



ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΠΕΡΙΦΕΡΕΙΑΚΗΣ ΕΠΙΣΤΗΜΗΣ **ERSA**

ΜΕΛΟΣ ΤΗΣ ΔΙΕΘΝΟΥΣ ΚΑΙ ΕΥΡΩΠΑΪΚΗΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ ΠΕΡΙΦΕΡΕΙΑΚΗΣ
ΕΠΙΣΤΗΜΗΣ (RSAI, ERSA)

“Οικονομική Κρίση και Πολιτικές Ανάπτυξης και Συνοχής”

10ο Τακτικό Επιστημονικό Συνέδριο ,
Θεσσαλονίκη, 1 – 2 Ιουνίου 2012

Συνδιοργάνωση

Αριστοτέλειο Πανεπιστήμιο Θεσσαλονίκης:

Τμήμα Μηχανικών Χωροταξίας και Ανάπτυξης, Τμήμα Οικονομικών Επιστημών
Πανεπιστήμιο Μακεδονίας

Κεφαλαιακή Διάρθρωση των Επιχειρήσεων Διαχείρισης Ακινήτων: Κεφαλαιακή Διάρθρωση και Οικονομική Κρίση

Ανδρέας Φειδάκης¹, Αντώνης Ροβολής²

¹Υποψήφιος Διδάκτορας, Τμήμα Οικονομικής και Περιφερειακής Ανάπτυξης, Πάντειο Πανεπιστήμιο. email: AFeidakis@bankofgreece.gr

²Επίκουρος Καθηγητής, Τμήμα Οικονομικής και Περιφερειακής Ανάπτυξης, Πάντειο Πανεπιστήμιο. email: rovolis@panteion.gr

Θεματική Συνεδρίου: Αστικές Συγκεντρώσεις καΔίκτυα Οικισμών (ή Οικονομική του Χώρου)

Λέξεις Κλειδιά: Επιχειρήσεις Διαχείρισης Ακινήτων, Κεφαλαιακή Διάρθρωση, Οικονομική Κρίση

Ένα από τα σημαντικότερα ζητήματα που απασχολεί την θεωρία της χρηματοοικονομικής διοίκησης των επιχειρήσεων είναι οι παράγοντες που επηρεάζουν την λήψη επενδυτικών αποφάσεων σχετικά με την κεφαλαιακή τους διάρθρωση.

Η επιλογή της κεφαλαιακής διάρθρωσης μιας επιχείρησης αποτελεί μια δύσκολη και πολύ σημαντική απόφαση αφού επηρεάζει τις επενδυτικές της επιλογές, τον χρηματοοικονομικό της κίνδυνο, την χρηματιστηριακή της αξία, και τελικά και το ίδιο της το μάνατζμεντ. Υπάρχουν πολλές επιστημονικές θεωρίες που διερευνούν διεξοδικά το ζήτημα και προσπαθούν να δώσουν ικανοποιητικές ερμηνείες.

Επικρατέστερες θεωρίες για την κεφαλαιακή διάρθρωση

Το 1958 οι **Modigliani και Miller** έβαλαν τα θεμέλια της θεωρίας της **κεφαλαιακής δομής** των επιχειρήσεων. Πιο συγκεκριμένα, ισχυρίστηκαν ότι σε ένα κόσμο όπου όλοι οι επενδυτές είναι πλήρως ενημερωμένοι όσο και οι διευθυντές των επιχειρήσεων (συμμετρική πληροφόρηση), δεν υπάρχουν φόροι, δεν υπάρχουν κόστη χρεοκοπίας, τα κόστη συναλλαγών είναι μηδέν (τέλειες χρηματαγορές), οι επενδυτές μπορούν να δανείζονται με το ίδιο επιτόκιο όπως και οι επιχειρήσεις τότε η αξία μιας επιχείρησης είναι ανεξάρτητη από τους τρόπους με τους οποίους αυτή χρηματοδοτείται, δηλαδή δεν έχει καμία σημασία από το πόσο εξωτερικό ή εσωτερικό χρέος χρησιμοποιεί για τη χρηματοδότηση των δραστηριοτήτων της.

Το 1973 οι Kraus και Litzenberger προβάλλουν την ιδέα ότι μια επιχείρηση επιλέγει τον τρόπο χρηματοδότησης της «ζυγίζοντας» τα φορολογικά κέρδη και τα κόστη χρεοκοπίας της (**Θεωρία Αντιστάθμισης (Trade-off Theory)**).

Μία άλλη σημαντική θεωρία είναι αυτή της **ασύμμετρης πληροφόρησης** (asymmetry information theory) και **θεωρία σηματοδότησης** (signaling theory). Σύμφωνα με τη θεωρία αυτή δεν έχουν όλοι οι επενδυτές την ίδια πρόσβαση στις πληροφορίες. Η ασυμμετρία στην πληροφόρηση επηρεάζει τις επενδυτικές αποφάσεις των διευθυντών και δημιουργεί ζητήματα σχετικά με την σωστή αποτίμηση της τιμής της επιχείρησης από την Αγορά. Ο Ross (1977) διευκρινίζει ότι οι διευθυντές των επιχειρήσεων επειδή έχουν πλεονέκτημα πρόσβασης στην πληροφόρηση έχουν κίνητρο να σηματοδοτήσουν (signaling theory) την εσωτερική πληροφόρηση τους μέσω της επιλογής μεγέθους του εξωτερικού δανεισμού των επιχειρήσεων.

Η θεωρία **ιεράρχησης κεφαλαίων** (pecking order theory) προέρχεται σαν συνέπεια της asymmetric information theory και προβλέπει ότι η ασυμμετρία στην πληροφόρηση μεταξύ διευθυντών και επενδυτών δημιουργεί μια διαβάθμιση προτίμησης σε μια επιχείρηση σχετικά με τις πηγές χρηματοδοτήσεων της. Το 1984 ο Myers υποστηρίζει ότι οι επιχειρήσεις παρουσιάζουν συγκεκριμένες προτιμήσεις και προτεραιότητες όταν θέλουν να χρηματοδοτηθούν (Pecking Order Theory), προτιμώντας τον εσωτερικό δανεισμό, τα αποθεματικά και τις ροές μετρητών από απόσβεση, και μετά τον εξωτερικό.

Μια ακόμη ενδιαφέρουσα θεωρία (Jensen 1986) εξετάζει το θέμα από την σκοπιά του **κόστους αντιπροσώπευσης** (agency cost). Η θεωρία αυτή απορρέει από τη σύγκρουση συμφερόντων μεταξύ μετόχων και διευθυντών της εταιρείας Σύμφωνα με τη θεωρία αυτή, το εξωτερικό χρέος κινητοποιεί τους διευθυντές των επιχειρήσεων να είναι πιο συνεπείς και αποτελεσματικοί στις επενδυτικές τους αποφάσεις, αφού δέχονται μεγαλύτερη πίεση και υπάρχει καλύτερη επίβλεψη στα επιχειρηματικά τους σχέδια.

Οι Baker και Wurgler (2002) πρότειναν την άποψη ότι η κεφαλαιακή διάρθρωση μιας επιχείρησης δεν είναι τίποτα άλλο από το συσσωρευμένο αποτέλεσμα από προσπάθειες του παρελθόντος προκειμένου να πετύχουν την ευνοϊκότερη χρονική στιγμή της χρηματιστηριακής Αγοράς (θεωρία **επιλογής κατάλληλης χρονικής στιγμής**).

Εμπειρική προσέγγιση

Ο τρόπος προσέγγισης των ερευνητικών ερωτημάτων βασίζεται σε σύγχρονες οικονομετρικές μεθόδους. Ειδικότερα χρησιμοποιούνται τεχνικές συνδυασμού χρονολογικών – διαστρωματικών σειρών (panel data) οι οποίες θεωρούνται «ιδανικές» για την επίλυση τέτοιου είδους ερευνητικών προβλημάτων (Baltagi, 2005).

Ως δείγμα έχει επιλεγεί ένας μεγάλος αριθμός επιχειρήσεων Εταιρείες Επενδύσεων Ακίνητης Περιουσίας ΕΕΑΠ (Real Estate Investment Trusts REITs) που εδρεύουν στην Ευρωπαϊκή Ένωση, στην Αμερική και στην Ασία. Στην οικονομετρική ανάλυση χρησιμοποιούνται λογιστικά στοιχεία από τους ισολογισμούς, οικονομικές καταστάσεις, ετήσιες εκθέσεις και

οικονομικούς απολογισμούς των επιχειρήσεων. Οι επιχειρήσεις που επιλέχθηκαν έπρεπε να είναι ενεργές και να έχουν δημοσιεύσει τα οικονομικά τους στοιχεία από το 2005 μέχρι 2010 (χρησιμοποιήθηκε δηλαδή ένα balanced panel data από επιχειρήσεις για αυτά τα 6 έτη).

Οι Εταιρείες Επενδύσεων Ακίνητης Περιουσίας (Real Estate Investment Trusts REITs), τα οποία παρουσιάζουν κάποια ιδιαίτερα χαρακτηριστικά που τα κάνουν να ξεχωρίζουν. Πρώτον, (στις περισσότερες χώρες) τα REITs δεν πληρώνουν εταιρικό φόρο, συνεπώς, το μοντέλο της θεωρίας αντιστάθμισης (Trade-off theory) σύμφωνα με το οποίο οι εταιρείες επιλέγουν τέτοια κεφαλαιακή διάρθρωση ώστε να ωφεληθούν το φόρο χρησιμοποιώντας περισσότερο χρέος δεν θεωρείται και τόσο εφαρμόσιμο (Jaffe 1991). Τα REITs συχνά διανέμουν όλο το φορολογητέο τους εισόδημα στους μετόχους τους κάθε χρόνο κι έτσι εξαλείφουν εντελώς το εταιρικό τους φόρο. Γενικά, το σχετικά απλό φορολογικό καθεστώς που ισχύει για τα REITs μειώνει την σημαντικότητα της φορολογίας σαν παράγοντα που επιδρά στην επενδυτική απόφαση της κεφαλαιακής τους διάρθρωσης. Δεύτερον, τα REITs είναι υποχρεωμένα να αγοράζουν και να κατέχουν περιουσιακά στοιχεία τα οποία αποτελούν υλικά στοιχεία του ενεργητικού έτσι ώστε να υπάρχουν συγκεκριμένα επίπεδα δραστηριοποίησης τους στη διαχείριση ακινήτων και όχι να επεκτείνονται σε άλλους επιχειρηματικούς τομείς εκμεταλλευόμενα το πλεονέκτημα που έχουν σχετικά με τη φορολογία (Gentry and Mayer 2002). Συνεπώς, τα REITs είναι λιγότερο εκτεθειμένα σε κόστη χρεοκοπίας και κόστη αντιπροσώπευσης συγκριτικά με άλλες επιχειρήσεις που δραστηριοποιούνται σε άλλες βιομηχανίες. Τρίτον, τα REITs λειτουργούν υπό αυστηρότερη εταιρική διακυβέρνηση και κανόνες κοινοποίησης των εργασιών τους. Έτσι, η διαφανής αυτή φύση των λειτουργιών τους συνεπάγεται λιγότερη ασυμμετρία στη πληροφόρηση (information asymmetry). Οι διευθυντές τους έχουν λιγότερες ευκαιρίες για να αποκομίσουν προσωπικά οφέλη ή να προβούν σε δραστηριότητες υποεπένδυσης ή υπερεπένδυσης. Τέταρτον, τα REITs είναι υποχρεωμένα να διανέμουν ένα ποσοστό (τουλάχιστον 90%) από το φορολογητέο τους εισόδημα ως μετοχικό μέροςμα κάθε χρόνο. Γενικά, αυτή η υποχρέωση διανομής περιορίζει την δυνατότητα των REITs να χρηματοδοτηθούν από εσωτερικά τους κεφάλαια οπότε είναι αναγκασμένα να καταφεύγουν συχνότερα στις αγορές προκειμένου να προβούν σε έκδοση μετοχικού ή ομολογιακού κεφαλαίου από ότι άλλες εταιρείες. Αυτό συνεπάγεται ότι και η λογική της Pecking Order Theory δεν είναι απόλυτα συμβατή με τα REITs. Επιπλέον, αυτή η απαίτηση διανομής πρακτικά εξαλείφει τα φορολογικά πλεονεκτήματα από επαναγορά μετοχών, αντί για πληρωμή μερισμάτων, προκειμένου να διανεμηθούν κεφάλαια.

Τα REITs είναι εταιρείες που είναι υποχρεωμένες να διανέμουν μερίσματα και οι εταιρικές τους δραστηριότητες είναι επικεντρωμένες στη διαχείριση ακίνητης περιουσίας. Επειδή η ακίνητη περιουσία σπάνια χάνει αξία και συχνά αυξάνεται συνήθως οι αποσβέσεις δεν θεωρούνται κατάλληλη μεταβλητή για την εκτίμηση της οικονομικής κατάστασης μια εταιρείας διαχείρισης ακίνητης περιουσίας. Για αυτό το λόγο παράγοντες που σχετίζονται με αποσβέσεις (αποσβέσεις/συνολικά κεφάλαια, πάγια κεφάλαια/αποσβέσεις) είναι προτιμότερο να μην χρησιμοποιηθούν για την έρευνα της κεφαλαιακής διάρθρωσης των REITs.

Ως εξαρτημένη μεταβλητή χρησιμοποιείται η μόχλευση (DEBTTD) που ορίζεται ως ο λόγος του συνολικού χρέους προς τα συνολικά κεφάλαια. Ορισμός που έχει χρησιμοποιηθεί επανειλημμένα από τους ερευνητές σε αντίστοιχες έρευνες.

Ως ανεξάρτητες χρησιμοποιούνται οι εξής μεταβλητές:

Κερδοφορία. Ως μεταβλητή για την κερδοφορία χρησιμοποιείται ο λόγος κέρδη προ τόκων, φόρων, αποσβέσεων και τοκοχρεολυσίων (Earnings before Interest, Tax, Depreciation and Amortization EBITDA) προς τα συνολικά κεφάλαια (PROFIT). Δεν επηρεάζεται από τις αποσβέσεις που θεωρείται προβληματικό λογιστικό δεδομένο για τα REITs αλλά ούτε και από τη φορολογία που ποικίλει από χώρα σε χώρα. Τα κέρδη προ τόκων, φόρων, αποσβέσεων και τοκοχρεολυσίων αποτελούν βασικό δείκτη εκτίμησης της ικανότητας των REITs προκειμένου να εξυπηρετήσουν το χρέος τους, να χρηματοδοτήσουν τα κεφαλαιακά τους έξοδα και να διανείμουν μερίσματα στους μετόχους.

Μέγεθος της εταιρείας. Ως μεταβλητή χρησιμοποιούμε τον φυσικό λογάριθμο των συνολικών κεφαλαίων (LNTA).

Πάγια κεφάλαια. Ως μεταβλητή χρησιμοποιείται ο λόγος των πάγιων κεφαλαίων (αποθέματα συν ακίνητη περιουσία, μηχανήματα και εξοπλισμός) προς τα συνολικά κεφάλαια της επιχείρησης (TANG).

Επενδυτικές ευκαιρίες. Ως μεταβλητή χρησιμοποιείται ο λόγος της χρηματιστηριακής αξίας της εταιρείας προς την λογιστική της αξία (MBRATIO).

Επιτοκιακή κάλυψη. Ως μεταβλητή για την επιτοκιακή κάλυψη χρησιμοποιείται ο λόγος Κέρδη προ τόκων, φόρων, αποσβέσεων και τοκοχρεολυσίων προς τα έξοδα για τόκους από δάνεια. Η οποία και θεωρείται ως το καλύτερο μέτρο όταν αναφερόμαστε για REITs (INTCOV).

Το κόστος του χρέους. Ως μεταβλητή χρησιμοποιείται ο λόγος Τόκοι από χρέος προς το συνολικό χρέος (COSTDEBT).

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

Ο τύπος είναι:

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

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

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

Εμπειρικά αποτελέσματα

Τα εμπειρικά αποτελέσματα παρουσιάζονται στον πίνακα που ακολουθεί:

| | (1) debttd | (2) debttd | (3) debttd | (4) debttd |
|--------------|----------------------------|--------------------------|----------------------------|--------------------------|
| profit | -0.371*** (0.0630) | -0.323*** (0.0281) | -0.323*** (0.0356) | -0.329*** (0.0286) |
| tang | 0.0416* (0.0166) | 0.0976*** (0.0174) | 0.0976** (0.0307) | 0.0816*** (0.0157) |
| lnta | 0.0113*** (0.00271) | 0.0417*** (0.00580) | 0.0417*** (0.0113) | 0.0273*** (0.00409) |
| mbratio | 0.0361** (0.0122) | 0.0173* (0.00761) | 0.0173 (0.0166) | 0.0111 (0.00732) |
| ungeared_b-a | -0.149*** (0.0161) | -0.0174* (0.00887) | -0.0174 (0.0196) | -0.0259** (0.00888) |
| intcov | -0.00000349 (0.0000347) | 0.0000409 (0.0000213) | 0.0000409** (0.0000156) | 0.0000377 (0.0000204) |
| assturn | 0.217*** (0.0397) | -0.0696* (0.0338) | -0.0696 (0.0801) | -0.0650* (0.0320) |
| costdebt | -0.426*** (0.0785) | -0.241*** (0.0387) | -0.241* (0.0997) | -0.260*** (0.0385) |
| _cons | 0.318*** (0.0457) | -0.161 (0.0892) | -0.161 (0.175) | 0.0708 (0.0642) |
| N | 1596 | 1596 | 1596 | 1596 |
| adj. R-sq | 0.093 | 0.857 | 0.857 | |

Standard errors in parentheses

* p<0.05, ** p<0.01, *** p<0.001

Στον πίνακα αυτό η πρώτη στήλη δείχνει τα αποτελέσματα απλής παλινδρόμησης (OLS), η δεύτερη στήλη τα αποτελέσματα panel fixed effects, η τρίτη στήλη τα αποτελέσματα panel fixed effects διορθωμένα για ετεροσκεδαστικότητα και η τέταρτη στήλη τα αποτελέσματα panel random effects. Τα γενικά συμπεράσματα είναι ότι:

Η κερδοφορία επιδρά αρνητικά. Η Pecking Order Theory προτείνει μια αρνητική συσχέτιση μεταξύ κερδοφορίας και χρέους. Στον εξωτερικό δανεισμό καταφεύγουν μόνο όταν τα αποθεματικά τους κέρδη είναι ανεπαρκή για την κάλυψη των χρηματοδοτικών τους αναγκών (Rajan και Zingales 1995, Frank και Goyal 2003).

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

Το μέγεθος των εταιρειών επιδρά θετικά. Οι μεγάλες σε μέγεθος εταιρείες είναι λιγότερο ευάλωτες για να χρεοκοπήσουν διότι έχουν διαφοροποιήσει τους κινδύνους τους καλύτερα από τις μικρότερες εταιρείες (Ang et al 1982). Επιπλέον, σύμφωνα με τον Jensen (1986) οι μεγάλες επιχειρήσεις θα έπρεπε να χρησιμοποιούν περισσότερο χρέος προκειμένου να ελέγχουν αποτελεσματικότερα τους διευθυντές τους.

Οι επενδυτικές ευκαιρίες επιδρούν θετικά. Παρατηρούμε ότι τα REITs προτιμούν να αυξάνουν το εξωτερικό τους χρέος ανάλογα με τις επενδυτικές τους ευκαιρίες (Kester, 1986).

Ο συστημικός κίνδυνος επιδρά αρνητικά. Όσο μεγαλύτερος είναι ο συστημικός κίνδυνος τόσο λιγότερο δανείζονται τα REITs. Το γεγονός αυτό ερμηνεύεται ίσως από την προτίμηση τους να μην προσθέσουν περισσότερο πιστωτικό κίνδυνο. Μια άλλη ερμηνεία μπορεί να αποτελέσει η απροθυμία των πιστωτικών ιδρυμάτων να προσφέρουν επιπρόσθετο δανεισμό σε REITs με μεγάλο συστημικό κίνδυνο.

Η επιτοκιακή κάλυψη επιδρά θετικά. Η μεταβλητή αυτή φανερώνει πόσο εύκολο μια επιχείρηση μπορεί να πληρώσει τους τόκους που προκύπτουν από το δανεισμό της. Τα REITs με μεγάλη επιτοκιακή κάλυψη μπορούν να αποπληρώσουν ευκολότερα τα δάνεια τους και έτσι έχουν τη δυνατότητα να έχουν μεγαλύτερη μόχλευση.

Η αποδοτικότητα των κεφαλαίων επιδρά αρνητικά. Για τα REITs το χρέος τους είναι αρνητικά συσχετισμένο με την αποδοτικότητα των κεφαλαίων τους διότι αν τα REITs δεν είναι αποδοτικά αυξάνεται η εξάρτησή τους από τους πιστωτές αφού χρειάζονται περισσότερο δανεισμό προκειμένου να χρηματοδοτηθούν.

Το κόστος του χρέους επιδρά αρνητικά. Αδιαμφισβήτητα, ο τόκος που πληρώνουν τα REITs προκειμένου να αποπληρώσουν το χρέος τους επιδρά στο συνολικό ποσό χρέους που αναλαμβάνουν. Χαμηλοί τόκοι αναμένεται να βοηθήσουν στη ζήτηση του χρέους ενώ υψηλοί τόκοι αναμένεται να μειώσουν τη μόχλευση των επιχειρήσεων.

Βιβλιογραφία

- Baker, M., and Wurgle, J. (2002) Market Timing and Capital Structure, *Journal of Finance*, **57(1)**, 1-32.
- Baltagi, B. H., (2005) *Econometric Analysis of Panel Data*, 3rd edition, Wiley, Chichester.
- Feidakis, A. and Rovolis, A., (2007) Capital structure choice in European Union: Evidence from the construction industry, *Applied Financial Economics*, **17(12)**, 989-1002.
- Frank, M., and Goyal, V. (2003) Testing the Pecking Order Theory of Capital structure, *Journal of Financial Economics*, **67**, 217-248.
- Jaffe, J.F. (1991) Taxes and the Capital Structure of Partnerships, REIT's, and Related Entities, *Journal of Finance*, **46**, 401-407.
- Jensen, M. C. (1986) Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers, *American Economic Review*, **76**, 323-329.
- Kraus, A. and Litzenberger, R. H. (1973) A State-Preference Model of Optimal Financial Leverage, *Journal of Finance*, **28**, 911-922.
- Miller, M. H. (1977) Debt and Taxes, *Journal of Finance*, **32**, 261-274.
- Modigliani, M. and Miller, M. (1958) The cost of capital, corporation finance and the theory of investment, *American Economic Review*, **48(3)**, 261-297.
- Myers, S. C. (1984) The capital structure puzzle, *Journal of Finance*, **39(3)**, 575-592.
- Myers, S. C. and Majluf, N. S. (1984) Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have, *Journal of Financial Economics*, **13(2)**, 187-221.
- Rajan, R. and Zingales, L. (1995) What do we know about capital structure? Some evidence from international data, *Journal of Finance*, **50**, 1421-1460.
- Ross, S. (1977) The determination of financial structure: the incentive-signaling approach, *Bell Journal of Economics*, **8**, 23-40.