



ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ
ΙΩΑΝΝΙΝΩΝ

ΣΧΟΛΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΚΑΙ ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΩΝ ΕΠΙΣΤΗΜΩΝ

ΤΜΗΜΑ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗΣ ΚΑΙ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ

ΠΜΣ ΔΙΟΙΚΗΣΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ ΚΑΙ ΟΡΓΑΝΙΣΜΩΝ

ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ

**Η κεφαλαιακή δομή των επιχειρήσεων που δραστηριοποιούνται
στον ξενοδοχειακό κλάδο**

Ευτυχία Νάκη

Επιβλέπων: Γεώργιος Κόλιας

Επίκουρος Καθηγητής

Πρέβεζα, Φεβρουάριος, 2024

**The capital structure of companies operating in the hotel
industry**

Εγκρίθηκε από τριμελή εξεταστική επιτροπή

Πρέβεζα, 15 Φεβρουαρίου 2024

ΕΠΙΤΡΟΠΗ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ

1. Επιβλέπων καθηγητής

Γεώργιος Κόλιας,

Επίκουρος Καθηγητής

2. Μέλος επιτροπής

Ιωάννης Γκανάς,

Καθηγητής

3. Μέλος επιτροπής

Ευστράτιος Κυπριωτέλης,

Λέκτορας

© Νάκη Ευτυχία, 2024

Με επιφύλαξη παντός δικαιώματος. All rights reserved.

Δήλωση μη λογοκλοπής

Δηλώνω υπεύθυνα και γνωρίζοντας τις κυρώσεις του Ν. 2121/1993 περί Πνευματικής Ιδιοκτησίας, ότι η παρούσα πτυχιακή εργασία είναι εξ ολοκλήρου αποτέλεσμα δικής μου ερευνητικής εργασίας, δεν αποτελεί προϊόν αντιγραφής ούτε προέρχεται από ανάθεση σε τρίτους. Όλες οι πηγές που χρησιμοποιήθηκαν (κάθε είδους, μορφής και προέλευσης) για τη συγγραφή της περιλαμβάνονται στη βιβλιογραφία.

Νάκη Ευτυχία

ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ

Αρχικά θα ήθελα να ευχαριστήσω θερμά τον επιβλέπων καθηγητή μου κ. Κόλια Γεώργιο για την συνεργασία, το ενδιαφέρον του, την υποστήριξη και την πολύτιμη επιστημονική καθοδήγηση που μου παρείχε καθ' όλη την διάρκεια εκπόνησης της διπλωματικής μου εργασίας.

Επίσης θέλω να ευχαριστήσω την οικογένειά μου που με την υπομονή, την στήριξη και την ηθική τους συμπαράσταση, βοήθησαν στην επίτευξη του στόχου μου για την ολοκλήρωση της διπλωματικής μου εργασίας.

Περίληψη

Η κεφαλαιακή διάρθρωση επηρεάζεται από ορισμένους καθοριστικούς παράγοντες, όπως είναι η χώρα μέσα στην οποία δραστηριοποιείται η επιχείρηση, ο κλάδος βιομηχανίας στον οποίο αυτή ανήκει, το μέγεθος της επιχείρησης, η κερδοφορία της, οι αποσβέσεις που έχει, τα πάγια περιουσιακά στοιχεία κ.λπ. Έτσι, η διοίκηση πρέπει να λάβει υπόψη αυτούς τους καθοριστικούς παράγοντες, οι οποίοι σχετίζονται γενικά με το οικονομικό περιβάλλον και τα χαρακτηριστικά της επιχείρησης. Σκοπός της παρούσας έρευνας είναι να ερευνηθεί η κεφαλαιακή επάρκεια των πεντάστερων ξενοδοχείων της Ελλάδας την χρονική περίοδο 2019-2022. Τα ερευνητικά ερωτήματα που απασχόλησε η έρευνα ήταν: α) πώς σχετίζεται η κερδοφορία με τη συνολική χρηματοδότηση, θετικά ή αρνητικά και β) πώς σχετίζονται τα πάγια περιουσιακά στοιχεία με τη συνολική χρηματοδότηση, θετικά ή αρνητικά. Το δείγμα της έρευνας αποτελούσαν 55 ξενοδοχεία πέντε αστέρων από όλη την Ελλάδα, για τη χρονική περίοδο 2019-2022. Κατά την επεξεργασία των δεδομένων εφαρμόστηκε το στατιστικό πρόγραμμα ανάλυσης και επεξεργασίας δεδομένων spss.

Τα αποτελέσματα της έρευνας έδειξαν ότι η μακροχρόνια δανειοδότηση λογάριθμος σχετίζεται θετικά με τις δανειακές υποχρεώσεις προς σύνολο ενεργητικού των ξενοδοχείων, γεγονός που μπορεί να έχει σημαντικές επιπτώσεις στην κεφαλαιακή επάρκεια των ξενοδοχείων, ανάλογα με τον τρόπο που χρησιμοποιείται η δανειοδότηση. Επίσης, διαπιστώθηκε ότι δεν υπάρχει στατιστικά σημαντική σχέση μεταξύ των δανειακών υποχρεώσεων προς σύνολο ενεργητικού και των κερδών προ τόκων προς σύνολο ενεργητικού και των πάγιων και άυλων περιουσιακών στοιχείων προς σύνολο ενεργητικού. Από την ανάλυση παλινδρόμησης διαπιστώθηκε ότι μόνο η μακροχρόνια δανειοδότηση λογάριθμος έχει στατιστική σημασία στην πρόβλεψη των δανειακών υποχρεώσεων προς το σύνολο ενεργητικού και μάλιστα θετική. Τέλος, διαπιστώθηκε ότι οι ταυτότητες των ξενοδοχείων και του έτους δεν είναι στατιστικά σημαντικές.

Λέξεις κλειδιά: κεφαλαιακή διάρθρωση, δανειοδότηση, κερδοφορία, ξενοδοχεία.

Abstract

The capital structure is influenced by certain determinants, such as the country in which the business operates, the industry sector it belongs to, the size of the business, its profitability, its depreciation, fixed assets, etc. Thus, management must consider these determinants, which are generally related to the economic environment and firm characteristics. The purpose of this research is to investigate the capital adequacy of five-star hotels in Greece in the period 2019-2022. The research questions addressed by the research were: a) how is profitability related to total financing, positively or negatively, and b) how are fixed assets related to total financing, positively or negatively. The research sample consisted of 55 five-star hotels from all over Greece, for the period 2019-2022. When processing the data, the statistical analysis and data processing program spss was applied.

The research results showed that long-term log lending is positively related to hotel debt-to-total assets, which can have significant implications for hotels' capital adequacy, depending on how the lending is used. Also, it was found that there is no statistically significant relationship between loan liabilities to total assets and earnings before interest to total assets and fixed and intangible assets to total assets. From the regression analysis, it was found that only long-term lending logarithm has a statistical significance in predicting of the loan liabilities to total assets, and even a positive one. Finally, it was found that hotel and year identities are not statistically significant.

Key words: capital structure, lending, profitability, hotels.

Περιεχόμενα

| | |
|---|------|
| Περίληψη..... | vii |
| Abstract | viii |
| Περιεχόμενα | ix |
| Περιεχόμενα πινάκων..... | xi |
| 1 Κεφάλαιο: Η κεφαλαιακή διάρθρωση | 1 |
| 1.1 Η έννοια της κεφαλαιακής διάρθρωσης..... | 1 |
| 1.2 Καθοριστικοί παράγοντες της κεφαλαιακής διάρθρωσης..... | 2 |
| 2 Κεφάλαιο: Θεωρίες κεφαλαιακής δομής | 7 |
| 2.1 Η θεωρία των Modigliani & Miller..... | 7 |
| 2.2 Η Θεωρία της αντιστάθμισης (The Trade-off Theory) | 9 |
| 2.3 Η θεωρία της σηματοδότησης (signaling theory) | 11 |
| 2.4 Θεωρία του κόστους της επιχείρησης | 12 |
| 2.4.1 Η μετατόπιση κινδύνου ή υποκατάσταση των περιουσιακών στοιχείων..... | 13 |
| 2.4.2 Το πρόβλημα των ανεπαρκών επενδύσεων..... | 14 |
| 2.5 Η θεωρία των ελεύθερων ταμειακών ροών (Agency costs or free cash flow theory) | 15 |
| 2.6 Θεωρία της τάξης (Pecking order theory)..... | 16 |
| 2.7 Η θεωρία του κύκλου ζωής (life stage theory)..... | 18 |
| 3 Κεφάλαιο: Έρευνες σχετικά με την κεφαλαιακή διάρθρωση στον ξενοδοχειακό τομέα. | 20 |
| 4 Κεφάλαιο: Μεθοδολογία έρευνας..... | 30 |
| 4.1 Σκοπός και ερευνητικά ερωτήματα..... | 30 |
| 4.2 Δείγμα και συλλογή δεδομένων | 30 |
| 4.3 Επεξεργασία δεδομένων..... | 31 |
| 5 Κεφάλαιο: Αποτελέσματα της έρευνας | 33 |
| 5.1 Περιγραφικές αναλύσεις | 33 |

| | | |
|-----|--|----|
| 5.2 | Συσχέτιση Pearson | 34 |
| 5.3 | Ανάλυση παλινδρόμησης Πολλαπλής (fixed effects regression). Παλινδρόμησης με εξαρτημένη μεταβλητή τις Δανειακές Υποχρεώσεις προς το Σύνολο του Ενεργητικού | 34 |
| 5.4 | Μικτό μοντέλο (mixed model) που χρησιμοποιείται για να εξετάσει την επίδραση διάφορων παραγόντων (fixed effects και random effects) στην εξαρτημένη μεταβλητή «Δανειακές Υποχρεώσεις προς το Σύνολο Ενεργητικού». | 37 |
| | Συμπέρασμα | 40 |
| | Βιβλιογραφία..... | 42 |

Περιεχόμενα πινάκων

| | |
|---|----|
| Πίνακας 1: Descriptive statistics (Περιγραφικά αποτελέσματα των μεταβλητών της έρευνας) | 33 |
| Πίνακας 2: Ανάλυση Pearson..... | 34 |
| Πίνακας 3: Μεταβλητές που εισάγονται/Αφαιρούνται..... | 35 |
| Πίνακας 4: Σύνοψη παρουσίασης..... | 35 |
| Πίνακας 5: ANOVA..... | 36 |
| Πίνακας 6: Αποτελέσματα Πολλαπλής Παλινδρόμησης στην εξαρτημένη μεταβλητή τις Δανειακές Υποχρεώσεις προς Σύνολο του Ενεργητικού..... | 36 |

1 Κεφάλαιο: Η κεφαλαιακή διάρθρωση

1.1 Η έννοια της κεφαλαιακής διάρθρωσης

Για να οριστεί η έννοια της κεφαλαιακής διάρθρωσης έχουν γίνει αρκετές προσπάθειες οι οποίες εξηγούν τα είδη των τίτλων και τα αναλογικά ποσά που συνθέτουν την κεφαλαιοποίηση. Έτσι, κεφαλαιακή διάρθρωση είναι το μείγμα διαφορετικών πηγών μακροπρόθεσμων πηγών, όπως οι μετοχές, τα ομόλογα, τα μακροπρόθεσμα δάνεια και τα αδιανέμητα κέρδη (Aljamaan, 2018). Ο Gangeni (2006), την ορίζει προσπαθώντας να εξηγήσει το μείγμα τίτλων και πηγών της χρηματοδότησης οι οποίες χρησιμοποιούνται από τις εταιρείες για τη χρηματοδότηση πραγματικών επενδύσεων. Η επιχείρηση πρέπει να κάνει επενδύσεις προκειμένου τουλάχιστον να είναι βιώσιμη, πόσο μάλλον να παρουσιάσει κάποια ανάπτυξη. Έτσι, για να χρηματοδοτηθούν αυτές οι επενδύσεις χρησιμοποιούνται είτε εσωτερικές πηγές χρηματοδότησης, όπως κέρδη εις νέον και έκδοση μετοχών για το κοινό, είτε εξωτερικές πηγές χρηματοδότησης, ως δάνεια ή ομόλογα.

Οι Gitman & Zutter (2012) την ορίζουν ως το σύνολο των ιδίων και ξένων κεφαλαίων που διατηρεί η εταιρεία. Αν και, τα πραγματικά επίπεδα της μόνιμης μακροπρόθεσμης χρηματοδότησης της εταιρείας που αντιπροσωπεύονται από χρέος, προνομιούχες μετοχές και κοινές μετοχές μπορεί να διαφέρουν κάπως με την πάροδο του χρόνου, οι περισσότερες επιχειρήσεις προσπαθούν να διατηρήσουν το χρηματοδοτικό τους μείγμα κοντά σε μια κεφαλαιακή δομή-στόχο. Σύμφωνα με τους Smart, Megginson & Gitman (2004) στα ίδια κεφάλαια υπάγονται το ιδρυτικό κεφάλαιο της εταιρείας, η αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου, τα παρακρατηθέντα κέρδη κ.ά. ενώ στα ξένα κεφάλαια υπάγονται ο τραπεζικός δανεισμός, η έκδοση ομολογιακού δανείου, η χρηματοδοτική μίσθωση κ.ά. Από εταιρική άποψη, τα ίδια κεφάλαια αντιπροσωπεύουν μια πιο ακριβή, μόνιμη πηγή κεφαλαίων με μεγαλύτερη χρηματοοικονομική ευελιξία. Η χρηματοοικονομική ευελιξία επιτρέπει σε μια εταιρεία να αντλεί κεφάλαια με λογικούς όρους όταν απαιτείται κεφάλαιο. Αντιστρόφως, το χρέος αντιπροσωπεύει μια φθηνότερη, πεπερασμένη στη λήξη πηγή κεφαλαίου που υποχρεώνει νομικά μια εταιρεία να πραγματοποιεί υποσχόμενες ταμειακές εκροές σε σταθερό

χρονοδιάγραμμα με την ανάγκη αναχρηματοδότησης σε κάποια μελλοντική ημερομηνία με άγνωστο κόστος.

Οι Brigham και Ehrhardt (2011) αναφέρουν ότι ο κύριος σκοπός της κεφαλαιακής διάρθρωσης είναι να αποτελείται από το βέλτιστο μείγμα χρέους και ιδίων κεφαλαίων. Η απόφαση για την κεφαλαιακή διάρθρωση μιας επιχείρησης περιλαμβάνει την επιλογή κεφαλαιακής διάρθρωσης-στόχου, τη μέση διάρκεια του χρέους της και τους συγκεκριμένους τύπους χρηματοδότησης που αποφασίζει να χρησιμοποιήσει ανά πάσα στιγμή. Όπως και με τις λειτουργικές αποφάσεις, οι διαχειριστές θα πρέπει να λαμβάνουν αποφάσεις κεφαλαιακής διάρθρωσης που έχουν σχεδιαστεί για να μεγιστοποιούν την εγγενή αξία της επιχείρησης. Σύμφωνα λοιπόν με τους παραπάνω ορισμούς γίνεται αντιληπτό ότι η κεφαλαιακή διάρθρωση είναι η αναλογία των ιδίων κεφαλαίων και των ξένων κεφαλαίων μιας επιχείρησης.

1.2 Καθοριστικοί παράγοντες της κεφαλαιακής διάρθρωσης

Η κεφαλαιακή διάρθρωση επηρεάζεται από ορισμένους καθοριστικούς παράγοντες, όπως είναι η χώρα μέσα στην οποία δραστηριοποιείται η επιχείρηση, ο κλάδος βιομηχανίας στον οποίο αυτή ανήκει, το μέγεθος της επιχείρησης, η ηλικία της επιχείρησης, οι καταστάσεις της αγοράς κ.λπ. Έτσι, η διοίκηση πρέπει να λάβει υπόψη αυτούς τους καθοριστικούς παράγοντες, οι οποίοι σχετίζονται γενικά με το οικονομικό περιβάλλον και τα χαρακτηριστικά της επιχείρησης. Μερικοί από αυτούς τους καθοριστικούς παράγοντες χρησιμοποιούνται σε αυτή τη διατριβή ως κριτήρια για τα χαρακτηριστικά της επιχείρησης.

Μέγεθος επιχείρησης: το μέγεθος της επιχείρησης σχετίζεται με διάφορα θέματα στη θεωρία της κεφαλαιακής διάρθρωσης, όπως η ασύμμετρη πληροφόρηση, το κόστος χρηματοοικονομικών δυσχερειών, το κόστος συναλλαγών και η προσβασιμότητα στη χρηματοπιστωτική αγορά (Lew, 2012). Οι Eriotis, Vasiliou & Ventoura-Neokosmidi (2007) υποστηρίζουν ότι οι μεγαλύτερες επιχειρήσεις μπορούν να διαπραγματεύονται δάνεια με ευνοϊκότερους όρους. Αυτό τους επιτρέπει να αναλάβουν μεγαλύτερο χρέος με χαμηλότερα επιτόκια. Επίσης, επειδή αυτές οι επιχειρήσεις είναι λιγότερο ριψοκίνδυνες από τις μικρότερες, οι τράπεζες είναι πρόθυμες να τους δανείσουν περισσότερα κεφάλαια. Αυτό μειώνει την πιθανότητα αθέτησης. Ως εκ τούτου, είναι πιθανό να παρατηρηθεί θετική συσχέτιση μεταξύ

μεγέθους και μόχλευσης. Αντίθετα, οι Drobetz & Wanzenreid (2006) υποστηρίζουν ότι οι μεγάλες επιχειρήσεις έχουν επαρκή κάλυψη από τους αναλυτές και υπόκεινται σε χαμηλότερο κόστος ασυμμετριών πληροφόρησης. Ως εκ τούτου, θα πρέπει να έχουν πρόσβαση στις αγορές μετοχών με σχετική ευκολία. Επιπλέον, το σταθερό κόστος που συνδέεται με τις εκδόσεις μετοχικού κεφαλαίου θα πρέπει να είναι μικρότερο για τις μεγάλες επιχειρήσεις. Για τον λόγο αυτό, το μέγεθος θα πρέπει να συσχετίζεται αντιστρόφως με τη μόχλευση.

Το μέγεθος της επιχείρησης τείνει να συσχετίζεται έντονα και θετικά με τη μόχλευση. Ωστόσο, σε ορισμένες μελέτες, η μακροπρόθεσμη μόχλευση βρίσκεται να σχετίζεται αντιστρόφως με τη μεταβλητή μεγέθους. Αυτό οφείλεται στις χαμηλές ασυμμετρίες πληροφόρησης που συνδέονται με τις μεγάλες επιχειρήσεις.

Ηλικία επιχείρησης: Η ηλικία διαδραματίζει σημαντικό ρόλο στην ικανότητα των επιχειρήσεων να αποκτούν χρέος. Οι παλαιότερες επιχειρήσεις θεωρούνται πιο σταθερές και, ως εκ τούτου, πιο αξιόπιστες λόγω της ικανότητάς τους να επιβιώσουν για μεγαλύτερο χρονικό διάστημα. Ως εκ τούτου, η πρόβλεψη είναι ότι οι παλαιότερες επιχειρήσεις θα έχουν πιο μακροπρόθεσμο χρέος στις κεφαλαιακές δομές τους. Ο Johnson (1997) αναφέρει μια σημαντική θετική συσχέτιση μεταξύ της ηλικίας και του δημόσιου χρέους για ένα σύνολο επιχειρήσεων που προέρχονται από τη βάση δεδομένων Compustat. Αυτό υποδηλώνει ότι το κεφάλαιο φήμης που κατέχουν οι παλαιότερες επιχειρήσεις επαρκεί για να διασφαλιστεί η ελαχιστοποίηση του κινδύνου αθέτησης του δημόσιου χρέους. Οι Ojah & Manrique (2005) τεκμηριώνουν μια θετική αλλά ασήμαντη επίδραση αυτής της μεταβλητής στις δομές του εταιρικού χρέους των ισπανικών επιχειρήσεων. Οι Gwatidzo & Ojah (2009) βρίσκουν αντικρουόμενα στοιχεία για επιχειρήσεις σε πέντε αφρικανικές χώρες. Ιδιαίτερα, η ηλικία συσχετίζεται έντονα αρνητικά με τη μόχλευση.

Κόστος συναλλαγής: οι μικρότερες επιχειρήσεις που αναζητούν εξωτερικά κεφάλαια ενδέχεται να αντιμετωπίσουν υψηλότερο κόστος και ταυτόχρονα υποχρεούνται να προσφέρουν εξασφαλίσεις. Επίσης, αναφέρεται ότι υπάρχει υψηλός κίνδυνος στη παροχή δανείων προς τις μικρομεσαίες επιχειρήσεις καθώς αυτές παρουσιάζουν υψηλά ποσοστά αποτυχίας λήψης χρηματοδότησης σε σχέση με τις μεγάλες επιχειρήσεις οι οποίες μπορούν πιο εύκολα να την αποκτήσουν. (Gansuwan & Önel, 2012). Επίσης, ενδέχεται να αντιμετωπίσουν και υψηλότερα ασφάλιστρα κινδύνου, καθώς είναι περισσότερο αδιαφανείς και έχουν λιγότερες εξασφαλίσεις να προσφέρουν (Beck et. al., 2006). Έτσι, το μικρό μέγεθος της επιχείρησης σημαίνει και υψηλότερα εμπόδια στη χρηματοδότηση και την ανάπτυξή τους, ταυτόχρονα όμως σε σχέση

με τις μεγάλες επιχειρήσεις επηρεάζονται λιγότερο από τους υπερβολικούς κανονισμούς, επειδή μπορούν εύκολα να γλιστρήσουν σε άτυπες ρυθμίσεις (Weder, 2001).

Κερδοφορία: Οι Myers & Majluf (1984) προβλέπουν ότι θα πρέπει να υπάρχει αρνητική σχέση μεταξύ σταθερής κερδοφορίας και μόχλευσης. Υποστηρίζουν ότι οι επιχειρήσεις που είναι πιο κερδοφόρες θα προτιμήσουν να χρησιμοποιήσουν τα αδιανέμητα κέρδη και, ως εκ τούτου, θα έχουν χαμηλότερους δείκτες χρέους. Ωστόσο, η θεωρία αντιστάθμισης υποστηρίζει ότι, προκειμένου να επωφεληθούν από τις φορολογικές ασπίδες τόκων που συνδέονται με υψηλότερη μόχλευση, οι πιο κερδοφόρες επιχειρήσεις θα έχουν υψηλότερους δείκτες χρέους. Ομοίως, η θεωρία των ελεύθερων ταμειακών ροών υποθέτει ότι οι κερδοφόρες επιχειρήσεις θα πρέπει να εκδίδουν περισσότερο χρέος. Πρόκειται για ένα μέτρο για την εγγύηση των μελλοντικών ταμειακών ροών και την πειθαρχία των διαχειριστών καταβάλλοντας μετρητά στους ομολογιούχους αντί να σπαταλούν τα κεφάλαια σε αρνητικά έργα ΚΠΑ. Η θεωρία της τάξης πραγμάτων υποθέτει ότι η κερδοφορία σχετίζεται αντιστρόφως με τη μόχλευση. Αντίθετα, οι θεωρίες αντιστάθμισης και ελεύθερων ταμειακών ροών υποδηλώνουν ότι η κερδοφορία σχετίζεται άμεσα με τη μόχλευση.

Έξοδα πτώχευσης: το κόστος πτώχευσης της επιχείρησης τείνει να έχει αντίστροφη σχέση με το μέγεθος της επιχείρησης, δηλαδή οι μεγαλύτερες επιχειρήσεις έχουν χαμηλότερο κόστος πτώχευσης από τις μικρότερες και αντιστρόφως. Για να το επεξεργαστούμε, το κόστος πτώχευσης θα μπορούσε να έρθει τόσο με άμεσο όσο και με έμμεσο τρόπο. Ένα παράδειγμα άμεσου κόστους πτώχευσης θα μπορούσε να είναι η απόδοση εκκαθάρισης και ένα έμμεσο κόστος θα μπορούσε να έχει τη μορφή απώλειας της εμπιστοσύνης των ενδιαφερόμενων μερών στη μακροπρόθεσμη επιβίωση της επιχείρησης (Aljamaan, 2018; Gansuwan & Önel, 2012).

Απτότητα περιουσιακών στοιχείων: Η γενική συναίνεση μεταξύ των ερευνητών είναι ότι η απτότητα των περιουσιακών στοιχείων σχετίζεται άμεσα με τη μόχλευση. Πολλοί επισημαίνουν τη δυνατότητα στρατηγικών μετατόπισης του κινδύνου, σύμφωνα με τις οποίες οι διαχειριστές μπορούν να στραφούν σε πιο ριψοκίνδυνες επενδύσεις εις βάρος των ομολογιούχων. Αυτές οι δαπάνες του χρέους μπορούν να μετριαστούν εάν η αξία των εξασφαλίσεων των περιουσιακών στοιχείων είναι υψηλή. Ως εκ τούτου, η απτότητα των περιουσιακών στοιχείων είναι πιθανό να συνδέεται θετικά με τη μόχλευση. Επιπλέον, σε περίπτωση πτώχευσης, ένα υψηλότερο ποσοστό υλικών στοιχείων ενεργητικού θα μπορούσε να αυξήσει την αξία διάσωσης των περιουσιακών στοιχείων της επιχείρησης. Οι χρηματοδότες

είναι έτσι πρόθυμοι να χορηγήσουν δάνεια σε επιχειρήσεις με υψηλό ποσοστό ενσώματων περιουσιακών στοιχείων.

Πολιτικές κεφαλαιακής διάρθρωσης και στόχοι μόγλευσης: κατευθυντήριες γραμμές που καθορίζονται από τη διοίκηση και το διοικητικό συμβούλιο και επιδιώκουν να θεσπίσουν λογικά όρια δανεισμού για την εταιρεία με βάση τη διάθεση ανάληψης κινδύνου και την ικανότητα της εταιρείας να στηρίζει το χρέος.

Συνθήκες της αγοράς: τρέχοντα επίπεδα τιμών μετοχών και επιτόκια αγοράς για το χρέος μιας εταιρείας. Η επικράτηση των χαμηλών επιτοκίων αυξάνει τη φέρουσα ικανότητα των επιχειρήσεων για χρέη και τη χρήση του χρέους από τις επιχειρήσεις.

Λειτουργικοί κίνδυνοι: υποστηρίζεται ότι ο λειτουργικός κίνδυνος των επιχειρήσεων σχετίζεται αντιστρόφως με το μέγεθος της επιχείρησης, πράγμα που σημαίνει ότι οι μικρότερες επιχειρήσεις θα πρέπει να είναι εκ των προτέρων διατεθειμένες να χρησιμοποιούν μάλλον λιγότερο χρέος και εξωτερική χρηματοδότηση σε σύγκριση με τις μεγαλύτερες, λόγω του ότι ο θεωρούμενος λειτουργικός κίνδυνος είναι υψηλότερος στις μικρότερες επιχειρήσεις. Οι μεγαλύτερες επιχειρήσεις αποκομίζουν οφέλη από το μέγεθος και τη διαφοροποίησή τους, επειδή μπορούν να δανείζονται με χαμηλότερο κόστος και να επιβιώνουν από οικονομικές καταστροφές με μεγαλύτερη ανθεκτικότητα από τις μικρότερες επιχειρήσεις. Κατά συνέπεια, αυτό θα τους επιτρέψει να έχουν καλύτερες επιδόσεις από τις μικρότερες επιχειρήσεις και, ως εκ τούτου, να αποκομίζουν περισσότερα κέρδη.

Επιπλέον, οι μεγάλες επιχειρήσεις αναμένεται να επιβαρυνθούν με χαμηλότερο κόστος αντιπροσώπευσης για την έκδοση χρέους ή ιδίων κεφαλαίων, μικρότερη μεταβλητότητα των ταμειακών ροών και να έχουν ευκολότερη πρόσβαση στην πιστωτική αγορά. Ως εκ τούτου, οι μεγάλες εταιρείες αναμένεται να κατέχουν μεγαλύτερο χρέος στις κεφαλαιακές τους δομές από ό,τι οι μικρές επιχειρήσεις για να επωφεληθούν από τη φορολογική ασπίδα ((Aljamaan, 2018).

Η πολιτική των μερισμάτων: Miller & Modigliani (1961) έχουν υποστηρίξει ότι η μερισματική πολιτική δεν επηρεάζει την αξία της επιχείρησης ή το κόστος των ιδίων κεφαλαίων. Εάν αυτό αληθεύει, τότε η μερισματική πολιτική δεν έχει σημασία. Σύμφωνα με αυτή την πρόταση, αρκετοί θεωρητικοί του χρηματοπιστωτικού τομέα υποστήριξαν το αντίθετο, ότι η μερισματική πολιτική είναι σημαντική. Οι Lintner (1962) και Gordon (1963) υποστήριξαν ότι οι επενδυτές εκτιμούν το επόμενο δολάριο μερισμάτων περισσότερο από τα μελλοντικά κεφαλαιακά κέρδη. Στην πραγματικότητα, η αντιληπτή επικινδυνότητα μιας επιχείρησης που καταβάλλει μερίσματα θα πρέπει να είναι χαμηλότερη από εκείνη ενός μη

πληρωτή μερισμάτων. Κατά συνέπεια, η απαιτούμενη απόδοση μιας εταιρείας που καταβάλλει μερίσματα μειώνεται με την αύξηση των μερισμάτων. Από την άλλη, εάν τα κεφαλαιακά κέρδη φορολογούνται χαμηλότερα από τα εισοδήματα από μερίσματα, τότε η αύξηση των μερισμάτων θα μειώσει τη δήλωση μετά από φόρους των μετόχων, οι οποίοι με τη σειρά τους μπορεί να απαιτήσουν υψηλότερο αναμενόμενο συντελεστή απόδοσης προ φόρων. Κατά συνέπεια, το αυξημένο κόστος των ιδίων κεφαλαίων μπορεί να ωθήσει τις επιχειρήσεις να εκδώσουν μεγαλύτερο χρέος σε σχέση με τα ίδια κεφάλαια. Στην περίπτωση αυτή, η καταβολή μερισμάτων μπορεί να συσχετιστεί θετικά με τη μόχλευση (Boyle & Eckhold (1997)).

2 Κεφάλαιο: Θεωρίες κεφαλαιακής δομής

2.1 Η θεωρία των Modigliani & Miller

Το 1958 οι Modigliani & Miller έγραψαν το άρθρο «Το κόστος του κεφαλαίου, η εταιρική χρηματοδότηση και η θεωρία των επενδύσεων» («The cost of capital, corporate finance and the theory of investment») το οποίο είχε τεράστιο αντίκτυπο στον τομέα των οικονομικών, καθώς εισήγαγε δύο προτάσεις και έγινε γνωστή ως η θεωρία της ασχετικότητας (irrelevance theory) η οποία είναι γνωστή και ως μοντέλο M & M ή το μοντέλο των κατηγοριών κινδύνου. Η πρόταση αφορά την κεφαλαιακή διάρθρωση μιας επιχείρησης και το κόστος κεφαλαίου της σε μια τέλεια κεφαλαιαγορά. Η τέλεια κεφαλαιαγορά υποθέτει ότι δεν υπάρχουν φόροι, δεν υπάρχει κόστος συναλλαγής και ότι το επιτόκιο δανεισμού είναι το ίδιο για εταιρείες και ιδιώτες. Έτσι, θα υπήρχαν ευκαιρίες σε τέλειες κεφαλαιαγορές εάν η αξία μιας επιχείρησης εξαρτιόταν από τον τρόπο χρηματοδότησής της. Υποστηρίζουν επίσης ότι εάν οι επενδυτές και οι επιχειρήσεις μπορούν να δανειστούν με το ίδιο επιτόκιο, οι επενδυτές μπορούν να εξουδετερώσουν τυχόν αποφάσεις κεφαλαιακής διάρθρωσης στις οποίες μπορεί να καταλήξει η διοίκηση μιας επιχείρησης (εγχώρια μόχλευση).

Το βασικό σκεπτικό του μοντέλου M & M είναι ότι η αξία της επιχείρησης καθορίζεται από αυτό που συνήθως αναφέρεται στην επενδυτική πολιτική της. Η οικονομική υπόστασή της δεν επηρεάζεται από το αν το παθητικό του ισολογισμού της επιχείρησης τεμαχίζεται σε περισσότερο ή λιγότερο χρέος. Για να αυξήσει την αξία της επιχείρησης, πρέπει να επενδύσει σε πρόσθετα έργα με θετικές καθαρές παρούσες αξίες. Έτσι, δεν υπάρχει συσχέτιση μεταξύ της αξίας μιας επιχείρησης και της κεφαλαιακής της δομής. Η αξία μιας επιχείρησης εξαρτάται από τα αναμενόμενα κέρδη προ τόκων και από την κατηγορία κινδύνου (Křištofík, Medzihorský & Musa, 2022).

Έτσι, οι επιχειρήσεις παρακινούνται να χρησιμοποιούν χρέος που τοκίζεται, δηλαδή να χρησιμοποιούν αυτή την ασπίδα, ιδίως εάν ο συντελεστής φορολογίας εισοδήματος εταιρειών είναι σχετικά υψηλός. Ωστόσο, υπάρχει εξαίρεση σε αυτόν τον κανόνα εάν η αξία της φορολογικής βάσης πριν από την αφαίρεση των τόκων είναι αρνητική. Αυτή η κατάσταση περιλαμβάνει μια φυσικά παραγόμενη ζημία από μια επιχείρηση, τεχνικές βελτιστοποίησης (φοροαποφυγή), καθώς και φοροδιαφυγή (Drobetz & Fix, 2003). Ενώ το θεώρημα της

κεφαλαιακής διάρθρωσης M & M στηρίζεται σαφώς σε μη ρεαλιστικές υποθέσεις, μπορεί να χρησιμεύσει ως σημείο εκκίνησης για την αναζήτηση των παραγόντων που επηρεάζουν αποτελεσματικά τις εταιρικές πολιτικές μόχλευσης. Για το λόγο αυτό, οι δύο πιο εξέχουσες θεωρίες της κεφαλαιακής διάρθρωσης είναι η θεωρία αντιστάθμισης και η θεωρία της τάξης.

Πέντε χρόνια αργότερα, οι Modigliani & Miller δημοσίευσαν το άρθρο «Φόροι Εισοδήματος Εταιρειών και το Κόστος Κεφαλαίου: Μια Διόρθωση» («Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction») όπου στην παραπάνω θεωρία συμπεριελήφθησαν και οι φόροι και επηρέασε και τις προτάσεις του μοντέλου M&M. Πιο συγκεκριμένα, αποδείχτηκε ότι ήταν καλό για τις επιχειρήσεις να συμπεριλάβουν το χρέος στην κεφαλαιακή τους διάρθρωση. Οι επιχειρήσεις που χρηματοδοτούνται εν μέρει από χρέος μπορούν να αφαιρέσουν τους τόκους που καταβάλουν για το χρέος τους, από τον φόρο που πρέπει να καταβάλουν για το εισόδημά τους. Αυτό δημιουργεί υψηλότερη συνολική αξία για μια επιχείρηση που χρηματοδοτείται με χρέος και ίδια κεφάλαια, από ό,τι μια επιχείρηση που χρηματοδοτείται μόνο με ίδια κεφάλαια, δηλαδή μια επιχείρηση χωρίς μόχλευση.

Η αξία της επιχείρησης ισούται με την αξία των ταμειακών ροών της επιχείρησης χωρίς φορολογική ασπίδα χρέους (αξία μιας επιχείρησης ιδίων κεφαλαίων) συν την παρούσα αξία της φορολογικής ασπίδας στην περίπτωση των ανέμων ταμειακών ροών. Ο φορολογικός κώδικας επιτρέπει στις εταιρείες να εκπίπτουν τις πληρωμές τόκων ως έξοδο, αλλά οι πληρωμές μερισμάτων στους μετόχους δεν εκπίπτουν. Η διαφορετική μεταχείριση ενθαρρύνει τις εταιρείες να χρησιμοποιούν το χρέος στις κεφαλαιακές τους δομές. Αυτό σημαίνει ότι οι πληρωμές τόκων μειώνουν τους φόρους που καταβάλλονται από μια εταιρεία και εάν μια εταιρεία πληρώνει λιγότερα στην κυβέρνηση, τότε περισσότερες από τις ταμειακές ροές της είναι διαθέσιμες για τους επενδυτές της. Με άλλα λόγια, η δυνατότητα φορολογικής έκπτωσης των πληρωμών τόκων προστατεύει το προ φόρων εισόδημα της επιχείρησης. Η φορολογική ασπίδα τείνει να είναι ισχυρότερη από την αύξηση όταν το επίπεδο χρέους είναι χαμηλό.

Ωστόσο, όπως αναφέρουν οι Malm & Roslund, (2013) όταν το επίπεδο του χρέους φτάσει σε ένα ορισμένο επίπεδο, η αύξηση του κόστους των ιδίων κεφαλαίων θα είναι υψηλότερη από τη μείωση από τη φορολογική ασπίδα λόγω του αυξημένου κινδύνου αθέτησης των πληρωμών χρέους. Δεδομένου ότι οι πληρωμές τόκων για χρέος εκπίπτουν από τη φορολογία, το πραγματικό κόστος του χρέους είναι χαμηλότερο από τα ίδια κεφάλαια στις περισσότερες περιπτώσεις. Η υψηλότερη μόχλευση χρέους βελτιώνει επίσης τη μέτρηση της απόδοσης των ιδίων κεφαλαίων της χρηματοοικονομικής απόδοσης. Το χρέος είναι επομένως μια ελκυστική πηγή χρηματοδότησης για τις εταιρείες, σε σύγκριση με τα ίδια κεφάλαια.

Ωστόσο, το κόστος του χρέους αυξάνεται καθώς αυξάνεται η μόχλευση και, κατά συνέπεια, οι αξιολογήσεις πιστοληπτικής ικανότητας επιδεινώνονται. Άλλα πράγματα παραμένουν ίσα, τα οφέλη του χρέους είναι μεγαλύτερα όταν οι φορολογικοί συντελεστές είναι υψηλότεροι.

2.2 Η Θεωρία της αντιστάθμισης (The Trade-off Theory)

Η θεωρία αντιστάθμισης της κεφαλαιακής διάρθρωσης, δημιουργήθηκε από τους Kraus & Litzenger το 1973 και στη συνέχεια το 1984 ο Myers συνέδεσε το μοντέλο MM με τη θεωρία της πτώχευσης. Σε αυτή τονίζεται ότι η μόχλευση-στόχος μιας επιχείρησης καθοδηγείται από τρεις ανταγωνιστικές δυνάμεις (Ramadan, 2015; Shahar et al., 2015; Çerkezi, 2013):

1. Τους φόρους,
2. το κόστος της χρηματοοικονομικής δυσχέρειας, δηλαδή το κόστος πτώχευσης και
3. το κόστος της επιχείρησης.

Φόροι: Η προσθήκη χρέους στην κεφαλαιακή διάρθρωση μιας επιχείρησης μειώνει τη εταιρική φορολογική της υποχρέωση και αυξάνει τις ταμειακές ροές μετά τη φορολογία που διατίθενται στους παρόχους κεφαλαίων. Έτσι, υπάρχει θετική σχέση μεταξύ της εταιρικής φορολογικής ασπίδας και της αξίας της επιχείρησης.

Κόστος πτώχευσης: Όταν μια επιχείρηση εγείρει υπερβολικό χρέος για να χρηματοδοτήσει τις δραστηριότητές της, μπορεί να αθετήσει αυτό το χρέος. Ωστόσο, το πρόβλημα δεν είναι αυτή καθαυτή η πτώχευση. Εάν οι πληρωμές των ομολόγων δεν πραγματοποιηθούν όταν καταστούν ληξιπρόθεσμες και το ομόλογο αθετήσει τις υποχρεώσεις του, τα περιουσιακά στοιχεία μιας επιχείρησης απλώς μεταβιβάζονται στους ομολογιούχους. Ωστόσο, υπάρχουν δαπάνες μη αποδοτικής δαπάνης, ευκαιρίας, που προκύπτουν σε περίπτωση εταιρικής πτώχευσης. Διατίθενται σε δύο μορφές, το άμεσο και το έμμεσο κόστος μη αποδοτικής δαπάνης.

Αυτή η θεωρία προσφέρει μια εσωτερική λύση για την επιλογή χρέους-ιδίων κεφαλαίων και συμφωνεί με τη λεγόμενη παραδοσιακή προσέγγιση καμπύλης U. Το κόστος χρηματοοικονομικών δυσχερειών μπορεί να χωριστεί σε άμεσο, όπως οι νομικές υπηρεσίες,

και σε έμμεσο, για παράδειγμα επενδυτικούς περιορισμούς, σε ζημίες πελατών και βασικών εργαζομένων και σε έλλειψη εμπιστοσύνης εκ μέρους δυνητικών επιχειρηματικών εταίρων και δυνητικών πιστωτών. Οι άμεσες δαπάνες για τη διαχείριση της πτώχευτικής διαδικασίας, νομικές αμοιβές και χρόνος διαχείρισης, είναι σχετικά μικρές σε σύγκριση με τις αγοραίες αξίες των επιχειρήσεων. Ωστόσο, υπάρχουν οικονομίες κλίμακας όσον αφορά το άμεσο κόστος πτώχευσης. Αν και φαίνονται λιγότερο σημαντικές για τις μεγάλες επιχειρήσεις, μπορεί να είναι σημαντικές για τις μικρές επιχειρήσεις. Αντίθετα, το έμμεσο κόστος πτώχευσης μπορεί να είναι σημαντικό τόσο για τις μεγάλες όσο και για τις μικρές επιχειρήσεις.

Χρησιμοποιώντας ένα φυσικό πειραματικό σχέδιο, οι Faccio & Xu (2015) διαπιστώνουν ότι τόσο οι εταιρικοί όσο και οι προσωπικοί φόροι επηρεάζουν τις επιλογές κεφαλαιακής δομής. Δεδομένου ότι οι δαπάνες για τόκους εκπίπτουν από τη φορολογία, οι επιχειρήσεις χρησιμοποιούν περισσότερο χρέος όταν οι οριακοί φορολογικοί συντελεστές που αφορούν συγκεκριμένες επιχειρήσεις είναι υψηλότεροι. Για να εξισορροπηθούν τα οφέλη της εταιρικής φορολογίας και το κόστος της χρηματοοικονομικής δυσχέρειας που συνδέεται με το χρέος, η θεωρία αντιστάθμισης προϋποθέτει ότι οι επιχειρήσεις θα δανείζονται μέχρι το σημείο όπου το οριακό όφελος του φόρου επί του πρόσθετου χρέους ισούται με το πιθανό κόστος της χρηματοοικονομικής δυσχέρειας. Με άλλα λόγια, υπάρχει μια βέλτιστη κεφαλαιακή δομή που μεγιστοποιεί την αξία της επιχείρησης (Li & Singal, 2019).

Η ζημιά στη φήμη της επιχείρησης μπορεί να ακολουθήσει τους προηγούμενους ιδιοκτήτες και διαχειριστές σε νέες εταιρείες που έχουν ιδρύσει. Ως αποτέλεσμα, επιχειρήσεις με υψηλότερο επιχειρηματικό κίνδυνο, πιο ευμετάβλητες ταμειακές ροές, που παράγουν μοναδικά προϊόντα, δραστηριοποιούνται σε μια συγκεκριμένη μικρή αγορά B2B, επιχειρήσεις με μεγαλύτερες επενδυτικές ευκαιρίες των οποίων η υλοποίηση μπορεί να τεθεί σε κίνδυνο από την πτώχευση και επιχειρήσεις που εξαρτώνται περισσότερο από άυλα περιουσιακά στοιχεία και κατά συνέπεια είναι πιο ευαίσθητες σε πιθανές δυσχέρειες. Επιπλέον, η μεταβλητότητα των ταμειακών ροών ή ο ίδιος ο επιχειρηματικός κίνδυνος είναι καθοριστικοί παράγοντες πιθανής χρηματοοικονομικής δυσχέρειας που μπορεί να ενισχυθεί από την υψηλή μόχλευση (Křištofík, Medzihorský & Musa, 2020).

Όταν η επιχείρηση αντιμετωπίζει οικονομικές δυσχέρειες, η επενδυτική της πολιτική ενδεχομένως αλλάζει, γεγονός που μπορεί να οδηγήσει σε μείωση της αξίας της επιχείρησης. Το πιο προφανές, η εταιρεία θα μπορούσε να αποφασίσει για κοντόφθαλμες περικοπές στις δαπάνες έρευνας και ανάπτυξης, συντήρησης, διαφήμισης και εκπαίδευσης που τελικά οδηγούν σε χαμηλότερες σταθερές αξίες. Εκτός αυτού, η πτώχευση εμποδίζει τη συμπεριφορά

με τους πελάτες, οι οποίοι συνήθως χάνονται λόγω τόσο του φόβου της μειωμένης εξυπηρέτησης όσο και της απώλειας εμπιστοσύνης (Ramadan, 2015; Shahar et al., 2015; Çerkezi, 2013).

Η θεωρία αντιστάθμισης περιλαμβάνει επίσης το κόστος και τα οφέλη της αντιπροσωπείας. Από την άποψη των οργανισμών, οι ιδιοκτήτες-διαχειριστές έχουν το κίνητρο να ανταλλάσσουν επενδύσεις χαμηλού κινδύνου με επενδύσεις υψηλού κινδύνου που ωφελούν τους μετόχους εις βάρος των ομολογιούχων, όπως για παράδειγμα υποκατάσταση περιουσιακών στοιχείων. Η παρουσία χρέους μπορεί επίσης να οδηγήσει σε υποεπένδυση όταν ένα βάρος χρέους είναι τόσο μεγάλο που μια επιχείρηση δεν μπορεί να δανειστεί περισσότερα χρήματα για να χρηματοδοτήσει κερδοφόρα έργα. Παρά το κόστος, το χρέος έχει οφέλη που μειώνουν το κόστος των εξωτερικών ιδίων κεφαλαίων και επιλύουν εν μέρει το πρόβλημα των ελεύθερων ταμειακών ροών (Jensen, 1986).

Έτσι λοιπόν, η θεωρία αντιστάθμισης της κεφαλαιακής διάρθρωσης υποστηρίζει ότι υπάρχει ένας βέλτιστος λόγος χρέους-ιδίων κεφαλαίων. Οι επιχειρήσεις προσπαθούν να εξισορροπήσουν τα φορολογικά οφέλη της υψηλότερης μόχλευσης και τη μεγαλύτερη πιθανότητα και το πιθανώς υψηλότερο σχετικό κόστος της χρηματοοικονομικής δυσχέρειας.

2.3 Η θεωρία της σηματοδότησης (signaling theory)

Σύμφωνα με το μοντέλο M & M, όπως αναλύθηκε στην αρχή του κεφαλαίου, οι επενδυτές έχουν τις ίδιες πληροφορίες σχετικά με τις προοπτικές μιας επιχείρησης με τους διαχειριστές της. Αυτό ονομάζεται συμμετρική πληροφορία. Ωστόσο, οι διαχειριστές στην πραγματικότητα έχουν συχνά καλύτερη πληροφόρηση από τους εξωτερικούς επενδυτές. Αυτό, σύμφωνα με τους Ehrhardt & Brigham (2011) ονομάζεται ασύμμετρη πληροφόρηση και έχει σημαντική επίδραση στη βέλτιστη κεφαλαιακή δομή.

Η θεωρία σηματοδότησης αναφέρει ότι οι εταιρικές οικονομικές αποφάσεις είναι σήματα που αποστέλλονται από τους διευθυντές της εταιρείας στους επενδυτές προκειμένου να ταρακουνήσουν αυτές τις ασυμμετρίες. Τα μηνύματα αυτά αποτελούν τον ακρογωνιαίο λίθο της πολιτικής χρηματοοικονομικής επικοινωνίας. Σύμφωνα με τον Gangeni (2006), το επιχείρημα εδώ είναι ότι η διοίκηση θα εκδώσει χρέος ή ίδια κεφάλαια μόνο εάν δεν υπάρχουν

αρκετοί εσωτερικοί πόροι για τη χρηματοδότηση των επιθυμητών επενδύσεων ή ο κίνδυνος δεν είναι σύμφωνος με τις αναμενόμενες αποδόσεις. Στην περίπτωση αυτή, θα δοθεί έμφαση στον προσδιορισμό των τάσεων όσον αφορά το είδος, το επίπεδο και την αξιοπιστία των παρεχόμενων πληροφοριών. Έτσι, οι διαχειριστές δεν θα εξέδιδαν πρόσθετα ίδια κεφάλαια εάν πίστευαν ότι η τρέχουσα τιμή της μετοχής ήταν μικρότερη από την πραγματική αξία της μετοχής, δεδομένων των εμπιστευτικών πληροφοριών τους. Ως εκ τούτου, οι επενδυτές συχνά αντιλαμβάνονται μια πρόσθετη έκδοση μετοχών ως αρνητικό σήμα και η τιμή της μετοχής πέφτει (Aljamaan, 2018).

2.4 Θεωρία του κόστους της επιχείρησης

Η θεωρία του κόστους της επιχείρησης βασίζεται στις σχέσεις μεταξύ διαφορετικών ομάδων ενδιαφερομένων, των οποίων τα συμφέροντα μπορεί να είναι αμοιβαία ασυμβατά (Jensen & Meckling, 1976; Fama & Miller, 1972). Το κόστος της επιχείρησης, σύμφωνα με τους Jensen & Meckling (1976) είναι το άθροισμα των δαπανών παρακολούθησης από τον αντιπροσωπευόμενο, του κόστους δέσμευσης από τον πράκτορα και μιας εναπομένουσας ζημίας. Εάν ένας διαχειριστής δεν μεγιστοποιήσει τη χρησιμότητα των μετόχων, δημιουργεί κόστος ιδίων κεφαλαίων. Επιπλέον, υπάρχουν δαπάνες που σχετίζονται με τον έλεγχο των διευθυντικών στελεχών. Αλλά το ίδιο το χρέος μπορεί να παρακινήσει τους διαχειριστές να ενεργήσουν αποτελεσματικά και να ελέγξουν τη θέλησή τους να ξοδέψουν χρήματα για την προσωπική τους κατανάλωση (Krištofík, Medzihorský & Musa, 2020).

Σε μεγάλο μέρος της βιβλιογραφίας για τα εταιρικά χρηματοοικονομικά θεωρείται ότι το κόστος των επιχειρήσεων αποτελεί σημαντικό καθοριστικό παράγοντα της κεφαλαιακής διάρθρωσής τους.

Υπάρχουν τρεις μορφές προβλημάτων στη θεωρία του κόστους των επιχειρήσεων (Chaudhary, 2020; Moez, 2018; Wellalage & Locke, 2012; Jensen & Meckling, 1976):

1. Η μετατόπιση κινδύνου ή υποκατάσταση των περιουσιακών στοιχείων,
2. το πρόβλημα των ανεπαρκών επενδύσεων και
3. η υπόθεση των ελεύθερων ταμειακών ροών.

2.4.1 Η μετατόπιση κινδύνου ή υποκατάσταση των περιουσιακών στοιχείων

Η υπόθεση μετατόπισης κινδύνου ή απαλλοτρίωσης των ομολογιούχων ισχυρίζεται ότι οι μέτοχοι έχουν το κίνητρο να εκμεταλλευτούν τους ομολογιούχους μόλις εκδοθεί το χρέος. Οι διαχειριστές, των οποίων η τελική ευθύνη είναι στους μετόχους, είναι πιθανό να πραγματοποιήσουν επενδύσεις που μεγιστοποιούν τον πλούτο των μετόχων και όχι τη συνολική σταθερή αξία. Ειδικότερα, επειδή τα ίδια κεφάλαια μπορούν να θεωρηθούν ως δικαίωμα αγοράς, οι διαχειριστές τείνουν να αποδέχονται επικίνδυνα έργα αρνητικής καθαρής παρούσας αξίας στα οποία η μείωση της αξίας συνίσταται σε μείωση της αξίας του χρέους και μικρότερη αύξηση της αξίας των ιδίων κεφαλαίων. Αυτό είναι γνωστό ως πρόβλημα υπερεπένδυσης (Chaudhary, 2020; Moez, 2018; Wellalage & Locke, 2012; Jensen & Meckling, 1976).

Προφανώς, η δυνατότητα απαλλοτρίωσης καθιστά δύσκολο για τις επιχειρήσεις να αυξήσουν το χρέος σε δίκαιες τιμές. Οι εκ των προτέρων επενδυτές ομολόγων θα λάβουν τη δίκαιη αποζημίωσή τους. Επειδή οι ομολογιούχοι θα προβλέψουν τη μελλοντική συμπεριφορά των μετόχων, απαιτούν πληρωμή ασφαλιστρου που δεν θα απαιτούσαν εάν η εταιρεία μπορούσε εύλογα να δεσμευτεί να μην απαλλοτριώσει τους ομολογιούχους. Ενώ οι ομολογιούχοι είναι εκ των προτέρων εξίσου εύποροι, οι μέτοχοι παραιτούνται από τα άλλα πλεονεκτήματά του κόστους, όπως η εξοικονόμηση φόρων. Αυτό το αποτέλεσμα, γνωστό και ως υποκατάσταση περιουσιακών στοιχείων, είναι και πάλι ένα κόστος χρηματοδότησης χρέους. Δεδομένου ότι το αναμενόμενο κόστος της ευκαιριακής συμπεριφοράς ενσωματώνεται στην τιμή του χρέους, οι Jensen & Meckling (1976) υποστηρίζουν ότι η επιχείρηση ανταλλάσσει το κόστος του χρέους με τα οφέλη του χρέους. Ως εκ τούτου, η εκ των προτέρων λύση στο πρόβλημα των υπερεπενδύσεων είναι ότι η βέλτιστη κεφαλαιακή διάρθρωση κλίνει προς τα ίδια κεφάλαια (Chaudhary, 2020; Moez, 2018; Wellalage & Locke, 2012; Jensen & Meckling, 1976).

2.4.2 Το πρόβλημα των ανεπαρκών επενδύσεων

Το πρόβλημα των ανεπαρκών επενδύσεων αναφέρεται στην τάση των διαχειριστών να αποφεύγουν ασφαλή έργα θετικής καθαρής παρούσας αξίας στα οποία η αύξηση της αξίας συνίσταται σε αύξηση της αξίας του χρέους και μικρότερη μείωση της αξίας των ιδίων κεφαλαίων. Ο Myers (1977) καταδεικνύει ότι υπάρχει λογική βάση για αυτό όταν οι μέτοχοι παρέχουν τα απαραίτητα κεφάλαια, αλλά δεν θα λάβουν έσοδα από ένα πολύτιμο έργο όταν το χρέος καταστεί ληξιπρόθεσμο. Ως εκ τούτου, η επιχείρηση θα αρνηθεί να αποδεχθεί καλές επενδυτικές ευκαιρίες εκ των υστέρων, μειώνοντας εκ των προτέρων την αξία της επιχείρησης. Οι Brealey, Myers & Allen (2020) υποστηρίζουν ότι το πρόβλημα των ανεπαρκών επενδύσεων επηρεάζει θεωρητικά όλες τις επιχειρήσεις με μόχλευση, αλλά είναι και πάλι πιο έντονο για τις επιχειρήσεις με υψηλή μόχλευση που αντιμετωπίζουν οικονομικές δυσχέρειες. Όσο μεγαλύτερη είναι η πιθανότητα αθέτησης, τόσο περισσότερο κερδίζουν οι ομολογιούχοι από έργα αύξησης της αξίας. Επιπλέον, οι εταιρείες των οποίων η αξία αποτελείται κυρίως από επενδυτικές ευκαιρίες ή επιλογές ανάπτυξης, είναι πιθανότερο να υποφέρουν από το πρόβλημα των ανεπαρκών επενδύσεων.

Παρόμοια με το πρόβλημα της υποκατάστασης περιουσιακών στοιχείων, το πρόβλημα των ανεπαρκών επενδύσεων γέρνει την κεφαλαιακή διάρθρωση προς τα ίδια κεφάλαια. Οι ώριμες επιχειρήσεις με μεγάλη φήμη αλλά λίγες κερδοφόρες επενδυτικές ευκαιρίες, των οποίων η αξία προέρχεται κυρίως από περιουσιακά στοιχεία, θεωρούν βέλτιστο να επιλέγουν ασφαλέστερα έργα. Αντίθετα, οι νέες επιχειρήσεις με πολλές ευκαιρίες ανάπτυξης και μικρή φήμη μπορεί να επιλέξουν πιο ριψοκίνδυνα έργα. Εάν επιβιώσουν χωρίς προεπιλογή, τελικά θα στραφούν στο ασφαλές έργο (La Rocca, La Rocca & Cariola, 2007). Λόγω του χαμηλότερου κόστους δανεισμού τους, οι ώριμες επιχειρήσεις μπορούν να έχουν υψηλότερους δείκτες μόχλευσης από τις επιχειρήσεις των οποίων η αξία προέρχεται κυρίως από ευκαιρίες ανάπτυξης.

2.5 Η θεωρία των ελεύθερων ταμειακών ροών (Agency costs or free cash flow theory)

Ενδέχεται να προκύψουν προβλήματα εάν οι διαχειριστές και οι μέτοχοι μιας εταιρείας έχουν διαφορετικούς στόχους. Τέτοιες συγκρούσεις είναι ιδιαίτερα πιθανές όταν οι διευθυντές της επιχείρησης έχουν πάρα πολλά μετρητά στη διάθεσή τους. Οι δαπάνες της εταιρείας είναι δαπάνες που οφείλονται σε συγκρούσεις συμφερόντων. Σύμφωνα με τον Niu (2008), υπάρχουν δύο τύποι συγκρούσεων: α) οι συγκρούσεις μεταξύ μετόχων και διαχειριστών που προκύπτουν από την κατάσταση των διαχειριστών που κατέχουν λιγότερο από το 100% της εναπομένουσας απαίτησης και β) συγκρούσεις μεταξύ των κατόχων χρεωστικών τίτλων και των μετόχων/εταίρων που προκύπτουν από τη σύμβαση χρέους που αναγκάζουν τους μετόχους/εταίρους να επενδύουν λιγότερο από τον καλύτερο δυνατό τρόπο. Προκειμένου να αποφευχθεί αυτή η κατάσταση, ο εντολέας θα επέλεγε πάντα να προσθέσει πρόσθετη ρήτρα στη σύμβαση ή να λάβει μέτρα για την παρακολούθηση της αντιπροσωπείας, γεγονός που σίγουρα θα αυξήσει το σχετικό κόστος.

Ο Easterbrook (1984) και ο Jensen (1986) υποστηρίζουν με τη θεωρία των ελεύθερων ταμειακών ροών ότι για τις εταιρείες που αποτελούνται σε μεγάλο βαθμό από περιουσιακά στοιχεία και παράγουν σταθερές λειτουργικές ταμειακές ροές, η υψηλή μόχλευση μπορεί να προσθέσει αξία βελτιώνοντας τη χρηματοοικονομική πειθαρχία των διαχειριστών. Οι ελεύθερες ταμειακές ροές είναι ταμειακές ροές που υπερβαίνουν αυτές που απαιτούνται για τη χρηματοδότηση όλων των έργων με θετική καθαρή παρούσα αξία. Οι επιχειρήσεις με σημαντικές ελεύθερες ταμειακές ροές αντιμετωπίζουν συγκρούσεις συμφερόντων μεταξύ μετόχων και διαχειριστών. Ως εκ τούτου, ο υψηλός δείκτης μόχλευσης / χρέους βοηθά μια επιχείρηση να μειώσει το κόστος και να μετριάσει τις συγκρούσεις. Επίσης, αυτός ο δείκτης χρέους ενθαρρύνει επίσης τους διαχειριστές να ενεργούν περισσότερο προς το συμφέρον των μετόχων. Ως αποτέλεσμα, η αξία της επιχείρησης αυξάνεται. Το πρόβλημα είναι πώς να παρακινηθούν οι διαχειριστές να διανείμουν τα πλεονάζοντα κεφάλαια αντί να τα επενδύουν κάτω από το κόστος του κεφαλαίου ή να τα σπαταλούν σε οργανωτικές ανεπάρκειες.

Σύμφωνα με τους Ehrhardt & Brigham (2011), οι επιχειρήσεις μπορούν να μειώσουν τις υπερβολικές ταμειακές ροές με διάφορους τρόπους. Ένας τρόπος είναι να διοχετεύετε μέρος τους πίσω στους μετόχους μέσω υψηλότερων μερισμάτων ή επαναγορών μετοχών. Αντί να επενδύουν σε έργα χαμηλής απόδοσης, οι διαχειριστές εταιρειών με σταθερές ελεύθερες

ταμειακές ροές μπορούν να πληρώσουν μετρητά αυξάνοντας τα μερίσματα ή εξαγοράζοντας μετοχές. Ωστόσο, η μόχλευση είναι ένα πιο αποτελεσματικό μέσο για την αντιμετώπιση του προβλήματος των ελεύθερων ταμειακών ροών. Αυτό οφείλεται στο γεγονός ότι οι συμβατικά υποχρεωτικές πληρωμές τόκων και κεφαλαίου αποτελούν πιο αξιόπιστο μήνυμα από τις προαιρετικές πληρωμές μερισμάτων ή τις επαναγορές μετοχών κατά την επιστροφή πλεονάζοντος κεφαλαίου στους επενδυτές. Οι ομολογιούχοι μπορούν να προσφύγουν στο πτωχευτικό δικαστήριο εάν οι διαχειριστές δεν τηρήσουν την υπόσχεσή τους να καταβάλουν τόκους και κεφάλαια. Κατά συνέπεια, το χρέος μειώνει το κόστος των ελεύθερων ταμειακών ροών για τις ώριμες εταιρείες, μειώνοντας τις ταμειακές ροές που είναι διαθέσιμες για δαπάνες κατά τη διακριτική ευχέρεια των διαχειριστών (Chu & Liu, 2016; Brush, Bromiley & Hendrickx, 2020).

Το κόστος των οργανισμών για την παρακολούθηση των διαχειριστών και η απροθυμία ανάληψης κινδύνων επιδεινώνεται μερικές φορές από τις δομές αποζημίωσης, καθώς οι διαχειριστές ανταμείβονται μόνο για την επιτυχία τους και υπάρχουν κυρώσεις για την αποτυχία (Aljamaan, 2018). Σε καταστάσεις όπως αυτή, οι διαχειριστές έχουν ένα ηθικό δίλημμα στο ότι τείνουν να δίνουν προτεραιότητα στις δικές τους ανάγκες μπροστά από εκείνες των μετόχων. Το κόστος του πρακτορείου θα μειωνόταν εάν η επιχείρηση κατέβαλλε υψηλότερα μερίσματα και, ως εκ τούτου, οι διαχειριστές θα λειτουργούσαν με μεγαλύτερη διαφάνεια, καθώς θα έπρεπε να αντλούν χρηματοδότηση από τις κεφαλαιαγορές σε τακτική βάση (Gangeni, 2006).

2.6 Θεωρία της τάξης (Pecking order theory)

Η θεωρία αυτή εισήχθη αρχικώς από τον Donaldson το 1961 αλλά τροποποιήθηκε στη συνέχεια από τους Myers & Majluf το 1984. Η θεωρία αυτή αφορά το είδος της χρηματοδότησης που προτιμά μια επιχείρηση όταν χρειάζεται περισσότερη χρηματοδότηση, είτε είναι εσωτερική είτε εξωτερική χρηματοδότηση. Αρχικώς, όπως τονίζουν οι Ehrhardt & Brigham (2011), η εταιρεία αντλεί πρώτα κεφάλαια εσωτερικά επανεπενδύοντας τα καθαρά έσοδά της και πουλώντας τους βραχυπρόθεσμους εμπορεύσιμους τίτλους της και όταν εξαντληθεί αυτή η προσφορά κεφαλαίων, η εταιρεία θα εκδώσει χρέος και ίσως προνομιούχες μετοχές. Μόνο ως έσχατη λύση, η εταιρεία θα εκδώσει κοινές μετοχές.

Η θεωρία της τάξης τονίζει ότι οι εταιρείες που επιδιώκουν να χρηματοδοτήσουν ένα νέο έργο ή προϊόν έχουν μια ιεραρχία προτιμώμενων επιλογών χρηματοδότησης που εξελίσσεται από τις πιο προτιμώμενες στις λιγότερο προτιμώμενες επιλογές. Έτσι, η ιεραρχία ακολουθεί την εξής σειρά: εσωτερική χρηματοδότηση, έκδοση χρέους, υβριδική έκδοση χρέους-ιδίων κεφαλαίων και έκδοση μετοχών. Οι λόγοι για τους οποίους οι επιχειρήσεις έχουν αυτή τη σειρά προτίμησης έχουν να κάνουν με την ασύμμετρη πληροφόρηση. Η ασύμμετρη πληροφόρηση συμβαίνει επειδή οι διαχειριστές έχουν περισσότερες πληροφορίες από τους μετόχους σχετικά με την κατάσταση της επιχείρησης και πόσο καλή πορεία αυτή έχει. Το αποτέλεσμα είναι επομένως ότι οι μέτοχοι θα βασίσουν την πεποίθησή τους για το μέλλον της εταιρείας στις ενέργειες του διαχειριστή. Οι ενέργειες του διαχειριστή πιστεύεται ότι σηματοδοτούν πληροφορίες σχετικά με την κατάσταση της εταιρείας.

Επειδή οι συμμετέχοντες στην αγορά δεν μπορούν να διαχωρίσουν τις πληροφορίες σχετικά με νέα έργα από τις πληροφορίες σχετικά με το αν η επιχείρηση είναι υποτιμημένη ή υπερτιμημένη, τα ίδια κεφάλαια θα εκτιμηθούν εσφαλμένα από τους συμμετέχοντες στην αγορά. Εάν οι επιχειρήσεις υποχρεούνται να χρηματοδοτούν νέα έργα με την έκδοση ιδίων κεφαλαίων, η υποτιμολόγηση μπορεί να είναι τόσο σοβαρή ώστε οι νέοι επενδυτές να αποκομίζουν περισσότερα από την καθαρή παρούσα αξία του νέου έργου, γεγονός που θα είχε ως αποτέλεσμα καθαρή ζημία για τους υφιστάμενους μετόχους. Ακόμη και ένα έργο θετικής καθαρής παρούσας αξίας θα απορριφθεί, οδηγώντας σε ένα ακόμη πρόβλημα υποεπένδυσης (Culata & Gunarsih, 2012).

Το κόστος πληροφόρησης που συνδέεται με θέματα χρέους και ιδίων κεφαλαίων οδήγησε τον Myers (1984) να υποστηρίξει ότι η κεφαλαιακή διάρθρωση μιας επιχείρησης αντικατοπτρίζει τη συσσώρευση προηγούμενων χρηματοοικονομικών απαιτήσεων. Υπάρχει μια σειρά χρηματοδότησης των επιχειρήσεων:

1. οι επιχειρήσεις προτιμούν την εσωτερική χρηματοδότηση·
2. εάν η εσωτερική χρηματοδότηση δεν επαρκεί και οι επιχειρήσεις χρειάζονται εξωτερική χρηματοδότηση, εκδίδουν πρώτα τη φθηνότερη ασφάλεια. Ως εκ τούτου, ξεκινούν με το χρέος, στη συνέχεια ενδεχομένως χρησιμοποιούν υβριδικούς τίτλους όπως μετατρέψιμα ομόλογα και εκδίδουν μετοχές μόνο ως έσχατη λύση.

Σε αντίθεση με τη θεωρία αντιστάθμισης, δεν υπάρχει καλά καθορισμένος δείκτης μόχλευσης στόχου στη θεωρία της τάξης. Υπάρχουν δύο είδη ιδίων κεφαλαίων, το εσωτερικό

και το εξωτερικό, το ένα βρίσκεται στην κορυφή της σειράς και το άλλο στο κάτω μέρος. Ως εκ τούτου, όπως υποστηρίζεται από τους Baker & Wurgler (2000), ο δείκτης μόχλευσης μιας επιχείρησης αντικατοπτρίζει την προηγούμενη σωρευτική απαίτησή της για εξωτερική χρηματοδότηση. Το πιο σημαντικό, η θεωρία της τάξης μπορεί να εξηγήσει γιατί οι πιο κερδοφόρες εταιρείες τείνουν να δανείζονται λιγότερα. Οι λιγότερο κερδοφόρες επιχειρήσεις εκδίδουν χρέος επειδή δεν διαθέτουν επαρκή εσωτερικά κεφάλαια και επειδή το χρέος έχει χαμηλότερο κόστος εισαγωγής και πληροφόρησης σε σύγκριση με τα ίδια κεφάλαια. Το χρέος είναι η πρώτη πηγή εξωτερικής χρηματοδότησης σύμφωνα με τη σειρά. Τα ίδια κεφάλαια εκδίδονται μόνο ως έσχατη λύση, όταν εξαντληθεί πλήρως η δανειακή ικανότητα. Τα φορολογικά οφέλη του χρέους είναι αποτέλεσμα δεύτερης τάξης. Ο δείκτης χρέους μεταβάλλεται όταν υπάρχει ανισορροπία μεταξύ των εσωτερικών ταμείων και των πραγματικών επενδυτικών ευκαιριών.

2.7 Η θεωρία του κύκλου ζωής (life stage theory)

Η βασική προϋπόθεση της θεωρίας του κύκλου ζωής είναι ότι οι επιχειρήσεις, οι οποίες είναι σαν τους ζωντανούς οργανισμούς, προχωρούν μέσα από ένα σύνολο σταδίων ζωής που ξεκινούν με τη γέννηση και τελειώνουν με το θάνατο. Σύμφωνα με τους Utami & Inanga (2012), οι επιχειρήσεις σε διαφορετικά στάδια κύκλου ζωής έχουν διαφορετικά χαρακτηριστικά, ειδικά όσον αφορά την ασυμμετρία πληροφόρησης. Οι ώριμες επιχειρήσεις έχουν λιγότερη ασυμμετρία πληροφόρησης, ενώ οι αναπτυσσόμενες επιχειρήσεις έχουν περισσότερη. Αυτό οφείλεται στο γεγονός ότι οι ώριμες και οι παλαιότερες επιχειρήσεις παρακολουθούνται στενότερα από τους αναλυτές και είναι περισσότερο γνωστές στους επενδυτές και, ως εκ τούτου, θα πρέπει να υποφέρουν λιγότερο από προβλήματα ασυμμετρίας πληροφόρησης.

Η θεωρία του κύκλου ζωής δείχνει μια σχέση μεταξύ της κεφαλαιακής δομής και του σταδίου ζωής της επιχείρησης και διαπιστώνει ότι η κεφαλαιακή διάρθρωση μπορεί να επηρεαστεί από την ηλικία, το μέγεθος, την πρόσβαση στις κεφαλαιαγορές, την κερδοφορία, συν την αξία των εξασφαλίσεων των περιουσιακών στοιχείων. Οι μικρότερες και νεότερες επιχειρήσεις χρηματοδοτούνται συνήθως από τους αρχικούς ιδιοκτήτες τους και αργότερα από τα αδιανέμητα κέρδη. Επειδή πρέπει πρώτα να αποκτήσουν την εμπιστοσύνη των πιστωτών

τους, η πρόσβασή τους σε δάνεια μπορεί να είναι περιορισμένη. Εναλλακτικά, οι παραδοσιακοί πιστωτές μπορούν να χορηγούν δάνεια εάν υπάρχουν επαρκείς εξασφαλίσεις ή δεσμεύσεις. Οι σύγχρονες πηγές περιλαμβάνουν επιχειρηματικά κεφάλαια και επιχειρηματικούς αγγέλους. Οι δημόσιες εγγραφές και οι εκδόσεις ομολόγων είναι αδύνατες έως ότου οι επιχειρήσεις πληρούν τις προϋποθέσεις για πρόσβαση στις κεφαλαιαγορές. Ως αποτέλεσμα, οι μικρές και νέες επιχειρήσεις κινδυνεύουν να είναι σε θέση να επιτύχουν μόνο μη βέλτιστα επίπεδα επενδύσεων (Chittenden, Graham & Hutchinson, 1996; Weston & Brigham 1981).

Από την άλλη, η θεωρία αυτή επικεντρώνεται στις εισηγμένες εταιρείες, οι οποίες συνήθως δεν αντιμετωπίζουν οικονομικούς περιορισμούς. Η θεωρία υποθέτει ότι οι εισηγμένες εταιρείες εκδίδουν μετοχές όταν η τιμή της μετοχής τους είναι πάνω από το μέσο όρο ή όταν η αγοραία τιμή της μετοχής υπερβαίνει τη λογιστική της αξία. Όταν ισχύει το αντίστροφο, κάνουν λύτρωση. Έτσι, η κεφαλαιακή δομή μιας εταιρείας είναι αποτέλεσμα προηγούμενων προσπαθειών για το χρονοδιάγραμμα της αγοράς. (Baker & Wurgler, 2002). Μπορούμε επίσης να εφαρμόσουμε αυτή τη θεωρία στην έκδοση χρέους. Μια εταιρεία έχει κίνητρο να εκδώσει περισσότερο χρέος όταν τα επιτόκια είναι χαμηλά και αντίστροφα.

3 Κεφάλαιο: Έρευνες σχετικά με την κεφαλαιακή διάρθρωση στον ξενοδοχειακό τομέα

Η μελέτη των Sikveland, Xie & Zhang (2022) διερευνάει τους καθοριστικούς παράγοντες της κεφαλαιακής διάρθρωσης των επιχειρήσεων φιλοξενίας σχετικά με τις επιπτώσεις της εποχικότητας και της γεωγραφικής ομαδοποίησης. Ένα μοντέλο δεδομένων πάνελ σταθερών επιδράσεων εκτιμήθηκε χρησιμοποιώντας δεδομένα για όλες τις εταιρείες φιλοξενίας της Νορβηγίας από το 2008 έως το 2018. Τα αποτελέσματα της μελέτης αποκαλύπτουν ότι η εποχικότητα που δημιουργείται από τους ξένους τουρίστες αυξάνει το μερίδιο του μακροπρόθεσμου χρέους στην κεφαλαιακή δομή. Επιπλέον, η ομαδοποίηση των επιχειρήσεων φιλοξενίας σε μια περιοχή ενισχύει την εξάρτηση των επιχειρήσεων από το βραχυπρόθεσμο χρέος, καθώς η σταθερή ρευστότητα συνδέεται αρνητικά με τον βαθμό ομαδοποίησης, υποδηλώνοντας ότι ο έντονος ανταγωνισμός εξαντλεί τα μετρητά για τα οποία το βραχυπρόθεσμο χρέος χρησιμεύει ως υποκατάστατο. Αυτά τα ευρήματα έχουν σημαντικές επιπτώσεις στην οικονομική διαχείριση των επιχειρήσεων στον κλάδο της φιλοξενίας, καθώς οι βαθμοί εποχικότητας και ομαδοποίησης επηρεάζουν σημαντικά τη συμπεριφορά χρηματοδότησης περιουσιακών στοιχείων και διαχείρισης ρευστότητας.

Η μελέτη των Jayanty, Hutagalung & Simorangkir (2021) αποσκοπούσε στο να ερευνήσει και να αναλύσει την επίδραση της αύξησης των πωλήσεων, της δομής των περιουσιακών στοιχείων και της ρευστότητας στην κεφαλαιακή διάρθρωση μέσω της κερδοφορίας ως ενδιάμεση μεταβλητή στον υποτομέα ξενοδοχείων, εστιατορίων και τουρισμού που είναι εισηγμένος στο Χρηματιστήριο της Ινδονησίας για την περίοδο 2014-2018. Η μέθοδος που χρησιμοποιείται σε αυτή τη μελέτη είναι η ποσοτική έρευνα. Το ερευνητικό δείγμα προσδιορίστηκε με σκόπιμη δειγματοληψία και αναλύθηκε χρησιμοποιώντας μερικά ελάχιστα τετράγωνα. Τα αποτελέσματα της μελέτης δείχνουν ότι η αύξηση των πωλήσεων και η κερδοφορία δεν επηρεάζουν την κεφαλαιακή διάρθρωση. Η διάρθρωση των περιουσιακών στοιχείων και η ρευστότητα έχουν σημαντική αρνητική επίδραση στην κεφαλαιακή διάρθρωση. Η αύξηση των πωλήσεων και η ρευστότητα δεν επηρεάζουν την κερδοφορία. Η δομή των περιουσιακών στοιχείων έχει αρνητική επίδραση στην κερδοφορία. Η κερδοφορία δεν είναι σε θέση να διαμεσολαβήσει την επίδραση της αύξησης των πωλήσεων, της δομής των περιουσιακών στοιχείων και της ρευστότητας στη δομή του κεφαλαίου.

Η μελέτη των Dimitropoulos & Koronios (2021) διερευνά τους καθοριστικούς παράγοντες της κεφαλαιακής διάρθρωσης κατά την περίοδο της κρίσης χρέους, αξιοποιώντας τα στοιχεία πάνελ 120 ελληνικών ξενοδοχειακών επιχειρήσεων κατά την περίοδο 2003-2016. Πραγματοποιήθηκε ανάλυση παλινδρόμησης της ομάδας τυχαίων επιδράσεων σε καθοριστικούς παράγοντες της κεφαλαιακής διάρθρωσης πριν (2003-2010) και μετά (2011-2016) την ελληνική κρίση δημόσιου χρέους. Αυτή η μελέτη εξετάζει την αποτελεσματικότητα της θεωρίας αντιστάθμισης και της θεωρίας της τάξης, διαπιστώνοντας ότι η απτότητα των περιουσιακών στοιχείων σχετίζεται άμεσα και θετικά με τη συνολική μόχλευση και τη μακροπρόθεσμη μόχλευση, ειδικά κατά την περίοδο της κρίσης χρέους, ενώ οι φορολογικές ασπίδες εκτός χρέους και οι πληρωμές φόρων επηρεάζουν αρνητικά και σημαντικά τη συνολική μόχλευση και για τις δύο υποπεριόδους. Τέλος, οι ευκαιρίες ανάπτυξης φαίνεται να έχουν διαφορετικό αντίκτυπο τόσο στη συνολική όσο και στη μακροπρόθεσμη μόχλευση μεταξύ της περιόδου πριν και μετά την κρίση. Συγκεκριμένα, οι επιχειρήσεις με υψηλές ευκαιρίες ανάπτυξης συνδέθηκαν με χαμηλότερη μακροπρόθεσμη και συνολική μόχλευση μετά την κρίση, γεγονός που υποδηλώνει μείωση της έκθεσης των αναπτυξιακών επιχειρήσεων στο χρέος κατά τη διάρκεια αυτής της περιόδου. Πρόκειται για την πρώτη μελέτη της βιβλιογραφίας που εξετάζει ένα τεράστιο δείγμα μη εισηγμένων ξενοδοχειακών επιχειρήσεων και αξιοποιεί μια δειγματοληπτική περίοδο πριν από την ελληνική κρίση δημόσιου χρέους. Έτσι, οι ερευνητές εξήγαγαν πιο αποτελεσματικά συμπεράσματα σχετικά με τον αντίκτυπο των καθοριστικών παραγόντων που αφορούν συγκεκριμένες επιχειρήσεις στην κεφαλαιακή δομή των ξενοδοχειακών εταιρειών.

Η μελέτη των Awaliyah et al. (2021) η οποία πραγματοποιήθηκε υπό την τρέχουσα κατάσταση της τουριστικής βιομηχανίας που επλήγη από την πανδημία COVID, αποσκοπούσε να αναλύσει την επίδραση της απόδοσης των περιουσιακών στοιχείων (ROA), της ανάπτυξης, της επιχείρησης μεγέθους, της απτότητας στο δείκτη χρέους προς ίδια κεφάλαια καθώς και της επιρροής μεταξύ της απόδοσης των περιουσιακών στοιχείων (ROA) και του μεγέθους της επιχείρησης έναντι του χρέους προς τα ίδια κεφάλαια (DER). Η δειγματοληπτική έρευνα σε 18 εταιρείες φιλοξενίας στην Ινδονησία δείχνει ότι η επιστροφή περιουσιακών στοιχείων δεν έχει θετική επίδραση στο χρέος προς ίδια κεφάλαια, γιατί η ανάπτυξη έχει αρνητική επίδραση στο χρέος προς ίδια κεφάλαια, το μέγεθος της επιχείρησης και η απτότητα έχει θετική επίδραση στο χρέος προς ίδια κεφάλαια. Από αυτό το αποτέλεσμα, οι επενδυτές αναμένεται να λάβουν πληροφορίες και αναφορές για επενδύσεις στον κλάδο της φιλοξενίας, έτσι ώστε οι επενδυτές να επωφεληθούν.

Η μελέτη των Karanović, Štambuk & Jagodić (2020) αποσκοπούσε να διερευνήσει πώς η κεφαλαιακή διάρθρωση και άλλα οικονομικά χαρακτηριστικά των εταιρειών επηρεάζουν την απόδοση της κροατικής ξενοδοχειακής βιομηχανίας. Βασικός στόχος της παρούσας μελέτης ήταν η ανάλυση της διάρθρωσης χρέους-ιδίων κεφαλαίων του ξενοδοχειακού κλάδου και η απόδειξη της συσχέτισής της με τις οικονομικές επιδόσεις. Η μεγάλη σημασία και ο αντίκτυπος της ξενοδοχειακής βιομηχανίας στην οικονομία της Κροατίας ήταν ο κύριος λόγος για τον οποίο οι συγγραφείς επέλεξαν να το διερευνήσουν. Η μελέτη αυτή πραγματοποιήθηκε με τη χρήση μεθοδολογίας δεδομένων πάνελ σε δείγμα 19 κροατικών ξενοδοχειακών εταιρειών εισηγμένων στο Χρηματιστήριο του Ζάγκρεμπ κατά την περίοδο 2003-2017. Η απόδοση των περιουσιακών στοιχείων και η απόδοση ιδίων κεφαλαίων χρησιμοποιήθηκαν ως υποκατάστατα απόδοσης και εξαρτημένες μεταβλητές. Ως ανεξάρτητες μεταβλητές χρησιμοποιήθηκαν δώδεκα μεταβλητές ως μέτρα κεφαλαιακής διάρθρωσης και άλλα χαρακτηριστικά της εταιρείας – δείκτης μετρητών, δείκτης τρέχουσας ρευστότητας, δείκτης διάρθρωσης, δείκτης χρέους, συντελεστής χρέους (σε έτη), ίδια κεφάλαια προς μη κυκλοφορούν ενεργητικό, συνολικός κύκλος εργασιών ενεργητικού, κύκλος εργασιών κυκλοφορούντος ενεργητικού, απαιτήσεις από λογαριασμούς, δείκτης δραστηριότητας, απόδοση εσόδων και κρίσεις κατά την περίοδο 2009-2015.

Τα αποτελέσματα της έρευνας υποδηλώνουν ότι ο δείκτης μετρητών, ο δείκτης διάρθρωσης, ο συντελεστής χρέους (σε έτη), τα ίδια κεφάλαια προς μη κυκλοφορούν ενεργητικό, ο συνολικός κύκλος εργασιών ενεργητικού, ο δείκτης δραστηριότητας, οι απαιτήσεις από λογαριασμούς, η απόδοση εσόδων και οι κρίσεις κατά την περίοδο 2009-2015 σχετίζονται με τις οικονομικές επιδόσεις του κροατικού ξενοδοχειακού κλάδου. Αν και η θεωρία απόδοσης κερδοφορίας και η επίδραση της κεφαλαιακής διάρθρωσης και άλλων χαρακτηριστικών της εταιρείας σε αυτήν μελετώνται ευρέως στη χρηματοοικονομική βιβλιογραφία, δεν υπάρχουν πολλές μελέτες που να εξετάζουν τον ξενοδοχειακό κλάδο, ειδικά στην Κροατία. Τέλος, αυτή η μελέτη θα πρέπει να παρέχει στους διευθυντές πρόσθετες πληροφορίες για τη λήψη βέλτιστων οικονομικών αποφάσεων.

Η μελέτη των Li & Singal (2019) εξετάζει εμπειρικά πώς χρησιμοποιούνται τα περιουσιακά στοιχεία και οι αμοιβές (ALFO), στρατηγική η οποία μειώνει τον κίνδυνο και διευκολύνει την ανάπτυξη των επιχειρήσεων με ελάχιστες επενδύσεις κεφαλαίου και πώς σχετίζεται με την κεφαλαιακή διάρθρωση, δηλαδή το ποσοστό χρηματοδότησης με δανειακά και ίδια κεφάλαια, στις επιχειρήσεις φιλοξενίας, κυρίως ξενοδοχεία και εστιατόρια. Για την

έρευνά τους χρησιμοποιήθηκε δείγμα 982 ξενοδοχείων και εστιατορίων και η χρονική διάρκειά της ήταν από το 2002 έως και το 2016.

Από τα ευρήματα διαπιστώθηκε ότι η ALFO χρησιμοποιείται ευρέως από τον κλάδο της φιλοξενίας και ο λόγος αμοιβής-εσόδων και ο βαθμός δικαιόχρησης έχουν αυξηθεί, ενώ η απτότητα των περιουσιακών στοιχείων και η ένταση κεφαλαίου έχουν μειωθεί. Είναι ενδιαφέρον το γεγονός ότι διαπιστώθηκε πως η ALFO σχετίζεται θετικά με τους μακροπρόθεσμους δείκτες χρέους (LTD) των εταιρειών εστίασης αλλά όχι των ξενοδοχειακών επιχειρήσεων. Αυτό δηλώνει ότι οι καθοριστικοί παράγοντες της κεφαλαιακής διάρθρωσης των επιχειρήσεων φιλοξενίας μπορεί να διαφέρουν ανά τομέα.

Ενώ προηγούμενες μελέτες επικεντρώθηκαν κυρίως σε έναν τομέα κάθε φορά, η μελέτη τους διευκολύνει τη σύγκριση των ευρημάτων προσφέροντας μια άμεση αντίθεση μεταξύ εστιατορίων και ξενοδοχειακών επιχειρήσεων που χρησιμοποιούν τον ίδιο σχεδιασμό μελέτης. Η διαισθητική λογική υποδηλώνει ότι όταν υπάρχουν λιγότερα υλικά περιουσιακά στοιχεία για εξασφαλίσεις, λιγότερες επενδύσεις σε πάγια περιουσιακά στοιχεία, λιγότερες χρηματοδοτικές ανάγκες λόγω υψηλότερων κεφαλαίων δικαιόχρησης και υψηλότερη κερδοφορία λόγω υψηλότερου λόγου αμοιβής-εισοδήματος, η LTD θα πρέπει να είναι χαμηλότερη. Το εύρημα φαίνεται να υποδηλώνει ότι τα κεφάλαια δικαιόχρησης μειώνουν το κόστος κεφαλαίου στις εταιρείες εστιατορίων (Park & Jang, 2017) και τους επιτρέπουν να δανείζονται περισσότερα.

Επίσης διαπιστώθηκε μια αρνητική σχέση μεταξύ της απτότητας των περιουσιακών στοιχείων και της LTD στις επιχειρήσεις εστιατορίων. Μια πιθανή εξήγηση είναι ότι τα υλικά περιουσιακά στοιχεία θεωρούνται λιγότερο αποδοτικά στις επιχειρήσεις εστιατορίων, ενώ τα άυλα περιουσιακά στοιχεία, όπως το εμπορικό σήμα και οι άδειες, θεωρούνται πιο αποτελεσματικά στη δημιουργία σταθερής αξίας. Ως αποτέλεσμα, οι επιχειρήσεις με χαμηλότερη μεταβλητότητα των στοιχείων ενεργητικού μπορεί να έχουν υψηλότερη ικανότητα χρέους από τις επιχειρήσεις με υψηλότερη μεταβλητότητα των στοιχείων ενεργητικού και, ως εκ τούτου, μπορούν να δανείζονται περισσότερο. Μια άλλη πιθανή εξήγηση είναι ότι λόγω της ιδιαιτερότητας των περιουσιακών στοιχείων, δεν μπορούν να χρησιμοποιηθούν όλα τα υλικά περιουσιακά στοιχεία σε μια αλυσίδα εστιατορίων franchise ως εγγύηση για χρέος. Ως εκ τούτου, οι δικαιοπάροχοι με πιο υλικά περιουσιακά στοιχεία μπορεί να έχουν υψηλότερο κόστος χρέους και χαμηλότερους δείκτες χρέους.

Η μελέτη των Herdeiro, Monte & Fernandes (2019) είχε ως σκοπό να εντοπίσει ορισμένους καθοριστικούς παράγοντες της κεφαλαιακής διάρθρωσης των εταιρειών του

ξενοδοχειακού τομέα στην Πορτογαλία, καθώς και να εξακριβώσει εάν υπάρχουν αλλαγές στην πολιτική της κεφαλαιακής διάρθρωσης με την πάροδο των ετών κατά τη διάρκεια μιας περιόδου οικονομικής κρίσης (2010 έως 2014) και μιας περιόδου που αντιστοιχεί στο τέλος της οικονομικής κρίσης (2015 έως 2017). Το δείγμα ελήφθη μέσω της βάσης δεδομένων SABI, επιλέγοντας τις εταιρείες που ανήκουν στον ξενοδοχειακό κλάδο. Τα αποτελέσματα έδειξαν ότι η κερδοφορία, όπως μετράται από την απόδοση των περιουσιακών στοιχείων, επηρεάζει αρνητικά το χρέος, ή τη μόχλευση των εταιρειών. Αυτή η συμπεριφορά μπορεί να υποδηλώνει ότι οι εταιρείες, υπό ανάλυση, ακολουθούν τη θεωρία pecking order κατά τη διάρκεια αυτής της περιόδου. Η αύξηση του συντελεστή αυτού του καθοριστικού παράγοντα που συνδέεται με την αύξηση της οικονομικής αυτονομίας μπορεί να υποδηλώνει ότι η πολιτική της κεφαλαιακής διάρθρωσης των εταιρειών μεταβάλλεται με τις μακροοικονομικές αλλαγές.

Η μελέτη των Sudharika et al. (2019) διερευνά τον αντίκτυπο της κεφαλαιακής διάρθρωσης στις οικονομικές επιδόσεις των εταιρειών που είναι εισηγμένες στον τομέα ξενοδοχείων και ταξιδιών του Χρηματιστηρίου του Κολόμπο (ΧΑΚ). Ο σχεδιασμός παλινδρόμησης πάνελ έχει χρησιμοποιηθεί για τη διερεύνηση αυτής της σχέσης που καλύπτει μια πενταετία από το 2012/2013 – 2016/2017. Κατά τη διεξαγωγή αυτής της μελέτης, η απόδοση του απασχολούμενου κεφαλαίου (ROCE), η απόδοση των περιουσιακών στοιχείων (ROA) και τα κέρδη ανά μετοχή (EPS) χρησιμοποιήθηκαν για τη μέτρηση της οικονομικής απόδοσης, της εξαρτώμενης μεταβλητής, ενώ ο συνολικός δείκτης χρέους προς ίδια κεφάλαια χρησιμοποιήθηκε για τη μέτρηση της κεφαλαιακής δομής, η οποία είναι η ανεξάρτητη μεταβλητή. Το μέγεθος της επιχείρησης, η ηλικία, η ανάπτυξη, η απτότητα και η ρευστότητα έχουν χρησιμοποιηθεί ως μεταβλητές ελέγχου. Η μελέτη διαπιστώνει ότι η κεφαλαιακή διάρθρωση έχει στατιστικά σημαντικό αρνητικό αντίκτυπο στις οικονομικές επιδόσεις αυτού του τομέα, γεγονός που επιβεβαίωσε τα ευρήματα των περισσότερων βιβλιογραφιών.

Η μελέτη των Sundoro & Sukirman (2019) είχε ως στόχο να καθορίσει την επίδραση της κεφαλαιακής διάρθρωσης προς την εταιρική αξία. Η μελέτη διεξήχθη σε έναν υποτομέα εστιατορίων, ξενοδοχείων και τουρισμού μαζί με την ανάπτυξη της τουριστικής βιομηχανίας στην Ινδονησία. Στη μελέτη αυτή, τα στοιχεία που χρησιμοποιήθηκαν με τη μορφή δευτερογενών στοιχείων που ελήφθησαν από τις οικονομικές καταστάσεις της εταιρείας διαρκούν 7 χρόνια, μεταξύ των ετών 2012-2018. Τα στοιχεία που χρησιμοποιήθηκαν για την κεφαλαιακή διάρθρωση ήταν ο λόγος του συνολικού χρέους προς το σύνολο του ενεργητικού (δείκτης χρέους προς ενεργητικό/ DAR) και η εταιρική αξία χρησιμοποιώντας τον λόγο της χρηματιστηριακής τιμής προς τη λογιστική αξία (τιμή προς λογιστική αξία/ PBV). Και οι δύο

αναλογίες διατεταγμένες με τη μορφή συγκεντρωτικών δεδομένων (χρονοσειρές και διατομή). Τα αποτελέσματα της έρευνας έδειξαν ότι η κεφαλαιακή διάρθρωση επηρεάζει θετικά και σημαντικά την αξία της επιχείρησης. Το μέγεθος επιρροής της κεφαλαιακής δομής στην εταιρική αξία ανήλθε στο 72% υπέρ της θεωρίας κεφαλαιακής δομής των Modigliani & Miller.

Η μελέτη του Arachchi (2019) είχε σκοπό τη διερεύνηση των παραγόντων που επηρεάζουν τις αποφάσεις κεφαλαιακής διάρθρωσης των εισηγμένων ξενοδοχειακών εταιρειών στο Χρηματιστήριο του Κολόμπο (ΧΑΚ). Εξετάζονται διάφορες κλασικές θεωρίες κεφαλαιακής δομής. Το μοντέλο εκτιμάται χρησιμοποιώντας μια προσέγγιση δεδομένων πάνελ για είκοσι πέντε εταιρείες του ΧΑΚ για την περίοδο 2009-2015. Τα μοντέλα παλινδρόμησης χρησιμοποιήθηκαν για τη δοκιμή μεταβλητών που αντιπροσωπεύουν ευκαιρίες ανάπτυξης, μέγεθος επιχείρησης, κερδοφορία, πραγματικό φορολογικό συντελεστή, λειτουργικό κίνδυνο, απτότητα και καθαρή εμπορική πιστωτική θέση. Τα ευρήματα υποδηλώνουν ότι η κερδοφορία, οι ευκαιρίες ανάπτυξης και η καθαρή εμπορική πιστωτική θέση σχετίζονται αρνητικά με τον δείκτη χρέους, ενώ το μέγεθος της επιχείρησης, η απτότητα, ο λειτουργικός κίνδυνος και ο πραγματικός φορολογικός συντελεστής δεν φαίνεται να σχετίζονται με τον δείκτη χρέους. Αν και τα ευρήματα υποστηρίζουν εν μέρει τόσο τη θεωρία της τάξης όσο και τη θεωρία αντιστάθμισης, ούτε η θεωρία αντιστάθμισης ούτε η θεωρία της τάξης pecking order φαίνεται να εξηγούν ακριβώς την κεφαλαιακή δομή των ξενοδοχειακών εταιρειών της Σρι Λάνκα.

Η μελέτη των Matias, Salsa & Afonso (2018) εξετάζει τους καθοριστικούς παράγοντες της κεφαλαιακής διάρθρωσης για τις πορτογαλικές ξενοδοχειακές επιχειρήσεις μεταξύ 2006 και 2014. Τα δευτερεύοντα δεδομένα από 356 ξενοδοχειακές μονάδες αναλύθηκαν χρησιμοποιώντας τη στατιστική τεχνική μερικών ελαχίστων τετραγώνων (PLS), ένα μοντέλο δομικών εξισώσεων με βάση τη διακύμανση (SEM). Τα αποτελέσματα δείχνουν ότι οι επεξηγηματικές μεταβλητές που προτείνονται ως καθοριστικοί παράγοντες της κεφαλαιακής διάρθρωσης έχουν αντίκτυπο στις αποφάσεις χρηματοδότησης και χρέους που λαμβάνουν οι επιχειρήσεις του δείγματος. Από αυτά, η απτότητα έχει τη μεγαλύτερη επεξηγηματική δύναμη. Συνολικά, τα αποτελέσματα υποστηρίζουν την ιδέα ότι η θεωρία αντιστάθμισης και η θεωρία της τάξης των συναλλαγών είναι σημαντικές για την εξήγηση της κεφαλαιακής διάρθρωσης του πορτογαλικού ξενοδοχειακού κλάδου, ιδίως όσον αφορά τις συγκρούσεις πρακτορείων που προκαλούνται από ευκαιρίες ανάπτυξης και τις προτιμήσεις που έχουν οι εταιρείες για εσωτερική χρηματοδότηση. Τα αποτελέσματα επισημαίνουν επίσης τη σημασία των εξασφαλίσεων για την πρόσβαση σε πιστώσεις και τον μικρότερο αντίκτυπο της ασύμμετρης πληροφόρησης όσον αφορά την ενσώματη αξία των περιουσιακών στοιχείων και το μέγεθος

της επιχείρησης. Τα αποτελέσματα δείχνουν ότι οι μικρές επιχειρήσεις δυσκολεύονται να συνάψουν δάνεια, γεγονός που μπορεί να περιορίσει κάπως την ανάπτυξη και τις επιδόσεις τους.

Η μελέτη των Aggarwal & Padhan (2018) εξετάζει την επίδραση της διάρθρωσης του κεφαλαίου και της ποιότητας των επιχειρήσεων στην σταθερή αξία επιλεγμένων ινδικών επιχειρήσεων φιλοξενίας που είναι εισηγμένες στο ΣΕΒ κατά τη διάρκεια ενός χρονικού πλαισίου 2001-2015. Μεταβλητές όπως η ποιότητα της επιχείρησης που μετράται μέσω της βαθμολογίας Altman Z, η μόχλευση, το μέγεθος, η κερδοφορία, η απτότητα, η ανάπτυξη, η ρευστότητα μαζί με τις μακροοικονομικές μεταβλητές της αύξησης του ακαθάριστου εγχώριου προϊόντος και του πληθωρισμού λαμβάνονται υπόψη για την εξέταση της επίδρασής τους στην αξία της επιχείρησης. Μια εμπειρική μελέτη έχει διεξαχθεί μέσω τεχνικών δεδομένων πάνελ με την εφαρμογή συγκεντρωτικών OLS, σταθερών επιδράσεων και μοντέλων τυχαίων επιδράσεων. Τα ευρήματα της μελέτης αποκαλύπτουν μια σημαντική σχέση της επιχειρηματικής αξίας με την ποιότητα της επιχείρησης, τη μόχλευση, τη ρευστότητα, το μέγεθος και την οικονομική ανάπτυξη. Η μελέτη δείχνει ότι το μοντέλο M&M της κεφαλαιακής δομής δεν ισχύει για τον ινδικό τομέα φιλοξενίας. Για το λόγο αυτό είναι πρακτικά σημαντικό για τους ιδιοκτήτες ξενοδοχείων να επανεκτιμήσουν την κεφαλαιακή τους διάρθρωση για να βελτιώσουν την ποιότητα της επιχείρησης και την απόδοση της αγοράς.

Οι Pacheco & Tavares (2017) μελετάνε τους καθοριστικούς παράγοντες της κεφαλαιακής διάρθρωσης των μικρομεσαίων επιχειρήσεων στον τομέα της φιλοξενίας και πώς αυτοί μπορούν να επηρεάσουν το επίπεδο του χρέους τους. Για την πραγματοποίηση της έρευνάς τους χρησιμοποίησαν μεθοδολογία δεδομένων πάνελ η οποία διήρκεσε από το 2004 έως και το 2013 και το δείγμα τους αποτελούνταν από 43 ξενοδοχεία της Πορτογαλίας. Η μελέτη εξετάζει το επίπεδο χρέους υπό το πρίσμα των δύο κύριων θεωριών, της θεωρίας αντιστάθμισης και της θεωρίας Pecking Order. Ο τομέας της φιλοξενίας επιλέχθηκε λόγω της μεγάλης συμβολής του στην πορτογαλική οικονομία και επειδή ο συγκεκριμένος τομέας δεν είχε μελετηθεί σχεδόν καθόλου. Εκτός από το συνολικό χρέος, οι συγγραφείς επεκτείνουν τη βιβλιογραφία αναλύοντας τις διαφορές μεταξύ βραχυπρόθεσμου και μακροπρόθεσμου χρέους.

Τα αποτελέσματα που προέκυψαν υποδηλώνουν ότι η κερδοφορία, η απτότητα των περιουσιακών στοιχείων, η διάσταση της επιχείρησης, η συνολική ρευστότητα και ο κίνδυνος αποτελούν βασικούς παράγοντες που επηρεάζουν την κεφαλαιακή διάρθρωση των ΜΜΕ του τομέα της φιλοξενίας, ενώ η ανάπτυξη, τα λοιπά φορολογικά οφέλη και η ηλικία δεν

θεωρήθηκαν συναφείς. Επίσης, η απόδοση των ιδίων κεφαλαίων (ROE) δεν έδειξε αρνητική σχέση με το συνολικό χρέος χωρίς να επιβεβαιώσει τη θεωρία Pecking Order. Παρά ταύτα, η απόδοση ενεργητικού (ROA) έδειξε αρνητική σχέση με το συνολικό χρέος σύμφωνα με τη θεωρία αυτή, υποδηλώνοντας ότι οι πιο κερδοφόρες επιχειρήσεις θα πρέπει να χρησιμοποιούν περισσότερο χρέος προκειμένου να επωφεληθούν από τη δυνατότητα έκπτωσης του φόρου τόκων. Η θετική σχέση μεταξύ υλοποίησης περιουσιακών στοιχείων και μακροπρόθεσμου χρέους υποδηλώνει ότι οι ΜΜΕ με υψηλότερα επίπεδα υλικών περιουσιακών στοιχείων καταφεύγουν περισσότερο σε μακροπρόθεσμο χρέος, και είναι σύμφωνο με τις θεωρίες αντιστάθμισης και pecking order.

Η μελέτη του Ajanthan (2013) αποσκοπούσε να ανακαλύψει τους παράγοντες που επηρεάζουν την κεφαλαιακή διάρθρωση των ξενοδοχείων και των εταιρειών εστίασης και να διερευνήσει εάν τα μοντέλα κεφαλαιακής διάρθρωσης που προκύπτουν από τα δυτικά περιβάλλοντα παρέχουν πειστικές εξηγήσεις για τις αποφάσεις κεφαλαιακής διάρθρωσης των εταιρειών της Σρι Λάνκα. Η έρευνα πραγματοποιείται σε δείγμα 15 εταιρειών εισηγμένων στο Χρηματιστήριο του Κολόμπο κατά την περίοδο 2008-2012. Τα αποτελέσματα υποδηλώνουν ότι μόνο η κερδοφορία σχετίζεται αρνητικά με τους δείκτες χρέους (μακροπρόθεσμο, βραχυπρόθεσμο και συνολικό χρέος), ενώ η απτότητα (διάρθρωση περιουσιακών στοιχείων), το μέγεθος και η ανάπτυξη δεν φαίνεται να σχετίζονται σημαντικά με τους δείκτες χρέους. Από αυτά τα αποτελέσματα ο ερευνητής κατέληξε στο συμπέρασμα ότι η θεωρία Pecking order είναι πιο σχετική με το πλαίσιο της Σρι Λάνκα.

Η μελέτη των Mwanza & Mugumisi (2013) είχε ως στόχο να διερευνήσει τη σχέση μεταξύ της κεφαλαιακής δομής και της απόδοσης της επιχείρησης στον τομέα του τουρισμού και της φιλοξενίας της Ζιμπάμπουε. Η έρευνα βασίστηκε σε τέσσερις εισηγμένες εταιρείες στον τομέα του τουρισμού και της φιλοξενίας κατά την περίοδο 2009 έως 2013. Η ανάλυση δεδομένων έγινε χρησιμοποιώντας stata 10 μέσω απλών τεχνικών πολλαπλής παλινδρόμησης. Τα ευρήματα της μελέτης έδειξαν ότι οι επιδόσεις των επιχειρήσεων επηρεάζονται σημαντικά από την κεφαλαιακή τους διάρθρωση και η σχέση τους έχει αρνητικό χαρακτήρα. Επιπλέον, υπάρχει μια αντίστροφη σχέση μεταξύ της κεφαλαιακής διάρθρωσης και της απόδοσης της τιμής των μετοχών, της κεφαλαιοποίησης της αγοράς, των κερδών μετά από φόρους και των κερδών εις νέον.

Η μελέτη του Diakomichali, (2011) εξετάζει την οικονομική δομή και την κερδοφορία διαφόρων κατηγοριών ελληνικών ξενοδοχείων για την περίοδο 2005-2007, τρία χρόνια μετά

τους Ολυμπιακούς Αγώνες του 2004 στην Αθήνα και λίγο πριν από την οικονομική κρίση του 2008 στην Ελλάδα. Το ερευνητικό δείγμα αποτελούνταν από 146 ιδιωτικά ξενοδοχεία δύο, τριών, τεσσάρων και πέντε αστέρων. Διερευνήθηκαν διάφοροι δείκτες που σχετίζονται με την οικονομική δομή και την κερδοφορία των ξενοδοχείων. Τα αποτελέσματα αποκάλυψαν σημαντικές διαφορές στα μέσα των περισσότερων χρηματοοικονομικών δεικτών των τεσσάρων ελληνικών ξενοδοχειακών κατηγοριών, εκτός από ορισμένους δείκτες όπως το μικτό περιθώριο κέρδους και το καθαρό περιθώριο κέρδους. Τα ξενοδοχεία πέντε αστέρων στην Ελλάδα κατέγραψαν μεγαλύτερα καθαρά κέρδη και χρησιμοποίησαν μεγαλύτερο ποσοστό δανειακού κεφαλαίου σε σχέση με τα ξενοδοχεία άλλων κατηγοριών. Ενώ τα ξενοδοχεία τεσσάρων αστέρων στην Ελλάδα κατέγραψαν σημαντικά υψηλότερο λειτουργικό κόστος σε σχέση με τα ξενοδοχεία με δύο ή τρία αστέρια, η βραχυπρόθεσμη χρηματοδότηση φάνηκε να μειώνεται για τα ξενοδοχεία με περισσότερα αστέρια.

Η μελέτη του Madan, (2007) αποσκοπούσε να αξιολογήσει την κεφαλαιακή δομή των κορυφαίων αλυσίδων ξενοδοχείων της Ινδίας για να εξετάσει το ρόλο της απόφασης χρηματοδότησης στη συνολική απόδοση των εταιρειών. Στόχος ήταν να αναλύσει τη δομή χρέους-ιδίων κεφαλαίων αυτών των ξενοδοχείων, να ανακαλύψει το σημείο αναφοράς του κλάδου και να ελέγξει πώς η κεφαλαιακή διάρθρωση παίζει σημαντικό ρόλο στη συνολική ανάπτυξη της εταιρείας. Τα δεδομένα βασίζονταν σε οικονομικά στοιχεία που συλλέχθηκαν από κορυφαίες αλυσίδες ξενοδοχείων στην Ινδία. Τα ενοποιημένα οικονομικά αποτελέσματα των ξενοδοχείων έχουν ληφθεί υπόψη για την επιλογή αυτών των ξενοδοχειακών εταιρειών. Από τα αποτελέσματα της έρευνας διαπιστώθηκε ότι, από οικονομική άποψη, η κεφαλαιακή διάρθρωση είναι ένας από τους σημαντικότερους καθοριστικούς παράγοντες της βιώσιμης ανάπτυξης μιας εταιρείας. Η μόχλευση φαίνεται να λειτουργεί μόνο για λίγες εταιρείες, ενώ επηρεάζει αρνητικά άλλες. Οι επιχειρήσεις που ήταν μετρίως προσανατολισμένες μπόρεσαν να δημιουργήσουν καλή απόδοση ιδίων κεφαλαίων. Η μελέτη αυτή, όπως επισημαίνει ο ερευνητής, θα ήταν ιδιαίτερα χρήσιμο για τα ανώτερα και μεσαία στελέχη των επιλεγμένων ξενοδοχειακών αλυσίδων ώστε να επανεκτιμήσουν την κεφαλαιακή τους διάρθρωση για βελτιωμένη οικονομική απόδοση. Για τον κλάδο της φιλοξενίας εν γένει, θα αποκάλυπτε τις βέλτιστες χρηματοοικονομικές πρακτικές όσον αφορά το μείγμα χρέους-ιδίων κεφαλαίων και θα βοηθούσε στον καθορισμό καλύτερων αποφάσεων χρηματοδότησης.

Η μελέτη των Phillips & Sipahioğlu (2004) αποσκοπούσε στο να διερευνήσει τη σχέση μεταξύ της κεφαλαιακής δομής και της εταιρικής απόδοσης των ξενοδοχειακών εταιρειών. Το δείγμα αποτέλεσαν 43 ξενοδοχεία του Ηνωμένου Βασιλείου. Η εμπειρική ανάλυση δεν

αποκάλυψε σημαντική σχέση μεταξύ του επιπέδου του χρέους που βρίσκεται στην κεφαλαιακή διάρθρωση και της χρηματοοικονομικής απόδοσης. Αυτά τα αποτελέσματα είναι συνεπή με το μοντέλο M&M. Τα αποτελέσματα υπογραμμίζουν επίσης ότι τα χαμηλά επίπεδα απόδοσης ιδίων κεφαλαίων αποτελούν χαρακτηριστικό του δείγματος. Αυτό το τελευταίο σημείο φαίνεται να αποτελεί σημαντικό ζήτημα για τις ξενοδοχειακές επενδύσεις, καθώς οι ξενοδοχειακές εταιρείες προσπαθούν συνεχώς να αντλήσουν εξωτερική χρηματοδότηση για να χρηματοδοτήσουν την επέκταση. Τα ευρήματα της μελέτης υποδηλώνουν ότι οι οικονομικοί διευθυντές των οργανισμών του δείγματος πρέπει να εντοπίσουν νέους τρόπους επέκτασης της επιχείρησης χωρίς αύξηση των επιπέδων χρέους. Το άρθρο καταλήγει παρέχοντας παραδείγματα για το πώς ορισμένοι διευθυντές του οικονομικού τομέα ανταποκρίνονται στις προκλήσεις της κεφαλαιακής διάρθρωσης.

4 Κεφάλαιο: Μεθοδολογία έρευνας

4.1 Σκοπός και ερευνητικά ερωτήματα

Σκοπός της παρούσας έρευνας είναι η κεφαλαιακή διάρθρωση των ξενοδοχείων πέντε αστέρων της Ελλάδας κατά την χρονική περίοδο 2019-2022. Στόχος είναι να διαπιστωθεί εάν επηρεάζουν την κεφαλαιακή επάρκεια του δείγματος των ξενοδοχείων η μακροχρόνια δανειοδότηση λογάριθμος, οι δανειακές υποχρεώσεις προς σύνολο ενεργητικού, τα πάγια και άυλα περιουσιακά τους στοιχεία προς το σύνολο του ενεργητικού και τα κέρδη προ τόκων προς το σύνολο του ενεργητικού.

Τα ερευνητικά ερωτήματα που απορρέουν από το σκοπό αυτό είναι τα εξής:

1. Πώς σχετίζεται η κερδοφορία των πεντάστερων ξενοδοχείων με τη συνολική χρηματοδότηση; Αρνητικά ή θετικά;
2. Πώς σχετίζονται τα πάγια περιουσιακά στοιχεία των πεντάστερων ξενοδοχείων με τη συνολική χρηματοδότηση; Αρνητικά ή θετικά;

4.2 Δείγμα και συλλογή δεδομένων

Το δείγμα της παρούσας έρευνας αποτελούν 55 ξενοδοχεία πέντε αστέρων της Ελλάδας τα οποία δημοσιεύουν τις οικονομικές τους καταστάσεις.

Η συλλογή των δεδομένων πραγματοποιήθηκε από τις δημοσιευμένες οικονομικές καταστάσεις 55 ξενοδοχείων από όλη την Ελλάδα τα οποία έχουν πέντε αστέρια. Η συλλογή των δεδομένων έγινε για τη χρονική περίοδο 2019-2022, περίοδο η οποία περιλαμβάνει και την πανδημία του COVID-19, στην οποία επιβλήθηκαν περιοριστικά μέτρα και κλείσιμο επιχειρήσεων, συμπεριλαμβανομένων και των ξενοδοχείων. Τα δεδομένα τα οποία αντλήθηκαν από τις οικονομικές καταστάσεις, εισήχθησαν στο λογιστικό πρόγραμμα excel επειδή ήταν αριθμητικά δεδομένα, τα οποία αφορούσαν το σύνολο του ενεργητικού, το σύνολο του πάγιου

ενεργητικού, την μακροχρόνια δανειοδότηση, τις αποσβέσεις, το σύνολο των υποχρεώσεων, τα καθαρά κέρδη προ φόρων, τις ενσώματες ακινητοποιήσεις και το σύνολο των περιουσιακών στοιχείων.

Στην παρούσα έρευνα, τα δευτερογενή δεδομένα από τις δημοσιευμένες οικονομικές καταστάσεις των επιλεγθέντων ξενοδοχειακών επιχειρήσεων χρησιμοποιούνται για να δώσουν απαντήσεις στα ερευνητικά ερωτήματα τα οποία εξάγονται από την υπάρχουσα θεωρία και τις σχετικές μελέτες.

4.3 Επεξεργασία δεδομένων

Για να εξαχθούν τα αποτελέσματα της έρευνας έγινε χρήση του στατιστικού προγράμματος spss. Πρώτον, εξάχθηκαν περιγραφικά στατιστικά στοιχεία των δεδομένων, τα οποία αφορούν το μέσο όρο της κατανομής των στοιχείων (mean), την τυπική απόκλιση (st.deviation), η οποία δηλώνει το εύρος των τιμών της κατανομής γύρω από το μέσο όρο, εξηγώντας ότι όσο μικρότερη είναι η τιμή της τυπικής απόκλισης, τόσο πιο κοντά στο μέσο όρο είναι οι τιμές της κατανομής, καθώς και τις τιμές κατανομής των μεταβλητών δηλαδή τη μέγιστη και την ελάχιστη τιμή.

Στη συνέχεια πραγματοποιήθηκε η εξαγωγή αποτελεσμάτων αναφορικά με τη συνάφεια και την όποια συσχέτιση υπάρχει ανάμεσα στις μεταβλητές μας είτε θετική ή αρνητική, χρησιμοποιώντας τη μέθοδο της συσχέτισης Pearson, εισάγοντας στο πρόγραμμα όλες τις μεταβλητές, οι οποίες ήταν προς ανάλυση. Ο συντελεστής συσχέτισης Pearson παίρνει τιμές από το -1 έως το 1. Στο -1 υπάρχει η τέλεια αρνητική σχέση και αντίστοιχα στο +1 η τέλεια θετική σχέση. Όταν η τιμή είναι στο 0 τότε υπάρχει μηδενική σχέση.

Τέλος, πραγματοποιήθηκε πολλαπλή παλινδρόμηση, μέσω της οποίας μπορεί να προβλεφθούν και ερμηνευτούν οι τιμές των εξαρτημένων 55 μεταβλητών από τις τιμές των ανεξάρτητων μεταβλητών. Η μέθοδος της πολλαπλής παλινδρόμησης χρησιμοποιήθηκε 1 φορά, καθώς μελετήθηκε η σχέση των τριών ανεξάρτητων μεταβλητών με τη μία εξαρτημένη μεταβλητή.

Η εξαρτημένη μεταβλητή είναι οι δανειακές υποχρεώσεις προς σύνολο ενεργητικού ενώ οι ανεξάρτητες μεταβλητές είναι τα άυλα και πάγια περιουσιακά στοιχεία προς σύνολο του ενεργητικού, τα κέρδη προ τόκων προς σύνολο του ενεργητικού και η μακροχρόνια δανειοδότηση λογάριθμος. Τα άυλα και πάγια περιουσιακά στοιχεία είναι εκείνα τα στοιχεία του ενεργητικού μιας επιχείρησης τα οποία έχουν υλική υπόσταση και χρησιμοποιούνται για την παραγωγή των προϊόντων ή υπηρεσιών ακόμα και για περισσότερες από μια χρήσεις (π.χ. μηχανήματα, υλικοτεχνικός εξοπλισμός, κτιριακές εγκαταστάσεις, μεταφορικά μέσα κ.λπ.). Τα περιουσιακά στοιχεία των εταιρειών έχουν αρνητική συσχέτιση με το δείκτη χρέους (Karadeniz et al., 2009), είναι καθοριστικός παράγοντας της χρηματοδότησης της επιχείρησης (Handoo & Sharma, 2014) για αυτό και διαδραματίζουν καθοριστικό ρόλο στις αποφάσεις της επιχείρησης για να προβεί σε χρηματοδότηση (Harc, 2019).

Η κερδοφορία έχει πολύ μεγάλη σημασία για τη μακροπρόθεσμη βιωσιμότητα της επιχείρησης και αντιστοιχεί στα καθαρά κέρδη της επιχείρησης, δηλαδή τα έσοδα εφόσον έχει αφαιρεθεί το παραγωγικό κόστος που σχετίζονται με την παραγωγή και την πώληση της κάθε επιχείρησης. Εκφράζεται από τον δείκτη των κερδών προ φόρων και τόκων (net income before taxis) προς το σύνολο του ενεργητικού της επιχείρησης. Η κερδοφορία της επιχείρησης συσχετίζεται αρνητικά με τη συνολική, καθώς και με τη μακροπρόθεσμη δανειακή επιβάρυνση, ενώ αποτελεί μία στατιστικά σημαντική μεταβλητή (Μπαγούδης, 2020. M'ng, Rahman, Sannacy & Murray, 2017. Psillaki & Daskalakis, 2009).

5 Κεφάλαιο: Αποτελέσματα της έρευνας

5.1 Περιγραφικές αναλύσεις

Πίνακας 1: Descriptive statistics (Περιγραφικά αποτελέσματα των μεταβλητών της έρευνας)

| | <i>N</i> | <i>Ελάχιστη τιμή</i> | <i>Μέγιστη Τιμή</i> | <i>Μέση τιμή</i> | <i>Τυπική απόκλιση</i> |
|--|----------|----------------------|---------------------|------------------|------------------------|
| Μακροχρόνια Δανειοδότηση Λογάριθμος | 141,00 | 9,14 | 19,54 | 15,35 | 2,41 |
| Δανειακές Υποχρεώσεις προς το Σύνολο του Ενεργητικού | 200,00 | ,00 | ,96 | ,15 | ,16 |
| Πάγια + Άυλα Περιουσιακά στοιχεία προς το Σύνολο του Ενεργητικού | 200,00 | ,01 | 437,22 | 3,10 | 30,89 |
| Κέρδη προ τόκων προς το Σύνολο του Ενεργητικού . | 200,00 | -,18 | 7,48 | ,14 | ,75 |

Στον πίνακα 1 παρουσιάζονται τα αποτελέσματα που αφορούν στα περιγραφικά χαρακτηριστικά του δείγματος μας αναφορικά με τη μέση τιμή, την τυπική απόκλιση καθώς και την ελάχιστη και τη μέγιστη τιμή των δεδομένων των μεταβλητών. Τα στοιχεία αφορούν την ανάπτυξη των ξενοδοχειακών επιχειρήσεων τη χρονική περίοδο 2019-2022. Με βάση τα αποτελέσματα, ο μέσος όρος των δανειακών υποχρεώσεων/ σύνολο του ενεργητικού ανέρχεται στο 0,15 (15%). Αναφορικά με τις ανεξάρτητες μεταβλητές, ο μέσος όρος των κερδών προ τόκων/ σύνολο του Ενεργητικού στο 0,14 (14%) και ο μέσος όρος των πάγιων και άυλων περιουσιακών στοιχείων/ σύνολο του Ενεργητικού είναι 3,10 (310%), ενώ η μέση μακροχρόνια δανειοδότηση λογάριθμος ανέρχεται στο 15,35.

5.2 Συσχέτιση Pearson

Πίνακας 2: Ανάλυση Pearson

Correlations

| | 1 | 2 | 3 | 4 |
|---|---|------|-------|-------|
| 1. Κέρδη προ τόκων προς το Σύνολο του Ενεργητικού | 1 | ,019 | -,060 | ,010 |
| 2. Πάγια + Άυλα Περιουσιακά στοιχεία προς το Σύνολο του Ενεργητικού | - | ,791 | ,403 | ,909 |
| 3. Δανειακές Υποχρεώσεις προς το Σύνολο του Ενεργητικού | - | - | 1 | ,197* |
| 4. Μακροχρόνια Δανειοδότηση Λογάριθμος | - | - | - | ,019 |

*. Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).

Στον πίνακα 2 παρουσιάζονται τα αποτελέσματα της απλής γραμμικής συσχέτισης Pearson r. Όπως παρατηρούμε, υπάρχει στατιστικά σημαντική θετική συσχέτιση μεταξύ των δανειακών υποχρεώσεων/ σύνολο ενεργητικού και της μακροχρόνιας δανειοδότησης λογάριθμος ($r=0,197$ Sig= $0,019$). Με άλλα λόγια, όσο αυξάνεται η μακροχρόνια δανειοδότηση λογάριθμος αυξάνονται και οι δανειακές υποχρεώσεις/ σύνολο ενεργητικού. Από την άλλη, δεν προέκυψε στατιστικά σημαντική σχέση ανάμεσα στις δανειακές υποχρεώσεις/ σύνολο ενεργητικού και τα κέρδη προ τόκων/ σύνολο ενεργητικού ($r=-0,060$ Sig= $0,403$), όπως επίσης και ανάμεσα στις δανειακές υποχρεώσεις/ σύνολο ενεργητικού και τα πάγια και άυλα περιουσιακά στοιχεία/ σύνολο ενεργητικού ($r=-0,068$ Sig= $0,337$)

5.3 Ανάλυση παλινδρόμησης Πολλαπλής (fixed effects regression).

Παλινδρόμηση με εξαρτημένη μεταβλητή τις Δανειακές Υποχρεώσεις προς το Σύνολο του Ενεργητικού

Η ανάλυση παλινδρόμησης με σταθερά (fixed effects regression) χρησιμοποιείται όταν θέλουμε να εκτελέσουμε παλινδρόμηση μεταξύ μιας εξαρτημένης μεταβλητής και μιας ή περισσότερων ανεξάρτητων μεταβλητών, ενώ λαμβάνουμε υπόψη μας κάποιες σταθερές που

δεν μεταβάλλονται (π.χ. η ταυτότητα των ξενοδοχείων και η χρονολογία της μέτρησης). Στην πολλαπλή παλινδρόμηση που ακολουθεί περιλαμβάνονται τέσσερις πίνακες:

Πίνακας 3: Μεταβλητές που εισάγονται/Αφαιρούνται

- 1) Εισάγονται όλες οι ζητούμενες μεταβλητές.
- 2) Εξαρτημένη Μεταβλητή – δανειακές υποχρεώσεις/ σύνολο ενεργητικού

Στον Πίνακα 3 παρουσιάζονται οι ανεξάρτητες μεταβλητές που χρησιμοποιήθηκαν στην ανάλυσή μας οι οποίες είναι η μακροχρόνια δανειοδότηση λογάριθμος των επιχειρήσεων, τα κέρδη προ τόκων/σύνολο ενεργητικού και τα πάγια και άυλα περιουσιακά στοιχεία/ σύνολο του ενεργητικού καθώς και η μέθοδος με την οποία προστέθηκε η προβλεπτική μεταβλητή στο μοντέλο (Enter).

| Στοιχείο | Εισαχθείσες Μεταβλητές | Μεταβλητές που αφαιρούνται | Μέθοδος ENTER |
|----------|--|----------------------------|---------------|
| 1 | Πάγια +Άυλα περιουσιακά στοιχεία προς Σύνολο Ενεργητικού. Κέρδη προ τόκων προς Σύνολο Ενεργητικού. Μακροχρόνια Δανειοδότηση Λογάριθμος. 2019, 2020, 2021, 2022 ^b | | |

Πίνακας 4: Σύνοψη παρουσίασης

- 1) Προγνωστικά: Πάγια και Άυλα Περιουσιακά στοιχεία προς Σύνολο του Ενεργητικού, Κέρδη προ Τόκων προς Σύνολο του Ενεργητικού, Μακροχρόνια Δανειοδότηση Λογαριασμός, 2019, 2020, 2021, 2022^b
- 2) Εξαρτημένη μεταβλητή: Δανειακές Υποχρεώσεις προς Σύνολο Ενεργητικού

| Στοιχείο 1 | R | R2 | Προσαρμοσμένο R2 | Εκτίμηση τυπικού σφάλματος |
|------------|-------|------|------------------|----------------------------|
| | ,268a | ,072 | ,023 | ,15 |

Από τα αποτελέσματα του Πίνακα 4 (Model Sumarry) παρουσιάζεται ο δείκτης συσχέτισης μεταξύ των τεσσάρων μεταβλητών, και ο συντελεστής Adjusted 0,072, ο οποίος δηλώνει ότι οι ανεξάρτητες μεταβλητές μας μπορούν να προβλέψουν το 7,2% περίπου τις τιμές της εξαρτημένης μεταβλητής μας R όπου έχει τιμή 0,268 και αποτελεί τις δανειακές υποχρεώσεις προς σύνολο ενεργητικού.

Πίνακας 5: ANOVA

- 1) Προγνωστικά: Πάγια και Άυλα Περιουσιακά στοιχεία προς Σύνολο του Ενεργητικού, Κέρδη προ Τόκων προς Σύνολο του Ενεργητικού, Μακροχρόνια Δανειοδότηση Λογαριασμός, 2019, 2020, 2021, 2022^b
- 2) Εξαρτημένη μεταβλητή: Δανειακές Υποχρεώσεις προς Σύνολο Ενεργητικού

| Μοντέλο | Αθροισμα τετραγώνων | DF | Μέση Τιμή Τετραγώνων | F | Επίπεδο σημαντικότητας |
|--------------|---------------------|-----|----------------------|-------|------------------------|
| Παλινδρόμηση | ,247 | 7 | ,035 | 1,475 | ,181b |
| Υπόλοιπα | 3,179 | 133 | ,024 | | |
| Σύνολο | 3,426 | 140 | | | |

Με βάση τον πίνακα 5, συμπεραίνουμε ότι δεν υπάρχει στατιστικά σημαντική συσχέτιση και πρόβλεψη της εξαρτημένης μεταβλητής που αφορά στις δανειακές υποχρεώσεις προς σύνολο ενεργητικού από τις ανεξάρτητες μεταβλητές του μοντέλου (F=1,475 p>0,01).

Πίνακας 6: Αποτελέσματα Πολλαπλής Παλινδρόμησης στην εξαρτημένη μεταβλητή τις Δανειακές Υποχρεώσεις προς Σύνολο του Ενεργητικού

| Μεταβλητές | Coefficients | T test | P value |
|---|--------------|--------|---------|
| (Constant) | ,288 | 1,707 | ,090 |
| 1 Μακροχρόνια Δανειοδότηση Λογάριθμος | ,013 | 2,338 | ,021 |
| Πάγια + Άυλα Περιουσιακά Στοιχεία προς Σύνολο Ενεργητικού | -,002 | -,222 | ,825 |
| Κέρδη προ τόκων προς Σύνολο Ενεργητικού | ,064 | 1,075 | ,284 |
| 2022 | -,280 | -1,768 | ,079 |
| 2021 | -,277 | -1,746 | ,083 |
| 2020 | -,278 | -1,753 | ,082 |
| 2019 | -,295 | -1,873 | ,063 |

Από τα αποτελέσματα του πίνακα 6 προκύπτει πως η μακροχρόνια δανειοδότηση λογάριθμος είναι η μοναδική ανεξάρτητη μεταβλητή η οποία παρουσιάζει σημαντικότητα, με τον συντελεστή coefficient να καταγράφει θετική συσχέτιση 0,013 και το p value να έχει τιμή $0,021 < 0,05$. Η τιμή του p value δείχνει ότι η μακροχρόνια δανειοδότηση λογάριθμος μπορεί να προβλέψει θετικά τις δανειακές υποχρεώσεις προς το σύνολο ενεργητικού. Από την άλλη, τα κέρδη προ τόκων/σύνολο ενεργητικού δεν αποτελούν προβλεπτικό δείκτη των δανειακών υποχρεώσεων $0,284 > 0,05$. Το ίδιο ισχύει και για τα πάγια και άυλα περιουσιακά στοιχεία/σύνολο ενεργητικού $0,825 > 0,05$.

Τα αποτελέσματα αυτά φανερώνουν την προβλεπτική επίδραση της μακροχρόνιας δανειοδότησης λογάριθμος στις δανειακές υποχρεώσεις προς το σύνολο ενεργητικού. Αντίθετα, τα κέρδη προ τόκων/σύνολο ενεργητικού καθώς και τα πάγια και άυλα περιουσιακά στοιχεία/σύνολο ενεργητικού δεν παρουσιάζουν επιδράσεις στις δανειακές υποχρεώσεις προς το σύνολο ενεργητικού.

5.4 Μικτό μοντέλο (mixed model) που χρησιμοποιείται για να εξετάσει την επίδραση διάφορων παραγόντων (fixed effects και random effects) στην εξαρτημένη μεταβλητή «Δανειακές Υποχρεώσεις προς το Σύνολο Ενεργητικού».

Η παρακάτω ανάλυση αφορά ένα μικτό μοντέλο (mixed model) που χρησιμοποιείται για να εξετάσει την επίδραση διάφορων παραγόντων (fixed effects και random effects) στην εξαρτημένη μεταβλητή «Δανειακές Υποχρεώσεις προς το Σύνολο Ενεργητικού».

| Model Dimension | | | | | | |
|------------------------|---------------------------|------------------|----------------------|----------------------|-------------------|--------------------|
| | | Number of Levels | Covariance Structure | Number of Parameters | Subject Variables | Number of Subjects |
| Fixed Effects | Intercept | 1 | Variance Component | 1 | VAR00001 | 55 |
| | iD | 1 | | 1 | | |
| | GROTWTH | 1 | | 1 | | |
| Random Effects | iD + GROTWTH ^b | 2 | Diagonal | 2 | VAR00001 | 55 |
| Repeated Effects | GROTWTH | 4 | | 4 | | |

| | | | |
|-------|---|---|--|
| Total | 9 | 9 | |
|-------|---|---|--|

a. Dependent Variable: Δανειακές Υποχρεώσεις προς Σύνολο Ενεργητικού

b. As of version 11.5, the syntax rules for the RANDOM subcommand have changed. Your command syntax may yield results that differ from those produced by prior versions. If you are using version 11 syntax, please consult the current syntax reference guide for more information.

Το μοντέλο έχει συνολικά 9 παραμέτρους, από τις οποίες 3 είναι σταθερές επιδράσεις (Intercept, iD, GROTWTH), 2 είναι τυχαίες επιδράσεις (iD + GROTWTH), και 4 αναφέρονται σε επαναλαμβανόμενες επιδράσεις. Σε γενικές γραμμές, καθώς θέλουμε να εξετάσουμε συγκεκριμένα επίπεδα στα δεδομένα, θα επικεντρωθούμε στην ανάλυση fixed effects.

Information Criteria

| | |
|--------------------------------------|----------|
| -2 Restricted Log Likelihood | -139,075 |
| Akaike's Information Criterion (AIC) | -127,075 |
| Hurvich and Tsai's Criterion (AICC) | -126,633 |
| Bozdogan's Criterion (CAIC) | -101,376 |
| Schwarz's Bayesian Criterion (BIC) | -107,376 |

The information criteria are displayed in smaller-is-better forms.

a. Dependent Variable: Δανειακές Υποχρεώσεις προς Σύνολο Ενεργητικού.

Τα κριτήρια (AIC, AICC, CAIC, BIC, -2 Restricted Log Likelihood) χρησιμοποιούνται για τη σύγκριση μοντέλων. Όλες οι τιμές είναι αρνητικές και χαμηλότερες τιμές υποδεικνύοντας καλή προσαρμογή στο μοντέλο.

Type III Tests of Fixed Effects^a

| Source | Numerator df | Denominator df | F | Sig. |
|-----------|--------------|----------------|------|------|
| Intercept | 1 | 127,596 | ,538 | ,465 |
| VAR00001 | 1 | 4513664171,300 | ,001 | ,976 |
| GROTWTH | 1 | 27507,326 | ,037 | ,847 |

a. Dependent Variable: Δανειακές Υποχρεώσεις προς Σύνολο Ενεργητικού

Estimates of Covariance Parameters^a

| Parameter | | Estimate | Std. Error |
|-------------------|------------------------|----------------------|------------|
| Repeated Measures | Var: [GROTWTH=2019,00] | ,034890 | ,006698 |
| | Var: [GROTWTH=2020,00] | ,026975 | ,005580 |
| | Var: [GROTWTH=2021,00] | ,020756 | ,004208 |
| | Var: [GROTWTH=2022,00] | ,022312 | ,004547 |
| ID | Variance | ,002947 ^b | ,000000 |
| GROTWTH | Variance | ,001473 ^b | ,000000 |

a. Dependent Variable: Δανειακές Υποχρεώσεις προς Σύνολο Ενεργητικού

b. This covariance parameter is redundant.

Με βάση τα αποτελέσματα των παραπάνω πινάκων προκύπτει ότι οι επιδράσεις της ταυτότητας των ξενοδοχείων ($F=0,001$ $p=0,976$) και του έτους δεν είναι στατιστικά σημαντικές ($F=0,037$ $p=0,847$).

Συμπέρασμα

Σκοπός της παρούσας έρευνας είναι η κεφαλαιακή διάρθρωση των ξενοδοχείων πέντε αστέρων της Ελλάδας κατά την χρονική περίοδο 2019-2022. Στόχος είναι να διαπιστωθεί εάν επηρεάζει η μακροχρόνια δανειοδότηση λογάριθμος, οι δανειακές υποχρεώσεις προς σύνολο ενεργητικού, τα πάγια και άυλα περιουσιακά στοιχεία προς σύνολο ενεργητικού και τα κέρδη προ τόκων προς σύνολο ενεργητικού την κεφαλαιακή επάρκεια των ξενοδοχείων. Για να επιτευχθεί αυτός ο σκοπός η έρευνα διερεύνησε δύο ερωτήματα: α) εάν σχετίζεται αρνητικά ή θετικά η κερδοφορία με τη συνολική χρηματοδότηση και β) εάν σχετίζονται θετικά ή αρνητικά τα πάγια περιουσιακά στοιχεία με τη συνολική χρηματοδότηση. Η έρευνα διεξήχθη με το στατιστικό πρόγραμμα ανάλυσης δεδομένων spss, χρησιμοποιώντας δεδομένα από τις οικονομικές καταστάσεις των ξενοδοχείων κατά τη διάρκεια της παραπάνω περιόδου.

Από τα αποτελέσματα της έρευνας διαπιστώθηκε ότι η μακροχρόνια δανειοδότηση λογάριθμος σχετίζεται θετικά με τις δανειακές υποχρεώσεις προς σύνολο ενεργητικού. Αυτό σημαίνει ότι, καθώς η μακροχρόνια δανειοδότηση λογάριθμος αυξάνεται, υπάρχει τάση για αύξηση των δανειακών υποχρεώσεων προς το σύνολο ενεργητικού. Η συσχέτιση που παρατηρείται μεταξύ της μακροχρόνιας δανειοδότησης λογάριθμος και των δανειακών υποχρεώσεων προς το σύνολο ενεργητικού μπορεί να έχει σημαντικές επιπτώσεις στην κεφαλαιακή επάρκεια των επιχειρήσεων, ανάλογα με τον τρόπο που χρησιμοποιείται η δανειοδότηση.

Επίσης, διαπιστώθηκε ότι δεν υπάρχει στατιστικά σημαντική σχέση μεταξύ των δανειακών υποχρεώσεων προς σύνολο ενεργητικού και των κερδών προ τόκων προς σύνολο ενεργητικού, καθώς και των πάγιων και άυλων περιουσιακών στοιχείων προς σύνολο ενεργητικού.

Η ανάλυση παλινδρόμησης, επικεντρώνεται σε συγκεκριμένες ανεξάρτητες μεταβλητές, όπως η μακροχρόνια δανειοδότηση λογάριθμος, τα κέρδη προ τόκων και τα πάγια και άυλα περιουσιακά στοιχεία. Τα αποτελέσματα της έρευνας έδειξαν ότι μόνο η μακροχρόνια δανειοδότηση λογάριθμος έχει στατιστική σημασία στην πρόβλεψη των δανειακών υποχρεώσεων προς το σύνολο ενεργητικού, με θετική συσχέτιση.

Η έρευνα χρησιμοποιεί επίσης ένα μικτό μοντέλο για να εξετάσει τόσο τις σταθερές όσο και τυχαίες επιδράσεις στις δανειακές υποχρεώσεις. Από τα αποτελέσματα της έρευνας διαπιστώθηκε ότι οι επιδράσεις της ταυτότητας των ξενοδοχείων και του έτους δεν είναι στατιστικά σημαντικές.

Βιβλιογραφία

- Aggarwal, D. & Padhan, P.C. (2018). Impact of Capital Structure on Firm Value: Evidence from Indian Hospitality Industry. *Theoretical economics letters*, 7(4):982-1000.
- Ajanthan, A. (2013). Determinants of Capital Structure: Evidence from Hotel and Restaurant Companies in Sri Lanka. *International Journal of Scientific and Research Publications*, 3(6):1-8.
- Aljamaan, B.E. (2018). Capital structure: definitions, determinants, theories and link with performance literature review. *European Journal of Accounting, Auditing and Finance Research*, 6(2):49-72.
- Baker, M.P. & Wurgler, J. (2002). Market Timing and Capital Structure. *Journal of Finance*, 62:1–32.
- Brealey, R., Myers, S. & Allen, F. (2020). *Principles of Corporate Finance*, 13th ed. McGraw-Hill Higher Education. A Direct Test of the Free Cash Flow Hypothesis: Evidence from Real Estate Transactions. *The Journal of Real Estate Finance and Economics*, 52: 543–558.
- Brush, H., Bromiley, P. & Hendrickx, M. (2000). The free cash flow hypothesis for sales growth and firm performance. *Strategic Management Journal*, 21(4): 455-472.
- Çerkezi, A. (2013). A literature review of the trade–off theory of capital structure. *ILIRIA International Review*, 3(1):125.
- Chaudhary, P. (2020). Agency costs, board structure and institutional investors: case of India. *Asian Journal of Accounting Research*, 7(1):44-58.
- Chittenden, F., Graham, H. & Hutchinson, P. (1996). Small Firm Growth, Access to Capital Markets and Financial Structure: Review of Issues and Empirical Investigation. *Small Business Economics*, 8: 59–67.
- Chu, Y. & Liu, P. (2016). A Direct Test of the Free Cash Flow Hypothesis: Evidence from Real Estate Transactions. *The Journal of Real Estate Finance and Economics*, 52:558.
- Culata, P.R.E. & Gunarsih, T. (2012). Pecking Order Theory and Trade-Off Theory of Capital Structure: Evidence from Indonesian Stock Exchange. *The Winners*, 13(1):40.

- Diakomihalis, M. (2011). Financial Structure and Profitability Analysis of Greek Hotels. *The Journal Of Hospitality Financial Management*, 19(1):51-70.
- Dimitropoulos, P. E. & Koronios, K. (2021). Capital structure determinants of Greek hotels: The impact of the Greek debt crisis. In *Culture and tourism in a smart, globalized, and sustainable world* (pp. 387-402). Springer, Cham.
- Drobetz, W. & Wanzenreid, G. (2006). What determines the speed of adjustment to the target capital structure? *Applied Financial Economics*, 16(13):941-958.
- Drobetz, W. & Fix, R. (2003). What are the Determinants of the Capital Structure? Some Evidence for Switzerland. *Swiss Journal of Economics and Statistics*, 141(1): 1–37.
- Easterbrook, F.H. (1984). Two-Agency Cost Explanations of Dividends. *American Economic Review*, 74(4):650–659.
- Eriotis, N., Vasiliou, D. & Ventoura-Neokosmidi, Z. (2007). How firm characteristics affect capital structure: an empirical study. *Managerial Finance*, 33(5):321-331.
- Faccio, M. & Xu, J. (2015). Taxes and capital structure. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 50(3): 277–300.
- Fama, E. F. & Miller, M.H. (1972). *The Theory of Finance*. New York: Holt Rinehart and Winston, pp:346.
- Gangeni, C. (2006). *The Relationship between Capital Structure and the Financial Performance of the Firm*. Master Thesis: University of Pretoria, South Africa.
- Gansuwan, P. & Önel, Y. (2012). *The Influence of Capital Structure on Firm Performance a quantitative study of Swedish listed firms*. Master Thesis: Umea University, Sweden.
- Handoo, A., & Sharma, K. (2014). A study on determinants of capital structure in India. *iimb Management Review*, 26(3), 170-182 .
- Harc, M. (2019). Capital Structure of Small and Medium Sized enterprises in the republic of Croatia. *Poslovna Izvrnost - Business Excellence*, 13(1), 87-101. doi: 10.22598/pibe/2019.13.1.87
- Jayanty, V., Hutagalung, G. & Simorangkir, E.N. (2021). Capital structure and the factors affecting it with profitability as an intervening variable. *International Journal of Business, Economics and Law*, 24(4):130-139.

- Jensen, M. (1986). Agency Cost of Free Cash Flows, Corporate Finance and Takeovers. *American Economic Review*, 76(2):323–339.
- Jensen, M. & Meckling, W. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3:305–360.
- Johnson, S.A. (1997). An Empirical Analysis of the Determinants of Corporate Debt Ownership Structure. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 32(1):47-69.
- Karadeniz, E., Serkan, Y., & Iskenderoglu, O. (2011). Firm size and capital structure decisions: Evidence from Turkish lodging companies. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 1(1), 1-11.
- Karanović, G., Štambuk, A. & Jagodić, D. (2020). Profitability performance undercapital structure and other company characteristics: and empirical study of Croatian hotel industry. *Zbornik Veleučilišta u Rijeci*, 8(1):227-242.
- Kraus, A. & Litzenberger, P.H. (1973). A State-Preference Model of Optimal Financial Leverage. *The Journal of Finance*, 28(4):911–922.
- Krištofik, P., Medzihorský, J. & Musa, H. (2022). Capital Structure and Its Determinants—A Comparison of European Top-Rated CSR and Other Companies. *Journal of Risk and Financial Management*, 15(325):1-16
- La Rocca, M., La Rocca, T. & Cariola, A. (2007). Overinvestment and underinvestment problems: determining factors, consequences and solutions. *Corporate Ownership and Control*, 5(1).
- Lew, S.H. (2012). *Investigation of the Most Appropriate Capital Structure Theory and Leverage Level Determinants*. Doctoral Thesis, University of Edinburgh, United Kingdom. Available at <https://era.ed.ac.uk/handle/1842/7909>
- Li, Y. & Singal, M. (2019). Capital structure in the hospitality industry: The role of the asset-light and fee-oriented strategy. *Tourism Management*, 70:124-133.
- M'ng, J., Rahman, M., Sannacy, S., & Murray, L. (2017). The determinants of capital structure: Evidence from public listed companies in Malaysia, Singapore and Thailand. *Cogent Economics & Finance*, 5(1), 1418609.
- Madan, K. (2007). An analysis of the debt-equity structure of leading hotel chains in India. *International Journal of Contemporary Hospitality Management*, 19(5):397-414.

- Matias, F., Salsa, L. & Afonso, C.M. (2018). Capital structure of Portuguese hotel firms: a structural equation modelling approach. *Tourism & Management Studies*, 14(SI1): 73-82.
- Mawanza, W. & Mugumisi, N. (2013). Capital structure and corporate performance: a case for tourism and hospitality sector of Zimbabwe. *Global journal of commerce & management perspective*, 2(6):85-90.
- Modigliani, F. & Miller, M. H. (1963). Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction. *American Economic Review*, 53(3): 333–391.
- Modigliani, F. & Miller, M. H. (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment. *American Economic Review*, 48(3): 261–297.
- Moez, D (2018). Agency Costs, Corporate Governance and the Nature of Controlling Shareholders: Evidence From French Listed Firms. *International Journal of Accounting and Financial Reporting*, 8(3):256.
- Μπαγγούδης, Γ. (2020). *Ανάλυση της κεφαλαιακής διάρθρωσης των μικρομεσαίων επιχειρήσεων στην Ελλάδα*. Πανεπιστήμιο Μακεδονίας.
- Myers, S. C. (1984). The Capital Structure Puzzle. *The Journal of Finance*, 39(3): 574–592.
- Myers, S.C. (1977). The Determinants of Corporate Borrowing. *Journal of Financial Economics*, 5(2):147–175.
- Myers, S. & Majluf, N. (1984). Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information Investors Do Not Have. *Journal of Financial Economics*, 13: 187–222.
- Niu, X. (2008). Theoretical and Practical Review of Capital Structure and its Determinants. *International Journal of Business and Management*, 3(3): 133-139.
- Ojah, K. & Gwatidzo, T. (2009). Corporate Capital Structure Determinants: Evidence from Five African Countries. *The African finance journal*, 11(1):1-23.
- Ojah, K. & Manrique, J. (2005). Determinants of corporate debt structure in a privately dominated debt market: A study of the Spanish capital market. *Applied Financial Economics*, 15(7):455-468.
- Pacheco, L. & Tavares, F. (2017). Capital structure determinants of hospitality sector SMEs. *Tourism Economics*, 23(1):113-132.

- Park, K. & Jang, S. (2017). Is restaurant franchising capital a substitute for or a complement to debt? *International Journal of Hospitality Management*, 63:63–71.
- Phillips, P.A. & Sipahioglu, M.A. (2004). Performance implications of capital structure: evidence from quoted UK organisations with hotel interests. *The Service Industries Journal*, 24(5):31-51.
- Psillaki, M., & Daskalakis, N. (2009). Are the determinants of capital structure country or firm specific? *Small business economics*, 33(3), 319-333.
- Ramadan, I.Z. (2015). An Empirical Investigation of the Trade-Off Theory: Evidence from Jordan. *International Business Research*, 8(4):19-24.
- Ross, S. A. (1985). Debt and Taxes and Uncertainty. *Journal of Finance*, 40: 37–657.
- Sikveland, M., Xie, J. & Zhang, D. (2022). Determinants of capital structure in the hospitality industry: Impact of clustering and seasonality on debt and liquidity. *International Journal of Hospitality Management*, 102.
- Shahar, W.S.S., Bahari, N.F., Ahmad, N.W., Fisal, S. & Rafdi, N.J. (2015). A review of capital structure theories: trade-off theory, pecking order theory and market timing theory. *Proceeding of the 2nd International Conference on Management and Muamalah (2nd ICoMM)*, pp:240-247.
- Smart, S.B., Megginson, W.L. & Gitman, L.J. (2004). Corporate Finance. In Daunfeldt, S.-O. & Hartwig, F. (2014). What Determines the Use of Capital Budgeting Methods? Evidence from Swedish Listed Companies. *Journal of Finance and Economics*, 2(4): 101-112.
- Sundoro, I.A. & Sukirman, O. (2019). Analysis of the Influence of Capital Structure on Corporate Values. In *Proceedings of the 1st NHI Tourism Forum (NTF 2019) - Enhancing Innovation in Gastronomic for Millennials*, pp:177-181.
- Utami, S. & Inanga, E. (2012). The Relationship between Capital Structure and the Life Cycle of Firms in the Manufacturing Sector of Indonesia. *International Research Journal of Finance and Economics*, 88:69-91.
- Wellalage, N.W. & Locke, S. (2012). An Empirical Investigation of Agency Costs and Ownership Structure in Unlisted Small Businesses. *New Zealand journal of applied business research*, 10(2):37-48.

Weston, J. F. & Brigham, E.F. (1981). *Managerial Finance*, 7th ed. Hinsdale: Dryden Press, p.p: 1086.

Διαδίκτυο

Arachchi, D. (2019). The Determinants of Capital Structure: Evidence From the Hotel Sector in Sri Lanka. Available at https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3379177

Awaliyah, S., Negoro, D.A., Syah, T.Y.R. & Bertuah, E. (2021). Impact of Empiris Profitability, Growth, Size Firm, Tangibility on Capital Structure of the Hotel Industry. Available at https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3760927

Brigham, E.F. & Ehrhardt, M.C. (2011). *Financial Management: Theory and Practice*, (13thed). Mason: South-Western Cengage Learning. Available at https://bawar.net/data0/books/5b60bd6370e95/pdf/Financial_Management_Brigham_13th_Edition.pdf

Gitman, L.J. & Zutter, C.J. (2012). *Principles of Managerial Finance*, (13thed). Boston: Prentice Hall. Available at http://www.mim.ac.mw/books/Principles-of-Managerial-Finance-13th-Edition_Full.pdf.9Ukgy8w1RYp7U1dls6CxRLDn1i8aezIq

Herdeiro, I., Monte, A.P. & Fernandes, A. (2019). The determinants of capital structure in the hotel sector in Portugal. Available at <https://xxcongreso.aeca.es/wp-content/uploads/2019/09/166b.pdf>

Malm, S. & Roslund, E. (2013). *The Bond-to-Total Debt Ratio and its Impact on Firms' Performance*. Master Thesis, Umea University, Sweden. Available at <https://www.diva-portal.org/smash/get/diva2:635624/FULLTEXT01.pdf>

Sudharika, W.A.K.L., De Silva, S.P.R.M., Madhusankga, G.T., Madhushanka, K.Y.V. & Siriwardhana, L.L. (2019). The impact of capital structure on firms' performance: Evidence from companies listed in the Hotels and Travels Sector of Colombo Stock Exchange. Available at <https://mgt.sjp.ac.lk/acc/wp-content/uploads/2018/12/a-Article-Group-20.pdf>