτης παγίων κεφαλαίων απτότητα, σε σχέση με τα συνολικά κεφάλαια, των κατασκευαστικών επιχειρήσεων 33 χωρών. Σύμφωνα με αυτόν, το Πακιστάν παρουσιάζει τη μέγιστη απτότητα, από όλες τις χώρες, τα έτη 2009 και 2010. Η Σουηδία εμφανίζει την ελάχιστη, απτότητα από όλες τις χώρες το 2007. Το Πακιστάν εμφανίζει τη μεγαλύτερη απτότητα, κατά μέσο όρο, για όλα τα έτη. Η Σουηδία παρουσιάζει τη μικρότερη απτότητα, κατά μέσο όρο, για όλα τα έτη. Η Σιγκαπούρη εμφανίζει τη μεγαλύτερη μεταβλητότητα στη σχέση παγίων κεφαλαίων προς τα συνολικά κεφάλαια, κατά μέσο όρο, για όλα τα έτη. Η Σαουδική Αραβία εμφανίζει τη σταθερότερη απτότητα, κατά μέσο όρο, για όλα τα έτη.

Τη μεγαλύτερη τιμή για την απτότητα, κατά μέσο όρο, για όλες τις χώρες, την παρουσιάζει το έτος 2005, ενώ τη μικρότερη το έτος 2007. Το 2006 ήταν το πιο σταθερό έτος για την απτότητα, ενώ το έτος με τη μεγαλύτερη μεταβλητότητα ήταν το 2010.

Πίνακας 5.7: Συνολικά Κεφάλαια - LN(ΣΥΝΟΛΙΚΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ)

ΧΩΡΑ/ΕΤΟΣ	2005	2006	2007	2008	2009	2010
ΑΥΣΤΡΑΛΙΑ	11,41	11,64	11,87	11,91	11,9	11,88
ΒΡΑΖΙΛΙΑ	12,73	12,92	12,97	13,06	13,14	13,59
ΒΟΥΛΓΑΡΙΑ	8,86	9,03	9	9,19	9,04	9,03
ΚΑΝΑΔΑΣ	11,44	11,47	11,52	11,56	11,54	11,62
ΚΙΝΑ	14,29	14,43	14,63	14,83	14,99	15,17
ΑΙΓΥΠΤΟΣ	13,65	13,75	14,01	14,14	14,28	14,41
ΓΑΛΛΙΑ	13,47	13,71	13,81	13,91	13,91	14,02
ΓΕΡΜΑΝΙΑ	12,27	12,33	12,7	13,06	12,71	12,54
ΕΛΛΑΔΑ	11,97	12,02	12,14	12,19	12,16	12,1
ΧΟΝΓΚ ΚΟΝΓΚ	13,49	13,65	14,03	14,25	14,27	14,54
ΙΝΔΙΑ	14,89	15,28	15,71	16,14	16,33	16,55
ΙΝΔΟΝΗΣΙΑ	21,11	21,17	21,54	21,67	21,69	21,8
ΙΣΡΑΗΛ	12,68	12,74	12,84	12,83	12,9	12,81
ΙΤΑΛΙΑ	13,65	13,72	13,91	13,96	13,95	13,95
ΙΑΠΩΝΙΑ	17,41	17,44	17,47	17,41	17,36	17,32
ΚΟΥΒΕΙΤ	10,23	10,72	10,91	10,9	10,92	10,93
ΜΑΛΑΙΣΙΑ	12,53	12,63	12,66	12,7	12,67	12,65
ΜΕΞΙΚΟ	15,86	16,01	16,19	16,28	16,24	16,35
ΠΑΚΙΣΤΑΝ	15	15,35	15,55	15,73	15,92	15,95
ΦΙΛΙΠΠΙΝΕΣ	13,85	13,84	13,97	14,3	14,18	14,36
ΠΟΛΩΝΙΑ	11,4	11,72	12,09	12,29	12,37	12,57
ΡΩΣΙΑ	14,67	14,82	15,22	15,63	15,65	15,94
ΣΑΟΥΔΙΚΗ ΑΡΑΒΙΑ	14,05	14,25	14,45	14,6	14,6	14,63
ΣΙΓΚΑΠΟΥΡΗ	11,31	11,23	11,72	11,91	12,04	12,02
ΝΟΤΙΑ ΑΦΡΙΚΗ	12,66	12,99	13,56	14,08	14,5	14,46
ΝΟΤΙΑ ΚΟΡΕΑ	19,32	19,46	19,63	19,82	19,89	19,92
ΙΣΠΑΝΙΑ	14,41	14,87	15,04	15,14	15,12	15,19
ΣΟΥΗΔΙΑ	16,04	16,29	16,4	16,57	16,49	16,32
ΤΑΙΒΑΝ	15,54	15,65	15,73	15,77	15,77	15,86
ΤΑΙΛΑΝΔΗ	14,66	14,76	14,76	14,79	14,78	14,84
ΤΟΥΡΚΙΑ	12,37	12,52	12,6	12,61	12,59	12,65
ΗΝΩΜΕΝΟ ΒΑΣΙΛΕΙΟ	11,06	11,27	11,46	11,62	11,58	11,54
ΗΠΑ	12,01	12,4	12,57	12,72	12,66	12,76

Στον πίνακα 5.7 εμφανίζεται ο δείκτης των συνολικών κεφαλαίων των κατασκευαστικών επιχειρήσεων 33 χωρών. Σύμφωνα με αυτόν, η Ινδονησία παρουσιάζει τη μέγιστη τιμή, από όλες τις χώρες, το 2010. Η Βουλγαρία εμφανίζει την ελάχιστη τιμή, από όλες τις χώρες, το 2005. Η Ινδονησία εμφανίζει τη μεγαλύτερη τιμή, κατά μέσο όρο, για όλα τα έτη. Η Βουλγαρία παρουσιάζει τη μικρότερη τιμή, κατά μέσο όρο, για όλα τα έτη. Η Νότια Αφρική εμφανίζει τη μεγαλύτερη μεταβλητότητα, κατά μέσο όρο, για όλα τα έτη. Η Ιαπωνία εμφανίζει τη σταθερότερη τιμή, κατά μέσο όρο, για όλα τα έτη.

Τη μεγαλύτερη τιμή, κατά μέσο όρο, για όλες τις χώρες, για τα συνολικά κεφάλαια, παρουσιάζει το έτος 2010, ενώ τη μικρότερη το 2005. Το 2006 ήταν το πιο σταθερό έτος, για τα συνολικά κεφάλαια, ενώ το έτος, με τη μεγαλύτερη μεταβλητότητα, ήταν το 2010.

Πίνακας 5.8: Κεφαλαιακή Διάρθρωση (ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ / ΣΥΝΟΛΙΚΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ)

ΧΩΡΑ/ΕΤΟΣ	2005	2006	2007	2008	2009	2010
ΑΥΣΤΡΑΛΙΑ	0,47	0,5	0,5	0,52	0,46	0,49
ΒΡΑΖΙΛΙΑ	0,63	0,62	0,57	0,61	0,57	0,59
ΒΟΥΛΓΑΡΙΑ	0,51	0,54	0,51	0,53	0,49	0,4
ΚΑΝΑΔΑΣ	0,54	0,53	0,54	0,58	0,56	0,54
ΚΙΝΑ	0,59	0,6	0,58	0,59	0,59	0,59
ΑΙΓΥΠΤΟΣ	0,49	0,45	0,41	0,37	0,36	0,36
ΓΑΛΛΙΑ	0,66	0,66	0,66	0,65	0,63	0,62
ΓΕΡΜΑΝΙΑ	0,65	0,61	0,58	0,59	0,53	0,52
ΕΛΛΑΔΑ	0,53	0,52	0,54	0,57	0,56	0,55
ΧΟΝΓΚ ΚΟΝΓΚ	0,51	0,5	0,53	0,51	0,46	0,48
ΙΝΔΙΑ	0,67	0,62	0,61	0,59	0,61	0,61
ΙΝΔΟΝΗΣΙΑ	0,66	0,55	0,54	0,57	0,53	0,51
ΙΣΡΑΗΛ	0,75	0,69	0,69	0,67	0,66	0,65
ΙΤΑΛΙΑ	0,54	0,55	0,52	0,54	0,53	0,52
ΙΑΠΩΝΙΑ	0,58	0,57	0,57	0,57	0,57	0,54
ΚΟΥΒΕΙΤ	0,37	0,4	0,38	0,4	0,39	0,38
ΜΑΛΑΙΣΙΑ	0,45	0,47	0,46	0,46	0,44	0,42
ΜΕΞΙΚΟ	0,48	0,48	0,49	0,58	0,56	0,55
ΠΑΚΙΣΤΑΝ	0,57	0,57	0,59	0,6	0,61	0,61
ΦΙΛΙΠΠΙΝΕΣ	0,51	0,39	0,43	0,42	0,42	0,32
ΠΟΛΩΝΙΑ	0,55	0,53	0,5	0,51	0,49	0,5
ΡΩΣΙΑ	0,62	0,57	0,57	0,65	0,62	0,59
ΣΑΟΥΔΙΚΗ ΑΡΑΒΙΑ	0,32	0,31	0,35	0,37	0,34	0,33
ΣΙΓΚΑΠΟΥΡΗ	0,51	0,52	0,47	0,48	0,47	0,46
ΝΟΤΙΑ ΑΦΡΙΚΗ	0,64	0,61	0,57	0,5	0,57	0,55
ΝΟΤΙΑ ΚΟΡΕΑ	0,5	0,53	0,53	0,56	0,54	0,55
ΙΣΠΑΝΙΑ	0,63	0,69	0,68	0,72	0,71	0,69
ΣΟΥΗΔΙΑ	0,62	0,66	0,67	0,69	0,67	0,65
ΤΑΙΒΑΝ	0,53	0,52	0,49	0,5	0,46	0,45
ΤΑΙΛΑΝΔΗ	0,51	0,54	0,53	0,54	0,54	0,52
ΤΟΥΡΚΙΑ	0,35	0,36	0,34	0,37	0,34	0,35
ΗΝΩΜΕΝΟ ΒΑΣΙΛΕΙΟ	0,56	0,56	0,57	0,56	0,57	0,55
ΗΠΑ	0,55	0,52	0,5	0,5	0,48	0,48

Στον πίνακα 5.8 εμφανίζεται ο δείκτης της κεφαλαιακής διάρθρωσης των κατασκευαστικών επιχειρήσεων 33 χωρών. Σύμφωνα με αυτόν, το Ισραήλ παρουσιάζει τη μέγιστη τιμή, από όλες τις χώρες, το 2005. Η Σαουδική Αραβία εμφανίζει την ελάχιστη τιμή, από όλες τις χώρες, το 2006. Η Ισπανία και το Ισραήλ εμφανίζουν τις μεγαλύτερες τιμές, κατά μέσο όρο, για όλα τα έτη. Η Σαουδική Αραβία παρουσιάζει τη μικρότερη τιμή, κατά μέσο όρο, για όλα τα έτη. Οι Φιλιππίνες εμφανίζουν τη μεγαλύτερη μεταβλητότητα, στην τιμή, κατά μέσο όρο, για όλα τα έτη. Η Κίνα παρουσιάζει τη σταθερότερη τιμή, κατά μέσο όρο, για όλα τα έτη.

Τη μεγαλύτερη τιμή για τη κεφαλαιακή διάρθρωση, κατά μέσο όρο, για όλες τις χώρες, εμφανίζει το έτος 2005, ενώ τη μικρότερη το έτος 2010. Το 2007 ήταν το πιο σταθερό έτος για τη κεφαλαιακή διάρθρωση, ενώ το έτος με τη μεγαλύτερη μεταβλητότητα, ήταν το 2010.

Πίνακας 5.9: Συστημικός Κίνδυνος (UNLEVERED BETA)

ΧΩΡΑ/ΕΤΟΣ	2005	2006	2007	2008	2009	2010
ΑΥΣΤΡΑΛΙΑ	0,24	0,54	0,52	0,61	0,76	0,71
ΒΡΑΖΙΛΙΑ	0,16	0,16	0,14	0,25	0,25	0,31
ΒΟΥΛΓΑΡΙΑ		3,87	1,61	1,18	0,31	0,26
ΚΑΝΑΔΑΣ	0,22	0,35	0,36	0,38	0,71	0,71
ΚΙΝΑ	0,7	0,66	0,9	0,73	0,79	0,77
ΑΙΓΥΠΤΟΣ	0,88	0,82	0,82	0,86	0,92	0,89
ΓΑΛΛΙΑ	0,36	0,38	0,34	0,53	0,63	0,54
ΓΕΡΜΑΝΙΑ	0,27	0,34	0,16	0,42	0,46	0,49
ΕΛΛΑΔΑ	0,65	0,73	0,72	0,49	0,47	0,37
ΧΟΝΓΚ ΚΟΝΓΚ	0,23	0,46	0,71	0,6	0,81	0,81
ΙΝΔΙΑ	0,6	0,77	0,9	1,44	0,7	0,76
ΙΝΔΟΝΗΣΙΑ	0,65	0,66	0,93	0,76	0,72	0,66
ΙΣΡΑΗΛ	0,2	0,33	0,37	0,34	0,38	0,38
ΙΤΑΛΙΑ	0,2	0,4	0,65	0,61	0,5	0,41
ΙΑΠΩΝΙΑ	0,53	0,53	0,58	0,53	0,46	0,44
ΚΟΥΒΕΙΤ	0,28	0,38	0,48	0,43	0,62	0,65
ΜΑΛΑΙΣΙΑ	0,6	0,66	0,84	0,66	0,67	0,68
ΜΕΞΙΚΟ	0,31	0,38	0,46	0,46	0,41	0,41
ΠΑΚΙΣΤΑΝ	0,39	0,48	0,49	0,39	0,29	0,25
ΦΙΛΙΠΠΙΝΕΣ	0,25	0,33	0,69	0,39	0,72	0,62
ΠΟΛΩΝΙΑ	0,2	0,56	0,78	0,82	0,64	0,6
ΡΩΣΙΑ			0,05	0,06	0,12	0,12
ΣΑΟΥΔΙΚΗ ΑΡΑΒΙΑ	0,73	1,07	-0,32	0,78	0,82	0,79
ΣΙΓΚΑΠΟΥΡΗ	0,69	0,71	1,15	1,02	0,84	0,82
ΝΟΤΙΑ ΑΦΡΙΚΗ	0,38	0,48	0,71	0,72	0,55	0,48
ΝΟΤΙΑ ΚΟΡΕΑ	0,53	0,52	0,6	0,46	0,42	0,52
ΙΣΠΑΝΙΑ	0,3	0,45	0,45	0,6	0,43	0,37
ΣΟΥΗΔΙΑ	0,32	0,43	0,67	0,53	0,54	0,56
ΤΑΙΒΑΝ	0,53	0,55	0,78	0,73	0,64	0,7
ΤΑΙΛΑΝΔΗ	0,68	0,66	0,75	0,61	0,57	0,69
ΤΟΥΡΚΙΑ	0,73	0,67	0,62	0,52	0,63	0,67
ΗΝΩΜΕΝΟ ΒΑΣΙΛΕΙΟ	0,52	0,66	0,6	0,71	0,6	0,58
ΗΠΑ	0,68	0,86	0,61	0,8	0,87	0,81

Στον πίνακα 5.9 εμφανίζεται ο δείκτης του συστημικού κινδύνου κεφαλαιακής διάρθρωσης, των κατασκευαστικών επιχειρήσεων, 33 χωρών. Σύμφωνα με αυτόν, η Βουλγαρία παρουσιάζει τη μέγιστη τιμή, από όλες τις χώρες, το 2006. Η Σαουδική Αραβία εμφανίζει την ελάχιστη τιμή, από όλες τις χώρες, το 2007. Η Βουλγαρία εμφανίζει τη μεγαλύτερη τιμή, κατά μέσο όρο, για όλα τα έτη. Η Ρωσία παρουσιάζει τη μικρότερη τιμή, κατά μέσο όρο, για όλα τα έτη. Η Βουλγαρία εμφανίζει τη μεγαλύτερη μεταβλητότητα, κατά μέσο όρο, για όλα τα έτη. Η Αίγυπτος εμφανίζει τη σταθερότερη τιμή, κατά μέσο όρο, για όλα τα έτη.

Τη μεγαλύτερη τιμή, για το συστημικό κίνδυνο, κατά μέσο όρο, για όλες τις χώρες έχει το έτος 2006, ενώ τη μικρότερη το 2005. Το 2009 ήταν το πιο σταθερό έτος, ενώ το έτος με τη μεγαλύτερη μεταβλητότητα, ήταν το 2006.

Πίνακας 5.10: Επενδυτικές Ευκαιρίες (MBRATIO)

ΧΩΡΑ/ΕΤΟΣ	2005	2006	2007	2008	2009	2010
ΑΥΣΤΡΑΛΙΑ	1,72	1,77	1,86	1,49	1,29	1,51
ΒΡΑΖΙΛΙΑ	1,17	1,26	1,54	1,28	1,8	1,36
ΒΟΥΛΓΑΡΙΑ	3,24	1,18	2,45	1,2	0,91	0,76
ΚΑΝΑΔΑΣ	2,51	2,63	2,67	2,26	2,45	2,41
ΚΙΝΑ	1,45	1,61	2,96	1,43	2,43	2,44
ΑΙΓΥΠΤΟΣ	2,06	2,07	1,94	1,36	1,47	1,45
ΓΑΛΛΙΑ	1,43	1,5	1,5	1,08	1,11	1,04
ΓΕΡΜΑΝΙΑ	1,17	1,29	1,32	1,02	1,09	1,18
ΕΛΛΑΔΑ	0,94	1,11	1,09	0,78	0,83	0,73
ΧΟΝΓΚ ΚΟΝΓΚ	1,34	1,85	1,55	1,09	1,38	1,46
ΙΝΔΙΑ	1,61	2,44	1,84	1,7	1,07	1,49
ΙΝΔΟΝΗΣΙΑ	1,25	1,67	2,07	1,25	1,49	1,56
ΙΣΡΑΗΛ	1,12	1,16	1,17	0,96	1,01	1,47
ΙΤΑΛΙΑ	1,02	1,12	1,09	0,81	0,81	0,75
ΙΑΠΩΝΙΑ	1,04	1,05	0,95	0,82	0,78	0,78
ΚΟΥΒΕΙΤ	1,93	1,46	1,58	1,2	1,22	1,27
ΜΑΛΑΙΣΙΑ	0,93	0,93	1,01	0,78	0,81	0,85
ΜΕΞΙΚΟ	1,38	1,61	1,64	1,2	1,32	1,37
ΠΑΚΙΣΤΑΝ	1,58	1,51	1,55	1,28	0,92	0,87
ΦΙΛΙΠΠΙΝΕΣ	3,51	3,71	3,18	1,3	1,26	1,79
ΠΟΛΩΝΙΑ	2,02	2,68	2,39	1,14	2,02	1,27
ΡΩΣΙΑ	5,13	2,23	4,06	1,58	1,01	1,29
ΣΑΟΥΔΙΚΗ ΑΡΑΒΙΑ	9,72	3,06	3,43	1,67	1,89	1,82
ΣΙΓΚΑΠΟΥΡΗ	1,12	2,22	1,7	0,98	1,03	1,17
ΝΟΤΙΑ ΑΦΡΙΚΗ	1,75	1,98	2,87	1,8	1,18	1,18
ΝΟΤΙΑ ΚΟΡΕΑ	0,98	0,95	1,18	0,9	0,95	0,91
ΙΣΠΑΝΙΑ	1,34	1,66	1,52	1,06	1,11	1,04
ΣΟΥΗΔΙΑ	1,7	1,96	1,73	1,19	1,43	1,62
ΤΑΙΒΑΝ	0,99	1,19	1,12	0,88	1,18	1,22
ΤΑΙΛΑΝΔΗ	1,25	1,16	1,18	0,86	1,13	1,43
ΤΟΥΡΚΙΑ	1,79	1,61	1,59	1,03	1,65	2,47
ΗΝΩΜΕΝΟ ΒΑΣΙΛΕΙΟ	1,46	1,67	1,86	1,2	1,15	1,12
ΗΠΑ	2,27	2,12	2,01	1,44	1,5	1,61

Στον πίνακα 5.10 εμφανίζεται ο δείκτης των επενδυτικών ευκαιριών των κατασκευαστικών επιχειρήσεων, 33 χωρών. Σύμφωνα με αυτόν, η Σαουδική Αραβία παρουσιάζει τη μέγιστη τιμή, από όλες τις χώρες, το 2005. Η Ελλάδα εμφανίζει την ελάχιστη τιμή, από όλες τις χώρες, το 2010. Η Σαουδική Αραβία εμφανίζει τη μεγαλύτερη τιμή, κατά μέσο όρο, για όλα τα έτη. Η Μαλαισία παρουσιάζει τη μικρότερη τιμή, κατά μέσο όρο, για όλα τα έτη. Ο Καναδάς εμφανίζει τη σταθερότερη τιμή, κατά μέσο όρο, για όλα τα έτη. Η Σαουδική Αραβία παρουσιάζει τη μεγαλύτερη μεταβλητότητα, στη τιμή, κατά μέσο όρο, για όλα τα έτη.

Τη μεγαλύτερη τιμή, για τις επενδυτικές ευκαιρίες, κατά μέσο, όρο για όλες τις χώρες, έχει το έτος 2005, ενώ τη μικρότερη, το έτος 2008. Είναι προφανής η επίδραση της παγκόσμιας οικονομικής κρίσης, στον τομέα των κατασκευαστικών επιχειρήσεων, σχετικά με τις επενδυτικές ευκαιρίες. Το 2008 ήταν το πιο σταθερό έτος, ενώ το έτος, με τη μεγαλύτερη μεταβλητότητα, ήταν το 2005.

Πίνακας 5.11: Επιτοκιακή κάλυψη (ΕΒΙΤΔΑ/ΤΟΚΟΙ ΔΑΝΕΙΩΝ)

ΧΩΡΑ/ΕΤΟΣ	2005	2006	2007	2008	2009	2010
ΑΥΣΤΡΑΛΙΑ	29,98	-10,34	10,76	5,99	19,7	13,49
ΒΡΑΖΙΛΙΑ	9,03	8,24	24,45	34	22,8	20,19
ΒΟΥΛΓΑΡΙΑ	10,36	6,78	7,08	3,95	0,87	-1,55
ΚΑΝΑΔΑΣ	21,29	28,49	25,34	36,44	83,16	37,22
ΚΙΝΑ	5,43	6,84	82,33	8,54	29,92	40,19
ΑΙΓΥΠΤΟΣ	202,01	120,64	362,02	166,27	159,39	340,63
ΓΑΛΛΙΑ	27,86	45,09	46,23	71,81	103,74	758,11
ΓΕΡΜΑΝΙΑ	182,74	248,12	209,53	240,8	32,67	32,59
ΕΛΛΑΔΑ	8,32	7,76	6,34	3,04	2,94	4,94
ΧΟΝΓΚ ΚΟΝΓΚ	54,84	3,66	-21,89	5,38	3,14	3,58
ΙΝΔΙΑ	11,18	12,8	20,02	19,15	14,82	33,28
ΙΝΔΟΝΗΣΙΑ	7,65	7,86	24,17	44,99	102,05	51,72
ΙΣΡΑΗΛ	3,93	3,81	2,5	4,72	11,85	5,25
ΙΤΑΛΙΑ	31,52	41,81	51,17	4,97	15,72	18,11
ΙΑΠΩΝΙΑ	70,24	84,98	74,97	59,44	74,91	117,28
ΚΟΥΒΕΙΤ	18,17	17,83	15,69	4,6	35,56	56,47
ΜΑΛΑΙΣΙΑ	62,93	49,99	66,17	25,58	46,86	42,99
ΜΕΞΙΚΟ	107,33	103,62	72,21	94,93	105,66	100,85
ΠΑΚΙΣΤΑΝ	57,57	32,08	2,82	1,34	3,5	-1,64
ΦΙΛΙΠΠΙΝΕΣ	3,28	2,65	13,36	27,92	38,68	791,54
ΠΟΛΩΝΙΑ	249,14	16,89	23,46	32,05	19,23	267,39
ΡΩΣΙΑ	11,57	-267,27	986,71	7,17	-8,79	2,53
ΣΑΟΥΔΙΚΗ ΑΡΑΒΙΑ	264,9	108,19	163,59	144,91	277	660,9
ΣΙΓΚΑΠΟΥΡΗ	30,4	9,95	228,12	212,63	324,26	76,35
ΝΟΤΙΑ ΑΦΡΙΚΗ	390,88	204,35	70,19	724,67	178,05	145,75
ΝΟΤΙΑ ΚΟΡΕΑ	33,15	79,9	54,22	62,98	140,35	38,85
ΙΣΠΑΝΙΑ	14,3	16,55	9,66	5,76	7,17	7,19
ΣΟΥΗΔΙΑ	76,99	532,21	35,91	24,79	118,21	28,83
ΤΑΙΒΑΝ	41,17	138,11	203,41	327,97	546,43	332,7
ΤΑΙΛΑΝΔΗ	67,27	80,36	23,24	9,2	22,5	358,94
ΤΟΥΡΚΙΑ	1357,9	292,81	709,76	1217,04	932,78	547,11
ΗΝΩΜΕΝΟ ΒΑΣΙΛΕΙΟ	83,13	11,58	32,31	258,44	214,48	27,54
ΗΠΑ	30,35	30,4	75,31	21,41	88,79	36,63

Στον πίνακα 5.11 εμφανίζεται ο δείκτης της επιτοκιακής κάλυψης των κατασκευαστικών επιχειρήσεων 33 χωρών. Σύμφωνα με αυτόν, η Τουρκία παρουσιάζει τη μέγιστη τιμή, από όλες τις χώρες, το 2005. Η Ρωσία εμφανίζει την ελάχιστη τιμή, από όλες τις χώρες, το 2006. Η Τουρκία εμφανίζει τη μεγαλύτερη τιμή, κατά μέσο όρο, για όλα τα έτη. Η Βουλγαρία παρουσιάζει τη μικρότερη τιμή, κατά μέσο όρο, για όλα τα έτη. Το Μεξικό εμφανίζει τη σταθερότερη τιμή, κατά μέσο όρο, για όλα τα έτη. Η Ρωσία παρουσιάζει τη μεγαλύτερη μεταβλητότητα στις τιμές, κατά μέσο όρο, για όλα τα έτη.

Τη μεγαλύτερη τιμή για την επιτοκιακή κάλυψη, κατά μέσο όρο, για όλες τις χώρες έχει, το έτος 2010, ενώ τη μικρότερη, το 2006. Το 2010 ήταν το πιο σταθερό έτος, ενώ το έτος με τη μεγαλύτερη μεταβλητότητα, ήταν το 2005.

Πίνακας 5.12: Αποδοτικότητα κεφαλαίων (ΠΩΛΗΣΕΙΣ/ΣΥΝΟΛΙΚΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ)

ΧΩΡΑ/ΕΤΟΣ	2005	2006	2007	2008	2009	2010
ΑΥΣΤΡΑΛΙΑ	1,51	1,37	1,3	1,3	1,53	1,58
ΒΡΑΖΙΛΙΑ	0,61	0,6	0,57	0,58	0,46	0,49
ΒΟΥΛΓΑΡΙΑ	0,94	0,79	0,92	0,67	0,47	0,48
ΚΑΝΑΔΑΣ	1,98	1,91	1,89	1,84	1,67	1,64
ΚΙΝΑ	0,63	0,65	0,66	0,62	0,65	0,68
ΑΙΓΥΠΤΟΣ	0,57	0,63	0,58	0,63	0,67	0,67
ΓΑΛΛΙΑ	1,35	1,22	1,23	1,2	1,11	1,1
ΓΕΡΜΑΝΙΑ	1	1,06	1,1	1,15	1,04	1,06
ΕΛΛΑΔΑ	0,56	0,58	0,58	0,51	0,47	0,39
ΧΟΝΓΚ ΚΟΝΓΚ	0,83	0,79	0,8	0,65	0,63	0,54
ΙΝΔΙΑ	1,06	0,89	0,86	0,79	0,78	0,74
ΙΝΔΟΝΗΣΙΑ	0,91	0,88	0,78	0,93	0,9	0,82
ΙΣΡΑΗΛ	0,84	0,83	0,76	0,83	0,76	0,93
ΙΤΑΛΙΑ	0,63	0,65	0,63	0,61	0,54	0,51
ΙΑΠΩΝΙΑ	1,08	1,08	1,09	1,14	1,14	1,09
ΚΟΥΒΕΙΤ	0,72	0,58	0,55	0,59	0,54	0,46
ΜΑΛΑΙΣΙΑ	0,62	0,64	0,63	0,65	0,64	0,6
ΜΕΞΙΚΟ	0,59	0,6	0,53	0,54	0,55	0,54
ΠΑΚΙΣΤΑΝ	0,66	0,65	0,55	0,5	0,58	0,47
ΦΙΛΙΠΠΙΝΕΣ	0,6	0,65	0,68	0,67	0,72	0,71
ΠΟΛΩΝΙΑ	1,39	1,24	1,18	1,12	1,03	1,03
ΡΩΣΙΑ	1,47	1,69	1,26	1,09	0,83	0,72
ΣΑΟΥΔΙΚΗ ΑΡΑΒΙΑ	0,56	0,52	0,52	0,51	0,49	0,46
ΣΙΓΚΑΠΟΥΡΗ	0,89	0,86	0,79	0,78	0,79	0,74
ΝΟΤΙΑ ΑΦΡΙΚΗ	2,1	1,91	1,52	1,25	1,22	1,21
ΝΟΤΙΑ ΚΟΡΕΑ	1,05	0,96	0,92	0,9	0,84	0,83
ΙΣΠΑΝΙΑ	0,82	0,72	0,75	0,68	0,65	0,6
ΣΟΥΗΔΙΑ	1,35	1,35	1,34	1,27	1,25	1,26
ΤΑΙΒΑΝ	0,82	0,74	0,76	0,74	0,63	0,65
ΤΑΙΛΑΝΔΗ	0,95	1	1,03	0,99	0,93	0,94
ΤΟΥΡΚΙΑ	0,74	0,8	0,79	0,79	0,71	0,77
ΗΝΩΜΕΝΟ ΒΑΣΙΛΕΙΟ	1,54	1,51	1,37	1,3	1,25	1,2
ΗΠΑ	1,47	1,49	1,47	1,48	1,29	1,3

Στον πίνακα 5.12 εμφανίζεται ο δείκτης της αποτελεσματικότητας κεφαλαίων των κατασκευαστικών επιχειρήσεων 33 χωρών. Σύμφωνα με αυτόν, η Νότια Αφρική παρουσιάζει τη μέγιστη τιμή, από όλες τις χώρες, το 2005. Η Ελλάδα εμφανίζει την ελάχιστη τιμή, από όλες τις χώρες, το 2010. Ο Καναδάς εμφανίζει τη μεγαλύτερη τιμή, κατά μέσο όρο, για όλα τα έτη. Η Σαουδική Αραβία παρουσιάζει τη μικρότερη τιμή, κατά μέσο όρο, για όλα τα έτη. Η Ιαπωνία εμφανίζει τη σταθερότερη τιμή, κατά μέσο όρο, για όλα τα έτη. Η Ρωσία παρουσιάζει τη μεγαλύτερη μεταβλητότητα στις τιμές, κατά μέσο όρο, για όλα τα έτη.

Τη μεγαλύτερη τιμή, για την αποδοτικότητα κεφαλαίων, κατά μέσο όρο, για όλες τις χώρες, έχει το έτος 2005, ενώ τη μικρότερη το 2010. Το 2008 ήταν το πιο σταθερό έτος, ενώ το έτος, με τη μεγαλύτερη μεταβλητότητα, ήταν το 2005.

Πίνακας 5.13: Κόστος χρέους (ΤΟΚΟΙ/ΣΥΝΟΛΙΚΟ ΧΡΕΟΣ)

ΧΩΡΑ/ΕΤΟΣ	2005	2006	2007	2008	2009	2010
ΑΥΣΤΡΑΛΙΑ	0,12	0,07	0,07	0,1	0,1	0,07
ΒΡΑΖΙΛΙΑ	0,38	0,77	0,44	0,42	0,36	0,56
ΒΟΥΛΓΑΡΙΑ	0,12	0,22	0,14	0,11	0,12	1,07
ΚΑΝΑΔΑΣ	0,31	0,09	0,09	0,08	0,1	0,15
ΚΙΝΑ	0,06	0,1	0,07	0,15	0,09	0,07
ΑΙΓΥΠΤΟΣ	0,09	0,32	0,08	0,07	0,09	0,08
ΓΑΛΛΙΑ	0,07	0,06	0,06	0,07	0,05	0,04
ΓΕΡΜΑΝΙΑ	0,07	0,08	0,08	0,1	0,08	0,07
ΕΛΛΑΔΑ	0,07	0,08	0,11	0,26	0,06	0,06
ΧΟΝΓΚ ΚΟΝΓΚ	0,12	0,05	0,05	0,06	0,2	0,21
ΙΝΔΙΑ	0,09	0,09	0,11	0,11	0,1	0,1
ΙΝΔΟΝΗΣΙΑ	0,08	0,1	0,08	0,08	0,09	0,07
ΙΣΡΑΗΛ	0,07	0,07	0,09	0,11	0,08	0,08
ΙΤΑΛΙΑ	0,04	0,07	0,06	0,12	0,08	0,05
ΙΑΠΩΝΙΑ	0,02	0,02	0,02	0,05	0,05	0,04
ΚΟΥΒΕΙΤ	0,06	0,06	0,07	0,09	0,07	0,06
ΜΑΛΑΙΣΙΑ	0,15	0,16	0,07	0,09	0,07	0,07
ΜΕΞΙΚΟ	0,09	0,13	0,24	0,11	0,13	0,15
ΠΑΚΙΣΤΑΝ	0,05	0,06	0,09	0,09	0,19	0,1
ΦΙΛΙΠΠΙΝΕΣ	0,22	0,12	0,1	0,09	0,1	0,09
ΠΟΛΩΝΙΑ	0,17	0,09	0,62	0,26	0,71	0,65
ΡΩΣΙΑ	0,11	0,12	0,09	0,08	0,13	0,09
ΣΑΟΥΔΙΚΗ ΑΡΑΒΙΑ	0,1	0,12	0,03	0,03	0,03	0,03
ΣΙΓΚΑΠΟΥΡΗ	0,07	0,08	0,06	0,05	0,05	0,06
ΝΟΤΙΑ ΑΦΡΙΚΗ	0,11	0,16	0,41	0,12	0,11	0,11
ΝΟΤΙΑ ΚΟΡΕΑ	0,38	0,24	0,26	0,06	0,07	0,07
ΙΣΠΑΝΙΑ	0,16	0,15	0,08	0,08	0,07	0,07
ΣΟΥΗΔΙΑ	0,05	0,05	0,05	0,06	0,06	0,05
ΤΑΙΒΑΝ	0,03	0,06	0,07	0,16	0,04	0,21
ΤΑΙΛΑΝΔΗ	0,06	0,06	0,09	0,07	0,14	0,12
ΤΟΥΡΚΙΑ	0,16	0,35	0,17	0,47	0,3	0,19
ΗΝΩΜΕΝΟ ΒΑΣΙΛΕΙΟ	0,17	0,18	0,22	0,2	0,15	0,15
ΗΠΑ	0,3	0,17	0,1	0,27	0,12	0,4

Στον πίνακα 5.13 εμφανίζεται ο δείκτης του κόστους χρέους των κατασκευαστικών επιχειρήσεων 33 χωρών. Σύμφωνα με αυτόν, η Βουλγαρία παρουσιάζει τη μέγιστη τιμή, από όλες τις χώρες, το 2010. Η Ιαπωνία εμφανίζει την ελάχιστη τιμή από όλες τις χώρες, το έτος 2006. Η Βραζιλία εμφανίζει τη μεγαλύτερη τιμή, κατά μέσο όρο, για όλα τα έτη. Η Ιαπωνία παρουσιάζει τη μικρότερη τιμή, κατά μέσο όρο, για όλα τα έτη. Η Ινδία εμφανίζει τη σταθερότερη τιμή, κατά μέσο όρο, για όλα τα έτη. Η Βουλγαρία παρουσιάζει τη μεγαλύτερη μεταβλητότητα στις τιμές, κατά μέσο όρο, για όλα τα έτη.

Τη μεγαλύτερη τιμή, για το κόστος χρέους, κατά μέσο όρο, για όλες τις χώρες, έχει το έτος 2010, ενώ τη μικρότερη το έτος 2007. Το 2005 ήταν το πιο σταθερό έτος, ενώ το έτος με τη μεγαλύτερη μεταβλητότητα, ήταν το 2010.

Πίνακας 5.14: Φορολογικές ελαφρόνσεις πλέον του χρέους (ΑΠΟΣΒΕΣΕΙΣ /ΣΥΝΟΛΙΚΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ)

ΧΩΡΑ/ΕΤΟΣ	2005	2006	2007	2008	2009	2010
ΑΥΣΤΡΑΛΙΑ	0,039	0,032	0,029	0,032	0,034	0,042
ΒΡΑΖΙΛΙΑ	0,045	0,041	0,037	0,043	0,032	0,025
ΒΟΥΛΓΑΡΙΑ	0,03	0,03	0,027	0,027	0,04	0,032
ΚΑΝΑΔΑΣ	0,042	0,056	0,043	0,045	0,046	0,041
ΚΙΝΑ	0,028	0,029	0,027	0,026	0,026	0,024
ΑΙΓΥΠΤΟΣ	0,032	0,027	0,025	0,029	0,025	0,027
ΓΑΛΛΙΑ	0,038	0,034	0,033	0,033	0,036	0,035
ΓΕΡΜΑΝΙΑ	0,05	0,049	0,047	0,053	0,049	0,05
ΕΛΛΑΔΑ	0,023	0,023	0,022	0,02	0,021	0,022
ΧΟΝΓΚ ΚΟΝΓΚ	0,023	0,021	0,018	0,017	0,019	0,014
ΙΝΔΙΑ	0,033	0,031	0,028	0,026	0,027	0,027
ΙΝΔΟΝΗΣΙΑ	0,041	0,041	0,037	0,039	0,042	0,041
ΙΣΡΑΗΛ	0,024	0,021	0,021	0,023	0,021	0,032
ΙΤΑΛΙΑ	0,031	0,027	0,026	0,026	0,027	0,029
ΙΑΠΩΝΙΑ	0,018	0,017	0,017	0,019	0,022	0,021
ΚΟΥΒΕΙΤ	0,029	0,026	0,029	0,028	0,031	0,03
ΜΑΛΑΙΣΙΑ	0,026	0,023	0,022	0,021	0,022	0,022
ΜΕΞΙΚΟ	0,03	0,032	0,033	0,033	0,037	0,035
ΠΑΚΙΣΤΑΝ	0,034	0,028	0,032	0,031	0,03	0,03
ΦΙΛΙΠΠΙΝΕΣ	0,046	0,039	0,037	0,037	0,036	0,029
ΠΟΛΩΝΙΑ	0,034	0,03	0,028	0,029	0,032	0,031
ΡΩΣΙΑ	0,021	0,023	0,016	0,015	0,022	0,017
ΣΑΟΥΔΙΚΗ ΑΡΑΒΙΑ	0,032	0,03	0,03	0,034	0,042	0,041
ΣΙΓΚΑΠΟΥΡΗ	0,03	0,027	0,022	0,022	0,022	0,02
ΝΟΤΙΑ ΑΦΡΙΚΗ	0,044	0,035	0,027	0,028	0,036	0,044
ΝΟΤΙΑ ΚΟΡΕΑ	0,022	0,023	0,022	0,024	0,025	0,023
ΙΣΠΑΝΙΑ	0,03	0,023	0,028	0,027	0,03	0,029
ΣΟΥΗΔΙΑ	0,03	0,028	0,026	0,028	0,037	0,039
ΤΑΙΒΑΝ	0,018	0,017	0,017	0,016	0,017	0,016
ΤΑΙΛΑΝΔΗ	0,033	0,037	0,042	0,042	0,042	0,043
ΤΟΥΡΚΙΑ	0,037	0,037	0,036	0,038	0,039	0,036
ΗΝΩΜΕΝΟ ΒΑΣΙΛΕΙΟ	0,03	0,029	0,024	0,027	0,03	0,031
ΗΠΑ	0,038	0,033	0,04	0,04	0,041	0,039

Στον πίνακα 5.14 εμφανίζεται ο δείκτης των φορολογικών ελαφρύνσεων, πλέον του χρέους, των κατασκευαστικών επιχειρήσεων, 33 χωρών. Σύμφωνα με αυτόν, ο Καναδάς παρουσιάζει τη μέγιστη τιμή, από όλες τις χώρες, το 2006. Το Χονγκ Κονγκ εμφανίζει την ελάχιστη τιμή, από όλες τις χώρες, το 2010. Ο Καναδάς εμφανίζει τη μεγαλύτερη τιμή, κατά μέσο όρο για όλα τα έτη. Το Ταϊβάν παρουσιάζει τη μικρότερη τιμή, κατά μέσο όρο, για όλα τα έτη. Η Τουρκία εμφανίζει τη σταθερότερη τιμή, κατά μέσο όρο, για όλα τα έτη. Η Νότια Αφρική παρουσιάζει τη μεγαλύτερη μεταβλητότητα στις τιμές, κατά μέσο όρο, για όλα τα έτη.

Τη μεγαλύτερη τιμή, για το δείκτη των φορολογικών ελαφρύνσεων πλέον του χρέους, κατά μέσο όρο, για όλες τις χώρες, έχει το έτος 2005, ενώ τη μικρότερη το έτος 2007. Το 2005 ήταν το πιο σταθερό έτος, ενώ το έτος, με τη μεγαλύτερη μεταβλητότητα, ήταν το 2008.

Πίνακας 5.15: Ληκτότητα κεφαλαίων (ΠΑΓΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ/ΑΠΟΣΒΕΣΕΙΣ)

ΧΩΡΑ/ΕΤΟΣ	2005	2006	2007	2008	2009	2010
ΑΥΣΤΡΑΛΙΑ	9,86	11,63	52,19	10,71	7,86	7,46
ΒΡΑΖΙΛΙΑ	40,19	19,82	17,54	16,36	13,78	17
ΒΟΥΛΓΑΡΙΑ	71,32	70,75	141,2	72,21	68,55	86,84
ΚΑΝΑΔΑΣ	10,4	9,93	7,45	8,09	7,66	8,14
ΚΙΝΑ	13,79	13,29	11,9	12,5	11,81	12,02
ΑΙΓΥΠΤΟΣ	15,6	17,6	63,28	28,22	20,76	18,4
ΓΑΛΛΙΑ	6,44	8,37	8,11	7,87	7,44	7,09
ΓΕΡΜΑΝΙΑ	8,82	8,26	8,64	8,19	8,34	8,08
ΕΛΛΑΔΑ	20,71	20,77	21,47	16,57	19,01	17,85
ΧΟΝΓΚ ΚΟΝΓΚ	40,7	25,42	18,69	13,83	15,71	65,66
ΙΝΔΙΑ	14,21	13,57	15,56	16,85	18,95	20,05
ΙΝΔΟΝΗΣΙΑ	12,09	10,04	23,03	11,19	10,47	11,31
ΙΣΡΑΗΛ	14,73	143,45	227,96	371,82	592,67	254,02
ΙΤΑΛΙΑ	8,13	8,98	9,89	10,17	10,06	10,17
ΙΑΠΩΝΙΑ	21,29	21,93	20,57	18,83	20,71	19,26
ΚΟΥΒΕΙΤ	62,56	113,42	82,66	56,19	25,53	30,02
ΜΑΛΑΙΣΙΑ	24,13	28,53	34,79	30,77	29,31	31,18
ΜΕΞΙΚΟ	10,4	9,53	9,72	9,29	8,7	9,01
ΠΑΚΙΣΤΑΝ	280,41	57,22	27,84	27,12	45,33	62,44
ΦΙΛΙΠΠΙΝΕΣ	12,39	11,31	9	8,62	9,63	12,24
ΠΟΛΩΝΙΑ	9,8	12,06	10,82	11,97	11,41	10,04
ΡΩΣΙΑ	14,92	12,87	16,1	11,89	11,36	11,78
ΣΑΟΥΔΙΚΗ ΑΡΑΒΙΑ	41,91	43,12	34,89	29,07	13,59	13,81
ΣΙΓΚΑΠΟΥΡΗ	37,48	32,49	12,95	10,81	8,62	8,59
ΝΟΤΙΑ ΑΦΡΙΚΗ	7,13	7,6	11,67	11,91	10,36	8,76
ΝΟΤΙΑ ΚΟΡΕΑ	22,66	20,22	19,69	22,76	53,77	25,71
ΙΣΠΑΝΙΑ	13,36	16,71	13,08	12,67	14,26	10,09
ΣΟΥΗΔΙΑ	6,76	7,9	7,09	10,05	6,33	6,47
ΤΑΙΒΑΝ	41,04	36,21	51,74	43,53	39,54	36,75
ΤΑΙΛΑΝΔΗ	12,06	11,35	10,23	10,43	10,62	9,37
ΤΟΥΡΚΙΑ	21,39	11,84	12,3	12,15	11,69	11,69
ΗΝΩΜΕΝΟ ΒΑΣΙΛΕΙΟ	14,86	14,09	9,14	8,4	6,66	6,83
ΗΠΑ	10,58	7,81	7,57	7,34	6,8	6,99

Στον πίνακα 5.15 εμφανίζεται ο δείκτης της ληκτότητας των κεφαλαίων των κατασκευαστικών επιχειρήσεων, 33 χωρών. Σύμφωνα με αυτόν, το Ισραήλ παρουσιάζει τη μέγιστη τιμή, από όλες τις χώρες, το 2009. Η Σουηδία εμφανίζει την ελάχιστη τιμή, από όλες τις χώρες, το 2009. Το Ισραήλ εμφανίζει τη μεγαλύτερη τιμή, κατά μέσο όρο, για όλα τα έτη. Η Σουηδία παρουσιάζει τη μικρότερη τιμή, κατά μέσο όρο, για όλα τα έτη. Η Γερμανία εμφανίζει τη σταθερότερη τιμή, κατά μέσο όρο, για όλα τα έτη. Το Πακιστάν παρουσιάζει τη μεγαλύτερη μεταβλητότητα στις τιμές, κατά μέσο όρο, για όλα τα έτη.

Τη μεγαλύτερη τιμή για το δείκτη της ληκτότητας των κεφαλαίων, κατά μέσο όρο, για όλες τις χώρες, έχει το έτος 2009, ενώ τη μικρότερη, το έτος 2006. Το 2006 ήταν το πιο σταθερό έτος, ενώ το έτος με τη μεγαλύτερη μεταβλητότητα, ήταν το 2009.

5.4.2 Μακροοικονομικοί Παράγοντες

Πίνακας 5.16: Μεταβολή του ΑΕΠ (ΑΚΑΘΑΡΙΣΤΟ ΕΓΧΩΡΙΟ ΠΡΟΙΟΝ)

ΧΩΡΑ/ΕΤΟΣ	2005	2006	2007	2008	2009	2010
ΑΥΣΤΡΑΛΙΑ	2,8	3,0	3,3	3,7	1,4	2,3
ΒΡΑΖΙΛΙΑ	2,1	4,8	6,7	0,8	5,0	5,0
ΒΟΥΛΓΑΡΙΑ	6,1	6,8	6,8	4,8	-6,7	3,8
ΚΑΝΑΔΑΣ	3,8	1,8	1,7	-1,2	0,3	3,3
ΚΙΝΑ	9,9	10,4	11,2	6,8	10,7	9,8
ΑΙΓΥΠΤΟΣ	11,0	14,7	22,2	20,4	15,8	16,2
ΓΑΛΛΙΑ	1,8	2,7	1,7	-2,1	-0,7	1,4
ΓΕΡΜΑΝΙΑ	0,9	3,6	2,8	0,7	-4,7	3,5
ΕΛΛΑΔΑ	2,9	4,4	3,6	-0,3	-0,7	-6,6
ΧΟΝΓΚ ΚΟΝΓΚ	6,9	6,7	6,9	-2,6	2,5	6,2
ΙΝΔΙΑ	9,7	9,4	9,7	6,1	7,3	8,3
ΙΝΔΟΝΗΣΙΑ	4,3	5,5	6,4	7,7	4,1	11,7
ΙΣΡΑΗΛ	6,6	6,7	-8,3	19,4	1,8	5,7
ΙΤΑΛΙΑ	0,7	2,0	1,5	-1,3	-5,2	1,3
ΙΑΠΩΝΙΑ	2,6	2,0	1,9	-4,5	-1,5	2,2
ΚΟΥΒΕΙΤ	10,4	5,3	4,5	5,0	-5,2	2,0
ΜΑΛΑΙΣΙΑ	0,8	0,4	1,2	-3,5	2,0	1,5
ΜΕΞΙΚΟ	3,6	4,0	3,7	-1,0	-2,0	4,4
ΠΑΚΙΣΤΑΝ	5,8	6,8	3,7	1,7	3,8	2,4
ΦΙΛΙΠΠΙΝΕΣ	5,0	5,4	7,2	3,7	1,1	6,1
ΠΟΛΩΝΙΑ	3,6	6,2	6,8	5,1	1,7	3,8
ΡΩΣΙΑ	6,4	8,2	8,5	5,2	-7,8	4,0
ΣΑΟΥΔΙΚΗ ΑΡΑΒΙΑ	5,6	3,2	2,0	4,2	0,6	3,7
ΣΙΓΚΑΠΟΥΡΗ	14,4	15,4	-1,6	-9,0	-1,5	3,9
ΝΟΤΙΑ ΑΦΡΙΚΗ	5,0	7,1	4,9	1,9	-0,6	3,8
ΝΟΤΙΑ ΚΟΡΕΑ	1,2	0,8	1,7	-4,6	0,2	0,5
ΙΣΠΑΝΙΑ	3,8	4,0	3,2	-1,4	-3,0	0,6
ΣΟΥΗΔΙΑ	3,3	4,6	3,5	-5,1	-1,4	7,2
ΤΑΙΒΑΝ	7,0	3,8	6,5	-7,5	9,2	6,9
ΤΑΙΛΑΝΔΗ	4,6	5,1	5,0	2,5	-2,3	7,8
ΤΟΥΡΚΙΑ	9,8	5,7	4,2	0,0	5,9	9,2
ΗΝΩΜΕΝΟ ΒΑΣΙΛΕΙΟ	3,5	6,7	5,1	0,5	-1,7	4,2
ΗΠΑ	2,7	2,4	2,3	-2,8	0,2	2,8

Στον πίνακα 5.16 εμφανίζεται η μεταβολή του ΑΕΠ, 33 χωρών , για τις οποίες λήφθηκε δείγμα περισσότερων, από δέκα κατασκευαστικών εταιρειών. Σύμφωνα με αυτόν, η Αίγυπτος παρουσιάζει τη μέγιστη τιμή, από όλες τις χώρες, το 2007. Η Σιγκαπούρη εμφανίζει την ελάχιστη τιμή, από όλες τις χώρες, το 2008. Η Αίγυπτος εμφανίζει τη μεγαλύτερη τιμή, κατά μέσο όρο, για όλα τα έτη. Η Ιταλία παρουσιάζει τη μικρότερη τιμή, κατά μέσο όρο, για όλα τα έτη. Η Κίνα εμφανίζει τη σταθερότερη τιμή, κατά μέσο όρο, για όλα τα έτη. Η Νότια Κορέα παρουσιάζει τη μεγαλύτερη μεταβλητότητα στις τιμές, κατά μέσο όρο, για όλα τα έτη.

Τη μεγαλύτερη τιμή για την μεταβολή του ΑΕΠ, κατά μέσο όρο, για όλες τις χώρες, έχει το έτος 2006, ενώ τη μικρότερη, το έτος 2009. Είναι φανερό η αποτύπωση της παγκόσμιας χρηματοοικονομικής κρίσης στις μεταβολές του ΑΕΠ των χωρών. Το 2006 ήταν το πιο σταθερό έτος, ενώ το έτος, με τη μεγαλύτερη μεταβλητότητα, ήταν το 2009.

Πίνακας 5.17: Πληθωρισμός (ΜΕΤΑΒΟΛΗ ΔΕΙΚΤΗ ΤΙΜΩΝ ΚΑΤΑΝΑΛΩΤΗ)

ΧΩΡΑ/ΕΤΟΣ	2005	2006	2007	2008	2009	2010
ΑΥΣΤΡΑΛΙΑ	2,8	3,3	3,0	3,7	2,1	2,7
ΒΡΑΖΙΛΙΑ	5,7	3,1	4,5	5,9	4,3	5,9
ΒΟΥΛΓΑΡΙΑ	6,5	6,5	12,5	7,8	0,6	4,5
ΚΑΝΑΔΑΣ	2,1	1,7	2,4	1,2	1,3	2,4
ΚΙΝΑ	1,6	2,8	6,5	1,2	1,9	4,6
ΑΙΓΥΠΤΟΣ	2,5	10,7	6,3	19,4	6,8	9,6
ΓΑΛΛΙΑ	1,5	1,5	2,6	1,0	0,9	1,8
ΓΕΡΜΑΝΙΑ	1,4	1,4	3,1	1,1	0,9	1,7
ΕΛΛΑΔΑ	3,6	2,9	3,9	2,0	2,6	5,2
ΧΟΝΓΚ ΚΟΝΓΚ	1,3	2,3	3,8	2,1	1,3	2,9
ΙΝΔΙΑ	5,3	6,7	5,5	9,7	15,0	9,5
ΙΝΔΟΝΗΣΙΑ	17,1	6,6	6,6	11,1	2,8	7,0
ΙΣΡΑΗΛ	2,4	-0,1	3,4	3,8	3,9	2,7
ΙΤΑΛΙΑ	2,0	1,6	2,7	2,1	1,0	1,9
ΙΑΠΩΝΙΑ	-0,5	0,3	0,4	0,8	-2,2	-0,1
ΚΟΥΒΕΙΤ	4,4	3,7	7,5	9,0	2,1	6,0
ΜΑΛΑΙΣΙΑ	3,5	3,1	2,3	4,5	1,0	2,1
ΜΕΞΙΚΟ	3,3	4,1	3,8	6,5	3,6	4,4
ΠΑΚΙΣΤΑΝ	9,3	7,9	7,8	20,8	11,7	14,1
ΦΙΛΙΠΠΙΝΕΣ	6,7	4,3	3,9	8,0	4,3	3,1
ΠΟΛΩΝΙΑ	0,7	1,4	4,0	3,3	3,5	3,1
ΡΩΣΙΑ	10,9	9,0	11,9	13,3	8,8	8,8
ΣΑΟΥΔΙΚΗ ΑΡΑΒΙΑ	1,2	2,9	6,5	9,0	4,3	5,4
ΣΙΓΚΑΠΟΥΡΗ	1,3	0,8	3,7	5,5	-0,5	4,6
ΝΟΤΙΑ ΑΦΡΙΚΗ	3,6	5,9	8,9	9,5	6,3	3,5
ΝΟΤΙΑ ΚΟΡΕΑ	2,4	3,7	3,7	3,0	3,4	3,3
ΙΣΠΑΝΙΑ	3,7	2,7	4,2	1,4	0,8	3,0
ΣΟΥΗΔΙΑ	0,9	1,6	3,5	0,9	0,9	2,3
ΤΑΙΒΑΝ	2,2	0,7	3,3	1,3	-0,3	1,2
ΤΑΙΛΑΝΔΗ	5,8	3,5	3,2	0,4	3,5	3,0
ΤΟΥΡΚΙΑ	7,7	9,6	8,4	10,1	6,5	6,4
ΗΝΩΜΕΝΟ ΒΑΣΙΛΕΙΟ	1,9	3,0	2,1	3,1	2,9	3,7
ΗΠΑ	3,4	2,5	4,1	0,1	2,7	1,5

Στον πίνακα 5.17 εμφανίζεται ο δείκτης πληθωρισμού των κατασκευαστικών επιχειρήσεων 33 χωρών. Σύμφωνα με αυτόν, το Πακιστάν παρουσιάζει τη μέγιστη τιμή, από όλες τις χώρες, το 2008. Η Ιαπωνία εμφανίζει την ελάχιστη τιμή, από όλες τις χώρες, το 2009. Το Πακιστάν εμφανίζει τη μεγαλύτερη τιμή, κατά μέσο όρο, για όλα τα έτη. Η Ιαπωνία παρουσιάζει τη μικρότερη τιμή, κατά μέσο όρο, για όλα τα έτη. Η Νότια Κορέα εμφανίζει τη σταθερότερη τιμή, κατά μέσο όρο, για όλα τα έτη. Η Ιαπωνία παρουσιάζει τη μεγαλύτερη μεταβλητότητα στις τιμές, κατά μέσο όρο, για όλα τα έτη.

Τη μεγαλύτερη τιμή για το δείκτη πληθωρισμού, κατά μέσο όρο, για όλες τις χώρες, έχει το έτος 2008, ενώ τη μικρότερη, το έτος 2009. Το 2007 ήταν το έτος, με τις μικρότερες διακυμάνσεις στις τιμές, ενώ το έτος με τη μεγαλύτερη μεταβλητότητα ήταν το 2009.

Πίνακας 5.18: Ανεργία (ΠΟΣΟΣΤΟ ΑΝΕΡΓΙΑΣ)

ΧΩΡΑ/ΕΤΟΣ	2005	2006	2007	2008	2009	2010
ΑΥΣΤΡΑΛΙΑ	5,1	4,6	4,3	4,6	5,5	5,0
ΒΡΑΖΙΛΙΑ	8,4	8,4	7,5	6,8	6,8	5,3
ΒΟΥΛΓΑΡΙΑ	10,7	9,1	6,9	6,3	9,1	9,2
ΚΑΝΑΔΑΣ	6,6	6,1	6,0	6,8	8,5	7,6
ΚΙΝΑ	4,2	4,1	4,0	4,2	4,3	4,1
ΑΙΓΥΠΤΟΣ	11,2	10,6	8,9	8,7	9,4	8,9
ΓΑΛΛΙΑ	9,0	8,4	7,5	7,7	9,6	9,3
ΓΕΡΜΑΝΙΑ	11,3	9,9	8,4	7,7	8,1	7,4
ΕΛΛΑΔΑ	9,6	8,7	8,0	7,9	10,2	14,1
ΧΟΝΓΚ ΚΟΝΓΚ	5,2	4,4	3,4	4,1	5,1	4,0
ΙΝΔΙΑ	8,9	7,8	7,8	10,4	10,7	10,8
ΙΝΔΟΝΗΣΙΑ	11,2	10,3	9,1	8,4	7,9	7,1
ΙΣΡΑΗΛ	8,9	7,9	6,7	6,7	7,2	6,2
ΙΤΑΛΙΑ	8,0	6,9	6,6	7,1	8,6	8,7
ΙΑΠΩΝΙΑ	4,4	4,0	3,8	4,4	5,2	4,9
ΚΟΥΒΕΙΤ	1,4	1,4	1,7	1,7	1,6	2,1
ΜΑΛΑΙΣΙΑ	3,8	3,0	3,0	3,1	3,5	3,2
ΜΕΞΙΚΟ	3,2	3,9	3,8	4,9	5,4	5,4
ΠΑΚΙΣΤΑΝ	8,3	6,6	6,5	7,4	14,0	15,0
ΦΙΛΙΠΠΙΝΕΣ	7,4	7,3	6,3	6,8	7,1	7,1
ΠΟΛΩΝΙΑ	17,6	14,8	11,2	9,5	12,1	12,3
ΡΩΣΙΑ	7,7	6,9	6,1	7,8	8,2	7,2
ΣΑΟΥΔΙΚΗ ΑΡΑΒΙΑ	11,5	12,0	11,0	9,8	10,5	10,0
ΣΙΓΚΑΠΟΥΡΗ	2,6	2,7	1,7	2,5	2,3	2,2
ΝΟΤΙΑ ΑΦΡΙΚΗ	23,9	22,6	22,3	22,9	23,9	24,9
ΝΟΤΙΑ ΚΟΡΕΑ	3,5	3,3	3,1	3,3	3,5	3,5
ΙΣΠΑΝΙΑ	8,7	8,3	8,6	13,9	18,8	20,3
ΣΟΥΗΔΙΑ	7,4	6,1	5,6	6,4	8,6	7,4
ΤΑΙΒΑΝ	4,0	3,9	3,9	5,1	5,8	4,7
ΤΑΙΛΑΝΔΗ	1,4	1,0	0,9	1,4	0,9	0,7
ΤΟΥΡΚΙΑ	11,5	10,9	10,9	14,0	13,5	11,4
ΗΝΩΜΕΝΟ ΒΑΣΙΛΕΙΟ	5,2	5,5	5,2	6,4	7,8	7,9
ΗΠΑ	5,1	4,6	4,6	5,8	9,3	9,6

Στον πίνακα 5.18 εμφανίζεται το ποσοστό ανεργίας των κατασκευαστικών επιχειρήσεων 33 χωρών. Σύμφωνα με αυτόν, η Νότια Αφρική παρουσιάζει τη μέγιστη τιμή, από όλες τις χώρες, το 2010. Η Ταϊλάνδη εμφανίζει την ελάχιστη τιμή, από όλες τις χώρες, το 2010. Η Νότια Αφρική εμφανίζει τη μεγαλύτερη τιμή, κατά μέσο όρο, για όλα τα έτη. Η Ταϊλάνδη παρουσιάζει τη μικρότερη τιμή, κατά μέσο όρο, για όλα τα έτη. Η Κίνα εμφανίζει τη σταθερότερη τιμή, κατά μέσο όρο, για όλα τα έτη. Η Ισπανία παρουσιάζει τη μεγαλύτερη μεταβλητότητα στις τιμές, κατά μέσο όρο, για όλα τα έτη.

Τη μεγαλύτερη τιμή, για το ποσοστό ανεργίας, κατά μέσο όρο, για όλες τις χώρες, έχουν τα έτη 2009 και 2010, ενώ τη μικρότερη, το έτος 2007. Το 2009 ήταν το έτος με τις μικρότερες διακυμάνσεις στις τιμές, ενώ το έτος με τη μεγαλύτερη μεταβλητότητα ήταν το 2010.

Πίνακας 5.19: Βραχυχρόνια επιτόκια (ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΕΝΤΟΚΩΝ ΓΡΑΜΜΑΤΙΩΝ ΜΕΧΡΙ ΕΝΟΣ ΕΤΟΥΣ)

ΧΩΡΑ/ΕΤΟΣ	2005	2006	2007	2008	2009	2010
ΑΥΣΤΡΑΛΙΑ	5,40	6,22	6,61	2,88	4,22	4,96
ΒΡΑΖΙΛΙΑ	16,64	12,44	12,08	12,21	10,52	12,14
ΒΟΥΛΓΑΡΙΑ	3,08	3,17	3,68	4,44	6,18	4,08
ΚΑΝΑΔΑΣ	3,95	4,17	3,86	0,89	0,73	1,43
ΚΙΝΑ	1,61	2,16	3,78	1,15	1,59	3,24
ΑΙΓΥΠΤΟΣ	12,50	10,75	10,75	13,50	9,75	9,75
ΓΑΛΛΙΑ	2,68	3,81	4,04	1,71	0,80	0,66
ΓΕΡΜΑΝΙΑ	2,72	3,88	4,07	1,71	0,80	0,60
ΕΛΛΑΔΑ	2,15	3,96	4,20	3,55	2,21	6,26
ΧΟΝΓΚ ΚΟΝΓΚ	3,92	3,50	2,58	0,28	0,24	0,36
ΙΝΔΙΑ	6,25	7,18	7,45	5,01	4,39	7,29
ΙΝΔΟΝΗΣΙΑ	10,04	8,55	7,75	11,27	6,77	5,41
ΙΣΡΑΗΛ	5,48	5,88	5,50	4,34	2,34	2,79
ΙΤΑΛΙΑ	2,70	3,71	3,98	2,14	0,91	1,94
ΙΑΠΩΝΙΑ	0,06	0,51	0,58	0,33	0,14	0,14
ΚΟΥΒΕΙΤ	5,68	6,31	4,19	3,50	1,56	1,38
ΜΑΛΑΙΣΙΑ	0,02	0,03	0,01	0,02	0,01	0,01
ΜΕΞΙΚΟ	7,87	7,15	7,83	7,92	5,07	4,73
ΠΑΚΙΣΤΑΝ	8,74	8,99	9,43	14,02	12,10	13,68
ΦΙΛΙΠΠΙΝΕΣ	8,36	5,60	5,67	6,21	4,81	2,52
ΠΟΛΩΝΙΑ	4,67	4,59	6,21	5,39	5,22	4,77
ΡΩΣΙΑ	7,44	7,28	7,29	20,58	10,81	6,19
ΣΑΟΥΔΙΚΗ ΑΡΑΒΙΑ	5,24	4,98	3,71	2,32	0,99	0,87
ΣΙΓΚΑΠΟΥΡΗ	2,85	3,06	1,98	0,74	0,55	0,42
ΝΟΤΙΑ ΑΦΡΙΚΗ	7,65	8,80	9,94	7,33	6,39	7,07
ΝΟΤΙΑ ΚΟΡΕΑ	4,76	4,95	5,67	3,26	3,48	2,89
ΙΣΠΑΝΙΑ	2,72	3,86	4,12	1,70	0,90	1,90
ΣΟΥΗΔΙΑ	2,56	3,72	4,13	1,50	1,71	1,84
ΤΑΙΒΑΝ	1,56	1,80	2,21	1,21	0,37	0,63
ΤΑΙΛΑΝΔΗ	3,63	5,10	3,48	1,98	1,52	2,38
ΤΟΥΡΚΙΑ	14,89	19,84	16,30	17,41	8,42	8,00
ΗΝΩΜΕΝΟ ΒΑΣΙΛΕΙΟ	4,19	5,28	4,46	0,54	0,58	0,60
ΗΠΑ	4,40	4,81	3,05	0,76	1,14	0,59

Στον πίνακα 5.19 εμφανίζονται τα βραχυχρόνια επιτόκια των κατασκευαστικών επιχειρήσεων 33 χωρών. Σύμφωνα με αυτόν, η Ρωσία παρουσιάζει τη μέγιστη τιμή, από όλες τις χώρες, το 2008. Η Μαλαισία εμφανίζει την ελάχιστη τιμή, από όλες τις χώρες, σχεδόν, για όλα τα έτη. Η Τουρκία εμφανίζει τη μεγαλύτερη τιμή, κατά μέσο όρο, για όλα τα έτη. Η Μαλαισία παρουσιάζει τη μικρότερη τιμή, κατά μέσο όρο, για όλα τα έτη. Η Πολωνία εμφανίζει τη σταθερότερη τιμή, κατά μέσο όρο, για όλα τα έτη. Το Χονγκ Κονγκ παρουσιάζει τη μεγαλύτερη μεταβλητότητα στις τιμές, κατά μέσο όρο, για όλα τα έτη.

Τη μεγαλύτερη τιμή για τα βραχυχρόνια επιτόκια, κατά μέσο όρο, για όλες τις χώρες, έχουν τα έτη 2006 και 2007 ενώ τη μικρότερη τα έτη 2008, 2009 και 2010. Είναι προφανές το γεγονός ότι τα βραχυχρόνια επιτόκια εναρμονίστηκαν με τον οικονομικό κύκλο της παγκόσμιας οικονομικής κρίσης. Μόλις ξεκίνησε η κρίση μειώθηκαν τα επιτόκια προκειμένου να βοηθηθεί η αντιμετώπιση της. Το 2007 ήταν το έτος με τις μικρότερες διακυμάνσεις στις τιμές, ενώ το έτος, με τη μεγαλύτερη μεταβλητότητα, ήταν το 2008.

Πίνακας 5.20: Μακροχρόνια επιτόκια (ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΟΜΟΛΟΓΩΝ ΔΙΑΡΚΕΙΑΣ ΔΕΚΑ ΕΤΩΝ)

ΧΩΡΑ/ΕΤΟΣ	2005	2006	2007	2008	2009	2010
ΑΥΣΤΡΑΛΙΑ	5,2	5,9	6,3	4,0	5,6	5,5
ΒΡΑΖΙΛΙΑ	9,8	6,8	6,3	6,3	6,0	6,0
ΒΟΥΛΓΑΡΙΑ	3,9	4,2	4,5	5,4	7,2	6,0
ΚΑΝΑΔΑΣ	4,0	4,1	4,0	2,7	3,6	3,1
ΚΙΝΑ	3,3	3,1	4,5	2,8	3,6	3,9
ΑΙΓΥΠΤΟΣ	9,6	11,0	8,9	11,8	10,4	13,1
ΓΑΛΛΙΑ	3,3	4,0	4,4	3,4	3,6	3,4
ΓΕΡΜΑΝΙΑ	3,3	3,9	4,3	3,0	3,4	3,0
ΕΛΛΑΔΑ	3,5	4,2	4,6	5,2	5,8	12,5
ΧΟΝΓΚ ΚΟΝΓΚ	4,2	3,7	3,5	1,2	2,6	2,9
ΙΝΔΙΑ	7,1	7,6	7,8	5,3	7,6	7,9
ΙΝΔΟΝΗΣΙΑ	13,6	10,2	10,0	11,9	10,1	7,6
ΙΣΡΑΗΛ	6,7	5,7	6,2	4,5	5,6	4,8
ΙΤΑΛΙΑ	3,5	4,2	4,7	4,4	4,1	4,8
ΙΑΠΩΝΙΑ	1,5	1,7	1,5	1,2	1,3	1,1
ΚΟΥΒΕΙΤ	6,0	6,0	5,0	3,4	6,9	6,0
ΜΑΛΑΙΣΙΑ	4,2	3,8	4,1	3,2	4,3	4,0
ΜΕΞΙΚΟ	8,2	7,4	7,9	8,0	8,0	7,0
ΠΑΚΙΣΤΑΝ	9,4	10,4	10,4	16,2	12,6	14,3
ΦΙΛΙΠΠΙΝΕΣ	10,2	6,4	6,6	7,4	8,1	6,1
ΠΟΛΩΝΙΑ	5,1	5,2	5,9	5,4	6,3	6,1
ΡΩΣΙΑ	6,4	6,4	7,5	20,1	8,2	7,6
ΣΑΟΥΔΙΚΗ ΑΡΑΒΙΑ	5,5	5,4	4,7	3,5	4,6	4,4
ΣΙΓΚΑΠΟΥΡΗ	3,2	3,0	2,7	2,0	2,7	2,7
ΝΟΤΙΑ ΑΦΡΙΚΗ	7,5	7,7	8,4	7,3	9,2	8,2
ΝΟΤΙΑ ΚΟΡΕΑ	5,6	5,1	5,7	4,2	5,4	4,5
ΙΣΠΑΝΙΑ	3,3	4,0	4,4	3,8	4,0	5,5
ΣΟΥΗΔΙΑ	3,3	3,8	4,3	2,4	3,3	3,3
ΤΑΙΒΑΝ	1,8	2,0	2,6	1,4	1,5	1,6
ΤΑΙΛΑΝΔΗ	5,4	5,4	5,0	2,7	4,2	3,7
ΤΟΥΡΚΙΑ	6,5	6,5	6,3	7,4	5,7	4,9
ΗΝΩΜΕΝΟ ΒΑΣΙΛΕΙΟ	4,1	4,7	4,5	3,0	4,0	3,4
ΗΠΑ	4,4	4,7	4,0	2,2	3,8	3,3

Στον πίνακα 5.20 εμφανίζονται τα μακροχρόνια επιτόκια των κατασκευαστικών επιχειρήσεων 33 χωρών. Σύμφωνα με αυτόν, η Ρωσία παρουσιάζει τη μέγιστη τιμή, από όλες τις χώρες, το 2008. Η Ιαπωνία εμφανίζει την ελάχιστη τιμή, από όλες τις χώρες, σχεδόν, για όλα τα έτη, γεγονός που φανερώνει την οικονομική ύφεση της χώρας τα τελευταία χρόνια. Το Πακιστάν εμφανίζει τη μεγαλύτερη τιμή, κατά μέσο όρο, για όλα τα έτη. Η Ιαπωνία παρουσιάζει τη μικρότερη τιμή, κατά μέσο όρο, για όλα τα έτη. Το Μεξικό εμφανίζει τη σταθερότερη τιμή κατά μέσο όρο, για όλα τα έτη. Η Ρωσία παρουσιάζει τη μεγαλύτερη μεταβλητότητα στις τιμές, κατά μέσο όρο, για όλα τα έτη.

Τη μεγαλύτερη τιμή, για τα μακροπρόθεσμα επιτόκια, κατά μέσο όρο, για όλες τις χώρες, έχει το έτος 2009, ενώ τη μικρότερη το έτος 2008. Το 2007 ήταν το έτος με τις μικρότερες διακυμάνσεις στις τιμές, ενώ το έτος με τη μεγαλύτερη μεταβλητότητα, ήταν το 2008.

5.5 Οικονομετρική Μεθοδολογία

Θα ακολουθηθούν ανάλογα οικονομετρικά μοντέλα, όπως στην έρευνα για τις ΕΕΑΠ.

5.6 Αποτελέσματα έρευνας

Στους παρακάτω πίνακες απεικονίζονται αναλυτικά τα εμπειρικά αποτελέσματα σχετικά με την έρευνα για τις κατασκευαστικές επιχειρήσεις.

Στους βασικούς πίνακες των μοντέλων της έρευνας ακολουθήθηκε η τυπική μεθοδολογία, όπως και για την έρευνα των ΕΕΑΠ. Παράλληλα, και σε αυτή την έρευνα, για λόγους συνεκτικότητας των αποτελεσμάτων της έρευνας παρουσιάζονται και τα αποτελέσματα των δυναμικών παλινδρομήσεων.

5.6.1 Αποτελέσματα έρευνας στατικού μοντέλου *CONST 1*

Στα αποτελέσματα του μοντέλου *CONST 1* περιλαμβάνονται και τα αποτελέσματα της απλής παλινδρόμησης (OLS).

Πίνακας 5.21: Στατικό Μοντέλο CONST 1

dependent debttl				
	OLS	FE	FE(robust)	RE
profit	-0.438*** (0.0219)	-0.302*** (0.0138)	-0.302*** (0.0241)	-0.320*** (0.0134)
tang	-0.0685*** (0.0129)	0.0537*** (0.0146)	0.0537** (0.0210)	0.00172 (0.0129)
lnta	0.0137*** (0.000716)	0.0376*** (0.00319)	0.0376*** (0.00582)	0.0179*** (0.00138)
mbratio	0.0231*** (0.00280)	0.00421** (0.00187)	0.00421 (0.00341)	0.00258 (0.00180)
ungeared_b~a	-0.0465*** (0.00382)	-0.0175*** (0.00234)	-0.0175*** (0.00587)	-0.0183*** (0.00231)
intcov	-0.0000327*** (0.00000304)	-0.00000333* (0.00000192)	-0.00000333 (0.00000226)	-0.00000558*** (0.00000189)
assturn	0.0693*** (0.00404)	0.0259*** (0.00496)	0.0259*** (0.00864)	0.0342*** (0.00428)
costdebt	-0.0174*** (0.00313)	-0.00718*** (0.00172)	-0.00718*** (0.00229)	-0.00937*** (0.00170)
depta	-0.0340 (0.118)	0.400*** (0.116)	0.400*** (0.147)	0.213** (0.107)
assmat	0.0000479*** (0.0000132)	-0.00000563 (0.0000112)	-0.00000563 (0.00000840)	0.00000363 (0.0000107)
_cons	0.341*** (0.0134)	-0.0352 (0.0508)	-0.0352 (0.0925)	0.275*** (0.0229)
adj. R-sq	0.170	0.847	0.847	
N	7398	7398	7398	7398

Standard errors in parentheses

* p<0.10, ** p<0.05, *** p<0.01

Παρατηρείται ότι το προσαρμοσμένο R τετράγωνο είναι 0,847, η υψηλή τιμή του οποίου φανερώνει ότι οι επεξηγηματικοί παράγοντες του μοντέλου ερμηνεύουν τη μόχλευση για τον κατασκευαστικό τομέα σε αρκετά ικανοποιητικό επίπεδο.

Επιπλέον, παρατηρείται ότι και στα δύο μοντέλα (FE και RE) όλοι οι συντελεστές εμφανίζονται με το ίδιο πρόσημο, εκτός της μεταβλητής ληκτότητα κεφαλαίων (*assmat*) που έτσι και αλλιώς δεν είναι στατιστικά σημαντική και στα δυο μοντέλα, αλλά δεν είναι όλοι στατιστικά σημαντικοί και στα δύο μοντέλα.

Πιο συγκεκριμένα, στο μοντέλο RE, σε αντίθεση με το μοντέλο FE, δεν παρουσιάζονται στατιστικά σημαντικές οι μεταβλητές απτότητα (*tang*) και επενδυτικές ευκαιρίες (*mbratio*). Έτσι, το Hausman test για το μοντέλο CONST 1, προκειμένου να συγκρίνουμε την εκτίμηση από το Fixed Effects με την αντίστοιχη από το Random Effects, δίνει τιμή $\chi^2 = 208,63$ με $\text{Prob} > \chi^2 = 0.0000$. Επομένως, το Hausman στατιστικό είναι σημαντικά υψηλό και άρα μπορεί να απορριφθεί η εκτίμηση του Random Effects ως μη συνεπής και να προτιμηθεί ως καταλληλότερο το μοντέλο του Fixed Effects.

Επιπροσθέτως, είναι προφανές ότι για το μοντέλο FE όλοι οι συντελεστές των εξαρτημένων μεταβλητών είναι στατιστικά σημαντικοί (σε επίπεδο σημαντικότητας τουλάχιστον 10%), εκτός της μεταβλητής ληκτότητα κεφαλαίων (*assmat*).

Περαιτέρω, παρατηρείται ότι το FE (robust) model παρουσιάζει και αυτό όλες τις μεταβλητές στατιστικά σημαντικές, εκτός από την *mbratio*, την *intcon* και την *assmat*.

Στη συνέχεια παρουσιάζονται αναλυτικά τα αποτελέσματα:

(i) Η κερδοφορία επιδρά αρνητικά (profit)

Οι κατασκευαστικές επιχειρήσεις όσο περισσότερα κέρδη εμφανίζουν τόσο μικρότερη μόχλευση έχουν. Το αποτέλεσμα αυτό συμφωνεί με τη θεωρία ιεράρχησης (pecking order theory), σύμφωνα με την οποία οι κατασκευαστικές επιχειρήσεις προτιμούν να χρηματοδοτούνται εσωτερικά, παρά να καταφύγουν σε εξωτερικό δανεισμό.

Το αποτέλεσμα αυτό είναι αντίθετο με τα συμπεράσματα της θεωρίας αντιστάθμισης (trade-off theory), σύμφωνα με την οποία, οι περισσότεροι κερδοφόροι κατασκευαστικές εταιρίες θα πρέπει να εκδώσουν νέο χρέος προκειμένου να επωφεληθούν από την φοροαπαλλαγή. Επίσης, δεν ισχύουν τα συμπεράσματα της θεωρίας ελευθέρων χρηματοροών (free cash flow theory), σύμφωνα με την οποία, η κερδοφορία και η μόχλευση είναι θετικά συσχετισμένες, προκειμένου να επιτυγχάνεται καλύτερος έλεγχος των επενδυτικών επιλογών των επιχειρήσεων.

Περαιτέρω, οι κατασκευαστικές επιχειρήσεις φαίνεται ότι προτιμούν να χρησιμοποιούν τα παρακρατημένα έσοδα τους σαν πρώτη επιλογή τους και μετά να καταφύγουν σε άλλες μορφές χρηματοδότησης, όπως στην έκδοση ομολογιακού ή μετοχικού κεφαλαίου.

Μια άλλη ερμηνεία της αρνητικής συσχέτισης μεταξύ εξωτερικού δανεισμού και κερδοφορίας αποτελεί το γεγονός ότι για τις κατασκευαστικές επιχειρήσεις, η κερδοφορία αποτελεί ένδειξη ισχύος, συνεπώς οι κατασκευαστικές εταιρίες με ανταγωνιστική δύναμη στην αγορά προτιμούν να διατηρούν το δανεισμό τους σε χαμηλά επίπεδα, σε αντίθεση με την

asymmetric information theory, προκειμένου να αποτρέπουν νέους δυνητικούς ανταγωνιστές (Bolton και Scharfstein 1990).

Στα ίδια συμπεράσματα καταλήγουν και οι Titman και Wessels (1988), Rajan και Zingales (1995), Frank και Goyal (2003), Michaelas et al (1998), Fama και French (2002), Wald (1999), Booth et al (2001), Gaud et al (2005), Antoniou et al (2002) και Bevan και Danbolt (2004).

(ii) Τα πάγια κεφάλαια επιδρούν θετικά (tang)

Όσο πιο λίγα πάγια κεφάλαια διαθέτουν οι κατασκευαστικές εταιρείες, τόσο πιο μικρότερη μόχλευση έχουν. Τα πάγια κεφάλαια μπορούν να θεωρηθούν σαν κεφάλαια εγγύησης για τους πιστωτές των κατασκευαστικών επιχειρήσεων. Η ύπαρξη μεγάλου μεγέθους παγίων κεφαλαίων βοηθούν την επιχείρηση να δανείζεται με μεγαλύτερη ευκολία από τις τράπεζες και σε χαμηλότερα επιτόκια (Bradley et al 1984).

Επιπλέον, κατασκευαστικές εταιρείες που εκδίδουν χρέος εξασφαλισμένο με υποθήκη πάγια κεφάλαια μπορούν να μειώσουν την ασύμμετρη πληροφόρηση και τα κόστη αντιπροσώπευσης, που σχετίζονται με τα κόστη χρηματοδότησης.

Το αποτέλεσμα έρχεται σε αντίθεση με τον ισχυρισμό ότι τα πάγια κεφάλαια μιας κατασκευαστικής εταιρείας αντιστοιχούν σε ανάλογες αποσβέσεις, οι οποίες απαλλάσσουν από τη φορολογία και συνεπώς δεν απαιτείται περισσότερο χρέος.

Επιπροσθέτως, οι κατασκευαστικές επιχειρήσεις προτιμούν να έχουν πολλά πάγια κεφάλαια σαν υποθήκη, προκειμένου με την εξασφάλιση

περισσότερου δανεισμού να μπορούν να μειώσουν την ύπαρξη προβλημάτων «εποπτείας» (free cash flow theory).

Τα αποτελέσματα αυτά συμφωνούν με τους Rajan και Zingales (1995), και Frank και Goyal (2003).

(iii) Το μέγεθος της επιχείρησης επιδρά θετικά (Inta)

Όσο πιο μεγαλύτερη είναι μια κατασκευαστική εταιρεία, τόσο πιο μεγαλύτερη μόχλευση έχει. Οι μεγάλες σε μέγεθος κατασκευαστικές επιχειρήσεις έχουν καλύτερη πρόσβαση στις χρηματαγορές και μεγάλη ευελιξία να δανείζονται χρήματα.

Επιπλέον, όπως είδαμε και στα χαρακτηριστικά των κατασκευαστικών επιχειρήσεων, όσο πιο μεγάλες είναι σε μέγεθος, τόσο πιο μεγάλη αξιοπιστία διαθέτουν και τόσο περισσότερα επενδυτικά έργα αναλαμβάνουν. Συνεπώς, προκειμένου να ανταπεξέλθουν στις αυξημένες οικονομικές απαιτήσεις των δραστηριοτήτων τους, ίσως είναι απαραίτητο να δανείζονται περισσότερο.

Από την άλλη πλευρά, το αποτέλεσμα είναι αντίθετο από τις προβλέψεις της θεωρίας ασύμμετρης πληροφόρησης (asymmetric information theory), σύμφωνα με την οποία για μια μεγάλη σε μέγεθος κατασκευαστική εταιρεία, η προώθηση του οικονομικού της κύρους δεν είναι απαραίτητο να γίνει με την έκδοση νέων ομολογιακών δανείων.

Είναι προφανές ότι το αποτέλεσμα συμφωνεί με τη θεωρία ελεύθερων χρηματοροών (free cash flow theory), αφού οι μεγάλες κατασκευαστικές

επιχειρήσεις επιλέγουν μεγαλύτερη μόχλευση για αποτελεσματικότερο έλεγχο των διευθυντών τους.

Η θετική συσχέτιση μεταξύ μόχλευσης και μεγέθους επαληθεύεται και από την θεωρία αντιστάθμισης, Rajan και Zingales (1995), Michaelas et al (1998), Gaud et al (2005), Antoniou et al (2002), Frank και Goyal (2004).

(iv) Οι επενδυτικές ευκαιρίες επιδρούν θετικά (mbratio)

Παρατηρείται ότι οι κατασκευαστικές επιχειρήσεις επιλέγουν να αυξάνουν τη μόχλευση τους ανάλογα με τις επενδυτικές τους ευκαιρίες (Kester, 1986). Το αποτέλεσμα είναι σύμφωνο με τις προτάσεις της pecking order theory, σύμφωνα με την οποία, οι κατασκευαστικές εταιρείες με σημαντικά επενδυτικά σχέδια προτιμούν να τα χρηματοδοτήσουν με μεγαλύτερες δανειακές απαιτήσεις, παρά με μεγαλύτερο μετοχικό κεφάλαιο δεδομένου βέβαια ότι δεν υπάρχουν παρακρατημένα κέρδη.

Παράλληλα, το αποτέλεσμα αυτό αντιτίθεται με τη θεωρία ελεύθερων χρηματοροών (free cash flow theory), σύμφωνα με την οποία, οι κατασκευαστικές εταιρείες με μεγάλες επενδυτικές επιλογές έχουν μικρότερη ανάγκη να ελέγξουν, μέσω της «πειθαρχικής λειτουργίας» του δανεισμού, τα κεφάλαια τους προς επένδυση.

Επιπλέον, το εύρημα δεν συμφωνεί και με τη θεωρία αντιστάθμισης (trade-off theory), διότι σύμφωνα με τις προβλέψεις της, οι κατασκευαστικές επιχειρήσεις με σημαντικές επενδυτικές δυνατότητες θα πρέπει να μειώσουν

τον δανεισμό τους, αφού σε περίπτωση που δεν επιτύχουν τα επενδυτικά τους σχέδια, οι πιθανότητες χρεοκοπίας τους θα βρίσκονται σε κρίσιμα επίπεδα.

Αντίθετο συμπέρασμα προτείνει και η θεωρία επιλογής κατάλληλης χρονικής στιγμής (timing theory), αφού όταν ο λόγος της χρηματιστηριακής αξίας προς τη λογιστική αξία είναι υψηλός, οι κατασκευαστικές εταιρείες θα επιλέξουν να προβούν σε νέα έκδοση μετοχικού κεφαλαίου, εκμεταλλευόμενες την υπερτίμηση των μετοχών τους.

Περαιτέρω, το αποτέλεσμα διαφωνεί με τον ισχυρισμό του Myers (1977), σύμφωνα με τον οποίο όταν μια κατασκευαστική επιχείρηση έχει πολλές υποχρεώσεις στους πιστωτές της, τότε αυτές μπορούν να περιορίσουν τις επιλογές της να εκμεταλλευτεί τις επενδυτικές ευκαιρίες, όταν αυτές εμφανιστούν.

Τέλος, λαμβάνοντας υπόψη τις ιδιαιτερότητες του κλάδου, όπου οι κατασκευαστικές επιχειρήσεις εμπλέκονται σε επενδυτικά σχέδια που απαιτούν μεγάλη και άμεση χρηματοδότηση, είναι προφανές ότι δεν έχουν πρόβλημα να χρηματοδοτήσουν τις επενδυτικές τους ευκαιρίες, αυξάνοντας το συνολικό τους χρέος. Το αποτέλεσμα αυτό είναι σύμφωνο με Titman και Wessels(1988), Michaellas et al(1999), Bevan και Danbolt (2004).

(v) Ο συστημικός κίνδυνος επιδρά αρνητικά (ungeared_{b~a})

Το αποτέλεσμα αυτό είναι αναμενόμενο, δεδομένου ότι όσο μεγαλύτερος είναι ο συστημικός κίνδυνος, τόσο λιγότερο δανείζονται οι κατασκευαστικές επιχειρήσεις. Είναι φανερό ότι δεν επιθυμούν επιπρόσθετο κίνδυνο χρεοκοπίας (trade-off theory). Μια άλλη ερμηνεία μπορεί να αποτελέσει και η απροθυμία των πιστωτικών ιδρυμάτων να προσφέρουν δανεισμό σε κατασκευαστικές επιχειρήσεις με μεγάλο συστημικό κίνδυνο.

Επιπροσθέτως, οι κατασκευαστικές εταιρείες που έχουν επιλέξει την χρηματοδότηση τους με την έκδοση μετοχικού κεφαλαίου έχουν την δυνατότητα να μην προβούν στη διανομή μερισμάτων σε περιόδους, όπου ο συστημικός κίνδυνος είναι υψηλός, δυνατότητα που προφανώς δεν έχουν, όταν η χρηματοδότηση τους βασίζεται στην έκδοση ομολογιών.

Το αποτέλεσμα συμφωνεί με τους Morri και Cristanziani (2009).

(vi) Η επιτοκιακή κάλυψη επιδρά αρνητικά (intcov)

Είναι προφανές ότι μια αύξηση του χρέους μιας επιχείρησης προκαλεί αύξηση και στην πιθανότητα χρεοκοπίας της. Το αποτέλεσμα διαφωνεί με την trade-off theory, γιατί αν θεωρήσουμε ότι η επιτοκιακή κάλυψη σαν μεταβλητή εκφράζει το αντίστροφο χρεοκοπίας μιας επιχείρησης, τότε είναι προφανές ότι μια χαμηλή τιμή στην επιτοκιακή κάλυψη συνεπάγεται και χαμηλή τιμή στο χρέος της εταιρείας.

Παράλληλα, η αρνητική αυτή συσχέτιση φανερώνει ότι οι κατασκευαστικές εταιρείες που έχουν υψηλή επιτοκιακή κάλυψη, προτιμούν

να δανείζονται λιγότερο, αφού έχουν την ικανότητα να παράγουν υψηλά κέρδη.

Συνεπώς, οι κατασκευαστικές επιχειρήσεις θεωρούν ότι είναι καλύτερο να χρησιμοποιούν τα κέρδη τους, προκειμένου να χρηματοδοτήσουν τις επενδυτικές τους αποφάσεις και να χρησιμοποιούν λιγότερο χρέος στην κεφαλαιακή τους διάρθρωση. Το αποτέλεσμα αυτό συμφωνεί με την θεωρία ιεράρχησης (pecking order theory) και με τους Harris και Raviv (1990).

(vii) Η αποδοτικότητα των κεφαλαίων επιδρά θετικά (assturn)

Το αποτέλεσμα αυτό φανερώνει ότι όσο πιο αποδοτική είναι μια κατασκευαστική εταιρεία εκμεταλλεύομενη τα κεφαλαία της, τόσο περισσότερο δανείζεται για να χρηματοδοτήσει τις δραστηριότητες της. Οι κατασκευαστικές επιχειρήσεις με αποτελεσματικό management που πραγματοποιεί υψηλές πωλήσεις, δεν διστάζουν να χρησιμοποιούν περισσότερο χρέος προκειμένου να χρηματοδοτήσουν τις επενδυτικές τους αποφάσεις.

Από την άλλη πλευρά, το εόρημα είναι αντίθετο με τις προσδοκίες της θεωρίας των ελευθέρων χρηματοροών (free cash flow theory), αφού αν θεωρηθεί η αποδοτικότητα των κεφαλαίων ως αντίστροφο μέτρο των κοστών αντιπροσώπευσης (agency costs), οι κατασκευαστικές εταιρείες με μικρή αποδοτικότητα θα έπρεπε να προτιμούν την αύξηση του δανεισμού τους, προκειμένου να ενισχυθεί ο εποπτικός ρόλος της επιχείρησης.

(viii) Το κόστος του χρέους επιδρά αρνητικά (costdebt)

Οι κατασκευαστικές επιχειρήσεις λαμβάνουν υπόψη τους τα τοκοχρεολύσια που πληρώνουν, προκειμένου να αποφασίσουν αν θα προβούν σε έκδοση νέων ομολόγων. Υψηλοί τόκοι αναμένεται να μειώσουν τη μόχλευση των κατασκευαστικών εταιρειών.

Το εύρημα συμφωνεί και με τη θεωρία επιλογής κατάλληλης χρονικής στιγμής (timing theory), όπου οι κατασκευαστικές επιχειρήσεις επιλέγουν να προβαίνουν σε αύξηση του δανεισμού τους, όταν το κόστος του χρέους τους, με τη μορφή των τοκοχρεολυσίων τους, είναι χαμηλό.

Το αποτέλεσμα είναι σύμφωνο και με τους Morri και Cristanziani (2009).

(ix) Οι Φορολογικές ελαφρύνσεις πλέον του χρέους επιδρούν θετικά (depta)

Παρατηρείται ότι στις κατασκευαστικές επιχειρήσεις οι φορολογικές απαλλαγές σχετίζονται θετικά με τη μόχλευση, σε αντίθεση με τις προβλέψεις της θεωρίας αντιστάθμισης (trade-off theory). Επίσης, το αποτέλεσμα είναι αντίθετο και με τις προβλέψεις των DeAngelo και Masulis (1980), οι οποίοι υποστήριξαν ότι οι φορολογικές ελαφρύνσεις πλέον του χρέους μπορούν να θεωρηθούν ως μια εναλλακτική φοροαπαλλακτική λύση.

Παρόλα αυτά, οι Bradley et al. (1984) βρίσκουν και αυτοί θετική συσχέτιση μεταξύ μόχλευσης και φορολογικών ελαφρύνσεων πλέον του χρέους και προτείνουν ότι επιχειρήσεις με πολλά πάγια στοιχεία στο

ενεργητικό τους, όπως οι κατασκευαστικές εταιρείες, τα οποία παράγουν σχετικά υψηλές αποσβέσεις, τείνουν να έχουν υψηλά επίπεδα χρέους.

Μια εξήγηση για τη θετική συσχέτιση μεταξύ χρέους και φορολογικών ελαφρύνσεων πλέον του χρέους διατυπώνεται από τον Graham (2006), ο οποίος επισημαίνει ότι οι φορολογικές ελαφρύνσεις πλέον του χρέους είναι θετικά συσχετισμένες με την κερδοφορία και με τις επενδυτικές ευκαιρίες, γεγονός που επαληθεύεται και από την έρευνα αυτή (συντελεστής συσχέτισης με κερδοφορία 0,2338 και με επενδυτικές ευκαιρίες 0,1236 βλ. πίνακα 5.4).

Κατά συνέπεια, όταν οι κερδοφόρες κατασκευαστικές επιχειρήσεις πραγματοποιούν μεγάλες επενδύσεις που τις χρηματοδοτούν και με δανεισμό, τότε δημιουργείται θετική σχέση ανάμεσα στο χρέος και στις φορολογικές ελαφρύνσεις πλέον του χρέους, η οποία υπερβαίνει τη σχέση φορολογικής υποκατάστασης μεταξύ τόκου και φορολογικών ελαφρύνσεων πλέον του χρέους.

(x) Η Ληκτότητα κεφαλαίων επιδρά αρνητικά (assmat).

Το αποτέλεσμα αυτό δεν παρουσιάζεται στατιστικά σημαντικό.

5.6.2 Αποτελέσματα έρευνας δυναμικού μοντέλου CONST 1d

Πίνακας 5.22: Δυναμικό Μοντέλο CONST 1d

dependent debttl	DIF rob-2w exog	SYS rob-2w exog	DIF rob-2w endog	SYS rob-2w endog
profit	-0.334*** (0.0273)	-0.364*** (0.0386)	-0.223*** (0.0422)	-0.184*** (0.0463)
tang	0.0113 (0.0121)	0.0291 (0.0351)	-0.0293 (0.0389)	0.102* (0.0593)
lnta	0.00266*** (0.000748)	0.0735*** (0.0133)	0.0162*** (0.00430)	0.0385** (0.0156)
mbratio	0.00423 (0.00336)	-0.00238 (0.00394)	0.00598 (0.00499)	0.000901 (0.00541)
ungeared_beta	-0.0134* (0.00803)	-0.00715 (0.00640)	-0.0202* (0.0118)	-0.00250 (0.00676)
intcov	-0.000000294 (0.00000265)	0.00000182 (0.00000363)	-0.000000714 (0.00000238)	-0.00000487 (0.00000358)
assturn	0.0100** (0.00420)	0.00915 (0.0109)	-0.0434*** (0.0142)	0.0369** (0.0183)
costdebt	-0.00766*** (0.00220)	-0.00701*** (0.00239)	-0.0123*** (0.00390)	-0.00841*** (0.00188)
depta	0.0605 (0.0973)	0.0980 (0.244)	0.0332 (0.257)	0.600* (0.359)
assmat	0.00000575 (0.00000379)	0.00000162 (0.00000375)	0.00000633 (0.00000561)	0.00000995 (0.00000629)
year	0.0000286*** (0.00000831)	-0.00946*** (0.00114)	-0.0000124 (0.0000282)	-0.00516*** (0.00117)
y2	0.0131*** (0.00271)		0.0181*** (0.00301)	
y3	0.00988*** (0.00307)	-0.00322 (0.00247)	0.0154*** (0.00302)	0.000584 (0.00265)
y4	0.0186*** (0.00263)	0.00464** (0.00226)	0.0236*** (0.00271)	0.0107*** (0.00254)
y5	-0.00354 (0.00255)	-0.00585*** (0.00197)	-0.000395 (0.00253)	-0.00261 (0.00192)
L.debttl	0.834*** (0.0367)	0.399*** (0.0594)	0.705*** (0.0391)	0.289*** (0.0477)
N	5973	4594	5973	4594

Standard errors in parentheses

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

Η δυναμική ανάλυση δίνει αποτελέσματα παρόμοια με την «στατική» ανάλυση. Όπως και στις προηγούμενες περιπτώσεις που έχουν αναλυθεί, η δυναμική ανάλυση τείνει να δίνει «μικρότερα επίπεδα στατιστικής σημαντικότητας» για τους εκτιμώμενους συντελεστές.

5.6.3 Εξέταση της επίδρασης της παγκόσμιας οικονομικής κρίσης

Στη συνέχεια εισάγουμε στο μοντέλο την μεταβλητή της παγκόσμιας οικονομικής κρίσης (crisis). Χρησιμοποιείται dummy μεταβλητή για τα έτη 2008-2010 (crisis), όπως και στην έρευνα για τις ΕΕΑΠ.

Ο παρακάτω πίνακας 5.23 φανερώνει τα αποτελέσματα του μοντέλου.

Πίνακας 5.23: Μοντέλο CONST 2

dependent debttl				
	OLS	FE	FE (robust)	RE
profit	-0.440*** (0.0220)	-0.319*** (0.0138)	-0.319*** (0.0247)	-0.329*** (0.0135)
tang	-0.0694*** (0.0129)	0.0456*** (0.0146)	0.0456** (0.0211)	-0.00418 (0.0129)
lnta	0.0137*** (0.000716)	0.0465*** (0.00336)	0.0465*** (0.00617)	0.0190*** (0.00139)
mbratio	0.0225*** (0.00283)	0.00152 (0.00189)	0.00152 (0.00326)	0.000419 (0.00184)
ungeared_b~a	-0.0461*** (0.00382)	-0.0169*** (0.00233)	-0.0169*** (0.00573)	-0.0177*** (0.00230)
intcov	-0.0000325*** (0.00000305)	-0.00000293 (0.00000191)	-0.00000293 (0.00000224)	-0.00000521*** (0.00000189)
assturn	0.0690*** (0.00405)	0.0257*** (0.00493)	0.0257*** (0.00859)	0.0324*** (0.00428)
costdebt	-0.0173*** (0.00313)	-0.00679*** (0.00171)	-0.00679*** (0.00232)	-0.00924*** (0.00169)
depta	-0.0211 (0.118)	0.506*** (0.116)	0.506*** (0.148)	0.265** (0.107)
assmat	0.0000481*** (0.0000132)	-0.00000419 (0.0000111)	-0.00000419 (0.00000860)	0.00000479 (0.0000107)
crisis	-0.00693* (0.00413)	-0.0163*** (0.00200)	-0.0163*** (0.00223)	-0.0107*** (0.00192)
_cons	0.345*** (0.0136)	-0.157*** (0.0527)	-0.157 (0.0966)	0.269*** (0.0229)
adj. R-sq	0.170	0.849	0.849	
N	7398	7398	7398	7398
Standard errors in parentheses				
* p<0.10, ** p<0.05, *** p<0.01				

Παρατηρείται ότι η παγκόσμια οικονομική κρίση είναι στατιστικά σημαντική ($p<0,01$) και επιδρά αρνητικά. Το αποτέλεσμα αυτό είναι λογικό, λαμβάνοντας υπόψη ότι η παγκόσμια οικονομική κρίση έπληξε τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα και τα ανάγκασε να μειώσουν τις χορηγήσεις δανείων προς τις κατασκευαστικές επιχειρήσεις.

Σε περιόδους οικονομικών κρίσεων, η χορήγηση δανείων περιορίζεται δραματικά, επειδή αφενός μεν τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα έχουν υποστεί μεγάλες κεφαλαιακές ζημιές, οπότε η ικανότητα δανεισμού τους από τα

αποθεματικά τους έχει μειωθεί σημαντικά, αφετέρου τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα αποφεύγουν να χορηγούν επιχειρηματικά δάνεια, φοβούμενα πιθανές χρεοκοπίες των επιχειρήσεων.

Επιπλέον, παρατηρείται ότι και στα δύο μοντέλα (FE και RE) όλοι οι συντελεστές εμφανίζονται με το ίδιο πρόσημο, εκτός των μεταβλητών *tang* και *assmat*. Επίσης, δεν είναι όλοι στατιστικά σημαντικοί και στα δύο μοντέλα. Πιο συγκεκριμένα, στο μοντέλο RE, σε αντίθεση με το μοντέλο FE, δεν παρουσιάζονται στατιστικά σημαντικές οι μεταβλητές *tang* και *mbratio*.

Επομένως, το Hausman test για το μοντέλο CONST 2, προκειμένου να συγκρίνουμε την εκτίμηση από το Fixed Effects με την αντίστοιχη από το Random Effects, δίνει τιμή $\chi^2 = 279,26$ με $\text{Prob} > \chi^2 = 0.0000$. Επομένως, το Hausman στατιστικό είναι σημαντικά υψηλό και άρα μπορεί να απορριφτεί η εκτίμηση του Random Effects ως μη συνεπής και να προτιμηθεί ως καταλληλότερο το μοντέλο του Fixed Effects.

Επιπροσθέτως, είναι προφανές ότι για το μοντέλο FE όλοι οι συντελεστές των εξαρτημένων μεταβλητών είναι στατιστικά σημαντικοί (σε επίπεδο σημαντικότητας τουλάχιστον 1%) εκτός ορισμένων μεταβλητών που δεν εμφανίζονται στατιστικά σημαντικοί.

Ειδικότερα, η προσθήκη της μεταβλητής *crisis* δεν μεταβάλλει το πρόσημο επίδρασης των προηγούμενων μεταβλητών, οι οποίες συνεχίζουν να παρουσιάζονται στατιστικά σημαντικές, εκτός των μεταβλητών ληκτότητα κεφαλαίων (*assmat*) που ήταν μη στατιστικά σημαντική και στο μοντέλο CONST 1, επενδυτικές ευκαιρίες (*mbratio*) και επιτοκιακή κάλυψη (*intcov*),

και βελτιώνει τον συντελεστή προσδιορισμού προσαρμοσμένο R τετράγωνο σε 0,849 (από 0,847). Παρατηρείται, ακόμη, ότι για τις μεταβλητές *mbratio* και *intcon*, οι οποίες στο μοντέλο CONST 2 παρουσιάζονται μη στατιστικά σημαντικές, στο μοντέλο CONST 1 ήταν στατιστικά σημαντικές σε επίπεδο σημαντικότητας 5% και 10% αντίστοιχα, επομένως μπορεί οι επιπτώσεις τους στη μόχλευση να έχουν απορροφηθεί από τις επιπτώσεις της εισαγωγής της μεταβλητής χρηματοοικονομική κρίση (*crisis*).

Τέλος, παρατηρείται ότι το FE (robust) model παρουσιάζει και αυτό ανάλογα αποτελέσματα.

5.6.4 Επίδραση μακροοικονομικών μεταβλητών

Η παρούσα έρευνα προχωράει με την εξέταση της επίδρασης μακροοικονομικών μεταβλητών, είτε ξεχωριστά είτε ενσωματωμένες με τις προηγούμενες μεταβλητές.

Οι κατασκευαστικές επιχειρήσεις επηρεάζονται σημαντικά από τους μακροοικονομικούς παράγοντες. Όταν υπάρχει οικονομική ανάπτυξη και άνοδος του ΑΕΠ, τότε υπάρχει έντονη ζήτηση για κατασκευαστική δραστηριότητα. Η αύξηση του πληθυσμού και η μείωση ανεργίας αποτελούν ευνοϊκούς παράγοντες για τις κατασκευαστικές επιχειρήσεις. Η άνοδος του πληθωρισμού ανεβάζει τις τιμές των πρώτων υλών και κάνει πιο δαπανηρές τις υπηρεσίες που παρέχουν οι κατασκευαστικές εταιρίες.

Τα επιτόκια προκαλούν μικτά αποτελέσματα. Μια αύξηση στα επιτόκια, συνήθως, συνδέεται με μια βελτίωση της οικονομίας, πράγμα που

σημαίνει ότι υπάρχει μεγαλύτερη ανάγκη για κατασκευαστικές δραστηριότητες.

Από την άλλη πλευρά, τα χαμηλά επιτόκια μειώνουν τα τοκοχρεολύσια, αυξάνοντας την κερδοφορία των κατασκευαστικών επιχειρήσεων, ενώ παράλληλα μέσω δανείων χρηματοδοτούνται πολλά κατασκευαστικά έργα.

Σαν ανεξάρτητες μακροοικονομικές χρησιμοποιούνται οι εξής μεταβλητές:

- Η μεταβολή στο Ακαθάριστο Εγχώριο Προϊόν - ΑΕΠ (gdp)
- Ο πληθωρισμός (cpi)
- Το ποσοστό ανεργίας (unempl)
- Τα βραχυχρόνια επιτόκια δανεισμού (shint)
- Τα μακροχρόνια επιτόκια δανεισμού (loint)

Στον παρακάτω πίνακα 5.24 εμφανίζονται οι συντελεστές συσχέτισης των μεταβλητών για τις κατασκευαστικές επιχειρήσεις.

Πίνακας 5.24: Συντελεστές συσχέτισης

	debt1	crisis	gdp	cpi	unempl	shint	ljoint
debt1	1.0000						
crisis	-0.0300	1.0000					
gdp	0.0013	-0.3075	1.0000				
cpi	-0.0362	-0.0044	0.3387	1.0000			
unempl	0.0304	0.1035	0.1308	0.3526	1.0000		
shint	-0.0314	-0.1886	0.3571	0.7014	0.4517	1.0000	
ljoint	-0.0205	-0.0605	0.3157	0.7704	0.4530	0.8233	1.0000

Από τον πίνακα 5.24 φαίνεται ότι ο συντελεστής συσχέτισης μεταξύ βραχυχρόνιων και μακροχρόνιων επιτοκίων είναι υψηλός ($0,8233 > 0,75$), το ίδιο ισχύει και για το συντελεστή μεταξύ πληθωρισμού και μακροχρόνιων επιτοκίων είναι υψηλός ($0,7704 > 0,75$). Το γεγονός ότι τα μακροχρόνια και τα βραχυχρόνια επιτόκια συνήθως κινούνται ανάλογα μπορεί να προκαλέσει στην έρευνα προβλήματα πολυσυγγραμμικότητας (multicollinearity) στις παλινδρομήσεις.

Στον παρακάτω πίνακα 5.25 απεικονίζονται τα αποτελέσματα του μοντέλου με εξαρτημένες όλες τις μακροοικονομικές μεταβλητές

Πίνακας 5.25: Αποτελέσματα μακροοικονομικών μεταβλητών

	OLS	FE	FE(robust)	RE
dependent debtt1				
gdp	0.000907* (0.000521)	-0.000637** (0.000316)	-0.000637** (0.000316)	-0.000580* (0.000309)
cpi	-0.00292*** (0.00109)	-0.000913 (0.000604)	-0.000913 (0.000682)	-0.00122** (0.000592)
unempl	0.00312*** (0.000683)	0.000865 (0.000913)	0.000865 (0.00107)	0.000638 (0.000764)
shint	-0.00327*** (0.00117)	0.00424*** (0.00102)	0.00424*** (0.00109)	0.00323*** (0.000944)
ljoint	0.00231 (0.00174)	0.000549 (0.00150)	0.000549 (0.00167)	0.000371 (0.00141)
_cons	0.525*** (0.00537)	0.520*** (0.00684)	0.520*** (0.00796)	0.528*** (0.00743)
adj. R-sq	0.004	0.797	0.797	
N	8575	8575	8575	8575

Standard errors in parentheses
 * p<0.10, ** p<0.05, *** p<0.01

Παρατηρείται ότι για τα FE μόνο οι συντελεστές του ΑΕΠ και των βραχυχρόνιων επιτοκίων παρουσιάζονται στατιστικώς σημαντικά. Όπως και στην προηγούμενη ερευνά με τις ΕΕΑΠ, είναι προτιμότερο στο μοντέλο να επιλεχθεί η μεταβλητή των βραχυχρόνιων επιτοκίων (shint) έναντι της μεταβλητής μακροχρόνιων επιτοκίων (ljoint).

Ο παρακάτω πίνακας 5.26 εμφανίζει τα αποτελέσματα του μοντέλου, λαμβάνοντας υπόψη την παραπάνω παρατήρηση.

Πίνακας 5.26: Αποτελέσματα μακροοικονομικών μεταβλητών χωρίς την επίδραση των μακροχρόνιων επιτοκίων (loint)

dependent debtt1

	OLS	FE	FE(robust)	RE
gdp	0.00000439 (0.000500)	-0.000637** (0.000303)	-0.000637** (0.000300)	-0.000651** (0.000297)
cpi	-0.00211** (0.000948)	-0.000750 (0.000571)	-0.000750 (0.000651)	-0.00110** (0.000557)
unempl	0.00175*** (0.000652)	0.000100 (0.000777)	0.000100 (0.000910)	-0.000392 (0.000665)
shint	-0.00271*** (0.000916)	0.00381*** (0.000717)	0.00381*** (0.000819)	0.00265*** (0.000660)
_cons	0.538*** (0.00432)	0.524*** (0.00609)	0.524*** (0.00708)	0.533*** (0.00690)
adj. R-sq	0.004	0.802	0.802	
N	8847	8847	8847	8847

Standard errors in parentheses

* p<0.10, ** p<0.05, *** p<0.01

Σύμφωνα με τον παραπάνω πίνακα, για τα FE οι συντελεστές του ΑΕΠ και των βραχυχρόνιων επιτοκίων παρουσιάζονται στατιστικώς σημαντικοί και το προσαρμοσμένο R τετράγωνο 0,802 είναι βελτιωμένο (μεγαλύτερο του 0,797), αλλά μικρότερο από το προσαρμοσμένο R τετράγωνο του μοντέλου CONST 2 (0,849).

Αν στο παραπάνω μοντέλο προσθέσουμε την μεταβλητή κρίση (crisis) από τον παρακάτω πίνακα 5.27, παρατηρείται ότι για τα FE και η μεταβλητή crisis είναι πια στατιστικά σημαντική, παράλληλα με τους συντελεστές στις μεταβλητές ΑΕΠ (gdp) και βραχυχρόνια επιτόκια (shint).

Παρατηρείται, γενικά, ότι, σε αντίθεση με τα αντίστοιχα αποτελέσματα της έρευνας για τις ΕΕΑΠ, εδώ υπάρχει μια σταθερότητα στους συντελεστές των μακροοικονομικών μεταβλητών, οι οποίοι ούτε αλλάζουν πρόσημα ούτε

χάνουν την σημαντικότητα τους. Επίσης, το προσαρμοσμένο R τετράγωνο παραμένει στο 0,802.

Πίνακας 5.27: Αποτελέσματα μακροοικονομικών μεταβλητών χωρίς την επίδραση των μακροχρόνιων επιτοκίων (loint) με προσθήκη της παγκόσμιας οικονομικής κρίσης (crisis)

dependent debttl				
	OLS	FE	FE(robust)	RE
gdp	-0.000589 (0.000522)	-0.00110*** (0.000328)	-0.00110*** (0.000333)	-0.00118*** (0.000319)
cpi	-0.00131 (0.000969)	-0.000528 (0.000573)	-0.000528 (0.000646)	-0.000780 (0.000561)
unempl	0.00227*** (0.000666)	0.000640 (0.000791)	0.000640 (0.000929)	0.000295 (0.000682)
shint	-0.00370*** (0.000950)	0.00263*** (0.000785)	0.00263*** (0.000890)	0.00140* (0.000716)
crisis	-0.0188*** (0.00483)	-0.00900*** (0.00245)	-0.00900*** (0.00254)	-0.0107*** (0.00241)
_cons	0.546*** (0.00487)	0.529*** (0.00629)	0.529*** (0.00722)	0.539*** (0.00701)
adj. R-sq	0.006	0.802	0.802	0.802
N	8847	8847	8847	8847

Standard errors in parentheses
 * p<0.10, ** p<0.05, *** p<0.01

Στον παρακάτω πίνακα 5.28 έχουν συμπεριληφθεί στο μοντέλο οι μεταβλητές του μοντέλου CONST 1 και οι μακροοικονομικές μεταβλητές ΑΕΠ (gdp), πληθωρισμός (cpi), ανεργία unempl και βραχυχρόνια επιτόκια (shint).

Πίνακας 5.28: Μοντέλο CONST 3

dependent debttl	OLS	FE	FE(robust)	RE
profit	-0.462*** (0.0225)	-0.312*** (0.0139)	-0.312*** (0.0248)	-0.325*** (0.0136)
tang	-0.0746*** (0.0130)	0.0501*** (0.0146)	0.0501** (0.0211)	-0.00236 (0.0130)
lnta	0.0145*** (0.000725)	0.0412*** (0.00328)	0.0412*** (0.00601)	0.0183*** (0.00139)
mbratio	0.0192*** (0.00290)	0.00335* (0.00191)	0.00335 (0.00340)	0.00191 (0.00185)
ungeared_b~a	-0.0462*** (0.00384)	-0.0163*** (0.00234)	-0.0163*** (0.00568)	-0.0173*** (0.00232)
intcov	-0.0000321*** (0.00000304)	-0.00000317* (0.00000192)	-0.00000317 (0.00000229)	-0.00000555*** (0.00000190)
assturn	0.0720*** (0.00410)	0.0231*** (0.00498)	0.0231*** (0.00869)	0.0331*** (0.00432)
costdebt	-0.0181*** (0.00312)	-0.00717*** (0.00172)	-0.00717*** (0.00234)	-0.00958*** (0.00170)
depta	-0.0613 (0.118)	0.464*** (0.117)	0.464*** (0.148)	0.227** (0.107)
assmat	0.0000471*** (0.0000131)	-0.00000430 (0.0000112)	-0.00000430 (0.00000869)	0.00000426 (0.0000107)
gdp	0.00156*** (0.000483)	-0.000179 (0.000279)	-0.000179 (0.000287)	-0.000195 (0.000276)
cpi	0.00197** (0.000910)	-0.00113** (0.000553)	-0.00113* (0.000656)	-0.000397 (0.000535)
unempl	0.00476*** (0.000635)	-0.000958 (0.000728)	-0.000958 (0.000923)	0.000217 (0.000631)
shint	-0.00217** (0.000905)	0.00435*** (0.000731)	0.00435*** (0.000818)	0.00276*** (0.000674)
_cons	0.303*** (0.0141)	-0.0905* (0.0525)	-0.0905 (0.0953)	0.263*** (0.0238)
adj. R-sq N	0.174 7366	0.847 7366	0.847 7366	7366

Standard errors in parentheses

* p<0.10, ** p<0.05, *** p<0.01

Το νέο μοντέλο CONST 3 έχει ίσο προσαρμοσμένο R τετράγωνο (0,847) με το προσαρμοσμένο R τετράγωνο του μοντέλου CONST 1.

Επιπλέον, παρατηρείται ότι και στα δύο μοντέλα (FE και RE) όλοι οι συντελεστές εμφανίζονται με το ίδιο πρόσημο, εκτός των μεταβλητών πάγια

κεφάλαια (*tang*), ληκτότητα κεφαλαίων (*assmat*) και ανεργία (*unempl*). Επίσης, δεν είναι όλοι στατιστικά σημαντικοί και στα δύο μοντέλα.

Πιο συγκεκριμένα στο μοντέλο RE, σε αντίθεση με το μοντέλο FE, δεν παρουσιάζονται στατιστικά σημαντικές οι μεταβλητές πάγια κεφάλαια (*tang*), επενδυτικές ευκαιρίες (*mbratio*) και πληθωρισμός (*cpi*). Έτσι, το Hausman test για το μοντέλο CONST 2, προκειμένου να συγκρίνουμε την εκτίμηση από το Fixed Effects με την αντίστοιχη από το Random Effects, δίνει τιμή $\chi^2 = 324,90$ με $\text{Prob} > \chi^2 = 0.0000$. Επομένως, το Hausman στατιστικό είναι σημαντικά υψηλό και άρα μπορεί να απορριφθεί η εκτίμηση του Random Effects ως μη συνεπής και να προτιμηθεί ως καταλληλότερο το μοντέλο του Fixed Effects.

Επιπροσθέτως, είναι προφανές ότι για το μοντέλο FE η προσθήκη των μακροοικονομικών μεταβλητών δεν μεταβάλλει το πρόσημο της επίδρασης των προηγούμενων μεταβλητών των μοντέλων CONST 1 και CONST 2 θα πρέπει να σημειωθεί ότι όσες μεταβλητές ήταν στατιστικά σημαντικές, παραμένουν στατιστικά σημαντικές. Σχετικά με τις νέες μακροοικονομικές μεταβλητές, η μεταβολή του ΑΕΠ και ο δείκτης της ανεργίας δεν εμφανίζονται στατιστικά σημαντικές. Πιο συγκεκριμένα,

Οι επιδράσεις των ανεξάρτητων μεταβλητών: κερδοφορία, πάγια κεφάλαια, μέγεθος της εταιρείας, επενδυτικές ευκαιρίες, συστημικός κίνδυνος, επιτοκιακή κάλυψη, αποδοτικότητα κεφαλαίων, κόστος του χρέους, φορολογικές ελαφρύνσεις πλέον του χρέους και ληκτότητα των κεφαλαίων είναι ίδιες με αυτές των μοντέλων CONST 1 και CONST 2 και έχουν αναλυθεί

προηγούμενως. Όσον αφορά τους υπόλοιπους μακροοικονομικούς, παράγοντες μπορούν να παρατηρηθούν τα εξής:

(i) Η μεταβολή του ΑΕΠ επιδρά αρνητικά

Το αποτέλεσμα αυτό δεν παρουσιάζεται στατιστικά σημαντικό.

(ii) Ο πληθωρισμός επιδρά αρνητικά

Η μεταβλητή αυτή φανερώνει ότι όταν ο πληθωρισμός της χώρας αυξάνεται, που συνήθως συνεπάγεται και ανάκαμψη της οικονομίας της, ενώ παράλληλα μειώνει και τα πραγματικά της επιτόκια, οι κατασκευαστικές επιχειρήσεις, εκμεταλλευόμενες το γενικότερο θετικό οικονομικό περιβάλλον, προτιμούν να μειώνουν το χρέος τους.

(iii) Το ποσοστό ανεργίας επιδρά αρνητικά

Το αποτέλεσμα αυτό δεν παρουσιάζεται στατιστικά σημαντικό.

(iv) Τα βραχυχρόνια επιτόκια δανεισμού επιδρούν θετικά

Η μεταβλητή αυτή εκφράζει ότι όταν τα βραχυχρόνια επιτόκια δανεισμού ανεβαίνουν, που το γεγονός αυτό σχετίζεται συνήθως με ανάκαμψη της οικονομίας, οι κατασκευαστικές εταιρείες προτιμούν να δανείζονται περισσότερο προκειμένου να χρηματοδοτήσουν τα επενδυτικά τους σχέδια.

Αυτό το αποτέλεσμα έρχεται σε αντίθεση με τη θεωρία επιλογής κατάλληλης χρονικής στιγμής (timing theory), αλλά δικαιολογείται αν λάβουμε υπόψη ότι όταν αυξάνονται τα επιτόκια, οι τιμές των μετοχών αναμένεται να μειωθούν και συνεπώς η μόχλευση αναμένεται να αυξηθεί.

5.6.5 Αποτελέσματα έρευνας δυναμικού μοντέλου CONST 3d

Πίνακας 5.29: Δυναμικό Μοντέλο CONST 3d

dependent debttl	DIF rob-2w exog	SYS rob-2w exog	DIF rob-2w endog	SYS rob-2w endog
profit	-0.346*** (0.0280)	-0.360*** (0.0380)	-0.292*** (0.0371)	-0.193*** (0.0443)
tang	0.00687 (0.0121)	0.0335 (0.0351)	-0.0354 (0.0283)	0.119** (0.0541)
lnta	0.00299*** (0.000779)	0.0720*** (0.0132)	0.00306** (0.00150)	0.0410*** (0.0119)
mbratio	0.00357 (0.00346)	-0.00165 (0.00395)	0.00397 (0.00412)	-0.00295 (0.00486)
ungeared_beta	-0.0137* (0.00832)	-0.00728 (0.00637)	-0.00828 (0.00823)	-0.00403 (0.00658)
intcov	-0.000000546 (0.00000256)	0.00000148 (0.00000359)	-0.00000160 (0.00000215)	-0.00000568 (0.00000382)
assturn	0.0117*** (0.00429)	0.0100 (0.0109)	-0.000955 (0.0100)	0.0437** (0.0177)
costdebt	-0.00828*** (0.00225)	-0.00708*** (0.00237)	-0.0146*** (0.00459)	-0.00861*** (0.00246)
depta	0.0497 (0.0984)	0.103 (0.244)	-0.0923 (0.267)	0.473 (0.327)
assmat	0.00000575 (0.00000386)	0.00000120 (0.00000387)	0.00000678 (0.00000454)	0.0000105* (0.00000636)
gdp	0.000235 (0.000339)	-0.0000796 (0.000344)	0.000438 (0.000376)	0.000223 (0.000319)
cpi	0.00110 (0.000750)	0.000373 (0.000791)	0.00127 (0.000797)	-0.000555 (0.000681)
unempl	0.00125** (0.000545)	-0.000713 (0.000972)	0.000961 (0.000758)	-0.00151 (0.00114)
shint	0.000465 (0.000737)	-0.000289 (0.00111)	0.00233** (0.000970)	0.00112 (0.00110)
year	0.0000203** (0.00000829)	-0.00919*** (0.00122)	0.0000302** (0.0000148)	-0.00434*** (0.00105)
y2	0.0148*** (0.00311)		0.0128*** (0.00330)	
y3	0.0114*** (0.00328)	-0.00395 (0.00256)	0.0103*** (0.00365)	0.000650 (0.00264)
y4	0.0203*** (0.00319)	0.00407 (0.00285)	0.0208*** (0.00355)	0.0107*** (0.00271)
y5	-0.00172 (0.00280)	-0.00536** (0.00251)	-0.000524 (0.00295)	-0.000697 (0.00228)
L.debttl	0.834*** (0.0370)	0.399*** (0.0571)	0.827*** (0.0279)	0.286*** (0.0444)
N	5945	4573	5945	4573

Standard errors in parentheses

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

Η χρήση της δυναμικής ανάλυσης δείχνει και εδώ την «σταθερότητα» των αποτελεσμάτων. Παρότι τα αποτελέσματα, όπως και στις προηγούμενες περιπτώσεις δυναμικής ανάλυσης, δίνουν μικρότερα επίπεδα στατιστικής σημαντικότητας, η επίδραση των συντελεστών είναι παρόμοια με αυτήν της «στατικής» ανάλυσης.

5.7 Σύνοψη-Συμπεράσματα

Σκοπός της έρευνας αυτής ήταν η εξέταση των μικροοικονομικών παραγόντων (κερδοφορία, πάγια κεφάλαια, μέγεθος της επιχείρησης, επενδυτικές ευκαιρίες, συστημικός κίνδυνος, επιτοκιακή κάλυψη, αποδοτικότητα των κεφαλαίων, το κόστος χρέους, οι φορολογικές ελαφρύνσεις πλέον του χρέους και η ληκτότητα των κεφαλαίων), και των μακροοικονομικών παραγόντων (μεταβολή του ΑΕΠ, πληθωρισμός, ποσοστό ανεργίας, βραχυχρόνια και μακροχρόνια επιτόκια δανεισμού), καθώς και των επιδράσεων αυτών των παραγόντων στη κεφαλαιακή διάρθρωση των κατασκευαστικών εταιρειών. Παράλληλα, σε ξεχωριστό μοντέλο της έρευνας εξετάστηκε και η επίπτωση της χρηματοοικονομικής κρίσης.

Σαν δείγμα της έρευνας χρησιμοποιήθηκαν στοιχεία από 1.528 κατασκευαστικές εταιρείες από 61 χώρες. Το σύνολο των δεδομένων ήταν σε μορφή *balanced panel* για την περίοδο 2005-2010. Για την επεξεργασία τους χρησιμοποιήθηκαν κυρίως τα οικονομετρικά μοντέλα *fixed effects model* και *random effects model*.

Όλα τα αποτελέσματα της έρευνας μπορούν να χαρακτηριστούν αξιόλογα, ενώ πολλά από αυτά έχουν επισημανθεί στη διεθνή βιβλιογραφία

και από άλλες ανάλογες έρευνες. Η έρευνα επαληθεύει ότι, παρά τις σημαντικές διαφορές και τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά που υπάρχουν μεταξύ των κρατών (οικονομικά, θεσμικά, ηθικά, κτλ), υφίστανται κοινοί οικονομικοί παράγοντες, οι οποίοι επηρεάζουν τις επενδυτικές αποφάσεις για την κεφαλαιακή διάρθρωση των επιχειρήσεων που δραστηριοποιούνται στην παγκόσμια κατασκευαστική βιομηχανία.

Πιο συγκεκριμένα, το τελικό μοντέλο CONST 3, το οποίο περιλαμβάνει τους μικροοικονομικούς αλλά και μακροοικονομικούς παράγοντες, παρουσιάζει, σε σύνολο 14 μεταβλητών, 11 στατιστικά σημαντικούς και μόλις 3 μη στατιστικά σημαντικούς παράγοντες (τη ληκτότητα των κεφαλαίων, την μεταβολή του ΑΕΠ και την ανεργία).

Επίσης, το προσαρμοσμένο R τετράγωνο του μοντέλου αυτού ήταν ικανοποιητικά υψηλό (0,847). Από τις μικροοικονομικές μεταβλητές, η κερδοφορία, ο συστημικός κίνδυνος, η επιτοκιακή κάλυψη και το κόστος χρέους ασκούν αρνητική επίδραση στη μόχλευση των κατασκευαστικών εταιρειών.

Αντίστοιχα, οι μικροοικονομικές μεταβλητές πάγια κεφάλαια, μέγεθος της εταιρείας, επενδυτικές ευκαιρίες, αποδοτικότητα των κεφαλαίων και φορολογικές ελαφρύνσεις πλέον του χρέους ασκούν θετική επίδραση στη μόχλευση των κατασκευαστικών επιχειρήσεων. Από τις μακροοικονομικές μεταβλητές, τα βραχυχρόνια επιτόκια ασκούν θετική επίδραση στη μόχλευση των κατασκευαστικών εταιρειών. Αντίστοιχα, ο πληθωρισμός ασκεί αρνητική επίδραση στη μόχλευση των κατασκευαστικών επιχειρήσεων.

Τέλος, από το ξεχωριστό μοντέλο CONST 2 προκύπτει ότι η χρηματοοικονομική κρίση πράγματι αποτελεί στατιστικά σημαντική μεταβλητή επίδρασης ($p < 0,01$) και επηρέασε αρνητικά τη μόχλευση των κατασκευαστικών εταιρειών. Το προσαρμοσμένο R τετράγωνο του μοντέλου αυτού είναι επίσης ικανοποιητικά υψηλό (0,849).

Συμπερασματικά, τα αποτελέσματα της έρευνας φανερώνουν την ύπαρξη αξιόλογων μοντέλων που ερμηνεύουν τις επενδυτικές αποφάσεις για την επιλογή της κατάλληλης κεφαλαιακής διάρθρωσης των κατασκευαστικών εταιριών.

Σύμφωνα με τα μοντέλα της έρευνας, η παγκοσμιοποίηση και ο ανταγωνισμός των αγορών δημιουργούν κοινούς οικονομικούς παράγοντες που επιδρούν σε διεθνές επίπεδο στις επιχειρηματικές στρατηγικές των κατασκευαστικών επιχειρήσεων προκειμένου να επιλεγεί η βέλτιστη κεφαλαιακή δομή.

Κεφάλαιο 6. ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Στο τελευταίο κεφάλαιο της διδακτορικής διατριβής παρουσιάζονται τα βασικά συμπεράσματα της διατριβής. Συγκεκριμένα, παρουσιάζεται το βασικό αναλυτικό πλαίσιο, πραγματοποιείται μια σύγκριση των αποτελεσμάτων που παρουσιάστηκαν στα προηγούμενα κεφάλαια, και προτείνονται δυνητικές επεκτάσεις της σχετικής έρευνας.

6.0 Το θεωρητικό πλαίσιο

Μία ανάγνωση του δεύτερου κεφαλαίου της διατριβής αυτής δείχνει ότι υπάρχουν πολλές θεωρίες για την κεφαλαιακή διάρθρωση των επιχειρήσεων και για κάθε μία από αυτές, συνήθως, υπάρχουν πολλές εμπειρικές έρευνες να την επιβεβαιώνουν. Η εικόνα αυτή θα μπορούσε να δώσει την εντύπωση ότι δεν είναι ικανοποιητική μία κατάσταση, στην οποία όλες οι αντιτιθέμενες θεωρίες μπορεί να είναι σωστές ή, με άλλα λόγια, ότι δεν υπάρχει «διαψευσιμότητα» (για τις διάφορες διαφορετικές ερμηνείες του όρου, βλέπε Chalmers 1999).

Όμως, μία τέτοια «ανάγνωση» της σχετικής βιβλιογραφίας είναι μάλλον επιφανειακή. Οι περισσότερες εμπειρικές μελέτες της ανάλυσης της κεφαλαιακής διάρθρωσης χρησιμοποιούν δεδομένα, τα οποία αφορούν συγκεκριμένους οικονομικούς κλάδους, σε διαφορετικές χρονικές στιγμές, σε διαφορετικές χώρες. Δεν θα ήταν «λογικό» να υπάρχει μία ενιαία

συμπεριφορά των επιχειρήσεων, άρα και μία ενιαία θεωρία, σε σχέση με την κεφαλαιακή τους διάρθρωση.

Σε αυτό το σημείο έγκειται η συμβολή της διατριβής αυτής στην σχετική βιβλιογραφία, μιας και χρησιμοποιεί εμπειρικά δεδομένα από τις περισσότερες χώρες του κόσμου για επιχειρήσεις από τον κατασκευαστικό κλάδο και τον κλάδο διαχείρισης ακινήτων.

Οι θεωρίες σχετικά με την κεφαλαιακή διάρθρωση προτάσσουν διάφορους καθοριστικούς παράγοντες ή μηχανισμούς. Μία από τις παλαιότερες θεωρίες για την κεφαλαιακή διάρθρωση είναι αυτή των Modigliani και Miller, η οποία έχει λειτουργήσει ως «σημείο αναφοράς» για τις υπόλοιπες θεωρητικές προσεγγίσεις. Ουσιαστικά, η θεωρία των Modigliani και Miller είναι η «νεοκλασική» απάντηση στο ερώτημα πώς καθορίζονται οι επιλογές των επιχειρήσεων σχετικά με την κεφαλαιακή δομή τους, δεδομένου ότι η προσέγγιση αυτή υποθέτει ότι υπάρχει τέλεια πληροφόρηση, οι αγορές χρήματος λειτουργούν τέλεια, δεν υπάρχουν «τριβές» στην οικονομία για παράδειγμα δεν υπάρχουν φόροι και κόστος χρεοκοπίας, κλπ. Με βάση αυτές τις υποθέσεις, οι Modigliani και Miller κατέληξαν στο ότι η αξία μιας επιχείρησης δεν εξαρτάται από τον τρόπο χρηματοδότησης των δραστηριοτήτων της.

Το πρόβλημα, όμως, είναι ότι υπάρχουν πολλές εμπειρικές ενδείξεις ότι η κεφαλαιακή δομή όντως επηρεάζει την αξία μιας επιχείρησης. Το γεγονός αυτό δημιούργησε την ανάγκη για εναλλακτικές θεωρητικές προσεγγίσεις. Μία τέτοια θεωρία, είναι αυτή της Αντιστάθμισης (trade-off theory) που

ανέπτυξαν οι Kraus και Litzenberger, υποστηρίζοντας ότι καθοριστικό κριτήριο για τον τρόπο χρηματοδότησης είναι η σύγκριση των φορολογικών κερδών με τα κόστη χρεοκοπίας μιας επιχείρησης.

Μια άλλη προσέγγιση αποτελεί η θεωρία Ασύμμετρης Πληροφόρησης (asymmetric information theory), σύμφωνα με την οποία οι συμμετέχοντες στην οικονομική διαδικασία (agents) δεν έχουν την ίδια πρόσβαση στην πληροφόρηση. Συγκεκριμένα, τα διευθυντικά στελέχη των επιχειρήσεων έχουν μεγαλύτερη πληροφόρηση από τους εξωτερικούς επενδυτές.

Μια άλλη θεωρία, η οποία προέρχεται ουσιαστικά από την θεωρία Ασύμμετρης Πληροφόρησης, είναι αυτή της Ιεράρχησης Κεφαλαίων (pecking order theory). Η θεωρία αυτή ισχυρίζεται ότι οι επιχειρήσεις προτιμούν τον εσωτερικό δανεισμό (από επανεπένδυση κερδών, αποθεματικά και μη ταμειακά έξοδα όπως οι αποσβέσεις) σε σχέση με τον εξωτερικό δανεισμό και μόνο όταν ο εσωτερικός δανεισμός δεν είναι δυνατός, τότε προχωρούν σε έκδοση ομολογιακών δανείων, και, όταν και αυτό δεν είναι δυνατόν, καταφεύγουν, ως λύση έσχατης ανάγκης, στην έκδοση νέων μετοχών.

Η θεωρία Κόστους Αντιπροσώπευσης (agency costs theory) αναλύει την κεφαλαιακή διάρθρωση των επιχειρήσεων με βάση τη σύγκρουση συμφερόντων, είτε μεταξύ μετόχων και διευθυντών της εταιρείας, είτε μεταξύ μετόχων και κατόχων χρέους-ομολόγων.

Παράλληλα, η θεωρία Κόστους Αντιπροσώπευσης των Ελευθέρων Χρηματοροών (agency costs of free cash flow theory, Jensen 1986) επικεντρώνεται στην διαχείριση των ελεύθερων ταμειακών ροών μιας

επιχείρησης και στο γεγονός ότι η διοίκηση (της επιχείρησης) δεν πρέπει να χρηματοδοτεί επενδύσεις με αποδόσεις χαμηλότερες από το κόστος κεφαλαίου.

Τέλος, η θεωρία «Επιλογής Κατάλληλης Χρονικής Στιγμής» (timing theory) αναλύει τον ρόλο του σωστού «χρονισμού» προσφυγής μιας επιχείρησης στις χρηματιστηριακές αγορές για την εξυπηρέτηση των χρηματικών αναγκών της, μέσω της έκδοσης νέου μετοχικού κεφαλαίου ή ομολογιών.

Στην προσπάθεια να επιλεγεί η «σωστή» θεωρία ή να δημιουργηθούν καινούργιες, η εμπειρική ανάλυση στο ζήτημα της κεφαλαιακής διάρθρωσης των επιχειρήσεων χρησιμοποιεί μια σειρά παραγόντων, οι οποίοι επηρεάζουν την λειτουργία μιας επιχείρησης και καθορίζουν άμεσα ή έμμεσα την κεφαλαιακή διάρθρωση της. Ως τέτοιοι παράγοντες χρησιμοποιούνται στην επιστημονική βιβλιογραφία διάφοροι λογιστικοί αριθμοδείκτες.

Ένας τέτοιος παράγοντας είναι το μέγεθος της επιχείρησης, το οποίο αναμένεται *a priori* να παίζει σημαντικό ρόλο. Συγκεκριμένα, σύμφωνα με την θεωρία αντιστάθμισης, αναμένεται ότι οι μεγάλες εταιρείες θα πρέπει να χρησιμοποιούν περισσότερο δανειακό χρέος στην κεφαλαιακή τους διάρθρωση, γιατί είναι λιγότερο πιθανό (λόγω μεγέθους) να χρεοκοπήσουν.

Από την άλλη πλευρά, με τη θεωρία της ασύμμετρης πληροφόρησης διατυπώνεται η άποψη ότι οι μεγάλες επιχειρήσεις δεν χρειάζεται να καταφεύγουν σε έκδοση ομολογιακών δανείων καθώς δεν είναι απαραίτητο να «σηματοδοτούν» την ποιότητα τους, μιας και η πληροφόρηση για μια

μεγάλη επιχείρηση είναι «περισσότερη» σε σχέση με μια μικρότερη επιχείρηση.

Παράλληλα, η κερδοφορία των επιχειρήσεων έχει επίσης συμπεριληφθεί στους παράγοντες που επηρεάζουν την κεφαλαιακή τους διάρθρωση, παρόλο που η εμπειρική έρευνα δεν έχει καταλήξει σε οριστικά συμπεράσματα για το ρόλο της κερδοφορίας.

Αντίθετα, για τις «επενδυτικές ευκαιρίες» ως τέτοιο παράγοντα, η βιβλιογραφία μάλλον συντείνει στο να θεωρεί ότι υπάρχει μια αρνητική συσχέτιση μεταξύ επενδυτικών ευκαιριών και δανεισμού της επιχείρησης.

6.1 Χωρική διάσταση

Προτού αναλυθούν τα εμπειρικά αποτελέσματα, αξίζει να γίνει αναφορά σε ορισμένα συμπεράσματα σχετικά με τη χωρική διάσταση της έρευνας.

Σε ότι αφορά τις εταιρείες επενδύσεων ακίνητης περιουσίας, παρατηρείται ότι, σύμφωνα με το σχετικό δείγμα της έρευνας, η αμερικανική ήπειρος συμμετέχει με συνολικό ποσοστό περίπου 47% (171 ΕΕΑΠ), με τις ΗΠΑ να κατέχουν το υψηλότερο ποσοστό (40%) επί του συνολικού δείγματος, ήτοι 146 ΕΕΑΠ, γεγονός αναμενόμενο αν ληφθεί υπόψη ότι ο εν λόγω θεσμός ξεκίνησε και αναπτύχθηκε εκεί. Επισημαίνεται ότι η Λατινική Αμερική δεν συμπεριλαμβάνεται στο ανωτέρω ποσοστό, καθώς φαίνεται ότι δεν έχει δραστηριοποιηθεί στον εν λόγω κλάδο. Ακολουθεί η Ευρώπη, η οποία εκπροσωπείται στο δείγμα με 95 ΕΕΑΠ (περίπου 26%), με τη Γαλλία να έχει

τον μεγαλύτερο αριθμό ΕΕΑΠ (38). Αντίστοιχα η Ασία συμμετέχει με 54 (περίπου 15%), με την Ιαπωνία να εκπροσωπείται με 16 ΕΕΑΠ. Η Ωκεανία κατέχει περίπου το 12% του δείγματος με 42 ΕΕΑΠ, με την Αυστραλία να κατέχει την συντριπτική πλειοψηφία των ΕΕΑΠ (38), ενώ τέλος η αφρικανική ήπειρος εκπροσωπείται μόνο από 5 ΕΕΑΠ (1,4%).

Σε ότι αφορά τις κατασκευαστικές επιχειρήσεις, παρατηρείται ότι, σύμφωνα με το σχετικό δείγμα της έρευνας, η αμερικανική ήπειρος συμμετέχει με συνολικό ποσοστό περίπου 12,1% (182 κατασκευαστικές), με τις ΗΠΑ να κατέχουν τις περισσότερες κατασκευαστικές (104). Επισημαίνεται ότι στο εν λόγω δείγμα η Λατινική Αμερική εκπροσωπείται με 54 κατασκευαστικές εταιρείες, σε αντίθεση με τα μηδενικά αποτελέσματα για τον κλάδο των ΕΕΑΠ. Ακολουθεί η Ευρώπη, η οποία εκπροσωπείται στο δείγμα με 300 κατασκευαστικές (περίπου 20%), με την Πολωνία να έχει τον μεγαλύτερο αριθμό κατασκευαστικών (42). Αντίστοιχα, η Ασία συμμετέχει με τον εντυπωσιακό αριθμό των 975 κατασκευαστικών επιχειρήσεων (περίπου 64%), με την Ιαπωνία να εκπροσωπείται με 278 κατασκευαστικές, τον μεγαλύτερο αριθμό από όλες τις χώρες, ήτοι με ποσοστό 18,2% επί του συνολικού δείγματος. Η Ωκεανία κατέχει περίπου το 2,2% του δείγματος με 33 κατασκευαστικές, με την Αυστραλία να κατέχει την συντριπτική πλειοψηφία των κατασκευαστικών (30), ενώ τέλος η αφρικανική ήπειρος εκπροσωπείται από 38 κατασκευαστικές (περίπου 2,5%) με τη Νότια Αφρική να έχει τον μεγαλύτερο αριθμό κατασκευαστικών (20).

6.2 Εμπειρικά αποτελέσματα

Η μεθοδολογία που εφαρμόστηκε για την μελέτη των επενδυτικών αποφάσεων εταιρειών επενδύσεων ακίνητης περιουσίας και των κατασκευαστικών επιχειρήσεων σχετικά με την κεφαλαιακή τους διάρθρωση βασίστηκε σε παρόμοια οικονομετρικά μοντέλα. Οι παράγοντες-μεταβλητές που δοκιμάστηκαν ήταν όσο το δυνατόν ανάλογοι. Τα αποτελέσματα, όμως, ήταν τα ίδια; Όπου υπάρχουν διαφορές μπορούν αυτές να αιτιολογηθούν;

Πίνακας 6.1: Αποτελέσματα των κυριότερων μοντέλων των δύο ερευνών

	REITS 3	CONST 3
profit	-0.289*** (0.0298)	-0.312*** (0.0139)
tang	0.0790*** (0.0178)	0.0501*** (0.0146)
Inta	0.0421*** (0.00602)	0.0412*** (0.00328)
mbratio	0.0382*** (0.00808)	0.00335* (0.00191)
ungeared_b~a	-0.0366*** (0.00942)	-0.0163*** (0.00234)
intcov	0.0000473** (0.0000220)	-0.00000317* (0.00000192)
assturn	0.162*** (0.0347)	0.0231*** (0.00498)
costdebt	-0.241*** (0.0397)	-0.00717*** (0.00172)
depta		0.464*** (0.117)
assmat		-0.00000430 (0.0000112)
gdp	-0.00159* (0.000917)	-0.000179 (0.000279)
cpi	0.000385 (0.00189)	-0.00113** (0.000553)
unempl	-0.00468*** (0.00176)	-0.000958 (0.000728)
shint	-0.0106*** (0.00196)	0.00435*** (0.000731)
_cons	-0.0752 (0.0950)	-0.0905* (0.0525)
adj. R-sq	0.853	0.847

Standard errors in parentheses

* p<0.10, ** p<0.05, *** p<0.01

Ο παραπάνω πίνακας 6.1 συνοψίζει τα κυριότερα αποτελέσματα των δύο παραπάνω ερευνών. Από την έρευνα για την κεφαλαιακή διάρθρωση των

ΕΕΑΠ, αντιπροσωπευτικό μοντέλο αποτελεί το REITs 3, ενώ αντίστοιχα για τις κατασκευαστικές επιχειρήσεις, το μοντέλο CONST 3.

Γενικά, και τα δύο μοντέλα παρουσιάζουν υψηλά προσαρμοσμένο R τετράγωνο (0,853 και 0,847 αντίστοιχα), τα οποία εκφράζουν ότι οι επεξηγηματικές μεταβλητές που έχουν επιλεγθεί παρέχουν ικανοποιητικά ποιοτικά και ποσοτικά αποτελέσματα. Επίσης, και τα δύο μοντέλα εμφανίζουν ελάχιστες μεταβλητές μη στατιστικά σημαντικές (το μοντέλο REITs 3 μόνο μία σε σύνολο 12 μεταβλητών και το μοντέλο CONST 3 μόνο 3 σε σύνολο 14 μεταβλητών).

Επιπλέον, είναι αξιοσημείωτο ότι, παρόλο που είναι δύο κλάδοι με σημαντικά διαφορετικά χαρακτηριστικά και τα δεδομένα έχουν παρθεί από διαφορετικά δείγματα χωρών παρατηρείται ότι εμφανίζουν πολλά παρόμοια αποτελέσματα. Πιο συγκεκριμένα, συγκρίνοντας τα αποτελέσματα από τα μοντέλα REITs 3 και CONST 3 προκύπτει ότι σε σύνολο 12 μεταβλητών (οι μεταβλητές φορολογικές ελαφρύνσεις πλέον χρέους και ληκτότητα κεφαλαίων δεν χρησιμοποιήθηκαν στο μοντέλο REITs 3) οι επτά παρουσιάζουν παρόμοια και στατιστικώς σημαντικά αποτελέσματα.

Με άλλα λόγια, και στα δύο μοντέλα η κερδοφορία, ο συστημικός κίνδυνος, και το κόστος χρέους εμφανίζουν αρνητική συσχέτιση με τη κεφαλαιακή διάρθρωση, ενώ τα πάγια κεφάλαια, το μέγεθος, οι επενδυτικές ευκαιρίες και η αποδοτικότητα των κεφαλαίων εμφανίζουν θετική συσχέτιση με τη κεφαλαιακή διάρθρωση.

Οι μεταβλητές μεταβολή του ΑΕΠ και ανεργία παρουσιάζονται και για τα δύο μοντέλα ότι επιδρούν αρνητικά στη μόχλευση αλλά στο μοντέλο CONST 3 δεν εμφανίζονται στατιστικά σημαντικές. Αντίστοιχα, ο παράγοντας του πληθωρισμού εμφανίζεται αρνητικά συσχετιζόμενος με την κεφαλαιακή δομή των κατασκευαστικών επιχειρήσεων στο μοντέλο CONST 3 και στατιστικά σημαντικός, ενώ στο μοντέλο REITs 3 παρουσιάζεται θετικά συσχετισμένος αλλά δεν είναι στατιστικά σημαντικός.

Αξιοσημείωτες διαφορές εμφανίζουν οι δύο έρευνες στις μεταβλητές επιτοκιακή κάλυψη και βραχυχρόνια επιτόκια, οι οποίες παρουσιάζονται και στα δύο μοντέλα στατιστικά σημαντικές με αντίθετες επιδράσεις, όμως, στη κεφαλαιακή διάρθρωση. Πιο συγκεκριμένα, η επιτοκιακή κάλυψη για τις ΕΕΑΠ εμφανίζεται θετικά συσχετισμένη με τη μόχλευση (μοντέλο REITs 3), ενώ η ίδια μεταβλητή εμφανίζεται αρνητικά συσχετισμένη με τη μόχλευση για τις κατασκευαστικές επιχειρήσεις (μοντέλο CONST 3).

Ανάλογα, ο μακροοικονομικός παράγοντας των βραχυχρόνιων επιτοκίων παρουσιάζεται αρνητικά συσχετισμένος με τη μόχλευση για τις ΕΕΑΠ (μοντέλο REITs 3), ενώ ο ίδιος παράγοντας παρουσιάζεται θετικά συσχετισμένος με τη μόχλευση για τις κατασκευαστικές επιχειρήσεις (μοντέλο CONST 3).

Παρατηρείται, λοιπόν, ότι για τις δύο παραπάνω μεταβλητές οι δύο έρευνες φανερώνουν αντίθετα αποτελέσματα, και επομένως κάθε κλάδος σύμφωνα με τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά του, παίρνει διαφορετική

επενδυτική απόφαση σχετικά με τη κεφαλαιακή διάρθρωση του όταν λαμβάνει υπόψη του την επίδραση του καθενός από αυτούς τους παράγοντες.

Οι ΕΕΑΠ όταν παρατηρούν ότι η κερδοφορία τους είναι μεγάλη και καλύπτει τις τοκοχρεολυτικές τους ανάγκες προτιμούν να συνεχίσουν να δανείζονται ίσως διότι έτσι και αλλιώς μοιράζουν ικανοποιητικό μέρισμα στους μετόχους αλλά και εκμεταλλεζόμενες ίσως τους ευνοϊκότερους όρους δανεισμού με τους δανειστές τους, λόγω της καλής επιτοκιακής κάλυψης τους.

Από την άλλη πλευρά, οι κατασκευαστικές επιχειρήσεις όταν διαπιστώσουν ότι η κερδοφορία τους είναι μεγάλη και καλύπτει τις τοκοχρεολυτικές τους ανάγκες προτιμούν να μειώσουν το δανεισμό τους, αφού μπορούν να χρηματοδοτηθούν από τα ίδια κεφαλαία τους. Το συμπέρασμα αυτό συμφωνεί και με την ιεραρχία χρηματοδότησης που προτείνει και η θεωρία ιεράρχησης (pecking order theory).

Επιπλέον, οι ΕΕΑΠ παρακολουθούν την πορεία των επιτοκίων και δανείζονται ανάλογα με το ύψος τους. Όταν παρατηρούν ότι τα επιτόκια ανεβαίνουν προτιμούν να μειώσουν το δανεισμό τους, προκειμένου να αποφύγουν τις πληρωμές υψηλών τοκοχρεολυσίων, στην αντίθετη περίπτωση προτιμούν να εκμεταλλευτούν το γεγονός ότι τα επιτόκια πέφτουν και να δανειστούν έτσι φθηνότερα (timing theory).

Σε αντίθεση, οι κατασκευαστικές επιχειρήσεις δεν συγχρονίζονται με την πορεία των επιτοκίων. Για τις κατασκευαστικές εταιρείες, μια αύξηση των επιτοκίων συνήθως συνδέεται με μια γενικότερη άνοδο της οικονομίας, με μία αυξημένη ζήτηση για κατασκευαστικές δραστηριότητες, όπου, προκειμένου

να ανταπεξέλθουν στις χρηματικές τους υποχρεώσεις, προτιμούν να δανειστούν περισσότερο.

Πίνακας 6.2: Αποτελέσματα των μοντέλων των δυο ερευνών σχετικά με την επίδραση της παγκόσμιας οικονομικής κρίσης

	REITS 2	CONST 2
crisis	0.0350***	-0.0163***
	(0.00481)	(0.00200)

Standard errors in parentheses

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

Τέλος, εξαιρετικό ενδιαφέρον παρουσιάζει ο παραπάνω πίνακας 6.2 που έχει προέλθει από τα μοντέλα REITS 2 και CONST 2. Ειδικότερα, αποκαλύπτει ότι η παγκόσμια χρηματοοικονομική κρίση επηρέασε διαφορετικά την κεφαλαιακή διάρθρωση των ΕΕΑΠ και των κατασκευαστικών επιχειρήσεων.

Οι ΕΕΑΠ προτίμησαν, λόγω της παγκόσμιας χρηματοοικονομικής κρίσης, να μεταβάλουν την κεφαλαιακή τους διάρθρωση αυξάνοντας τον εξωτερικό τους δανεισμό. Για τις ΕΕΑΠ γενικά λόγω των ιδιαίτερων χαρακτηριστικών τους και την υποχρεωτική διανομή των μερισμάτων τους, το πρόβλημα της χρηματοδότησης τους γίνεται ακόμη πιο έντονο σε περιόδους κρίσεων, και ίσως για αυτό το λόγο να αναγκάζονται να καταφεύγουν σε ακόμα περισσότερο δανεισμό.

Στον αντίποδα, η χρηματοοικονομική κρίση για τις κατασκευαστικές εταιρείες προκάλεσε μείωση της μόχλευσης τους. Μία πιθανή εξήγηση αποτελεί η γενική έλλειψη παροχής ρευστότητας των πιστωτικών ιδρυμάτων

λόγω της οικονομικής κρίσης, καθώς επίσης και η απροθυμία των πιστωτικών ιδρυμάτων να παρέχουν δάνεια σε δυνητικά επισφαλείς επιχειρήσεις, όπως οι κατασκευαστικές εταιρείες, όπου γενικά ο βιομηχανικός κλάδος τους πλήττεται ιδιαίτερα σε περιόδους οικονομικών υφέσεων.

6.3 Δυνητικές επεκτάσεις της έρευνας

Η περιγραφή των εμπειρικών δεδομένων δείχνει ότι χρησιμοποιήθηκε συνδυασμός διαστρωματικών – χρονολογικών σειρών (panel data). Όπως έχει ήδη αναφερθεί στο σχετικό κεφάλαιο της διατριβής, η χρονική διάσταση είναι σχετικά μικρή. Μία «αναδιαμόρφωση» των δεδομένων, με αύξηση των ετών για τα οποία «παρακολουθείται» μία επιχείρηση, θα έδινε την δυνατότητα για την κατασκευή «μακρών» διαστρωματικών – χρονολογικών σειρών (“long” panel data). Αυτός ο τύπος panel data θα μπορούσε να δώσει την δυνατότητα επέκτασης της οικονομετρικής μεθοδολογίας και την χρήση μεθόδων («καθαρών») χρονολογικών σειρών, όπως για παράδειγμα τη χρήση υποδειγμάτων αυτοπαλίνδρομων διανυσμάτων (Vector Autoregressive Model – VAR).

Διαφορετικός τύπος ανάλυσης που θα μπορούσε να γίνει τόσο με την υπάρχουσα βάση δεδομένων, όσο και με πιθανή επέκταση της, είναι η ανάλυση που θα εστιάζει σε συγκεκριμένες χώρες. Είναι προφανές ότι μια τέτοια ανάλυση θα μείωνε σημαντικά τον αριθμό των παρατηρήσεων στην οικονομετρική ανάλυση, θα μπορούσε όμως να δώσει ενδιαφέροντα αποτελέσματα για συγκεκριμένες χώρες, ειδικά αυτές για τις οποίες υπάρχει

μεγάλος αριθμός επιχειρήσεων. Θα ήταν επίσης ενδιαφέρον να μπορούσε μια τέτοια ανάλυση να επεκταθεί και σε «χαμηλότερα» του εθνικού χωρικά επίπεδα, δηλαδή να αποκτούσε περιφερειακή διάσταση. Βέβαια, υπάρχει το πρόβλημα ότι τα στοιχεία, όπως αυτά που χρησιμοποιήθηκαν σε αυτή την διατριβή, υφίστανται μόνο σε εθνικό επίπεδο, θα μπορούσε, όμως, να γίνει κάποια ειδική μελέτη, η οποία θα συνέλεγε στοιχεία για εταιρείες που δραστηριοποιούνται σε συγκεκριμένες περιοχές, όπως για παράδειγμα η μελέτη σε πολιτειακό επίπεδο για τις ΗΠΑ.

Μία ακόμη δυνητική περιοχή έρευνας είναι η εφαρμογή ενός από τα καινοτομικά στοιχεία της διατριβής αυτής, συγκεκριμένα της χρήσης και «μακροοικονομικών» μεταβλητών πέρα από τις συνήθεις «μικροοικονομικές» μεταβλητές που χρησιμοποιούνται σε ανάλογες μελέτες, και σε άλλους οικονομικούς κλάδους, πέραν από αυτούς που έχουν αναλυθεί εδώ. Υπάρχουν πλέον - κατά την διάρκεια της συγγραφής της διατριβής αυτής - δείγματα έρευνας προς αυτή την κατεύθυνση, όμως η χρήση μικροοικονομικών μεταβλητών παραμένει ο κανόνας.

Τέλος, ανάλογη έρευνα μπορεί να επεκταθεί σε άλλους οικονομικούς κλάδους. Αντίστοιχα, θα μπορούσαν να συγκριθούν επενδυτικές συμπεριφορές επιχειρήσεων που δραστηριοποιούνται σε παρόμοιους βιομηχανικούς τομείς. Μια παρόμοια έρευνα θα μπορούσε να ενσωματώσει νέους παράγοντες όπως το χρηματοπιστωτικό σύστημα (πχ Τραπεζοκεντρικό, Αγοράς, κτλ) στο οποίο λειτουργούν οι εταιρείες.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

- Agca, S., and A. Mozundar. (2004) Firm Size, Debt Capacity, and Corporate Financing Choices. *SSRN Working Paper Series*.
- Anderson, T.W. and Hsiao, C., (1982) Formulation and estimation of dynamic models using panel data, *Journal of Econometrics*, 18, 47-82.
- Ang, J. S., Chua, J. H. and McConnell, J. J. (1982) The Administrative Costs of Corporate Bankruptcy: A Note, *Journal of Finance*, 37(1), 219-226.
- Antoniou, A., Guney, Y. and Paudyal, K. (2002) Determinants of corporate capital structure: evidence from European countries, *Centre for Empirical Research in Finance*, Department of Economics and Finance, University of Durham.
- Antoniou, A., Guney, Y. and Paudyal, K. (2006) The Determinants of Debt Maturity Structure: Evidence from France, Germany and the UK, *European Financial Management*, 12(2), 161-194.
- Arellano, M., (1989) A note on the Anderson-Hsiao estimator for panel data, *Economics Letters, Elsevier*, 31(4), 337-341.
- Arellano, M., and Bond, S., (1991) Some tests of specification for panel data: Monte Carlo evidence and an application to employment equations, *Review of Economic Studies*, 58, 277-297.
- Arellano, M. and Bover, O., (1995) Another look at the instrumental variables estimation of error components models, *Journal of Econometrics*, 68, 29-51.
- Arellano, M., (2003) *Panel Data Econometrics*. New York: Oxford University Press.
- Baker, M. P., Greenwood, R. M. and Wurgler, J. A. (2003) The Maturity of Debt Issues and Predictable Variation in Bond Returns, *Journal of Financial Economics*, 70, 261-291.
- Baker, M. P. and Wurgler, J. A. (2002) Market Timing and Capital Structure, *Journal of Finance*, 57(1), 1-32.
- Ball, M. (1996) *Housing and Construction*. A Troubled Relationship. Bristol, Policy Press.

-
- Baltagi, B. H., (2005) *Econometric Analysis of Panel Data*, 3rd edition, Wiley, Chichester.
- Barclay, M. J. and Smith, C. W. Jr. (1995) The maturity structure of corporate debt, *Journal of Finance*, 50(2), 609-631.
- Barclay, M. J. and Smith, C. W. Jr. (1996) On financial architecture: leverage, maturity and priority, *Journal of Applied Corporate Finance*, 8(4), 4-17.
- Barclay, M. J. and Morellec, E. (2006) On the Debt Capacity of Growth Options, *Journal of Business*, 79(1), 37-60.
- Barclay, M. J., Marx, L. M. and Smith, C. Jr. (2003) The joint determination of leverage and maturity, *Journal of Corporate Finance*, 9(2), 149-167.
- Barton, S. L., Hill, N. C. and Sundaram, S. (1989) An Empirical Test of Stakeholder Theory Predictions of Capital Structure , *Financial Management*, 18(1), 36-44.
- Bevan, A. A., and Danbolt, J. (2004) Testing for inconsistencies in the estimation of UK capital structure determinants. *Applied Financial Economics*, 14(1), 55-66.
- Blazenko, G. W. (1987) Managerial Preference, Asymmetric Information, and Financial Structure, *Journal of Finance*, 42(4), 839-862.
- Blundell, R. W. and Bond, S. R., (1998) Initial conditions and moment restrictions in dynamic panel data models, *Journal of Econometrics*, 87, 115-143.
- Bolton, P. and Scharfstein, D. (1990) A theory of predation based on agency problems in financial contracting., *American Economic Review*, 80(1), 93-106.
- Bond, S. A. and Scott, P. J. (2006) The capital structure decision for listed Real Estate companies, *Working Paper Series*
- Booth, L., Aivazian, V., Demirguc, A. and Maksimovic, V. (2001) Capital structure in developing countries, *Journal of Finance*, 56(1), 87-130.
- Bradley, M., Gregg, A. J. and Kim, E. H. (1984) On the existence of an optimal capital structure: Theory and Evidence, *Journal of Finance*, 39(3), 857-878.
- Castanias, R. (1983) Bankruptcy Risk and Optimal Capital Structure, *Journal of Finance*, 38(5), 1617-1635.

-
- Chalmers, A.F. (1999) *What is This Thing Called Science?*, 3rd edition, Open University Press, Buckingham.
- Charkham, J. P. (1994) *Keeping good company: A study of corporate governance in five countries*, Clarendon Press (Oxford and New York) .
- Chen, J. J. (2004) Determinants of capital structure of Chinese-listed companies, *Journal of Business Research*, 57(12), 1341-1351.
- Chiang, Y.-H., Tang, B.-S., Leung, W.-Y. (2001) Market structure of the construction industry in Hong Kong, *Construction Management and Economics*, 19(7), 675–687.
- Coffee, J. C. and Black, B. S. (1994) Hail Britannia?: Institutional Investor Behavior Under Limited Regulation, *Michigan Law Review*, 92, 1997-2087.
- Costantino, N., Pietroforte, R., Hamill, P. (2001). Subcontracting in commercial and residential construction: an empirical investigation. *Construction Management and Economics*, 19(4), 439–447.
- Daskalakis, N. and Psillaki, M. (2008) Do country or firm factors explain capital structure? Evidence from SMEs in France and Greece, *Applied Financial Economics*, 18, 87-97.
- DeAngelo, H., and Masulis, R. (1980) Optimal capital structure under corporate and personal taxation. *Journal of Financial Economics*, 8, 3-29.
- Dang, V. A. (2011) Leverage, Debt Maturity and Firm Investment: An Empirical Analysis, *Journal of Business Finance & Accounting*, 38, 225-258.
- De Jong, A., Kabir, R. and Nguyen, T. T. (2008) Capital structure around the world: The roles of firm- and country-specific determinants, *Journal of Banking and Finance*, 32, 1954-1969.
- Demirguc-Kunt, A. and Maksimovic, V. (1999) Institutions, Financial Markets, and Firms Debt Maturity, *Journal of Financial Economics*, 54(3), 295-336.
- Diamond, D. W. (1991) Debt maturity structure and liquidity risk , *Quarterly Journal of Economics*, 106(3), 709-737.

-
- Drobetz, W. and Fix, R. (2005) What are the Determinants of the Capital Structure? Evidence from Switzerland, *Swiss Journal of Economics and Statistics (SJES)*, *Swiss Society of Economics and Statistics (SSES)*, 141(1), 71-113.
- Eccles, R. G. (1981) Bureaucratic versus craft administration: the relationship of market structure to the construction firm. *Administrative Science Quarterly*, 26, 449-469.
- Fama, E. F. and French, K. R. (2002) Testing Trade-Off and Pecking Order predictions about dividends and debt, *Review of Financial Studies*, 15(1), 1-33.
- Feidakis, A. and Rovolis, A. (2006) Macroeconomic and Microeconomic Determinants of Capital Structure Choice in Real Estate Industry in North America and European Union: A Dynamic Panel Analysis. *46th Congress of the European Regional Science Association (ERSA 2006)*, 30 August 2006 - 3 September 2006. Conference Proceedings. A Selection of Papers, 2, 39-68.
- Feidakis, A. and Rovolis, A. (2007) Capital structure choice in European Union: Evidence from the construction industry, *Applied Financial Economics*, 17(12), 989-1002.
- Feidakis, A. (2008) *Principal-Agent Theory*, in Phillip Anthony O'Hara (Ed), *International Encyclopedia of Public Policy-Governance in a Global Age, Social, Environmental and Corporate Governance*. GPERU: Perth (2008), 4, 531-547.
- Feidakis, A. (2012) Evaluating the impact of the economic determinants in Real Estate Investment Trusts (REITs). *5th PhD Conference in Economics 2012. National and Kapodistrian University of Athens*, Department of Economics and the Doctoral Program in Economics (UADPhilEcon).
- Φειδάκης, Α. και Ροβολής, Α. (2012) «Κεφαλαιακή Διάρθρωση των Επιχειρήσεων Διαχείρισης Ακινήτων: Κεφαλαιακή Διάρθρωση και Οικονομική Κρίση». *Ελληνική Εταιρεία Περιφερειακής Επιστήμης (ERSA-GR)*, 10ο Τακτικό Επιστημονικό Συνέδριο, Οικονομική κρίση και πολιτικές ανάπτυξης και συνοχής. Συνδιοργάνωση: Αριστοτέλειο Πανεπιστήμιο Θεσσαλονίκης, Πανεπιστήμιο Μακεδονίας.

-
- Feidakis, A. and Rovolis, A. (2014) Evaluating the impact of Economic factors on REITs' capital structure around the world, *Journal of Property Investment & Finance*, 32(1), 5-20.
- Ferri, M. G. and Jones, W. H. (1979) Determinants of Financial Structure: A New Methodological Approach, *Journal of Finance*, 34(3), 631-644.
- Fisher, E. O., Heinkel, R. and Zechner, J. (1989) Dynamic Capital Structure Choice: Theory and Tests, *Journal of Finance*, 44(1), 19-40.
- Flannery, M. J. (1986) Asymmetric information and risky debt maturity choice, *Journal of Finance*, 41(1), 19-37.
- Frank, M., and Goyal, V. (2003) Testing the Pecking Order Theory of Capital structure, *Journal of Financial Economics*, 67, 217-248.
- Frank, M., and Goyal, V. (2004) Capital structure decisions: Which factors are reliably important? *Working paper, University of British Columbia*.
- Friend, I. and Lang, H. P. (1988) An Empirical Test of the Impact of Managerial Self-Interest on Corporate Capital Structure, *Journal of Finance*, 43(2), 271-281.
- Gaud, P., Jani, E., Hoesli, M. and Bender, A. (2005) The capital structure of Swiss companies: an empirical analysis using dynamic panel data, *European Financial Management*, 11, 51-69.
- Geltner, D. and Miller, N. (2001). *Commercial Real Estate Analysis and Investments*. Upper Saddle River. NJ: Prentice-Hall.
- Gentry, W. M. and Mayer, C. J. (2002) What Can We Learn about Investment and Capital Structure with a Better Measure of q ? , *AFA 2003 Washington, DC Meetings*.
- Giannetti, M. (2003) Do better institutions mitigate agency problems? Evidence from corporate finance choices, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 38(1), 185-212.
- Graham, J. R. and Harvey, C. R. (2001) The theory and practice of corporate finance: Evidence from the field, *Journal of Financial Economics*, 61, 187-243.
- Graham, J. R. (2006) A Review of Taxes and Corporate Finance, *Foundations and Trends in Finance*, 1(7).

-
- Greene, W. H. (2002) *Econometrics Analysis*, 5th edition, Prentice Hall.
- Guedes, J. and Opler, T. (1996) The Determinants of the Maturity of Corporate Debt Issues , *Journal of Finance*, 51(5), 1809-1833.
- Gureshi, M. A., and Azid, T. (2006) Did They Do It Differently? Capital Structure Choices of Public and Private Sectors in Pakistan, *The Pakistan Development Review*, 45(4), 701-709.
- Hansen, L. P., (1982) Large sample properties of Generalized Method of Moments estimators, *Econometrica*, 50, 1029-1054.
- Harris, M. and Raviv, A. (1990) Capital structure and the informational role of debt, *Journal of Finance*, 45(2), 321-349.
- Harris, M. and Raviv, A., (1991) The theory of capital structure, *Journal of Finance*, 46, 297-355.
- Hart, O. and Moore, J. (1994) A theory of debt based on the inalienability of human capital, *The Quarterly Journal of Economics*, 109(4), 841-879.
- Haugen, R. A. and Senbet, L. W. (1986) Corporate Finance and Taxes: A Review, *Financial Management*, 15(3), 5-21.
- Heinkel, R. (1982) Theory of Capital Structure Relevance under Imperfect Information, *Journal of Finance*, 37(5), 1141-1150.
- Hoesli, M., and MacGregor, B. D. (2000) *Property Investments-Principles and Practice of Portfolio Management*. London: Longman.
- Hoshi, T., Kashyap, A. and Scharfstein, D. (1990) The role of banks in reducing the costs of financial distress in Japan, *Journal of Financial Economics*, 27(1), 67-88.
- Hovakimian, A., Opler, T. and Titman, S. (2001) The Debt-Equity choice, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 36(1), 1-24.
- Hunsaker, J. (1999) The role of debt and bankruptcy statutes in facilitating tacit collusion, *Managerial and Decision Economics*, 20(1), 9-24.
- Jaffe, J. (1991) Taxes and capital structure of partnerships, REITs, and related entites, *Journal of Finance*, 46(1), 401-407.

-
- Jensen, M., and Meckling, W., (1976) Theory of the firm: Managerial behaviour, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
- Jensen, M. C. (1986) Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers, *American Economic Review*, 76, 323-329.
- Johnson, S. A. (1997) An Empirical Analysis of the Determinants of Corporate Debt Ownership Structure, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 32, 47-69.
- Johnson, S. A. (2003) Debt maturity and the effects of growth opportunities and liquidity risk on leverage, *Review of Financial Studies*, 16(1), 209-236.
- Jung, K., Kim, Y-C. and Stulz, R. M. (1996) Timing, investment opportunities, managerial discretion, and the security issue decision, *Journal of Financial Economics*, 42(2), 159-186.
- Kamath, R. R. (1997) Long-Term Financing Decisions: Views and Practices of Financial Managers of NYSE Firms, *The Financial Review*, 32(2), 331-356.
- Kaplan, S. N. (2005) Corporate governance and corporate performance: A comparison of Germany, Japan and the U.S., *Journal of Applied Corporate Finance*, 9(4), 86-93.
- Kayhan, A. and Titman, S. (2007) Firms' histories and their capital structures, *Journal of Financial Economics*, 83(1), 1-32.
- Kayo, E. K. and Kimura, H. (2011) Hierarchical determinants of capital structure, *Journal of Banking and Finance* 35(2), 358-371.
- Kester, C. W. (1986) Capital and ownership structure: A comparison of united States and Japanese manufacturing corporations, *Financial Management*, 5-16.
- Kim, E. H. (1978) A mean-variance theory of optimal capital structure and corporate debt capacity. *Journal of Finance*, 33, 45-63.
- Kim, H., Heshmati, A. and Aoun, D. (2006) Dynamics of Capital Structure: The Case of KOPEAn Listed Manufacturing Companies, *Asian Economic Journal*, 20(3), 275-302.

-
- Kim, W. S. and Sorensen, E. H. (1986) Evidence on the Impact of the Agency Costs of Debt on Corporate Debt Policy, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 21, 131-144.
- Klein, L. S., O'Brien, T. J. and Peters, S. R. (2002) Debt vs. equity and asymmetric information: A review, *The Financial Review*, 37, 317-350.
- Korajczyk, R. A., Lucas, D. J. and McDonald, R. L. (1991) The Effect of Information Releases on the Pricing and Timing of Equity Issues, *The Review of Financial Studies*, 4(4), 685-708.
- Kraus, A. and Litzenberger, R. H. (1973) A State-Preference Model of Optimal Financial Leverage, *Journal of Finance*, 28, 911-922.
- Kremp, E., Stöss E. and Gerdesmeier, D., 1999, Estimation of a debt function: evidence from French and German firm panel data. In: Sauvé, A. and M. Scheuer, (eds), *Corporate Finance in Germany and France. A Joint Research Project of the Deutsche Bundesbank and the Banque de France. Deutsche Bundesbank and Banque de France*, 139-194.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., and Vishny, R. W. (1998) Law and Finance, *Journal of Political Economy*, 106(6), 1113-1155.
- Lemmon, M. L. and Zender, J. F. (2004) Debt capacity and tests of capital structure theories, *Working Paper, University of Utah*.
- Leary, M. T. and Roberts, M. R. (2005) Do firms rebalance their capital structures?, *Journal of Finance*, 60(6), 2575-2619.
- Leland, H. E. and Pyle, D. H. (1977) Informational Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation, *Journal of Finance*, 32(2), 371-387.
- Linder, M. (1994) *Projecting Capitalism: A History of the Internationalization of the Construction Industry*. Westport, Greenwood Press.
- Lewellen, W. (1971) A pure financial rationale for the conglomerate merger, *Journal of Finance* 26, 521-537.
- Macas Nunes, P. J. and Serrasqueiro, Z. M. (2007) Capital Structure of Portuguese Service Industries: A Panel Data Analysis, *The Service Industries Journal*, 27(5), 549-561.

-
- MacKay, P. and Phillips, G. M. (2005) How does industry affect firm financial structure?, *Review of Financial Studies*, 18(4), 1433-1466.
- MacKie-Mason, J. K. (1990) Do taxes affect corporate financing decisions?, *Journal of Finance*, 45(5), 1471-93.
- Marsh, P. (1982) The Choice Between Equity and Debt: An Empirical Study, *Journal of Finance*, 37(1), 121-144.
- Michaelas, N., F. Chittenden and P. Poutsouris (1999) Financial policy and capital structure choice in U.K. SMEs: Empirical evidence from company panel data, *Small Business Economics*, 12, 113-130.
- Miller, M. H. (1977) Debt and Taxes. *Journal of Finance*, 32, 261-274.
- Modigliani, M. and Miller, M. (1958) The cost of capital, corporation finance and the theory of investment, *American Economic Review*, 48(3), 261-297.
- Morri, G. and Cristanziani, F. (2009) What determines the capital structure of real estate companies?: An analysis of the EPRA/NAREIT Europe Index, *Journal of Property Investment & Finance*, 27(4), 318-372.
- Myers, S. C. (1977) Determinants of corporate borrowing, *Journal of Financial Economics*, 5(2), 147-175.
- Myers, S. C. (1984) The capital structure puzzle, *Journal of Finance*, 39(3), 575-592.
- Myers, S. C. and Majluf, N. S. (1984) Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have, *Journal of Financial Economics*, 13(2), 187-221.
- Nickell, S. J. (1981) Biases in Dynamic Models with Fixed Effects, *Econometrica*, *Econometric Society*, 49(6), 1417-26.
- Nishioka, S. and Baba, N., (2004) Dynamic capital structure of Japanese firms: How far the reduction of excess leverage progressed in Japan? *Bank of Japan Working Paper Series*.
- Norvaisiene, R., & Stankeviciene, J. (2007) The interaction of internal determinants and decisions on capital structure at the Baltic listed companies. *Economics of Engineering Decisions*, 2(52), 7-17.

-
- OECD (2010) Construction Industry, OECD Journal: *Competition Law and Policy*, 10(1).
- Ofek, E. (1993) Capital structure and firm response to poor performance: An empirical investigation, *Journal of Financial Economics*, 34, 3-30.
- Omet, G., and Mashharawe, F., (2003) The capital structure choice in tax contrasting environments: evidence from the Jordanian, Kuwaiti, Omani and Saudi corporate sectors. *Working paper, The Hashemite University*.
- Ooi, J.T.L., Ong, S. -E. and Li, L. (2010) An Analysis of the Financing Decisions of REITs: The Role of Market Timing and Target Leverage, *Journal of Real Estate Finance and Economics*, 40, 130-160.
- Ozkan, A. (2002) The determinants of corporate debt maturity: evidence from UK firms, *Applied Financial Economics*, 12, 19-24.
- Rajan, R. and Zingales, L. (1995) What do we know about capital structure? Some evidence from international data, *Journal of Finance*, 50, 1421-1460.
- Reeves, K. (2002) Construction business systems in Japan: general contractors and subcontractors. *Building Research and Information*, 30(6), 413-424.
- Ritter, J. R. (2002) The windows of opportunity theory of capital structure, *Working Paper, University of Florida*.
- Roe, M. J. (1993) Some differences in corporate structure in Germany, Japan and the United States, *Yale Law Journal*, 102, 1927-2003.
- Ross, S. (1977) The determination of financial structure: the incentive-signaling approach, *Bell Journal of Economics*, 8, 23-40.
- Sargan, J. D., (1958) The estimation of economic relationships using instrumental variable, *Econometrica*, 26, 393-415.
- Schiantarelli, F. and Sembenelli, A. (1997) The Maturity Structure of Debt: Determinants and Effects on Firms' Performance? Evidence from the United Kingdom and Italy, *World Bank Policy Research Working Paper No. 1699*.
- Schwartz, E. and Aronson, J. R. (1967) Some Surrogate Evidence in Support of the Concept of Optimal Financial Structure, *The Journal of Finance*, 22(1), 10-18.

-
- Scott, J. H. Jr. (1976) A theory of optimal capital structure, *Bell Journal of Economics*, 7(1), 33-54.
- Shleifer, A. and Vishny, R. W. (1992) Liquidation values and debt capacity: A market equilibrium approach, *Journal of Finance*, 47(4), 1343-1366.
- Shyam-Sunder, L., (1991) The Stock Price Effect of Risky Versus Safe Debt, *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 26(4), 549-558.
- Shyam-Sunder, L. and Myers, S. C. (1999) Testing static trade-off against pecking order models of capital structure, *Journal of Financial Economics*, 51, 219-244.
- Smith, C. (1986) Investment banking and the capital acquisition process, *Journal of Financial Economics, Elsevier*, 15, 3-29.
- Smith, C. Jr. and Warner, J. B. (1979) On financial contracting : An analysis of bond covenants, *Journal of Financial Economics*, 7(2), 117-161.
- Stephan, A., Talavera, O. and Tsapin, A. (2008) Corporate Debt Maturity Choice in Transition Financial Markets, *Working Paper Series in Economics and Institutions of Innovation*, 125, Royal Institute of Technology, CESIS - Centre of Excellence for Science and Innovation Studies.
- Stigler, G. J. (1963) *Capital and rates of return in manufacturing industries*, New York Princeton University Press, Princeton, N.J.
- Stohs, M. H. and Mauer, D. C. (1996) The Determinants of Corporate Debt Maturity Structure, *Journal of Business*, 69(3), 279-312.
- Swinnen, S., Voordeckers, W., and Vandemaele, S., (2005) Capital structure in SMEs: pecking order versus static trade-off, bounded rationality and the behavioural principle. *European Financial Management Association, 2005 Annual Meetings, June 29-July 2, 2005, Milan, Italy*.
- Thies, C. and Klock, M. S. (1992) Determinants of capital structure, *Review of Financial Economics*, 1(2), 40-52.
- Titman, S. and Wessels, R., (1988) The determinants of capital structure choice, *Journal of Finance*, 43(1), 1-19.

-
- Venkiteshwaran, V. (2011) Asset Tangibility and Corporate Debt Capacity- An Empirical Investigation, *SWFA Conference, Houston*.
- Voulgaris, F., Asteriou, D. and Agiomirgianakis, G., (2004) Size and determinants of capital structure in the Greek manufacturing sector, *International Review of Applied Economics*, 18(2), 247-262.
- Wald, J. K. (1999) How firms characteristics affect capital structure: an international comparison, *Journal of Financial Research*, 22(2), 161-187.
- Warner, J. (1977) Bankruptcy costs: some evidence, *Journal of Finance*, 32(2), 337-347.
- Welch, I. (2004) Capital structure and stock returns, *Journal of Political Economy*, 112(1), 106-131.
- Welch, I. (2011) Two Common Problems in Capital Structure Research: The Financial-Debt-To-Asset Ratio and Issuing Activity Versus Leverage Changes. *International Review of Finance*, 11(1), 1-17.
- Westgaard, S., Eidet, A., Grosås, T. C. and Frydenberg, S. (2008) Investigating the Capital structure of UK real estate companies, *Journal of Property Research*, 25(1), 61-87.
- Williamson, O. E. (1985) *The Economic Institutions of Capitalism*. New York, The Free Press.
- Williamson, O. E. (1988) Corporate Finance and Corporate Governance, *Journal of Finance*, 43(3), 567-591.
- Windmeijer, F. (2005) A finite sample correction for the variance of linear efficient two-step GMM estimators, *Journal of Econometrics*, 126, 25-51.
- Wooldridge, J. M. 2002 *Econometric Analysis of Cross Section and Panel Data*. Cambridge, MA: MIT Press.
- Wong, P. S. P., On Cheung, S., Ho, P. K. M. (2005). Contractor as trust initiator in construction partnering – prisoner’s dilemma perspective. *Journal of Construction Engineering and Management*, 131(10). 1045–1053.

Zheng, X., Ghoul, S. E., Guedhami, O. and Kwok, C. C. Y. (2012) National culture and corporate debt maturity, *Journal of Banking and Finance*, 36(2), 468-488.