

ΤΕΧΝΟΛΟΓΙΚΟ ΕΚΠΑΙΔΕΥΤΙΚΟ ΙΔΡΥΜΑ ΜΕΣΟΛΟΓΓΙΟΥ

ΣΧΟΛΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ & ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ

ΤΜΗΜΑ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗΣ



Π Τ Υ Χ Ι Α Κ Η Ε Ρ Γ Α Σ Ι Α

Πως διαμορφώνεται η σύγχρονη Κεφαλαιακή Διάρθρωση των
Επιχειρήσεων;
Ποιες αλλαγές έφερε το θεώρημα Modigliani – Miller;

ΚΑΤΣΙΚΟΓΙΩΡΓΟΥ ΠΕΤΡ. ΙΩΑΝΝΑ

ΕΙΣΗΓΗΤΗΣ
ΒΕΛΤΣΙΣΤΑΣ ΚΩΝΣΤΑΝΤΙΝΟΣ

ΜΕΣΟΛΟΓΓΙ 2013

ΤΕΧΝΟΛΟΓΙΚΟ ΕΚΠΑΙΔΕΥΤΙΚΟ ΙΔΡΥΜΑ ΜΕΣΟΛΟΓΓΙΟΥ

ΣΧΟΛΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ & ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ

ΤΜΗΜΑ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗΣ

Π Τ Υ Χ Ι Α Κ Η Ε Ρ Γ Α Σ Ι Α

Πως διαμορφώνεται η σύγχρονη Κεφαλαιακή Διάρθρωση των
Επιχειρήσεων;
Ποιες αλλαγές έφερε το θεώρημα Modigliani – Miller;

ΚΑΤΣΙΚΟΓΙΩΡΓΟΥ ΠΕΤΡ. ΙΩΑΝΝΑ (Α.Μ. 10497)
ioankats@logistiki.teimes.gr

ΕΙΣΗΓΗΤΗΣ
ΒΕΛΤΣΙΣΤΑΣ ΚΩΝΣΤΑΝΤΙΝΟΣ

ΜΕΣΟΛΟΓΓΙ 2013

ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ

Θα ήθελα να ευχαριστήσω τον εποπτεύοντα καθηγητή της πτυχιακής μου εργασίας κ. Βελτσίστα Κωνσταντίνο για τις πληροφορίες που μου προσέφερε κατά την εκπόνηση της, καθώς επίσης να ευχαριστήσω τη μητέρα μου και την εξαδέλφη μου Κωνσταντίνα για την πολύτιμη βοήθειά τους, την κατανόηση και κυρίως την ηθική συμπαράσταση που μου προσέφεραν κατά τη διάρκεια των σπουδών μου.

ΠΡΟΛΟΓΟΣ - ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Η παρούσα εργασία διεξήχθη στην Αθήνα κατά το διάστημα 2012 – 2013. Κύριος πυρήνας της είναι η προσέγγιση του βασικού θεωρήματος των Modigliani – Miller (MM) για την κεφαλαιακή διάρθρωση των επιχειρήσεων σε καθαρά θεωρητικό επίπεδο, καθώς και ο βαθμός που οι προσεγγίσεις των δύο συνέβαλαν στη διαμόρφωση της σύγχρονης κεφαλαιακής διάρθρωσης.

Στη προσπάθεια να μελετήσουμε, να αναλύσουμε και να κατανοήσουμε καλύτερα την ουσία του θέματος,στηριχτήκαμε για την εργασία αυτή κυρίως στην ελληνική βιβλιογραφία και ελάχιστα στην ξενόγλωσση, παραθέτοντας εκτός από τις προσεγγίσεις των Modigliani -Miller, και άλλες θεωρίες κεφαλαιακής διάρθρωσης, στατιστικά στοιχεία και εκτιμήσεις.

Μέσα από τη μελέτη των διαφόρων θεωριών και προσεγγίσεων της κεφαλαιακής διάρθρωσης τίθεται ο στόχος του προσδιορισμού, της αναλογίας των πηγών χρηματοδότησης μιας επιχείρησης με σκοπό την πραγματοποίηση επενδύσεων και της έκτασης κατά την οποία οι δραστηριότητες της επιχείρησης χρηματοδοτούνται μέσω των μακροπρόθεσμων πηγών χρηματοδότησης. Λαμβάνοντας υπόψη τη βασική θεωρία των Modigliani–Miller καθώς και κάποιες από τις κυριότερες θεωρίες κεφαλαιακής διάρθρωσης που εμφανίζονται στη βιβλιογραφία των τελευταίων εικοσιπέντε ετών (θεωρία trade-off,θεωρία peckingorder, θεωρία κόστους αντιπροσώπευσης κ.α.), η παρούσα μελέτη έχει επίσης σκοπό την ανάπτυξη των κυριότερων παραγόντων που επηρεάζουν τη κεφαλαιακή διάρθρωση των επιχειρήσεων και το πόσο αυτή έχει διαφοροποιηθεί κατά το πέρασ των χρόνων επηρεασμένη των διαφόρων αυτών θεωριών.

Όπως προαναφέραμε η παρούσα μελέτη έχει σκοπό τη προσέγγιση του θέματος σε θεωρητικό πλαίσιο, ενώ αναπτύσσεταιμέσα στα επόμενα έξι κεφάλαια. Το ξεκίνημα γίνεται στο πρώτο κεφάλαιο με την αναφορά των βασικών ορισμών και εννοιών της κεφαλαιακής διάρθρωσης καθώς και τη συσχέτισή της με την έννοια της χρηματοοικονομικής διάρθρωσης. Μελετώνται επίσης η σχέση κεφαλαιακής αξίας και δομής της επιχείρησης και οι δείκτες της κεφαλαιακής διάρθρωσης.

Στο δεύτερο κεφάλαιο παρουσιάζονται οι προσεγγίσεις των Modigliani – Miller (MM)με φόρους και χωρίς φόρους. Τη κριτική και τις αντιδράσεις που δέχτηκαν οι θεωρίες αυτές από άλλουςοικονομολόγους λόγω των σημαντικών περιοριστικών υποθέσεών τους αφού θεωρήθηκαν μη ρεαλιστικές, αναφέρονται επίσης στο κεφάλαιο αυτό.

Στο τρίτο κεφάλαιο γίνεται παράθεση και των άλλων σημαντικών θεωριών κεφαλαιακής διάρθρωσης, πλην αυτής των MM, όπως η θεωρία trade – off, η θεωρία peckingorder, αυτή του κόστους αντιπροσώπευσης και η θεωρία της σήμανσης, καθώς επίσης και εκείνη του markettiming.

Τα προβλήματα που προκύπτουν σε περίπτωση υπερβολικού δανεισμού των επιχειρήσεων γνωστά ως χρηματοοικονομικές δυσχέρειες αναφέρονται στο τέταρτο κεφάλαιο όπως και η μερισματική πολιτική που αυτές ακολουθούν. Εξετάζεται επίσης η επίδραση της τελευταίας στην αξία της επιχείρησης και τις επιλογές των επενδυτών, υπό το πρίσμα τριών θεωριών. Τη θεωρία της Φορολογικής Διαφοροποίησης, εκείνη του «καλύτερα πέντε και στο χέρι» και τέλος τη θεωρία της Μη Σχετικότητας του Μερίσματος.

Στο πέμπτο κεφάλαιο αναφέρονται οι τρεις χρηματοοικονομικοί δείκτες και η επίδρασή τους στο καθορισμό στόχων χρέους καθώς επίσης και οι εμπειρικές έρευνες που πραγματοποιήθηκαν σε Ηνωμένες Πολιτείες Αμερικής, Ευρώπη και Ελλάδα και αφορούσαν στη μέθοδο κεφαλαιακής διάρθρωσης που επέλεξαν να χρησιμοποιήσουν οι επιχειρήσεις των χωρών που πήραν μέρος.

Τα συμπεράσματα και οι προτάσεις που προέκυψαν από τη συγκεκριμένη μελέτη αναπτύσσονται στο έκτο κεφάλαιο αυτής εδώ της εργασίας.

Τέλος υπάρχει η ανασκόπηση των βιβλιογραφικών αναφορών πάνω στις οποίες στηρίχτηκε η μελέτη αυτή.

Οι διαπιστώσεις, τα αποτελέσματα, τα συμπεράσματα και οι πιθανές προτάσεις της παρούσας πτυχιακής εργασίας –εκτός των αναφορών που σημαίνονται ως λήμματα- αποτελούν προσωπικές θεωρητικές ή εμπειρικές διαπιστώσεις του σπουδαστή (σπουδάστριάς) ή της ομάδας των σπουδαστών που την επιμελήθηκαν και δεν απηχούν κατ' ανάγκη τη γνώμη του εισηγητή εκπαιδευτικού, του Εκπαιδευτικού Προσωπικού του Τμήματος Λογιστικής ή του Α.Τ.Ε.Ι. Μεσολογγίου.

Κατσιογιώργου Ιωάννα

Μεσολόγγι, 2013

1. Πίνακας Περιεχομένων

ΠΡΟΛΟΓΟΣ - ΕΙΣΑΓΩΓΗ	1
1. ΚΕΦΑΛΑΙΑΚΗ ΔΙΑΡΘΡΩΣΗ	4
1.1 Ορισμός	4
1.2 Σχέση κεφαλαιακής αξίας και δομής της επιχείρησης	5
1.3 Δείκτες Κεφαλαιακής Διάρθρωσης	6
1.4 Βασικές Έννοιες Κεφαλαιακής Διάρθρωσης	6
2. ΟΙ ΠΡΟΤΑΣΕΙΣ ΚΑΙ ΤΑ ΘΕΩΡΗΜΑΤΑ ΤΩΝ MODIGLIANI – MILLER	8
2.1 Εισαγωγή	8
2.2 Θεώρημα Modigliani – Miller χωρίς φόρους	9
2.2.1 Πρώτη πρόταση Υποδείγματος MM – Η αξία της επιχείρησης και η Κεφαλαιακή Διάρθρωση	10
2.2.2 Δεύτερη πρόταση Υποδείγματος MM – Προσδιορισμός Κόστους Κεφαλαίων	11
2.2.3 Τρίτη πρόταση Υποδείγματος MM – Επενδυτική Πολιτική και Κεφαλαιακή Διάρθρωση	12
2.3 Θεώρημα Modigliani – Miller με φόρους	13
2.4 Αντιδράσεις και Κριτική των Θεωρημάτων των MM	15
3. ΆΛΛΕΣ ΘΕΩΡΙΕΣ ΚΕΦΑΛΑΙΑΚΗΣ ΔΙΑΡΘΡΩΣΗΣ	17
3.1 Εισαγωγή	17
3.2 Θεωρία Αντιστάθμισης (Trade-off)	18
3.3 Θεωρία Ταξινόμησης – Επιλογής Κεφαλαίων (pecking order)	18
3.4 Η θεωρία σήμανσης (signaling theory)	19
3.5 Θεωρία Κόστους Αντιπροσώπευσης	20
3.6 Θεωρία Market Timing	20
4. ΟΙ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΔΥΣΧΕΡΕΙΕΣ ΚΑΙ Η ΜΕΡΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ	22
4.1 Χρηματοοικονομικές Δυσχέρειες	22
4.2 Μερισματική Πολιτική (Dividend Policy)	23
4.2.1 Θεωρία της Φορολογικής Διαφοροποίησης	23
4.2.2 Θεωρία του «καλύτερα πέντε και στο χέρι» (Bird-in-the-Hand-Theory)	24
4.2.3 Θεωρία της Μη Σχετικότητας του Μερισματος (Dividend Irrelevance Theory)	24
5. ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΙ ΔΕΙΚΤΕΣ ΚΑΙ ΕΜΠΕΙΡΙΚΕΣ ΜΕΛΕΤΕΣ	25
5.1 Χρηματοοικονομικοί Δείκτες	25
5.1.1 Η επίδραση των χρηματοοικονομικών δεικτών στο καθορισμό στόχων χρέους	27
5.2 Εμπειρικές Έρευνες	28
5.2.1 Έρευνες σε ΗΠΑ και Ευρώπη	28
5.2.2 Έρευνες στην Ελλάδα	29
6. ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ	31
7. ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ	34

1. ΚΕΦΑΛΑΙΑΚΗ ΔΙΑΡΘΡΩΣΗ

1.1 Ορισμός

Με τον όρο Κεφαλαιακή Διάρθρωση εννοούμε τη μόνιμη χρηματοδότηση μιας επιχείρησης η οποία αποτελείται από το μακροπρόθεσμο δανεισμό, τα ίδια κεφάλαια των κοινών μετόχων και το προνομιούχο μετοχικό κεφάλαιο της επιχείρησης. Αποτελείται επομένως από τα μακροπρόθεσμα δανειακά (ομολογιακά) κεφάλαια και τα ίδια κεφάλαια.

Δύο είναι οι κυριότερες πηγές κεφαλαίων από τις οποίες προέρχεται η μακροπρόθεσμη χρηματοδότηση των πάγιων επενδύσεων των επιχειρήσεων. Οι εξωτερικές πηγές κεφαλαίων, δηλαδή τα ξένα κεφάλαια (δανειακά κεφάλαια) συν το μετοχικό κεφάλαιο, και οι εσωτερικές πηγές κεφαλαίων που περιέχουν τις αποσβέσεις και τα παρακρατηθέντα κέρδη.

Κεφαλαιακή Διάρθρωση (capitalstructure) είναι ο συνδυασμός μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων και ίδιων κεφαλαίων μιας επιχείρησης και επομένως δείχνει την έκταση κατά την οποία οι δραστηριότητες μιας επιχείρησης χρηματοδοτούνται από τις μακροπρόθεσμες πηγές χρηματοδότησης. Δεν πρέπει να συγχέεται με τη χρηματοοικονομική διάρθρωση που αφορά τον συνδυασμό των ξένων (δηλαδή των βραχυπρόθεσμων και μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων) και ίδιων κεφαλαίων μιας επιχείρησης και επομένως δείχνει τον τρόπο χρηματοδότησης των δραστηριοτήτων της. Για ορισμένους ειδικούς και οικονομολόγους δεν είναι ορθή η διάκριση μεταξύ κεφαλαιακής διάρθρωσης και χρηματοοικονομικής διάρθρωσης, θεωρώντας τις δύο αυτές έννοιες ως συνώνυμες η μία της άλλης, περιλαμβάνοντας στην έννοια της κεφαλαιακής διάρθρωσης και τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις.

Η μακροχρόνια χρηματοδότηση με ξένα κεφάλαια γίνεται με την έκδοση ομολογιών και με τραπεζικά δάνεια, όπου οι δανειστές έχουν προτεραιότητα στα περιουσιακά στοιχεία και στα κέρδη της επιχείρησης. Με την ανάληψη της υποχρέωσης από την επιχείρηση να εξοφλήσει το αρχικό κεφάλαιο και να καταβάλει τους τόκους ανεξαρτήτως του μεγέθους των κερδών της, έρχεται αντιμέτωπη με τον κίνδυνο αδυναμίας καταβολής των χρεών και κατά συνέπεια με ενδεχόμενες σοβαρές χρηματοοικονομικές δυσχέρειες που ίσως οδηγήσουν και σε πτώχευση. Οι τράπεζες «συνεισφέρουν» συχνά μέχρι και το 50% του κεφαλαίου που απαιτείται, ενώ η απόφαση τους για έγκριση δανειοδότησης στηρίζεται κυρίως στην ικανότητα της επιχείρησης να παράγει σε μακροχρόνια βάση επαρκή έσοδα ώστε να είναι σε θέση να προβεί στην αποπληρωμή του δανείου. Επομένως, θα πρέπει να υπάρχει η δυνατότητα σε περίπτωση αντιμετώπισης απρόβλεπτων γεγονότων, όταν και αν αυτά προκύψουν, να μην έχει εξαντληθεί η πιστοληπτική ικανότητα της επιχείρησης.

Η εύρεση ενός συνδυασμού μακροπρόθεσμων πηγών χρηματοδότησης της επιχείρησης (μακροπρόθεσμα δάνεια, κοινές μετοχές, προνομιούχες μετοχές) αποτελεί το σκοπό της διοίκησης της κεφαλαιακής διάρθρωσης, ο οποίος συνδυασμός είναι γνωστός ως **άριστηκεφαλαιακή διάρθρωση**, ενώ μεγιστοποιεί την τιμή της κοινής μετοχής της επιχείρησης. Αυτό επιτυγχάνεται με την ελαχιστοποίηση του συνολικού κόστους κεφαλαίου της. Πρέπει να σημειωθεί πως η ύπαρξη μιας άριστης κεφαλαιακής διάρθρωσης είναι αμφιλεγόμενη.

1.2 Σχέση κεφαλαιακής αξίας και δομής της επιχείρησης

Η μελέτη της κεφαλαιακής διάρθρωσης των επιχειρήσεων έχει προσελκύσει εδώ και αρκετές δεκαετίες το ενδιαφέρον του επαγγελματικού και ακαδημαϊκού κόσμου, ειδικών και οικονομολόγων, στο τρόπο και το βαθμό που αυτή επηρεάζει την επιχείρηση στα πεδία της ανάπτυξης, το επίπεδο κινδύνου, της ρευστότητας καθώς και της αποδοτικότητας. Αξίζει να δοθεί ιδιαίτερη προσοχή στη σχέση μεταξύ κεφαλαιακής αξίας και δομής της επιχείρησης για την οποία επικρατούν τρεις βασικές απόψεις, με μεγάλες και σημαντικές διαφορές μεταξύ τους.

- **Η άποψη της αξιολόγησης της επιχείρησης στη βάση των καθαρών κερδών (NetIncome Approach).** Εδώ αυξάνεται η αξία της επιχείρησης καθώς η διεύρυνση της συμμετοχής των δανειακών κεφαλαίων μειώνει το μέσο κόστος των συνολικών κεφαλαίων.
- **Η άποψη της αξιολόγησης της επιχείρησης στη βάση των καθαρών κερδών προσαυξημένη κατά τους χρεωστικούς τόκους (Net Operating Income Approach)** που θεωρεί ότι η αξία της επιχείρησης δεν επηρεάζεται από τη κεφαλαιακή διάρθρωση. Οι F. Modigliani και M. Miller υπήρξαν από τους σημαντικότερους υποστηρικτές της άποψης αυτής (βασίζόμενοι στο γεγονός ότι οι τόκοι εκπίπτουν από το φορολογητέο εισόδημα, με αποτέλεσμα τη μείωση του πραγματικού κόστους δανεισμού κάτω από το ονομαστικό επιτόκιο).
- **Η παραδοσιακή άποψη (Traditional Approach)** σύμφωνα με την οποία υπάρχει άριστη σχέση ίδιων και ξένων κεφαλαίων με τα αντίστοιχα αποτελέσματα στην αξία της.

Σε ένα τέλειο για τις κεφαλαιαγορές περιβάλλον, οι εκτιμήσεις των επενδυτών για τις μελλοντικές εξελίξεις όπως οι δυνατότητες δανεισμού και το αντίστοιχο κόστος δεν θα είχαν σημαντικές διαφορές, ενώ οι οικονομικές μονάδες θα αξιολογούνταν από τους επενδυτές με

κοινά κριτήρια. Στη περίπτωση λοιπόν τέλειων κεφαλαιαγορών¹ οι επενδυτές, θα μπορούσαν να επιλέξουν το επίπεδο της δανειακής επιβάρυνσής τους, δανειζόμενοι οι ίδιοι ή επενδύοντας σε επιχειρήσεις με αντίστοιχη κεφαλαιακή διάρθρωση λόγω της υποκατάστασης, μεταξύ του δανεισμού της επιχείρησης και του δανεισμού του επενδυτή. Έτσι η κεφαλαιακή δομή δε θα επηρέαζε την αξία της επιχείρησης καθώς δε θα υπήρχε διαφοροποίηση της δανειακής επιβάρυνσης του επενδυτή. Όμως αυτό που μόλις περιγράψαμε πρόκειται για μία ουτοπική κατάσταση σημαντικά αποκλίνουσα από την οικονομική πραγματικότητα.

1.3 Δείκτες Κεφαλαιακής Διάρθρωσης

Όπως αναφέρθηκε στη προηγούμενη παράγραφο, οι κεφαλαιαγορές δεν είναι τέλειες με αποτέλεσμα τον περιορισμό των χρηματοδοτικών επιλογών. Η πρόσβαση στις πηγές δανειακών κεφαλαίων δεν είναι εύκολη ενώ διαφέρει μεταξύ των οικονομικών μονάδων, σε σχέση με τις οποίες οι επενδυτές αντιμετωπίζουν σημαντικές δυσκολίες για τη χρηματοδότησή τους με δανειακά κεφάλαια, αφού έρχονται αντιμέτωποι με το κίνδυνο της χρεοκοπίας στη περίπτωση αυξημένου όγκου υποχρεώσεων και κατ' επέκταση επιδείνωσης της ρευστότητας.

Η αναποτελεσματικότητα των κεφαλαιαγορών οδηγεί επίσης σε καθυστέρηση λήψης και υλοποίησης των αποφάσεων που σχετίζονται με τις χρηματοδοτικές επιλογές και κατά συνέπεια στην αδυναμία μεταβολής της κεφαλαιακής διάρθρωσης της οικονομικής μονάδας σε μικρό χρονικό διάστημα. Έτσι η αξιολόγηση ενός από τα βασικά χαρακτηριστικά γνωρίσματα της επιχείρησης που είναι η σχέση των ίδιων προς τα ξένα κεφάλαια θα πρέπει να γίνεται με βάση των δεδομένων της κάθε επιχείρησης, των χρηματοδοτικών ευχερειών της καθώς και των γενικότερων συνθηκών της κεφαλαιαγοράς.

Οι δύο βασικοί δείκτες που χρησιμοποιούνται συχνότερα για τη μελέτη των συνεπειών και τη φύση της κεφαλαιακής διάρθρωσης είναι :

- Ο Δείκτης Δανειακής Επιβάρυνσης (ΔΔΕ) και
- Ο Δείκτης βαθμού Χρηματοδότησης του πάγιου ενεργητικού με κεφάλαια Μακράς Διάρκειας (ΔΧΜΔ).

1.4 Βασικές Έννοιες Κεφαλαιακής Διάρθρωσης

¹Τέλεια αγορά σημαίνει ότι δεν υπάρχουν φόροι και κόστος χρεοκοπίας, ενώ υπάρχει μηδενικό κόστος συναλλαγών και τέλεια και πλήρη πληροφόρηση, η οποία είναι διαθέσιμη χωρίς κόστος.

Ο χρηματοοικονομικός και ο επιχειρηματικός κίνδυνος καθώς και η μόχλευση αποτελούν τις βασικότερες έννοιες της κεφαλαιακής διάρθρωσης.

Η απόφαση της επιχείρησης να χρησιμοποιήσει δανειακά κεφάλαια για την εξυπηρέτηση των δραστηριοτήτων της αποτελεί το **χρηματοοικονομικό κίνδυνο**. Ο χρηματοοικονομικός κίνδυνος είναι βασικός παράγοντας για τον προσδιορισμό της αναλογίας συμμετοχής του χρέους στη συνολική χρηματοδότηση της επιχείρησης, ενώ η χρήση χρέους σε περιόδους δυσμενών οικονομικών και επιχειρηματικών συγκυριών δεν είναι απαλλαγμένη από το κίνδυνο. Ο χρηματοοικονομικός κίνδυνος αποτελεί ένα επιπλέον κίνδυνο ο οποίος βαραίνει τους μετόχους μίας οικονομικής μονάδας προκειμένου να προβούν σε χρηματοδότηση μέσω δανειακών κεφαλαίων, αφού πρώτα έρθουν αντιμέτωποι με τον επιχειρηματικό κίνδυνο, ο οποίος εκφράζει την αβεβαιότητα της απόδοσης του επενδυμένου κεφαλαίου.

Όλες οι οικονομίες κατά καιρούς περνούν από διάφορες φάσεις όπως είναι η κρίση, η ύφεση, η άνοδος και η ανάκαμψη. Βασικός σκοπός των επιχειρήσεων είναι η δημιουργία και αύξηση του κέρδους τους. Κατά τη διάρκεια του οικονομικού κύκλου ζωής τους οι οικονομικές μονάδες, μπορεί να έρθουν αντιμέτωπες με μια σοβαρή μείωση του καθαρού αποτελέσματος ή ακόμα και με ζημιές. Επιπλέον γίνεται προσπάθεια προσδιορισμού της ανάληψης για την άριστη κεφαλαιακή διάρθρωση. Η απόκλιση των προσδοκώμενων από τα πραγματικά κέρδη εκμετάλλευσης είναι αυτό που αποκαλούμε **επιχειρηματικό κίνδυνο**. Ο επιχειρηματικός κίνδυνος με απλά λόγια είναι ο κίνδυνος που αντιμετωπίζουν οι μέτοχοι μιας επιχείρησης η οποία δε χρησιμοποιεί ξένα – δανειακά κεφάλαια και είναι άμεσα συνδεδεμένος με τις επενδυτικές αποφάσεις. Σε περιόδους κρίσης ο επιχειρηματικός κίνδυνος φαίνεται στο τελικό αποτέλεσμα προσαυξημένος κατά την αναλογία των ξένων κεφαλαίων και έτσι έχουμε την περίπτωση της μόχλευσης.

Χρησιμοποιώντας τις θεωρίες της Φυσικής που με τη χρήση ενός μοχλού με το οποίο δύναται να μετακινηθεί ένα βαρύ αντικείμενο με αναλογικά μικρότερη δύναμη (πολλαπλασιάζει την ασκούμενη δύναμη), έτσι και στη οικονομία με το δανεισμό πολλαπλασιάζεται η απόδοση των επενδυμένων κεφαλαίων. Έτσι ως **μόχλευση** ορίζεται η χρησιμοποίηση δανειακών κεφαλαίων με σκοπό την απόδοση ίδιων κεφαλαίων. Η ύπαρξη του ξένου κεφαλαίου επιφέρει μεγαλύτερες αποδόσεις, παρ' όλα αυτά όταν η απόδοση του ενεργητικού είναι μικρότερη από το κόστος των δανειακών κεφαλαίων φέρνει τα αντίθετα αποτελέσματα. Με τη διαδικασία της μόχλευσης επιτυγχάνουμε με λιγότερα ίδια κεφάλαια μεγαλύτερο κέρδος αλλά υπάρχει η πιθανότητα να οδηγηθούμε και σε εξίσου μεγαλύτερες ζημιές. Συμπερασματικά με τη χρήση της μόχλευσης, δεν μεγιστοποιείται μόνο η αναμενόμενη απόδοση αλλά και ο αναμενόμενος κίνδυνος των μετοχών.

2. ΟΙ ΠΡΟΤΑΣΕΙΣ ΚΑΙ ΤΑ ΘΕΩΡΗΜΑΤΑ ΤΩΝ MODIGLIANI-MILLER

2.1 Εισαγωγή

Η κεφαλαιακή διάρθρωση μελετήθηκε αρχικά από τους Φράνκο Μοντιγκλιάνι και τον Μέρτον Μίλερ, γνωστούς με τα αρχικά MM, το 1958 με το θεώρημα «Modigliani – Miller». Γνωστοί Νομπελίστες στα οικονομικά, με την απονομή που βραβείου Νόμπελ στον F. Modigliani το 1985 και στον M. Miller το 1990. Οι MM απέδειξαν στις πλέον δύο ευρέως γνωστές θεωρίες τους για τη κεφαλαιακή διάρθρωση, ότι αρχικά το συνολικό κόστος κεφαλαίου καθώς επίσης και η τιμή της μετοχής μιας επιχείρησης δεν επηρεάζονται από τη σύνθεση των μακροπρόθεσμων πηγών χρηματοδότησης της. Το πόσο χρέος χρησιμοποιεί στη χρηματοδότηση των δραστηριοτήτων της μία επιχείρηση, δεν επηρεάζει το κόστος κεφαλαίων της και την αξία της τα οποία είναι ανεξάρτητα της κεφαλαιακής διάρθρωσης. Η αξία μίας επιχείρησης εξαρτάται καθαρά και μόνο από τα πραγματικά περιουσιακά της στοιχεία και όχι από τους τίτλους που εκδίδει (μετοχές και ομόλογα). Έτσι αρχικά κατά τους MM οι επιχειρήσεις δεν έχουν όφελος να στρέφονται προς τη χρησιμοποίηση δανειακών κεφαλαίων για την εξυπηρέτηση της δραστηριότητάς τους. Αν και αυτή η πρόταση θεωρείται ως μία καθαρά θεωρητική προσέγγιση, δεδομένου ότι παρακάμπτει πολλούς και σημαντικούς παράγοντες για την απόφαση της διάρθρωσης κεφαλαίων και αναφέρεται σε τέλειες και ιδανικές αγορές, αποτελεί τη βάση της σύγχρονης σκέψης σχετικά με τη κεφαλαιακή διάρθρωση των επιχειρήσεων.

Οι MM αργότερα το 1963 και το 1977 ο Miller συμπεριέλαβαν στην αρχική τους δημοσιευμένη θεωρία τη φορολογία φυσικών προσώπων και τη φορολόγηση των επενδύσεων και των μετόχων. Επομένως αφού οι τόκοι χρεών εκπίπτουν από τη φορολογία, το χρέος αυξάνει την αξία της επιχείρησης εφόσον αυξάνονται τα κέρδη που καταλήγουν στους μετόχους λόγω των μειωμένων φόρων. Κατά τους Modigliani – Miller όταν η χρηματοδότηση μιας επιχείρησης γίνεται με 100% δανεισμό, τότε η αξία της μεγιστοποιείται επομένως έχει τα κίνητρα να στραφεί στη χρήση δανειακών κεφαλαίων. Αποδεικνύοντας έτσι ότι δεν ανατρέπονται τα αποτελέσματα του πρώτου θεωρήματος και καταλήγοντας στο συμπέρασμα να μην υπάρχει διαφορά στην αξία μεταξύ μιας πλήρως αυτοχρηματοδοτούμενης με μιας μοχλευμένης επιχείρησης και πως ο τρόπος που επιλέγει να χρηματοδοτήσει τη δραστηριότητά της μία επιχείρηση δεν επηρεάζει την αξία της.

Τις δύο αυτές προσεγγίσεις των MM για τη κεφαλαιακή διάρθρωση με φόρους και χωρίς θα τις δούμε πιο αναλυτικά στις επόμενες ενότητες αυτού του κεφαλαίου.

2.2 Θεώρημα Modigliani – Miller χωρίς φόρους

Όπως αναφέραμε σε προηγούμενη ενότητα οι F. Modigliani και M. Miller το 1958 απέδειξαν στηριζόμενοι στον όρο της «τέλειας αγοράς» ότι η δανειακή πολιτική μιας επιχείρησης δεν επηρεάζει την αξία της, η οποία στην ουσία προσδιορίζεται από τα πραγματικά περιουσιακά της στοιχεία και όχι από τις μετοχές που εκδίδει. Επομένως δεν υπάρχει ιδανικός συνδυασμός χρέους (δανείων) της επιχείρησης και ιδίων κεφαλαίων. Το υπόδειγμα αυτό βασίζεται σε αρκετές περιοριστικές υποθέσεις, οι βασικότερες εκ των οποίων είναι οι εξής :

- Δεν υπάρχουν φόροι εισοδήματος ιδιωτών ή επιχειρήσεων, προσωπικοί και εταιρικοί φόροι.
- Οι επιχειρήσεις με τον ίδιο βαθμό κινδύνου ανήκουν σε μία κατηγορία ομογενούς κινδύνου (homogeneous risk class) και ο επιχειρηματικός κίνδυνος μπορεί να μετρηθεί από την τυπική απόκλιση των κερδών τους προ τόκων και φόρων (EBIT)².
- Το κόστος δανεισμού των επενδυτών και των επιχειρήσεων ισούται με το επιτόκιο χωρίς κίνδυνο, το οποίο με την αύξηση του δανεισμού δεν μεταβάλλεται διότι το χρέος επιχειρήσεων και φυσικών προσώπων είναι χωρίς κίνδυνο.
- Οι εκτιμήσεις των επενδυτών για τα μελλοντικά κέρδη προ τόκων και φόρων της κάθε επιχείρησης είναι ίδιες και οι επενδυτικές προσδοκίες είναι ομογενείς σε ότι αφορά τα μελλοντικά κέρδη των επιχειρήσεων και τον αναμενόμενο κίνδυνο που αυτά ενσωματώνουν.
- Οι επιχειρήσεις αναμένουν μηδενικό ρυθμό μεγέθυνσης εφόσον οι ταμειακές ροές είναι διηνεκείς ενώ επίσης αναμένεται ότι τα κέρδη τους πριν από τους τόκους και φόρους θα είναι σταθερά, τα οποία και θα διανέμονται στους μετόχους. Τέλος οι ομολογίες τους θα είναι διηνεκείς.
- Οι συναλλαγές μετοχών και ομολόγων γίνονται σε ιδανικές – τέλειες κεφαλαιαγορές (perfect capital markets), δεν υπάρχει κόστος συναλλαγών ή άλλα εμπόδια στην ελεύθερη ροή

²EBIT : Earnings Before Interest and Taxes (κέρδη προ φόρων και τόκων).

των πληροφοριών και οι επενδυτές μπορούν να δανεισθούν και να δανείσουν με τα ίδια επιτόκια όπως και οι επιχειρήσεις. Δεν υπάρχουν κόστη αντιπροσώπευσης³ (agencycosts) και κόστη που συνδέονται με χρηματοοικονομικές δυσχέρειες (financialdistress).

Είναι πλέον γνωστό πως βασικός στόχος και επιδίωξη όλων των επιχειρήσεων είναι η μεγιστοποίηση της αξίας των μετοχών που κατέχουν και διαπραγματεύονται οι μέτοχοι στο χρηματιστήριο και κατά συνέπεια η μεγιστοποίηση των κερδών τους. Η αύξηση της χρήσης χρέους φέρει αύξηση των κερδών και των μερισμάτων ανά μετοχή (μέσω της χρηματοοικονομικής μόχλευσης), η οποία αντισταθμίζεται πλήρως αφού το κοινό μετοχικό κεφάλαιο αυξάνεται λόγω του επίσης αυξημένου χρηματοοικονομικού κινδύνου, που προέρχεται από την αύξηση των δανειακών κεφαλαίων και έτσι το επιτόκιο κεφαλαιοποίησης, το οποίο είναι το συνολικό κόστος κεφαλαίου της επιχείρησης, παραμένει σταθερό.

2.2.1 Πρώτη πρόταση Υποδείγματος MM – Η αξία της επιχείρησης και η Κεφαλαιακή Διάρθρωση

Το υπόδειγμα που αναπτύξαμε στην προηγούμενη ενότητα αποτελείται από δύο προτάσεις. Στη **πρώτη πρόταση** αναφέρεται ότι η κεφαλαιακή διάρθρωση μιας επιχείρησης είναι ανεξάρτητη από τη συνολική αξία των μετοχών της, δηλαδή την αξία της επιχείρησης, η οποία καθορίζεται από την προεξόφληση των αναμενόμενων καθαρών λειτουργικών εσόδων της με το συνολικό κόστος κεφαλαίου της.

Για την παρουσίαση της παραπάνω πρότασης ας θεωρήσουμε ότι σε μία μικτά χρηματοδοτούμενη επιχείρηση ισχύουν τα εξής :

V_L είναι η αξία μιας επιχείρησης που χρησιμοποιεί δανειακά κεφάλαια, V_U η αξία μιας επιχείρησης που δε χρησιμοποιεί δανειακά κεφάλαια, EBIT τα κέρδη προ τόκων και φόρων και K_{SU} είναι το κόστος κεφαλαίου που δε χρησιμοποιεί δανειακά κεφάλαια.

Δηλαδή:

$$V_L = V_U = \frac{EBIT}{K_{SU}}$$

³Όταν οι ιδιοκτήτες μιας εταιρείας δεν συμπίπτουν με τα πρόσωπα που τη διοικούν και λόγω των διαφορετικών στόχων τους απαιτείται κάποιο κόστος για τον έλεγχο της διοίκησης, η οποία τυχόν αποκλίνει από τα συμφέροντα των μετόχων.

Άρα η αξία της επιχείρησης δεν επηρεάζεται από τη κεφαλαιακή διάρθρωση εφόσον είναι ανεξάρτητη από το ύψος του δανεισμού. Σε αντίθετη περίπτωση, μη ισορροπίας των κεφαλαιαγορών θα υπάρχει η δυνατότητα εξισορροπητικής αγοροπωλησίας (αρμπιτράζ)⁴.

Η αξία της επιχείρησης δίνεται από το άθροισμα του μετοχικού και δανειακού κεφαλαίου της, και εκφράζεται από τη σχέση : $V_A = S_A + D_A$, όπου V_A η οικονομική αξία της επιχείρησης A , η οποία ισούται με το άθροισμα του S_A όπου είναι η αξία των δανειακών κεφαλαίων με το D_A το οποίο δίνει την αξία του μετοχικού κεφαλαίου σε ορισμένη χρονική στιγμή t . Κατά συνέπεια ισχύει και η συνολική αξία του μετοχικού κεφαλαίου να ισούται με τη διαφορά της συνολικής αξίας της επιχείρησης και της αξίας του δανειακού κεφαλαίου και δίνεται από τη σχέση : $S_A = V_A - D_A$.

Η αξία της μετοχής μιας επιχείρησης υπολογίζεται αν διαιρέσουμε τη συνολική αξία του μετοχικού κεφαλαίου με τον αριθμό των μετοχών που κυκλοφορούν στην αγορά δηλαδή που έχουν εκδοθεί. Η συνολική αξία του μετοχικού κεφαλαίου της επιχείρησης είναι η παρούσα αξία μιας διηνεκούς σειράς πληρωμών της οποίας ο αριθμητής είναι τα καθαρά κέρδη προς διάθεση, τα οποία και διανέμονται στους μετόχους, και ο παρονομαστής το κόστος του κοινού μετοχικού κεφαλαίου. Αυτό προκύπτει εφόσον θεωρούμε μηδενικό το ρυθμό μεγέθυνσης των επιχειρήσεων και σταθερά τα αναμενόμενα κέρδη προ τόκων και φόρων, ενώ όλα τα κέρδη διανέμονται στους μετόχους με τη μορφή μερισμάτων.

2.2.2 Δεύτερη πρόταση Υποδείγματος MM – Προσδιορισμός Κόστους Κεφαλαίων

Στη **δεύτερη πρόταση** τους οι Modigliani – Miller απέδειξαν ότι το κόστος του κοινού μετοχικού κεφαλαίου μιας επιχείρησης η οποία χρησιμοποιεί δανειακά κεφάλαια, ισούται με το κόστος του κοινού μετοχικού κεφαλαίου μιας επιχείρησης η οποία δε χρησιμοποιεί για την εξυπηρέτηση των δραστηριοτήτων της δηλαδή τη χρηματοδότησή της δανειακά κεφάλαια, προσαυξημένο με μια ανταμοιβή κινδύνου η οποία δίνεται από τη διαφορά μεταξύ του κόστους του μετοχικού κεφαλαίου (κοινές μετοχές) και του κόστους δανεισμού της (δανειακά κεφάλαια). Βασική προϋπόθεση οι δύο αυτές επιχειρήσεις να ανήκουν στην ίδια κατηγορία επενδυτικού κινδύνου και προσδοκώμενων υποχρεώσεων.

⁴ Αρμπιτράζ ή εξισορροπητική αγοροπωλησία είναι η ταυτόχρονη αγορά και πώληση ίδιων σχεδόν περιουσιακών στοιχείων, σε διαφορετικές τιμές. Η πώληση του υπερτιμημένου στοιχείου μειώνει την τιμή του, ενώ η αγορά του υποτιμημένου στοιχείου την αυξάνει. Η διαδικασία αυτή επαναλαμβάνεται ώσπου οι αγορές να βρεθούν πάλι σε ισορροπία, δηλαδή ώσπου σταματήσει να είναι κερδοφόρα για τον εξισορροπιστή ή αρμπιτράζερ.

Σύμφωνα με τους MM η κεφαλαιακή διάρθρωση μιας επιχείρησης δεν επηρεάζει την αγοραία τιμή της μετοχής της και κατ' επέκταση την αξία της και αυτό γιατί απέδειξαν με μαθηματική ακρίβεια ότι το κόστος του κοινού μετοχικού κεφαλαίου μιας επιχείρησης αυξάνεται καθώς αυξάνονται τα δανειακά κεφάλαια που χρησιμοποιεί.

Σε μία επιχείρηση που χρησιμοποιεί δανειακά κεφάλαια, το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου είναι ανεξάρτητο από το ύψος των δανειακών της κεφαλαίων και ισούται με το κόστος του μετοχικού κεφαλαίου μιας επιχείρησης που δεν χρησιμοποιεί δανειακά κεφάλαια για την εξυπηρέτηση των δραστηριοτήτων της. Και οι δύο επιχειρήσεις ανήκουν στην ίδια κατηγορία κινδύνου. Η άποψη αυτή είναι γνωστή ως **θεωρία των καθαρώνλειτουργικώνεσόδων**(NetOperatingIncomeapproach – NOI) ενώ ενισχύθηκε από τους Modigliani – Miller με μια απόδειξη εξισορροπητικής αγοροπωλησίας ή αλλιώς αρμπιτράζ αποδεικνύοντας ότι όταν δύο επιχειρήσεις διαφοροποιούνται μόνο σε ότι αφορά τον τρόπο με τον οποίο χρηματοδοτούνται καθώς επίσης και στη συνολική τους αγοραία αξία, τότε οι επενδυτές θα αγοράσουν τις μετοχές της επιχείρησης με τη μικρότερη αξία και θα πουλήσουν εκείνες με τη μεγαλύτερη αξία. Αυτό θα οδηγήσει στην άνοδο της τιμής της μετοχής με τη μικρότερη αξία στην αγορά και στη μείωση της τιμής της μετοχής με τη μεγαλύτερη αξία. Η διαδικασία αυτή θα επαναληφθεί ωστόσο οι επιχειρήσεις να αποκτήσουν την ίδια αξία στην αγορά. Πρέπει να σημειωθεί ότι υποθέτουμε πως και οι δύο επιχειρήσεις έχουν τον ίδιο αριθμό μετοχών.

Συνοψίζοντας τις δύο προτάσεις των MM, έχουμε την πρώτη και βασική πρόταση ή αλλιώς πρόταση μη διακύμανσης κατά την οποία η αξία της επιχείρησης ή η συνολική αξία των μετοχών της αλλιώς, δεν επηρεάζεται από τη κεφαλαιακή της διάρθρωση, τη σχέση δηλαδή ξένα προς ίδια κεφάλαια, αλλά μόνο από τον κίνδυνο των λειτουργικών περιουσιακών της στοιχείων και τη κερδοφορία της. Κάθε διαφοροποίηση των δεδομένων της πρότασης αυτής θα προκαλέσει κίνητρο για αρμπιτράζ ωστόσο επανέλθει σταδιακά και πάλι η αγορά κεφαλαίου σε ισορροπία.

Δεδομένου της αξιοπιστίας της πρώτης πρότασης, για τη δεύτερη πρόταση θα ισχύει ότι το κόστος του κοινού μετοχικού κεφαλαίου της επιχείρησης που χρησιμοποιεί δανειακά κεφάλαια αποτελεί μία αύξουσα γραμμική συνάρτηση της χρηματοοικονομικής της μόχλευσης δηλαδή της σχέσης «ξένα προς ίδια κεφάλαια»

2.2.3 Τρίτη πρόταση Υποδείγματος MM – Επενδυτική Πολιτική και Κεφαλαιακή Διάρθρωση

Η **Τρίτη πρόταση** των MM συσχετίζει την επενδυτική πολιτική που επιλέγεται με το κόστος του μετοχικού κεφαλαίου της επιχείρησης. Τα κέρδη που προέρχονται από τη χρήση φθηνών δανειακών κεφαλαίων εξισορροπούνται από το ανάλογο ακριβό κοινό μετοχικό κεφάλαιο που ενέχει μεγαλύτερο κίνδυνο. Κατά συνέπεια, το κόστος κεφαλαίου⁵ της επιχείρησης εξαρτάται από το επενδυτικό πρόγραμμα και τον κίνδυνο που αυτό ενσωματώνει και όχι από το μείγμα αξιόγραφων τα οποία χρησιμοποιούνται για τη χρηματοδότησή του. Ανεξάρτητα του συνδυασμού των πηγών χρηματοδότησης (ξένα και ίδια κεφάλαια) που θα επιλέξει η επιχείρηση, ο μέσος σταθμικός όρος του κόστους τους θα παραμείνει αμετάβλητος.

Τα τρία σημαντικά συμπεράσματα που προκύπτουν από τις προσέγγιση των Modigliani – Miller για τη κεφαλαιακή διάρθρωση και την επενδυτική πολιτική των επιχειρήσεων χωρίς φόρους είναι τα εξής :

- Η κεφαλαιακή διάρθρωση μιας επιχείρησης δε σχετίζεται με την αύξηση της αξίας των μετοχών της.
- Οι αποφάσεις των επενδυτών καθορίζουν – επηρεάζουν την αξία της επιχείρησης.
- Όσο περισσότερο αυξάνει τα ξένα κεφάλαια του χρησιμοποιεί μία επιχείρηση τόσο αυξάνεται ο κίνδυνος και η αναμενόμενη απόδοση των ίδιων κεφαλαίων, χωρίς όμως να αυξάνεται και η τιμή της μετοχής της.

2.3 Θεώρημα Modigliani – Miller με φόρους

Οι F. Modigliani και M. Miller το 1963 εισήγαγαν στην αρχική τους προσέγγιση για τη κεφαλαιακή διάρθρωση τη φορολογία των επιχειρήσεων και πιο συγκεκριμένα τη φορολογία των επιχειρηματικών κερδών⁶, αποδεικνύοντας ότι εφόσον ληφθούν υπόψη τα παραπάνω, η αξία της επιχείρησης αυξάνεται αναλογικά με το ύψος των δανειακών κεφαλαίων. Με πιο απλά λόγια όσο περισσότερα δανειακά κεφάλαια χρησιμοποιεί η επιχείρηση τόσο η αξία της αυξάνεται. Αυτό γιατί οι τόκοι των δανείων εκπίπτουν στη φορολογία εισοδήματος των οικονομικών μονάδων, αποτελώντας έτσι κίνητρο να χρηματοδοτούν τις δραστηριότητές τους με 100% δανεισμό.

⁵Το κόστος κεφαλαίου της επιχείρησης που σύμφωνα με τους επενδυτές, αποτελεί την ελάχιστη αναμενόμενη απόδοση που απαιτείται ώστε να γίνει αποδεκτό ένα επενδυτικό πρόγραμμα.

⁶Στην Ελλάδα τα κέρδη (καθαρά έσοδα) των ανωνύμων εταιρειών φορολογούνται με συντελεστή 40%, ο οποίος μειώνεται στα 35% στη περίπτωση που οι εταιρείες αυτές είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αξιών. Τα μερίσματα δεν φορολογούνται και οι τόκοι των ομολογιών που επενδύονται από τις ιδιωτικές επιχειρήσεις φορολογούνται με συντελεστή φορολόγησης 20% εφόσον ο κάτοχος τους είναι ιδιώτης και 40% εφόσον ο κάτοχος είναι νομικό πρόσωπο.

Με βάση τα παραπάνω, το συνολικό κόστος κεφαλαίου και η τιμή της κοινής μετοχής επηρεάζονται από τη χρήση δανειακών κεφαλαίων. Η χρήση όσο το δυνατόν περισσότερων δανειακών κεφαλαίων οδηγεί σε μεγιστοποίηση της τιμής της μετοχής της επιχείρησης.

Αυτό γιατί όταν το κόστος των δανειακών κεφαλαίων είναι μικρότερο, λόγω της φορολογικής εξοικονόμησης, από το κόστος του κοινού μετοχικού κεφαλαίου, τότε η χρήση περισσότερων δανειακών κεφαλαίων μειώνει το συνολικό κόστος κεφαλαίου της επιχείρησης.

Όπως και στο προηγούμενο υπόδειγμα των MM χωρίς φόρους έτσι και αυτό περιλαμβάνει παραπάνω από μία προτάσεις. Πιο συγκεκριμένα περιέχει δύο προτάσεις. Η **πρώτη πρόταση** αναφέρεται στην αξία μίας επιχείρησης που χρησιμοποιεί δανειακά κεφάλαια και ισούται με την αξία μίας άλλης επιχείρησης που δε χρησιμοποιεί δανειακά κεφάλαια, προσαυξημένη με τη παρούσα αξία της φορολογικής εξοικονόμησης, την οποία δέχεται λόγω χρήσης δανειακών κεφαλαίων.

Η **δεύτερη πρόταση** αναφέρει ότι το κόστος του κοινού μετοχικού κεφαλαίου μιας επιχείρησης που χρησιμοποιεί δανειακά κεφάλαια ισούται με το κόστος του κοινού μετοχικού κεφαλαίου μιας επιχείρησης που δε χρησιμοποιεί δανειακά κεφάλαια, προσαυξημένη με μια ανταμοιβή κινδύνου η οποία προκύπτει από τη διαφορά μεταξύ του κόστους των κοινών μετοχών και του κόστους των δανειακών κεφαλαίων μειωμένα από τη φορολογική επιβάρυνση των κερδών της επιχείρησης.

Το 1977 ο M. Miller πρόσθεσε στην προηγούμενη πρόταση και τη φορολόγηση του εισοδήματος των προσώπων (personaltaxes). Έτσι με τη νέα αυτή συνθήκη η αξία της επιχείρησης που δε χρησιμοποιεί δανειακά κεφάλαια είναι πιο μικρή συγκριτικά με τη προηγούμενη πρόταση αφού τώρα τα κέρδη της επιχείρησης από τους μετόχους (επενδυτές) της είναι λιγότερα σε σχέση με πριν, λόγω της φορολόγησης του εισοδήματός τους.

Με το νέο αυτό δεδομένο η πρώτη πρόταση αναθεωρείται και οδηγεί στο συμπέρασμα πως η αξία μιας επιχείρησης που χρησιμοποιεί δανειακά κεφάλαια ισούται με την αξία μιας άλλης επιχείρησης που δε χρησιμοποιεί δανειακά κεφάλαια για τη χρηματοδότηση της, προσαυξημένη με φορολογική εξοικονόμηση λόγω χρήσης δανειακών κεφαλαίων, η οποία όμως επηρεάζεται από το ύψος των δανειακών κεφαλαίων και το συντελεστή φορολόγησης των καθαρών εσόδων (κερδών) της επιχείρησης, το συντελεστή φορολόγησης των εσόδων των ιδιωτών από μετοχές και ομολογίες της επιχείρησης.

Από το θεώρημα αυτό οδηγούμαστε στο συμπέρασμα ότι, για την επιχείρηση που χρησιμοποιεί δανειακά κεφάλαια υπάρχει φορολογική εξοικονόμηση εφόσον ο συντελεστής φορολόγησης του εισοδήματος των ιδιωτών από μετοχές είναι μικρότερος από το συντελεστή φορολόγησης του εισοδήματος των ιδιωτών από ομολογίες.

Είναι φανερό και από τις δύο προτάσεις του παραπάνω θεωρήματος πως η αξία μιας επιχείρησης επηρεάζεται από τη διάρθρωση του κεφαλαίου της ή και από το ύψος των δανειακών κεφαλαίων που χρησιμοποιεί. Συνήθως κάθε επιχείρηση έχει κίνητρα και θα πρέπει να χρησιμοποιεί 100% δανειακά κεφάλαια για τη χρηματοδότηση των δραστηριοτήτων της.

2.4 Αντιδράσεις και Κριτική των Θεωρημάτων των MM

Η θεωρία των Modigliani και Miller αποτέλεσε σημείο αναφοράς σε ότι αφορά το ζήτημα της κεφαλαιακής διάρθρωσης, το οποίο το ανέλυσαν μέσα από τα τρία διαφορετικά φορολογικά δεδομένα, την ανυπαρξία φόρων, αργότερα την ύπαρξη φορολογίας των επιχειρήσεων και τέλος τη φορολογική επιβάρυνση τόσο των επιχειρήσεων όσο και των προσώπων. Οι προτάσεις των MM στηρίχτηκαν σε ορισμένες σημαντικές περιοριστικές υποθέσεις όπως και έχουμε αναφέρει αναλυτικά στη δεύτερη ενότητα αυτού του κεφαλαίου. Οι υποθέσεις αυτές είναι που κάνουν ορισμένους οικονομολόγους να διαφωνούν με τη θεωρία «Modigliani–Miller» θεωρώντας πως δεν ανταποκρίνεται στην οικονομική πραγματικότητα.

Οι διαφωνούντες οικονομολόγοι θεωρούν υποθέσεις όπως την ανυπαρξία προμηθειών από τις χρηματοπιστηριακές εταιρείες και το δανεισμό επενδυτών και επιχειρήσεων με το ίδιο επιτόκιο, μη ρεαλιστικές. Σε ορισμένες δε περιπτώσεις η χρήση δανεισμού για την αγορά μετοχών απαγορεύεται όταν πρόκειται για θεσμικούς επενδυτές.

Σύμφωνα με την ανάλυση των προτάσεων των MM, οι μέτοχοι των επιχειρήσεων διατρέχουν τον ίδιο κίνδυνο είτε ανήκουν σε επιχειρήσεις που χρησιμοποιούν δανειακά κεφάλαια, είτε ανήκουν σε εκείνες που δεν χρησιμοποιούν. Για να ισχύει αυτό οι μέτοχοι που ανήκουν στη δεύτερη κατηγορία πρέπει να έχουν επενδύσει στην επιχείρηση το δικό τους κεφάλαιο συν ένα δανειακό κεφάλαιο, το οποίο ισούται με την αναλογία ξένων προς ίδια κεφάλαια της επιχείρησης που χρησιμοποιεί δανειακά κεφάλαια. Κάτι τέτοιο για τους αντιφρονούντες των προτάσεων των MM δεν ισχύει, καθώς οι μέτοχοι που έχουν επενδύσει το δικό τους κεφάλαιο συν ένα δανειακό κεφάλαιο σε μία επιχείρηση που δε χρησιμοποιεί δανειακά κεφάλαια, διατρέχουν μεγαλύτερο κίνδυνο από τους μετόχους μιας επιχείρησης που χρησιμοποιεί. Η διαφορά αυτή στον εκτιθέμενο κίνδυνο των επενδυτών, τους αποτρέπει να ακολουθήσουν τη διαδικασία του αρμπιτράζ σε αντίθεση με τους ισχυρισμούς των MM. Επομένως, η χρηματοοικονομική μόχλευση των επιχειρήσεων με αυτή των ιδιωτών δεν είναι τέλεια υποκατάστατα μεταξύ τους.

Άλλη μία υπόθεση η οποία θεωρείται εκτός πραγματικότητας, είναι ότι εφόσον υπάρχει φορολογική εξοικονόμηση είναι ίδια για όλες τις επιχειρήσεις. Επιχειρήσεις με λίγα καθαρά έσοδα ή ακόμα και με μηδενικά κέρδη, έχουν μικρότερη φορολογική εξοικονόμηση από τις επιχειρήσεις με μεγάλη κερδοφορία. Έτσι η φορολογική εξοικονόμηση δεν μπορεί να είναι ίδια αλλά διαφέρει από επιχείρηση σε επιχείρηση.

Τέλος, μη ρεαλιστικές θεωρήθηκαν και οι υποθέσεις με τα ανύπαρκτα κόστη που συνδέονται με τις χρηματοοικονομικές δυσχέρειες και τα κόστη αντιπροσώπευσης.

3. ΆΛΛΕΣ ΘΕΩΡΙΕΣ ΚΕΦΑΛΑΙΑΚΗΣ ΔΙΑΡΘΡΩΣΗΣ

3.1 Εισαγωγή

Η κεφαλαιακή διάρθρωση είναι ένα ζήτημα το οποίο συναντάται χρόνια στη διεθνή βιβλιογραφία, καθώς η εύρεση των παραγόντων που επηρεάζουν την επιλογή των εταιρειών όσον αφορά τη σύναψη δανείων ή την έκδοση μετοχών έχει αποτελέσει από τα περισσότερο και σημαντικότερα ερευνημένα πεδία της χρηματοοικονομικής των επιχειρήσεων. Ειδικοί του οικονομικού χώρου όπως οικονομολόγοι και ακαδημαϊκοί στη προσπάθειά τους να μελετήσουν και α δώσουν απαντήσεις σε θέματα που σχετίζονται με τη κεφαλαιακή διάρθρωση έχουν οδηγήσει στη δημιουργία πλήθους θεωριών για αυτή.

Η σύγχρονη θεωρία της κεφαλαιακής διάρθρωσης αρχίζει με τις προσεγγίσεις των F. Modigliani και M. Miller (MM) οι οποίοι όπως έχουμε αναφέρει αναλυτικότερα σε προηγούμενη ενότητα του κεφαλαίου αυτού, υποστήριξαν πως η αξία της επιχείρησης η οποία εξαρτάται αποκλειστικά και μόνο από τα στοιχεία του ενεργητικού της, δεν επηρεάζεται από τις αποφάσεις των μάνατζερ για μεταβολές της κεφαλαιακής διάρθρωσης. Οι προσεγγίσεις αυτές των Modigliani – Miller έδωσαν το έναυσμα σε πολλούς επενδυτές να προσπαθήσουν να εξηγήσουν την κεφαλαιακή διάρθρωση και τους παράγοντες που την επηρεάζουν, όπως οι φορολογικές ελαφρύνσεις του χρέους, η ασύμμετρη πληροφόρηση, το κόστος χρεοκοπίας, το κόστος αντιπροσώπευσης, οι ελεύθερες ταμειακές ροές κ.α. Οι πιο σημαντικές από τις θεωρίες που αναπτύχθηκαν μεταγενέστερα εκείνης των MM είναι η θεωρία trade-off (Bradley – Jarell – Kim, 1984), η peckingorder θεωρία (Myers & Majluf, 1984), η θεωρία σήμανσης (signaling Ross, 1977), η θεωρία του κόστους αντιπροσώπευσης (Jensen και Meckling, 1976) και η θεωρία market timing (Baker και Wurgler, 2002).

Κάθε μία από τις παραπάνω θεωρίες βασίζεται στις δικές τις υποθέσεις οι οποίες όπως έχει διαπιστωθεί πολλές φορές δεν είναι ρεαλιστικές. Θα πρέπει να σημειωθεί ότι σε καμία από αυτές δεν εξηγείται η κεφαλαιακή διάρθρωση με απόλυτο τρόπο. Οι θεωρίες αυτές μπορεί να ισχύουν ή να μην ισχύουν ανάλογα τη χρονική περίοδο, τη χώρα, τις διαφορετικές συνθήκες και καταστάσεις ή το διαφορετικό δείγμα εταιρειών. Οι σημαντικότερες θεωρίες κεφαλαιακής διάρθρωσης που έχουν επικρατήσει εκτός αυτής των MM, είναι η θεωρία trade-off και peckingorder. Οι παραπάνω θεωρίες αποτέλεσαν σημείο αναφοράς για τους μελλοντικούς ερευνητές των θεωριών της κεφαλαιακής διάκρισης.

3.2 Θεωρία Αντιστάθμισης (Trade-off)

Βασικές υποθέσεις της θεωρίας trade-off της κεφαλαιακής διάρθρωσης αποτελούν, η ύπαρξη τέλειων χρηματαγορών, η συμμετρική πληροφόρηση, ενώ ο δανεισμός ευνοείται από τη φορολογία των εταιρειών. Θεωρείται ότι οι επιχειρήσεις έχουν ένα ιδανικό επίπεδο δανεισμού το οποίο καθορίζεται από τους φόρους, τη σύγκρουση συμφερόντων μεταξύ μετόχων-δανειστών και μετόχων-μάντζερ και τα κόστη χρηματοοικονομικής δυσκολίας, το οποίο μεγιστοποιεί την αξία της επιχείρησης. Σύμφωνα με τη θεωρία trade-off το ιδανικό επίπεδο δανεισμού επιτυγχάνεται τη στιγμή που η παρούσα αξία των φορολογικών εξοικονομήσεων από τη χρήση επιπλέον δανεισμού εξισορροπείται από την παρούσα αξία του κόστους των χρηματοοικονομικών δυσκολιών⁷. Το φορολογικό πλεονέκτημα του επιπλέον δανεισμού υπάρχει πιθανότητα να μειωθεί ή ακόμα και να χαθεί στη περίπτωση που δεν είναι σίγουρο το όφελος από τις φορολογικές εξοικονομήσεις του δανεισμού από την επιχείρηση.

Οι παραπάνω υποθέσεις αποτελούν το στατικό μοντέλο της θεωρίας το οποίο αναφέρεται στη βραχυπρόθεσμη περίοδο ενώ για τη μακροπρόθεσμη υφίσταται ένα άλλο δυναμικό μοντέλο στο οποίο οι προσδοκίες όσον αφορά τις μελλοντικές κεφαλαιακές ανάγκες των επιχειρήσεων θα πρέπει να λαμβάνονται υπόψη καθώς κάποιες επιχειρήσεις ενδέχεται να περιμένουν εισροές κεφαλαίων και κάποιες άλλες εκροές.

Συμπερασματικά η θεωρία trade-off υποθέτει ότι υπάρχει ένα ιδανικό επίπεδο δανεισμού για κάθε εταιρεία στο οποίο μεγιστοποιείται η συνολική της αξία. Οι επιχειρήσεις κάνουν προσπάθεια εξισορρόπησης των ωφελειών της φορολογικής εξοικονόμησης που προκύπτουν από τον επιπλέον δανεισμό με τη μεγαλύτερη πιθανότητα χρηματοοικονομικών δυσκολιών που προέρχονται από αυτόν.

3.3 Θεωρία Ταξινόμησης – Επιλογής Κεφαλαίων (pecking order)

Σε αντίθεση με την trade-off θεωρία της κεφαλαιακής διάρθρωσης οι Myers και Majluf το 1984 με τη γνωστή pecking order θεωρία τους ανέπτυξαν την υπόθεση ότι δεν υφίσταται ένα ιδανικό επίπεδο δανεισμού στο οποίο μεγιστοποιείται η αξία της επιχείρησης.

⁷Τα κόστη χρηματοοικονομικών δυσκολιών χωρίζονται σε δύο κατηγορίες, τα άμεσα κόστη τα οποία προέρχονται από την ίδια την επιχείρηση στην προσπάθεια της να ανταπεξέλθει σε μια δύσκολη κατάσταση (έξοδα διοίκησης, αμοιβές δικηγόρων και λογιστών, νομικά έξοδα) και θεωρούνται λιγότερο σημαντικά για τις μεγάλες επιχειρήσεις ενώ για τις μικρές μπορεί να είναι σημαντικά, και από την άλλη τα έμμεσα κόστη θεωρούνται τα πιο σημαντικά και μπορούν να αφορούν οποιαδήποτε πλευρά της επιχείρησης ενώ είναι τι ίδιο σημαντικά είτε πρόκειται για μεγάλες είτε για μικρές εταιρείες.

Οι επιλογές χρηματοδότησης από τους μάνατζερ γίνονται με ιεραρχική σειρά με βάση την οποία δίνεται προτεραιότητα στη χρησιμοποίηση των διατηρήσιμων κερδών, έπειτα τον δανεισμό και τέλος όταν πια η δανειακή πιθανότητα έχει εξαντληθεί, στην έκδοση νέων μετοχών. Η τελευταία βαθμίδα των ιεραρχούμενων επιλογών αποτελεί αρνητική συνθήκη για τις αγορές καθώς οι μάνατζερ ακολουθούν την διαδικασία έκδοσης νέων μετοχών, όταν αυτές είναι υπερτιμημένες, κάτι που όπως έχει επιβεβαιωθεί πολλές φορές οδηγεί στη μείωση της τιμής των μετοχών. Κατά συνέπεια, οι επιχειρήσεις προτιμούν τη χρησιμοποίηση των εσωτερικά προερχόμενων κεφαλαίων (ίδιων κεφαλαίων) δηλαδή αυτοχρηματοδότηση, τη μικρότερη δυνατή επικίνδυνη διαδικασία χρηματοδότησής τους. Στη συνέχεια εάν δεν υπάρχει η δυνατότητα άλλης επιλογής, όπως της χρήσης επιπλέον δανεισμού, ακολουθείται η πιο επικίνδυνη οδός για την επιχείρηση, αυτή της έκδοσης νέων μετοχών.

Σύμφωνα με τη βασική υπόθεση της θεωρίας peckingorder οι μάνατζερ έχουν στόχο την αύξηση της αξίας των μετοχών τους και λειτουργούν προς όφελος των μετόχων, ενώ γίνεται αντιληπτός ο τρόπος με τον οποίο οι διαφορές στην πληροφόρηση μεταξύ των στελεχών και επενδυτών επηρεάζουν τις χρηματοδοτικές αποφάσεις των επιχειρήσεων.

3.4 Η θεωρία σήμανσης (signaling theory)

Το 1977 ο Ross διατύπωσε τη θεωρία της σήμανσης στην οποία σημαντική θέση καταλαμβάνει η ασύμμετρη πληροφόρηση, όπως και στην περίπτωση της θεωρίας peckingorder. Οι επενδυτές δεν έχουν σαφή και ακριβή γνώση των δυνατοτήτων ανάπτυξης και των επενδυτικών προοπτικών της επιχείρησης σε αντίθεση με τη πλήρη και λεπτομερή πληροφόρηση την οποία έχουν οι μάνατζερ.

Οι επιχειρήσεις που έχουν υψηλές προσδοκώμενες ταμειακές ροές έρχονται αντιμέτωπες με μικρότερο κόστος, όσον αφορά τη λήψη νέων δανείων, συγκριτικά με τις επιχειρήσεις με χαμηλές προσδοκώμενες ταμειακές ροές που αντιμετωπίζουν μεγαλύτερο κόστος, λόγω της αύξησης του κόστους των χρηματοοικονομικών δυσκολιών. Σύμφωνα, λοιπόν, με τη θεωρία της σήμανσης (signaling theory), αν αναμένεται μειωμένη κερδοφορία σε σχέση με αυτή που αναμένεται από την αγορά, η διοίκηση της επιχείρησης θα προβεί σε μείωση της μόχλευσης. Αντιθέτως αν αναμένεται υψηλή κερδοφορία, η επιχείρηση θα προβεί σε αύξηση της μόχλευσης. Συνεπώς, σε κάθε αλλαγή της κεφαλαιακής διάρθρωσης που μεταβάλλει τη μόχλευση θα αναμένεται θετική ή αρνητική διαφοροποίηση των τιμών των μετοχών.

Τα υψηλά επίπεδα δανειακών κεφαλαίων θεωρούνται ως κριτήριο υψηλής ποιότητας της εταιρείας για τους επενδυτές. Επομένως, η πρόθεση αύξησης του δανεισμού μεταφέρει την

πληροφορία της αισιοδοξίας των στελεχών, ότι οι αναμενόμενες ταμειακές ροές της επιχείρησης θα είναι υψηλές. Οι χαμηλότερης ποιότητας επιχειρήσεις αδυνατούν να ακολουθήσουν εκείνες της υψηλής ποιότητας αυξάνοντας το επίπεδο δανεισμού, καθώς τα κόστη των χρηματοοικονομικών δυσκολιών είναι υψηλότερα.

Συμπερασματικά, για τον Ross, η κερδοφορία συσχετίζεται θετικά με τη μόχλευση και το υψηλό επίπεδο δανεισμού θεωρείται από τους επενδυτές καλός οϊωνός.

3.5 Θεωρία Κόστους Αντιπροσώπευσης

Οι Jensen και Meckling το 1976 ανέπτυξαν τη θεωρία σχετικά με τα κόστη αντιπροσώπευσης. Πολλές φορές, στις εταιρείες η ιδιοκτησία δε συμπίπτει με τη διοίκηση. Η λήψη αποφάσεων, η ανάληψη ευθυνών και εν γένει το σύνολο των αρμοδιοτήτων ανατίθεται από τους μετόχους (ιδιοκτήτες) στους μάνατζερ. Τα συμφέροντα της διοίκησης ενδέχεται να αποκλίνουν από αυτά των μετόχων. Οι μέτοχοι προσπαθούν να ελαχιστοποιήσουν τη διαφορά των συμφερόντων που ίσως προκύψουν, με το τον έλεγχο της διοίκησης, κάτι τα οποίο απαιτεί κόστος που αρκετές φορές είναι πολύ υψηλό.

Η μεγιστοποίηση της τιμής των μετοχών και κατά συνέπεια η αύξηση της αξίας και των κερδών της επιχείρησης, όπως έχουμε αναφέρει πολλές φορές, αποτελεί κυρίαρχο σκοπό κάθε οικονομικού οργανισμού. Υπάρχει μεγάλη πιθανότητα η διοίκηση να έχει άλλες επιδιώξεις από αυτές των μετόχων και η διαχείριση των πόρων της εταιρείας να στοχεύει στην αύξηση των αποδοχών της, στη βελτίωση των θέσεων των στελεχών της και τελικά στο γενικότερο όφελος το οποίο μπορεί να καρπωθεί. Οι συγκρούσεις των συμφερόντων ανάμεσα σε όλες τις ομάδες που αποτελούν μια επιχείρηση περιορίζονται με τη σύναψη συμβολαίων. Θα πρέπει, επομένως, να πραγματοποιούνται συχνά έλεγχοι για να διαπιστώνεται η τήρηση και η συμμόρφωση των συμφωνηθέντων όρων. Αυτά τα κόστη επίβλεψης επιβαρύνουν τους μετόχους και είναι γνωστά ως **κόστη αντιπροσώπευσης**.

3.6 Θεωρία Market Timing

Το 2002 οι Baker και Wurgler διατύπωσαν τη θεωρία του market timing σύμφωνα με την οποία εξέφρασαν την αμφισβήτηση τους σχετικά με την ικανότητα των θεωριών trade-off και pecking order να εξηγήσουν την κεφαλαιακή διάρθρωση των εταιρειών.

Με βάση τη θεωρία του market timing η κεφαλαιακή διάρθρωση κάθε χρονική στιγμή αντικατοπτρίζει το αποτέλεσμα των προσπαθειών των μάνατζερ να αξιολογήσουν τις

κεφαλαιαγορές, στις οποίες το κόστος είναι χαμηλότερο και να προχωρήσουν στη χρηματοδότηση. Οι μάνατζερ παρακολουθούν με ιδιαίτερη προσοχή τις κεφαλαιαγορές και τις τραπεζικές αγορές, ώστε να γνωρίζουν ποιες είναι αυτές στις οποίες επικρατούν οι ευνοϊκότερες συνθήκες. Σε περίπτωση που στις αγορές επικρατούν συνθήκες πολύ πιο ευνοϊκές από τις προσδοκώμενες, οι μάνατζερ προχωρούν στη χρηματοδότηση, έστω και αν δεν κρίνεται απαραίτητη την παρούσα χρονική στιγμή, ενώ, αν στις αγορές οι συνθήκες που επικρατούν είναι κακές, τότε ενδέχεται να μην προχωρήσουν στη χρηματοδότηση. Για τους Baker και Wurgler, οι εταιρείες θα προβούν στην έκδοση νέων μετοχών στην περίπτωση που επικρατούν ευνοϊκές συνθήκες στις αγορές και η επίδραση αυτών των εκδόσεων στην κεφαλαιακή διάρθρωση θα είναι μακροχρόνια.

4. ΟΙ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΔΥΣΧΕΡΕΙΕΣ ΚΑΙ Η ΜΕΡΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ

4.1 Χρηματοοικονομικές Δυσχέρειες

Σύμφωνα με όσα έχουμε αναλύσει σε προηγούμενα κεφάλαια, είναι πλέον σαφές πως, όσο η επιχείρηση μεγιστοποιεί το επίπεδο δανεισμού της, τόσο μεγαλύτερη είναι η πιθανότητα να οδηγηθεί στην αντιμετώπιση χρηματοοικονομικών δυσχερειών ανάλογου κόστους.

Ως **χρηματοοικονομικές δυσχέρειες** (financialdistress) ορίζονται τα προβλήματα των επιχειρήσεων τα οποία προκύπτουν λόγω του υπερβολικού δανεισμού τους, ενώ σημαντική είναι η επίδραση των δραστηριοτήτων τους. Τέτοιες σημαντικές δυσχέρειες οι οποίες μπορεί να παρουσιαστούν είναι :

- Η αδυναμία πραγματοποίησης επενδυτικών προγραμμάτων, λόγω έλλειψης κεφαλαίων, τα οποία υπό διαφορετικές συνθήκες θα μεγιστοποιούσαν την τιμή των μετοχών της επιχείρησης.
- Η άρνηση χορήγησης πίστωσης από τους προμηθευτές και η ακύρωση παραγγελιών από τους πελάτες, λόγω αμφισβήτησης της ικανότητας της επιχείρησης να ολοκληρώσει τη παραγωγική διαδικασία και να προβεί στη διάθεση των προϊόντων.
- Η πώληση των περιουσιακών στοιχείων της επιχείρησης, λόγω πτώχευσης καθυστερεί δεδομένου των χρονοβόρων διαδικασιών και πραγματοποιείται σε αρκετά χαμηλές τιμές από τη πραγματική τους αξία, ενώ τα έξοδα που προκύπτουν από τα διαχειριστικά και δικαστικά έξοδα καθώς και τις αμοιβές των δικηγόρων μειώνουν ακόμα περισσότερο την αξία της επιχείρησης.
- Ο δανεισμός κεφαλαίων υψηλού κόστους από την επιχείρηση, λόγω μεγαλύτερης πιθανότητας πτώχευσης, επιφέρει ακόμα μεγαλύτερη επιδείνωση των αποτελεσμάτων της.
- Ο επαγγελματικός εξοπλισμός απαξιώνεται, όταν δεν υπάρχει δυνατότητα αναβάθμισης και ανανέωσής του, με αποτέλεσμα η επιχείρηση να καθίσταται μη αποτελεσματική και ανταγωνιστική στην αγορά.

- Βασική χρηματοοικονομική δυσχέρεια θεωρείται και η ανικανότητα μιας προβληματικής επιχείρησης να διατηρήσει τα στελέχη εκείνα, τα οποία είναι ικανά να διαχειριστούν ιδανικότερα μια κατάσταση στο στάδιο της πτώχευσης ή ακόμα καλύτερα πριν από αυτό.

4.2 Μερισματική Πολιτική (Dividend Policy)

Οι αποφάσεις που λαμβάνει η επιχείρηση και αφορούν στον τρόπο με τον οποίο θα διαχειριστεί τα κέρδη της αποτελούν τη μερισματική πολιτική, ενώ λαμβάνονται παράλληλα με τις αποφάσεις που αφορούν την κεφαλαιακή διάρθρωση της επιχείρησης. Οι αποφάσεις αυτές καθορίζουν το βαθμό της εσωτερικής της χρηματοδότησης και εστιάζουν στη στρατηγική που θα επιλέξει να ακολουθήσει η επιχείρηση ανάμεσα στη διανομή των κερδών, ως μέρισμα στους μετόχους ή στην παρακράτησή των για τη χρηματοδότηση επενδυτικών προγραμμάτων. Η επιχείρηση δύναται να προβεί στο συνδυασμό και των δυο παραπάνω στρατηγικών. Οι μερισματική πολιτική θεωρείται από τη διοίκηση της επιχείρησης ως ένα ιδιαίτερα σημαντικό κομμάτι, διότι παρέχει την απαραίτητη πληροφόρηση στους μετόχους, όσον αφορά το επίπεδο ανάπτυξης και την πορεία της επιχείρησης, ενώ δύσκολα μεταβάλλεται από αυτές. Οι επιχειρήσεις λαμβάνουν αποφάσεις μερισματικής πολιτικής σύμφωνα με ληφθείσες παρελθοντικές αποφάσεις.

Οι επίδραση της μερισματικής πολιτικής στην αξία της επιχείρησης και τις επιλογές των επενδυτών μελετήθηκε μέσα από τρεις θεωρίες. Τη θεωρία της φορολογικής διαφοροποίησης, εκείνη του «καλύτερα πέντε και στο χέρι» και τέλος τη θεωρία της μη σχετικότητας του μερίσματος.

4.2.1 Θεωρία της Φορολογικής Διαφοροποίησης

Οι R.H. Litzenger και K. Ramaswamy με τη θεωρία της φορολογικής διαφοροποίησης υποστήριξαν την επιλογή των επενδυτών για επανεπένδυση των κερδών με σκοπό τα μελλοντικά κέρδη και τη διατήρηση της ανάπτυξης των εταιρειών έναντι του τρέχοντος εισοδήματος από τα μερίσματα, λόγω της ευνοϊκότερης φορολογικής αντιμετώπισης των κεφαλαιακών κερδών αλλά και τη δυνατότητα των επενδυτών στην αποπληρωμή των φόρων ωστόσο πουληθούν οι μετοχές τους.

4.2.2 Θεωρία του «καλύτερα πέντε και στο χέρι» (Bird-in-the-Hand-Theory)

Σύμφωνα με τη θεωρία των M. Gordon (1963) και J. Lintner (1962), «καλύτερα πέντε και στο χέρι», οι μέτοχοι έρχονται αντιμέτωποι με τον ενδεχόμενο κίνδυνο που εμπεριέχουν οι μελλοντικές αποδόσεις των κεφαλαιακών κερδών, ο οποίος είναι μεγαλύτερος της αβεβαιότητας που προκύπτει από τις παρούσες αποδόσεις των μερισμάτων. Επομένως ο πλούτος των μετοχών αυξάνεται όσο αυξάνεται το ποσοστό των διανεμομένων κερδών, ενώ το κόστος του μετοχικού κεφαλαίου μειώνεται. Συνεπώς, κάθε επιχείρηση στοχεύει στην αύξηση του ποσοστού των διανεμομένων κερδών, με σκοπό τη μεγιστοποίηση της τιμής της μετοχής της και κατ' επέκταση της αξίας της. Οι Modiglianικοί Miller δεν συμμερίστηκαν την προσέγγιση αυτή την οποία και αποκάλεσαν «πλάνη του καλύτερα πέντε και στο χέρι».

4.2.3 Θεωρία της Μη Σχετικότητας του Μερίσματος (Dividend Irrelevance Theory)

Οι γνωστοί MM (F. Modiglianικοί M. Miller) σύμφωνα με το θεώρημα τους αυτό υποστήριξαν πως δεν υπάρχει συσχέτιση ανάμεσα στην τιμή της μετοχής μιας επιχείρησης και τη μερισματική πολιτική. Επίσης, το θεώρημα αυτό βασίζεται στη γνωστή υπόθεση της «τέλειας αγοράς», κατά την οποία δεν υπάρχουν φόροι ή ασύμμετρη πληροφόρηση, δεν υπάρχει κόστος έκδοσης και διάθεσης μετοχών και κόστος μεταβίβασης, το κόστος συναλλαγών είναι μηδενικό, ενώ η μερισματική πολιτική είναι ανεξάρτητη της επενδυτικής πολιτικής της επιχείρησης, και τέλος για τους επενδυτές δεν τίθεται θέμα επιλογής/προτίμησης ανάμεσα στο εισόδημα από κέρδη κεφαλαίου και στο εισόδημα από μερίσματα. Η μη ρεαλιστική αυτή υπόθεση καθιστά την προσέγγιση αυτή ως καθαρά θεωρητική.

Για τους επενδυτές σημασία έχει η απόδοση των μετοχών που κατέχουν, όχι η προέλευση και η μορφή τους, καθώς και η ρευστοποίηση τους αν αυτό κριθεί απαραίτητο. Συμπερασματικά από τη θεωρία των MM δεν προκύπτει η ύπαρξη κάποιας άριστης, ιδανικής μερισματικής πολιτικής.

5. ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΙ ΔΕΙΚΤΕΣ ΚΑΙ ΕΜΠΕΙΡΙΚΕΣ ΜΕΛΕΤΕΣ

5.1 Χρηματοοικονομικοί Δείκτες

Τρεις είναι οι βασικοί χρηματοοικονομικοί δείκτες οι οποίοι χρησιμοποιούνται συχνότερα διεθνώς από τις επιχειρήσεις. Η σύγκριση τους αποτελεί βασική μέθοδο για το καθορισμό του τρόπου χρηματοδότησης μίας νέας επένδυσης και κατά συνέπεια και της άριστης κεφαλαιακής διάρθρωσης. Αυτοί είναι, ο δείκτης μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων προς τα ίδια κεφάλαια, ο δείκτης μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων προς τη συνολική κεφαλαιοποίηση και τέλος ο βαθμός κάλυψης των χρηματοοικονομικών δαπανών.

- Δείκτης Μακροπρόθεσμων Υποχρεώσεων προς Ίδια Κεφάλαια (long-termdebttonetworthratio).

$$\Delta\text{ΜΥΙΚ} = \frac{\text{Μακροπρόθεσμες Υποχρεώσεις}}{\text{Ίδια Κεφάλαια}} = \dots \%$$

Με το δείκτη αυτό δίνεται η σχέση μεταξύ των ίδιων κεφαλαίων και του μακροπρόθεσμου δανεισμού μίας επιχείρησης.

- Δείκτης Μακροπρόθεσμων Υποχρεώσεων προς Συνολική Κεφαλαιοποίηση (long-termdebttotalcapitalizationratio).

$$\Delta\text{ΜΥΣΚ} = \frac{\text{Μακροπρόθεσμες Υποχρεώσεις}}{\text{Μακροπρόθεσμες Υποχρεώσεις} + \text{Ίδια Κεφάλαια}} = \dots \%$$

Ο δείκτης αυτός δίνει το βαθμό του μακροπρόθεσμου δανεισμού, τον οποίο χρησιμοποιεί μία επιχείρηση ως μόνιμη πηγή χρηματοδότησης των δραστηριοτήτων της και τη σημασία των μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων στη συνολική κεφαλαιακή της διάρθρωση. Αξίζει να τονίσουμε πως ο όρος «συνολική κεφαλαιοποίηση» που χρησιμοποιείται στον παραπάνω χρηματοοικονομικό δείκτη, διαφέρει από εκείνον της «αγοραίας κεφαλαιοποίησης» μιας επιχείρησης, καθώς ο τελευταίος ορίζει τη χρηματοοικονομική αξία της επιχείρησης δηλαδή το γινόμενο της χρηματιστηριακής αξίας της μετοχής της επιχείρησης επί τον αριθμό των μετοχών του έχει εκδώσει.

Οι περισσότερες επιχειρήσεις στις Ηνωμένες Πολιτείες Αμερικής στοχεύουν σε ένα δείκτη μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων προς τη συνολική κεφαλαιοποίηση που να κυμαίνεται από 26% ως 30% , ενώ σε ορισμένες ο στόχος αυτός μπορεί να φτάσει ως και το 40%.

- Βαθμός Κάλυψης Χρηματοοικονομικών Δαπανών (times – interestearnedratio).

$$\text{BKXΔ} = \frac{\text{Κέρδη προ Τόκων και Φόρων (EBIT)}}{\text{Χρεωστικοί Τόκοι}} = \dots \%$$

Για το καθορισμό της κεφαλαιακής διάρθρωσης της μιας επιχείρησης, ο βαθμός κάλυψης των χρηματοοικονομικών δαπανών έχει ιδιαίτερη σημασία, καθώς δείχνει πόσο εύκολα μπορεί να παρουσιάσει χρηματοοικονομικές δυσχέρειες και πόσο ασφαλής είναι τα δάνεια που έχει συνάψει. Ο δείκτης αυτός απεικονίζει πόσες φορές καλύπτονται οι ετήσιοι τόκοι τους οποίους πρέπει να πληρώσει η επιχείρηση, δηλαδή οι χρεωστικοί τόκοι από τα καθαρά λειτουργικά έξοδα.

Σε μια επιχείρησης η οποία αναζητά νέα δανειακά κεφάλαια, οι δανειστές απαιτούν πολλές φορές ο βαθμός κάλυψης χρηματοοικονομικών δαπανών να ξεπερνά το 200% ως 250% ή τις 2 ως 2,5 φορές για να τα διαθέσουν. Όταν ο βαθμός αυτός σε μια επιχείρηση πάρει χαμηλές τιμές, αντιλαμβάνεται κανείς πως η επιχείρηση βρίσκεται σε κίνδυνο, ενώ θα έρθει αντιμέτωπη με πιθανή χρεοκοπία στη περίπτωση μείωσης της δραστηριότητάς της με συνέπεια μείωση των κερδών της προ τόκων και φόρων και αδυναμία πληρωμής των χρεών της. Ο βαθμός κάλυψης χρηματοοικονομικών δαπανών μιας επιχείρησης επηρεάζεται από τρεις παράγοντες, το επιτόκιο με το οποίο έχει δανειστεί η επιχείρηση, το ύψος των δανείων που αυτή έχει πραγματοποιήσει και τέλος την απόδοση του ενεργητικού της επιχείρησης.

Σύμφωνα με έρευνα που έχει διεξαχθεί στις χίλιες μεγαλύτερες επιχειρήσεις των Ηνωμένων Πολιτειών Αμερικής, το 27% αυτών χρησιμοποιούν το δείκτη μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων προς τη συνολική κεφαλαιοποίηση ως μέθοδο καθορισμού κεφαλαιακής διάρθρωσης, το 14% τον δείκτη μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων προς ίδια κεφάλαια και μόλις το 6% το βαθμό κάλυψης χρηματοοικονομικών δαπανών. Στην Ελλάδα σε ανάλογη έρευνα που πραγματοποιήθηκε, οι υπεύθυνοι των οικονομικών τμημάτων των επιχειρήσεων στηριζόμενοι κυρίως σε στοιχεία του ισολογισμού χρησιμοποιούν σε ποσοστό 53% και 52% , το δείκτη μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων προς συνολική κεφαλαιοποίηση και αντίστοιχα το δείκτη μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων προς τα ίδια κεφάλαια, ενώ σε ποσοστό 23% το βαθμό κάλυψης χρηματοοικονομικών δαπανών⁸.

⁸ Οι επιχειρήσεις χρησιμοποιούν περισσότερους από έναν χρηματοοικονομικούς δείκτες, γι' αυτό και το άθροισμα είναι μεγαλύτερο από 100%. Υπολογίζουν τις τιμές που θα πάρει κάθε δείκτης υπό διαφορετικό σχέδιο χρηματοδότησης, δηλαδή την επίδραση κάθε εναλλακτικού χρηματοδοτικού σχεδίου πάνω στους δείκτες και στη συνέχεια τους συγκρίνουν με τους υπάρχοντες δείκτες της επιχείρησης και με τους μέσους όρους των αντίστοιχων δεικτών του κλάδου που ανήκει η επιχείρηση. Με αποτέλεσμα να γίνεται πιο εύκολος ο προσδιορισμός της άριστης κεφαλαιακής διάρθρωσης της επιχείρησης.

5.1.1 Η επίδραση των χρηματοοικονομικών δεικτών στο καθορισμό στόχων χρέους

Όπως αναφέραμε και στην προηγούμενη παράγραφο του κεφαλαίου αυτού, η σύγκριση των χρηματοοικονομικών δεικτών αποτελεί βασική μέθοδο προσδιορισμού της άριστης κεφαλαιακής διάρθρωσης στην οποία πιστεύουν οι επιχειρήσεις. Υπάρχουν παράγοντες που επηρεάζουν τους διευθύνοντες των οικονομικών τμημάτων των επιχειρήσεων στο καθορισμό των στόχων τους σε σχέση με τους χρηματοοικονομικούς δείκτες. Από έρευνα που πραγματοποιήθηκε στις Ηνωμένες Πολιτείες Αμερικής, ο σπουδαιότερος παράγοντας είναι η άποψη των στελεχών και των αναλυτών των ίδιων των επιχειρήσεων. Ο αμέσως επόμενος σε σπουδαιότητα παράγοντας αλλά με ιδιαίτερα σημαντική διαφορά από τον πρώτο, είναι η άποψη των τραπεζιτών επενδύσεων (investmentbankers) και ο τελευταίος παράγοντας είναι οι μέσοι όροι των δεικτών του κλάδου στον οποίο ανήκει η επιχείρηση. Οι λόγοι που ωθούν τις επιχειρήσεις στη χρησιμοποίηση των δεικτών χρέους ως στόχο, είναι οι ίδιοι λόγοι που κατά συνέπεια επηρεάζουν και το στόχο χρέους της επιχείρησης. Σημαντικότεροι εξ αυτών είναι η αξιοποίηση των ωφελειών από τη χρήση δανειακών κεφαλαίων και η διατήρηση αποθέματος ικανότητας δανεισμού ώστε να είναι σε θέση να χρησιμοποιήσουν μελλοντικά επενδυτικά προγράμματα με πρόσθετα δανειακά κεφάλαια, χωρίς να υποχρεωθούν να εκδώσουν νέο μετοχικό κεφάλαιο σε ακατάλληλη χρονική στιγμή. Η επιθυμία παραμονής σε μία αρεστή κατηγορία αξιολόγησης των ομολογιών της επιχείρησης, ενώ σημαντικός παράγοντας επίσης είναι και η ικανότητα της επιχείρησης να ανταποκρίνεται στο κόστος δανεισμού της.

Αποτελέσματα έρευνας η οποία έχει διεξαχθεί στη χώρα μας έδειξε πως οι ελληνικές επιχειρήσεις στοχεύουν κυρίως στη πρόληψη και αποφυγή των αρνητικών επιπτώσεων του δανεισμού και όχι στην αξιοποίηση των πλεονεκτημάτων που απορρέουν από τη χρήση δανειακών κεφαλαίων. Από την παραπάνω έρευνα προκύπτει πως οι βασικότεροι παράγοντες προσδιορισμού της κεφαλαιακής διάρθρωσης των ελληνικών επιχειρήσεων, είναι η ικανότητα εξυπηρέτησης του κόστους των δανειακών της κεφαλαίων (3,92), η διατήρηση μιας επιθυμητής πιστοληπτικής ικανότητας (3,60) και η διατήρηση ενός αποθέματος ρευστότητας ώστε να είναι ικανή η κάλυψη των υποχρεώσεων της (3,45). Όσον αφορά τους παράγοντες που επηρεάζουν τη χρηματοδότηση των επενδύσεων, είναι η διατήρηση της ανταγωνιστικότητας έναντι των επιχειρήσεων του ίδιου κλάδου (3,98), η εξασφάλιση

μακροχρόνιας βιωσιμότητας (4,38) και τέλος οι αναμενόμενες ταμειακές ροές οι οποίες θα προκύψουν από τα χρηματοδοτημένα επενδυτικά προγράμματα (3,90)⁹.

Οι ελληνικές επιχειρήσεις φαίνεται να ακολουθούν μια διαδικασία ιεραρχίας όσον αφορά τη μέθοδο χρηματοδότησής τους, καθώς αυτές ως πρωταρχική επιλογή χρηματοδότησης επιλέγουν τα μη διανεμηθέντα κέρδη, έπειτα κατευθύνονται προς το μακροπρόθεσμο δανεισμό και ως ύστατη επιλογή πηγής χρηματοδότησης φαίνεται να είναι η έκδοση νέου μετοχικού κεφαλαίου. Επομένως, για τις επιχειρήσεις σημαντική επιλογή για τον προσδιορισμό της πηγής χρηματοδότησης αποτελεί αυτή των αδιανεμήτων κερδών και όχι εκείνες της έκδοσης νέου μετοχικού κεφαλαίου ή του βραχυπρόθεσμου δανεισμού.

Συμπερασματικά όσον αφορά τους χρηματοοικονομικούς δείκτες – δείκτες χρέους θα πρέπει να τονίσουμε πως διαφέρουν όχι μόνο από επιχείρηση σε επιχείρηση του ίδιου κλάδου αλλά και από κλάδο σε κλάδο. Για παράδειγμα, επιχειρήσεις όπως είναι οι φαρμακοβιομηχανίες και η χαλυβουργία οι οποίες διατρέχουν υψηλό επιχειρηματικό κίνδυνο, χρησιμοποιούν λίγα δανειακά κεφάλαια σε σχέση με επιχειρήσεις όπως είναι τα εμπορικά καταστήματα ή οι επιχειρήσεις κοινής ωφέλειας, οι οποίες διατρέχουν χαμηλό επιχειρηματικό κίνδυνο και χρησιμοποιούν πολλά δανειακά κεφάλαια.

5.2 Εμπειρικές Έρευνες

5.2.1 Έρευνες σε ΗΠΑ και Ευρώπη

Σύμφωνα με την πρόσφατη εμπειρική έρευνα των Graham και Harvey (2001), η οποία πραγματοποιήθηκε στις Ηνωμένες Πολιτείες Αμερικής και αφορούσε στη μέθοδο και στη διαδικασία που επιλέγουν να χρησιμοποιήσουν 392 εταιρείες για την κεφαλαιακή τους διάρθρωση, προέκυψε ότι η κατανομή των μακροπρόθεσμων δανειακών κεφαλαίων είναι σχετικά σταθερή. Το ένα τρίτο περίπου των επιχειρήσεων που πήραν μέρος στην έρευνα είχαν δείκτη μακροπρόθεσμων δανειακών υποχρεώσεων προς συνολικά κεφάλαια μικρότερο του 20%, ένα τρίτο επίσης των επιχειρήσεων μεταξύ του 20% και 40%, ενώ οι εναπομείνουσες επιχειρήσεις είχαν μεγαλύτερο του 40%. Στην έρευνα τους αυτή οι Graham και Harvey βρήκαν αναφορικά με την ιεραρχία των προσδιοριστικών παραγόντων της κεφαλαιακής διάρθρωσης, πως πρώτος παράγοντας ήρθε η χρηματοοικονομική ευελιξία, δεύτερος παράγοντας ο βαθμός

⁹Οι αριθμοί που βρίσκονται μέσα στις παρενθέσεις αποτελούν τον μέσο όρο των απαντήσεων που δόθηκαν από τις επιχειρήσεις. Με κλίμακα από 1 ως 5, ξεκινώντας από το καθόλου σημαντικό ως πάρα πολύ σημαντικό αντίστοιχα. Άρα όσο μεγαλύτερος είναι ο μέσος όρος τόσο πιο σημαντικός θα είναι και ο παράγοντας.

πιστοληπτικής ικανότητας (creditrating), και τέλος ήρθαν τα κόστη των χρηματοοικονομικών δυσχερειών.

Σε σχετικές εμπειρικές έρευνες που διεξήχθησαν πρόσφατα από τους Bancel και Mitto (2004) για τους προσδιοριστικούς παράγοντες της κεφαλαιακής διάρθρωσης στην Ευρώπη και πιο συγκεκριμένα σε 16 ευρωπαϊκές χώρες, διαπιστώθηκε πως οι επιχειρήσεις της Ευρωπαϊκής Αγοράς καταφεύγουν συχνότερα στο μακροπρόθεσμο δανεισμό. Ο δείκτης μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων προς συνολικά δανειακά κεφάλαια άγγιξε το 66%. Μεταγενέστερη έρευνα των Brounen, deJong και Koedijk (2006) για την Ευρωπαϊκή Αγορά, ερευνώντας τέσσερις ευρωπαϊκές χώρες και αναλύοντας 313 επιχειρήσεις κατέληξε σε παρόμοια συμπεράσματα με αυτά των Bancel και Mitto. Οι κύριοι προσδιοριστικοί παράγοντες για τη διαμόρφωση της κεφαλαιακής διάρθρωσης των ευρωπαϊκών επιχειρήσεων, είναι η χρηματοοικονομική ευελιξία, η πιστοληπτική τους ικανότητα και φερεγγυότητα (creditrating) και το φορολογικό πλεονέκτημα από την εξοικονόμηση των τόκων. Συμπερασματικά, τα πλεονεκτήματα που προκύπτουν από το δανεισμό λαμβάνονται περισσότερο σοβαρά υπόψιν από τις ευρωπαϊκές επιχειρήσεις συγκριτικά με τη σημασία που δίνουν οι επιχειρήσεις στην Ελλάδα.

5.2.2 Έρευνες στην Ελλάδα

Οι έρευνες οι οποίες έχουν διεξαχθεί για την Ελληνική Αγορά χωρίζονται σε δύο κατηγορίες. Σε εκείνη που περιλαμβάνει έρευνες που βασίζονται στην ανάλυση ποσοτικών στοιχείων και σε εκείνη τη κατηγορία η οποία περιλαμβάνει έρευνες που βασίζονται στην ανάλυση και εξέταση ποιοτικών στοιχείων. Στη πρώτη κατηγορία ερευνών γίνεται χρήση ποσοτικών στοιχείων από δημοσιευμένες χρηματοοικονομικές καταστάσεις των ελληνικών επιχειρήσεων οι οποίες είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αθηνών. Στη δεύτερη κατηγορία ερευνών γίνεται χρήση ερωτηματολογίου το οποίο συμπληρώθηκε από 89 επιχειρήσεις εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αθηνών, κατά το χρονικό διάστημα 2002-2003 και γίνεται ανάλυση των απαντήσεων οι οποίες δόθηκαν. Από την έρευνα αυτή προέκυψαν μερικά πολύ σημαντικά αποτελέσματα σχετικά με τη κεφαλαιακή διάρθρωση των επιχειρήσεων στην Ελλάδα. Μερικά εξ αυτών είναι τα εξής :

- Οι ελληνικές επιχειρήσεις αποφεύγουν τα μακροπρόθεσμα χρηματοδότηση, αφού το 66,3% των επιχειρήσεων που πήραν μέρος στην έρευνα έχουν κεφαλαιακή διάρθρωση με χρησιμοποιούμενο δείκτη εκείνο των μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων προς ίδια κεφάλαια να παίρνει τιμές από 0 ως 30 %.

- Η χρήση ομολογιακών δανείων ως μέθοδος χρηματοδότησης δεν επιλέγεται από τις επιχειρήσεις λόγω της υποανάπτυκτης αγοράς ομολογιών.
- Η διατήρηση μιας άριστης κεφαλαιακής διάρθρωσης αποτελεί μακροπρόθεσμο στόχο για το 80% των ελληνικών επιχειρήσεων του δείγματος.
- Οι περισσότερες επιχειρήσεις στρέφονται στον βραχυπρόθεσμο δανεισμό. Σύμφωνα με τις απαντήσεις που έδωσαν οι οικονομικοί διευθυντές των επιχειρήσεων, όλοι χρησιμοποιούν βραχυπρόθεσμα δανειακά κεφάλαια, ενώ το 18,2% εξ αυτών διατηρούν το δείκτη βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων προς ίδια κεφάλαια μεγαλύτερο του 100%.
- Όπως και στη θεωρία έτσι και σύμφωνα με την έρευνα αυτή η έννοια της άριστης κεφαλαιακής διάρθρωσης είναι αμφιλεγόμενη, αφού οι απαντήσεις στην ερώτηση αν υπάρχει άριστη κεφαλαιακή διάρθρωση ήταν 50-50. Επίσης το 61,6% των επιχειρήσεων του δείγματος πιστεύει ότι η χρήση δανειακών κεφαλαίων δεν οδηγεί σε μείωση του συνολικού τους κόστους κεφαλαίων.

Τέλος από την έρευνα των και (2004) προκύπτει ότι οι ελληνικές επιχειρήσεις στρέφονται και επιλέγουν την εσωτερική από την εξωτερική χρηματοδότηση ενώ όταν πρόκειται για εξωτερική χρηματοδότηση αποφεύγουν το δανεισμό και επιλέγουν τη έκδοση νέου μετοχικού κεφαλαίου.

Συμπερασματικά, τα αποτελέσματα που προκύπτουν από τις εμπειρικές έρευνες σε Ελλάδα, Ηνωμένες Πολιτείες Αμερικής και Ευρώπη είναι παρόμοια. Για παράδειγμα, ιδιαίτερα στην Ελλάδα αλλά και στις άλλες ευρωπαϊκές χώρες και στις ΗΠΑ, παράγοντες όπως αυτός της εκμετάλλευσης της ευκαιρίας και της ακαταλληλότητας της χρονικής στιγμής φαίνεται να είναι κυρίαρχης σημασίας, ενώ τα πλεονεκτήματα του δανεισμού όπως η φορολογική εξοικονόμηση να μην επηρεάζουν ιδιαίτερα στη διαμόρφωση της κεφαλαιακής διάρθρωσης.

ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Είναι κοινώς παραδεκτό πως στόχος κάθε επιχείρησης είναι η μεγιστοποίηση της αξίας της και κατά συνέπεια η κερδοφορία. Η συνεχώς εξελισσόμενη και αναπτυσσόμενη τεχνολογία, η μείωση του κόστους μεταφοράς, επικοινωνίας και πληροφοριών, η ολοκληρωτική απελευθέρωση των εμπορικών συνόρων, φέρνουν τις σύγχρονες επιχειρήσεις αντιμέτωπες με το διεθνή ανταγωνισμό. Οι προκλήσεις καθώς και οι ευκαιρίες που εμφανίζονται στις επιχειρήσεις είναι αξιοσημείωτα πολλές σε ένα περιβάλλον παγκόσμιου οικονομικού υπέρ – ανταγωνισμού. Σε ένα τέτοιο ολόενα μεταβαλλόμενο διεθνές περιβάλλον με συνεχώς αυξανόμενο ανταγωνισμό, θα πρέπει να αναζητούνται διαρκώς νέοι τρόποι και διαδικασίες από τους συμμετέχοντες στις αγορές, ως επί το πλείστον μειωμένου κόστους και πιο αποτελεσματικές, οι οποίες θα οδηγούν σε κερδοφόρες ενέργειες. Προϊόν αυτής της διαδικασίας πρακτικής εξεύρεσης χρηματοοικονομικών καινοτομιών είναι και η κεφαλαιακή διάρθρωση των επιχειρήσεων.

Η πρώτη - αρχική προσέγγιση του θέματος της κεφαλαιακή διάρθρωσης όπως έχουμε αναλύσει και στο δεύτερο κεφάλαιο της μελέτης αυτής, έγινε από τους Modigliani – Miller (MM). Οι απόψεις και η ισχύς των συμπερασμάτων τους κατακρίθηκαν και αμφισβητήθηκαν από πολλούς ακαδημαϊκούς και οικονομολόγους αφού οι προτάσεις τους στηρίχθηκαν πάνω σε πολύ συγκεκριμένες και περιοριστικές υποθέσεις. Καταλήγοντας όμως στο συμπέρασμα πως υπάρχει ένα ιδανικό σημείο, η τέλεια αναλογία κεφαλαίων, ιδανικών συνθηκών και παραμέτρων, που τα κέρδη και η αξία των εταιρειών αυξάνονται, ακόμα και αν κάτι τέτοιο στη πραγματικότητα για τους οικονομικούς διευθυντές των επιχειρήσεων θεωρείται ουτοπία. Τα κλασικά θεωρήματα των MM για την κεφαλαιακή διάρθρωση αποτέλεσαν τα θεμέλια πάνω στα οποία στηρίχθηκαν ορισμένοι από τους επικριτές τους, προκειμένου να αναπτύξουν τις δικές τους θεωρίες κεφαλαιακής διάρθρωσης.

Η θεωρητική προσέγγιση των Modigliani–Miller σίγουρα δεν οδήγησε στον ορισμό της βέλτιστης κεφαλαιακής διάρθρωσης των επιχειρήσεων. Σαφέστατα όμως βοήθησε στο να μελετηθεί καλύτερα και να κατανοηθεί ώστε να οδηγηθούμε σε σωστότερες επιλογές και κατευθύνσεις αναφορικά με τον τρόπο και το είδος χρηματοδότησης που θα χρησιμοποιηθεί κάθε φορά και τη σύνθεση κυρίως των πηγών χρηματοδότησης, τις επενδύσεις και την αποδοτικότητα των κεφαλαίων, τη μερισματική πολιτική και την έκδοση νέων μετοχών, αν και κάθε επιχείρηση πρέπει να διατηρεί ένα απόθεμα ώστε να μπορεί σε περίπτωση που παρουσιαστεί κάποια ευκαιρία για επένδυση να δανειστεί από αυτό και όχι να προβεί στην έκδοση νέων μετοχών και δη σε τιμή έκπτωσης.

Οι προσεγγίσεις των ΜΜεπίσης έδωσαν στους μάνατζερ για πρώτη φορά τη δυνατότητα χρησιμοποίησης ενός πλαισίου ανάληψης χρηματοοικονομικών αποφάσεων, βασισμένο σε όλους τους παράγοντες που προκύπτουν από τη χρήση χρέους, θετικούς και αρνητικούς όπως οι φόροι και το κόστος του οικονομικού κινδύνου. Βοήθησε επίσης στο να ερευνηθούν οι παράγοντες που την επηρεάζουν ακόμα και αν στις κλασικές τους προτάσεις η δανειακή πολιτική που ακολουθείται από τους οικονομικούς παράγοντες των εταιρειών δεν επηρεάζουν την αξία τους, κάτι το οποίο αναιρείται στη πραγματικότητα από την ανυπαρξία των συνθηκών τέλειων αγορών. Συμπερασματικά οι κυριότεροι παράγοντες που ασκούν επιρροή στη σύγχρονη δανειακή πολιτική των επιχειρήσεων με συνέπεια τη μεταβολή της αξίας τους είναι οι φόροι, τα κόστη αντιπροσώπευσης, ο κίνδυνος πτώχευσης – χρεοκοπίας και το ενδεχόμενο αντιμετώπισης χρηματοοικονομικών δυσχερειών λόγω του μεγάλου κόστους δανεισμού. Εμπειρικές μελέτες ακόμα έδειξαν πως η χρηματοοικονομική συμπεριφορά ενός μεγάλου μέρους των επιχειρήσεων δεν μπορεί να εξηγηθεί πλήρως από τις θεωρίες των ΜΜ, ενώ πολλές από αυτές δεν στοχεύουν σε ένα συγκεκριμένο ποσοστό δανειακής επιβάρυνσης.

Κάτι το οποίο επίσης είναι αποδεκτό, είναι πως οι δανειακοί τόκοι μίας επιχείρησης εκπίπτουν στη φορολογία εισοδήματός της, κατά συνέπεια το αποτελεσματικό κόστος δανεισμού της να είναι μικρό. Επομένως, η χρησιμοποίηση δανειακών κεφαλαίων επιφέρει φορολογικά οφέλη λόγω της έκπτωσης των τόκων. Τα οφέλη αυτά παύουν όμως να υφίστανται στη περίπτωση χρησιμοποίησης μεγάλου ύψους δανεισμού, αφού αυξάνεται ο οικονομικός κίνδυνος και η πιθανότητα ζημιών ακόμα και πτώχευσης, ενώ επίσης αυξάνεται και το κόστος αντιπροσώπευσης. Η υπερβολική χρήση χρέους από τις επιχειρήσεις οδηγεί στην αύξηση του ρίσκου και της πιθανότητας αδυναμίας αποπληρωμής του, ενώ από την άλλη η υπέρμετρη χρησιμοποίηση ιδίων κεφαλαίων δεν εξασφαλίζει το μεγαλύτερο αναμενόμενο χρηματοοικονομικό όφελος του φορολογικού πλεονεκτήματος. Η απάντηση στο ερώτημα, πως βρίσκεται ο ιδανικός συνδυασμός ιδίων και ξένων κεφαλαίων και κατά πόσο το ύψος της απόδοσης είναι ικανοποιητικό για την ανάληψη του αυξημένου κινδύνου, είναι ο βραχνάς των μάνατζερ των σύγχρονων επιχειρήσεων. Το ιδανικό αυτό σημείο στο οποίο το μέσο κόστος κεφαλαίων είναι χαμηλό ενώ η αξία και το όφελος από τη χρήση χρέους αυξάνεται, είναι για τις επιχειρήσεις ένας στόχος που συνεχώς αλλάζει συντεταγμένες λόγω των αλλαγών που πραγματοποιούνται ολοένα εντός και εκτός της επιχείρησης. Ακόμα ένας παράγοντας ο οποίος κάνει πιο δύσκολο τον εντοπισμό του είναι και οι ασήμαντες αλλαγές στην αξία της επιχείρησης, εντός ενός σημαντικού φάσματος ποσοστών χρέους. Από τις σχετικές αποφάσεις λοιπόν θα πρέπει να καθορίζεται εκείνο το ύψος δανειακών κεφαλαίων στο οποίο η μεγαλύτερη αναμενόμενη απόδοση με τον κίνδυνο αδυναμίας αποπληρωμής του χρέους να εξισορροπούνται.

Η χρησιμοποίηση χρέους είναι επίσης απαραίτητη ως μηχανισμός εξισορρόπησης των διαφορετικών και αντικρουόμενων συμφερόντων μεταξύ των μετόχων με τα στελέχη και τους πιστωτές. Έχει παρατηρηθεί πως όσο πιο εύκολα εξετάζονται και ελέγχονται οι δραστηριότητες της επιχείρησης από τους πιστωτές, και όσο μεγαλύτερη είναι η διαφορά των επιδιώξεων τόσο μεγαλύτερο είναι και το ποσοστό χρέους της επιχείρησης, ενώ πιθανή είναι και η απώλεια κεφαλαίων λόγω της σύγκρουσης συμφερόντων ως προς την κεφαλαιακή δομή. Στο μεγαλύτερο μέρος τους οι σύγχρονες επιχειρήσεις διαχωρίζουν την διοίκηση από την ιδιοκτησία.

Όπως πολλές φορές αναφέραμε, είναι αδύνατο να προσδιοριστεί με ακρίβεια η ιδανική αναλογία ίδιων κεφαλαίων και κεφαλαίων χρέους. Στη σύγχρονη κεφαλαιακή διάρθρωση χρησιμοποιούνται διάφοροι χρηματοοικονομικοί δείκτες κάτω από διαφορετικές συνθήκες. Λαμβάνοντας υπόψη ορισμένες μεταβλητές όπως επιτόκια, πληθωρισμό, ρυθμούς οικονομικής ανάπτυξης, επιδιώκονται προβλέψεις αναφορικά με την αξία και τα κέρδη ανά μετοχή, τις δανειακές υποχρεώσεις, την απόδοση των επενδύσεων για συγκεκριμένες χρονικές περιόδους. Έτσι αλλάζοντας τα δεδομένα κάθε φορά μελετώνται διαφορετικά ενδεχόμενα, η αξιοπιστία των οποίων εξαρτάται βέβαια από την εγκυρότητα των δεδομένων που περισυλλέχθηκαν. Με αυτό τον τρόπο εκτιμώνται και αξιολογούνται οι επιπτώσεις σε κάθε ενδεχόμενο, ενώ δίνεται η δυνατότητα εναλλακτικών τρόπων δράσης, χωρίς όμως η διαδικασία αυτή να καθιστά εύκολη τη λήψη των σχετικών αποφάσεων.

Κλείνοντας, θα πρέπει να τονίσουμε πως στη σύγχρονη κεφαλαιακή διάρθρωση των επιχειρήσεων από τους σπουδαιότερους και πλέον σημαντικότερους ρόλους παίζουν οι αποφάσεις που λαμβάνονται σχετικά με αυτή, ενώ αναμφίβολα επηρεάζει την τιμή της μετοχής της και κατά συνέπεια την αξία της επιχείρησης καθώς και τον κίνδυνο που διατρέχει. Επιπροσθέτως, η επίδραση των λειτουργικών αποφάσεων (αποφάσεις σχετικά με την ανάπτυξη νέων προϊόντων και υπηρεσιών, παραγωγή και αποδοτική διάθεσή τους στην αγορά και αποφάσεις που αφορούν την εξεύρεση νέων αγορών) στην αξία της επιχείρησης δεν πρέπει να προσπερνάται καθώς θεωρείται πως ξεπερνά κατά πολύ την προηγούμενη.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

Ελληνόγλωσση

Βιβλία:

Καραθανάσης Γ. (1999) Βασικές Αρχές Χρηματοοικονομικής Διοίκησης και Χρηματοοικονομικές Αγορές. 3^η έκδοση. Αθήνα: Εκδόσεις Ευγ. Μπένου.

Ευθύμογλου Π.Γ.,(1999) Θέματα Χρηματοοικονομικής Διοίκησης, τεύχος Α, Χρηματοοικονομική Επιχειρήσεων, Πειραιάς

Ξανθάκης Δ. Μανώλης, Αλεξιάκης Α. Χρήστος (2007) Χρηματοοικονομική Ανάλυση Επιχειρήσεων. Εκδόσεις ΣΤΑΜΟΥΛΗ Α.Ε.

Κεφάλαιο «Κεφαλαιακή Διάρθρωση» από:

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

Ξενόγλωσση

Βιβλία:

Bancel F and V. Mitto, (2005), «Cross – Country Determinants of Capital Structure Choice: A Survey of European Firms», Financial Management 33, pp. 103-133

Brounen D, de Jong A. and K. Koedijk, (2006), «Capital Structure Policies in Europe: Survey Evidence», Journal of Banking and Finance 30, 1409 - 1442.

Graham J. and C. Harvey, (2001), «The Theory and Practice of Corporate Finance: Evidence from the field», Journal of Financial Economics 60, pp. 187 – 243.

Διαδίκτυο

Βικιπαίδεια

Κεφαλαιακή Διάρθρωση

Διαθέσιμο μέσω διαδικτύου:

http://el.wikipedia.org/wiki/%CE%9A%CE%B5%CF%86%CE%B1%CE%BB%CE%B1%CE%B9%CE%B1%CE%BA%CE%AE_%CE%B4%CE%B9%CE%AC%CF%81%CE%B8%CF%81%CF%89%CF%83%CE%B7αντλήθηκε την 10/12/2012: 19:33

Μερισματική Πολιτική

Διαθέσιμο μέσω διαδικτύου:

http://el.wikipedia.org/wiki/%CE%9C%CE%B5%CF%81%CE%B9%CF%83%CE%BC%CE%B1%CF%84%CE%B9%CE%BA%CE%AE_%CE%A0%CE%BF%CE%BB%CE%B9%CF%84%CE%B9%CE%BA%CE%AEαντλήθηκε την 10/12/2012: 19:37

Openarchives.Κεφαλαιακή Διάρθρωση

Διαθέσιμο μέσω διαδικτύου:

<http://openarchives.gr/search/Κεφαλαιακή%20διάρθρωση/page:3> αντλήθηκε την 12/12/2012: 22:19

Franchisesuccess.Κεφαλαιακή Διάρθρωση

Διαθέσιμο μέσω διαδικτύου:

<http://www.franchise-success.gr/htmlsite/greek/successdetails.asp?id=152&pstring=258,262,71> αντλήθηκε την 12/12/2012: 22:27

Bluewave. Διάρθρωση Κεφαλαίων Ζήνου Βογιατζή

Διαθέσιμο μέσω διαδικτύου:

<http://www.bluewavemag.com/blueart030.htm>αντλήθηκε την 15/12/2012: 01:38