

**Τ.Ε.Ι. ΚΡΗΤΗΣ**



**Σχολή Διοίκησης και Οικονομίας**

**ΤΜΗΜΑ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗΣ**

**ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ**

**«ΛΟΓΙΣΤΙΚΗ ΚΑΙ ΕΛΕΓΚΤΙΚΗ»**

**Προσδιοριστικοί Παράγοντες Παρακράτησης Ρευστών Διαθεσίμων:  
Εμπειρική Διερεύνηση Βιομηχανικών Επιχειρήσεων Εισηγμένων στο  
Χ.Α.Α. Πριν και Μετά το Κραχ του 2008**

Διπλωματική Εργασία

Που υποβλήθηκε στο Τμήμα Λογιστικής του Τ.Ε.Ι. ΚΡΗΤΗΣ  
ως μέρος των απαιτήσεων για την απόκτηση  
Μεταπτυχιακού Διπλώματος Ειδίκευσης στη Λογιστική και Ελεγκτική  
από την

**Ζωγραφάκη Μαρία**

Ηράκλειο

Σεπτέμβριος 2012

«Η μεταπτυχιακή φοιτήτρια που εκπόνησε την παρούσα διπλωματική εργασία φέρει ολόκληρη την ευθύνη προσδιορισμού της δίκαιης χρήσης του υλικού, η οποία ορίζεται στη βάση των εξής παραγόντων: του σκοπού και χαρακτήρα της χρήσης (μη-εμπορικός, μη κερδοσκοπικός, αλλά εκπαιδευτικός-ερευνητικός), της φύσης του υλικού που χρησιμοποιεί (τμήμα του κειμένου, πίνακες, σχήματα, εικόνες κ.λ.π.), του ποσοστού και της σημαντικότητας του τμήματος που χρησιμοποιεί σε σχέση με το όλο κείμενο υπό copyright, και των πιθανών συνεπειών της χρήσης αυτής στην αγορά ή την γενικότερη αξία του υπό copyright κειμένου.»

Μαρία Ζωγραφάκη

«Η παρούσα διπλωματική εργασία εγκρίθηκε ομόφωνα από την τριμελή εξεταστική επιτροπή η οποία ορίστηκε από την ΓΣΕΣ του Τμήματος Λογιστικής του Τ.Ε.Ι. Κρήτης, σύμφωνα με το νόμο και τον εγκεκριμένο Οδηγό Σπουδών του ΠΜΣ «Λογιστική και Ελεγκτική». Τα μέλη της Επιτροπής ήταν:

- Επίκ. Καθηγητής Σταύρος Αρβανίτης (Επιβλέπων)
- Καθηγητής Γεώργιος Πολυχρονόπουλος (Μέλος)
- Καθηγητής Νικόλαος Τσούνης (Μέλος)

Η έγκριση της διπλωματικής εργασίας από το Τμήμα Λογιστικής του Τ.Ε.Ι. Κρήτης δεν υποδηλώνει αποδοχή των απόψεων της συγγραφέα.»

## ΠΡΟΛΟΓΟΣ

Η παρούσα διπλωματική εργασία πραγματοποιήθηκε στο πλαίσιο της εκπλήρωσης των απαιτήσεων του Προγράμματος Μεταπτυχιακών Σπουδών του ΤΕΙ ΚΡΗΤΗΣ “Λογιστική και Ελεγκτική”, και στην οποία αναπτύσσονται με απλό τρόπο και με σαφήνεια οι παράγοντες που καθορίζουν το ύψος των διακρατούμενων ρευστών διαθεσίμων.

Η εργασία αυτή περιλαμβάνει μια σύντομη εισαγωγή όπου γίνεται μια αναφορά στην εξέλιξη των θεωριών που προσέγγισαν το θέμα και παρουσιάζονται τα κίνητρα που καθορίζουν τη ζήτηση του χρήματος. Ακολουθεί μια λεπτομερής ανάλυση για τους λόγους που επηρεάζουν το επίπεδο των διακρατούμενων ρευστών διαθεσίμων και των βασικότερων θεωριών που συναντώνται στην διεθνή βιβλιογραφία. Στη συνέχεια παρουσιάζονται παράγοντες που επηρεάζουν το ύψος των ρευστών διαθεσίμων, τα συμπεράσματα και οι διαφορετικές προσεγγίσεις που αναπτύσσονται από διάφορους συγγραφείς. Ιδιαίτερο κεφάλαιο αφιερώνεται στην εμπειρική διερεύνηση του θέματος όπου εξετάζεται η επίδραση συγκεκριμένων προσδιοριστικών παραγόντων στα ρευστά διαθέσιμα 42 ελληνικών βιομηχανικών επιχειρήσεων για τη δεκαετία 2001-2010.

Τέλος, θα ήθελα να ευχαριστήσω τον επιβλέποντα καθηγητή, κ. Σταύρο Αρβανίτη για τη σημαντική βοήθεια που μου προσέφερε κατά την εκπόνηση αυτή της διπλωματικής εργασίας, αλλά και για τη γενική συνεισφορά του στη δόμηση και ανάπτυξη με τις προτάσεις και υποδείξεις του κατά το διάστημα αυτό της συνεργασίας μας.

## ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

ΕΙΣΑΓΩΓΗ .....	1
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1 <sup>ο</sup> : ΘΕΩΡΗΤΙΚΗ ΠΡΟΣΕΓΓΙΣΗ	
1.1 Κίνητρα διακράτησης ρευστών διαθεσίμων .....	4
1.2 Θεωρίες διατήρησης ρευστών διαθεσίμων .....	6
1.3 Ρευστότητα και σχετικές έννοιες.....	12
1.4 Χρησιμότητα ρευστών διαθεσίμων σε μια τέλεια αγορά.....	15
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2 <sup>ο</sup> : ΠΡΟΣΔΙΟΡΙΣΤΙΚΟΙ ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ ΡΕΥΣΤΩΝ ΔΙΑΘΕΣΙΜΩΝ	
2.1 Μέγεθος εταιρίας (Firm size) .....	18
2.2 Ύπαρξη επενδυτικών ευκαιριών .....	19
2.3 Μόχλευση .....	21
2.4 Διαφοροποιημένες επιχειρήσεις με πολλά τμήματα .....	22
2.5 Δικαιώματα επενδυτών – θεωρία αντιπροσώπευσης .....	26
2.6 Δύναμη τραπεζικού κλάδου .....	29
2.7 Πιθανότητα χρεοκοπίας ή οικονομικών δυσχερειών .....	31
2.8 Νομοθετικό πλαίσιο – Νομικό περιβάλλον .....	33
2.9 Πληρωμή μερισμάτων .....	37
2.10 Συνοπτική παρουσίαση εμπειρικών ερευνών.....	39
2.11 Ειδικές έρευνες	
2.11.1 Διερεύνηση Ρευστών Διαθεσίμων Επιχειρήσεων στις Χώρες Μέλη της Ε.Ε. (Ζώνη του Ευρώ).....	43
2.11.2 Διερεύνηση Ρευστών Διαθεσίμων Οικογενειακών επιχειρήσεων.....	47
2.12 Συνοπτική παρουσίαση αποτελεσμάτων βιβλιογραφικής επισκόπησης.....	49
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3 <sup>ο</sup> : ΕΜΠΕΙΡΙΚΗ ΔΙΕΡΕΥΝΗΣΗ	
3.1 Δεδομένα δείγματος.....	53
3.2 Μεταβλητές.....	53
3.3 Περιγραφική ανάλυση δεδομένων.....	57
3.4 Μεθοδολογία και Αποτελέσματα.....	60
ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ .....	69
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ.....	73

## ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Το κατάλληλο επίπεδο στο οποίο πρέπει να διατηρεί μια επιχείρηση τα ρευστά διαθέσιμά της αποτελεί σημαντικό παράγοντα για την εύρυθμη λειτουργία της, καθώς σχετίζεται άμεσα με την κάλυψη των αναγκών της και την ανάληψη επενδύσεων. Επηρεάζεται επίσης από τις ακολουθούμενες πρακτικές της επιχείρησης για δανεισμό, εκμετάλλευση επενδυτικών ευκαιριών, διανομή μερισμάτων, οργάνωση της επιχείρησης αλλά και από τις συνθήκες που επικρατούν σχετικά με τα δικαιώματα των επενδυτών, τη δύναμη του τραπεζικού κλάδου, το νομοθετικό πλαίσιο, την πιθανότητα χρεοκοπίας όπως και από άλλους. Η επίδραση των παραπάνω παραγόντων ερμηνεύεται στη διεθνή βιβλιογραφία από τις θεωρίες αντιστάθμισης (trade off), ιεράρχησης (pecking order), αντιπροσώπευσης (agency) και των ασφαλών αποθεμάτων ρευστότητας (buffer stock liquidity). Σκοπός της παρούσας διπλωματικής εργασίας είναι η διερεύνηση, τόσο σε θεωρητικό όσο και σε εμπειρικό επίπεδο, των επιδράσεων των προσδιοριστικών παραγόντων της παρακράτησης ρευστών διαθεσίμων στη μεταβολή των ταμιακών διαθεσίμων των επιχειρήσεων. Ειδικότερα, οι προσδιοριστικοί παράγοντες παρακράτησης ρευστών διαθεσίμων εξετάζονται τόσο για την περίοδο 2001-2010, όσο και ξεχωριστά, δηλαδή, για την περίοδο 2001-2007 και 2008-2010 (περίοδος κρίσης της ελληνικής οικονομίας). Για την επίτευξη του σκοπού αυτού, εκτιμήθηκαν γραμμικά υποδείγματα ρευστών διαθεσίμων των επιχειρήσεων (τυχαίων και σταθερών επιδράσεων) με την μέθοδο των ελαχίστων τετραγώνων, καθώς και με την εφικτή γενικευμένη μέθοδο των ελαχίστων τετραγώνων (FGLS). Για την έρευνα αυτή χρησιμοποιήσαμε ένα δείγμα 42 ελληνικών βιομηχανικών επιχειρήσεων, εισηγμένων στο Χ.Α.Α.

Τα αποτελέσματα της μελέτης δείχνουν ότι, οι μεταβλητές μέγεθος και κερδοφορία ακολουθούν τη θεωρία ιεράρχησης (pecking), δίνοντας μας θετική συσχέτιση, για την μεταβλητή μόχλευση το αποτέλεσμα είναι απροσδιόριστο αφού ανάλογα με το ύψος της μόχλευσης έχω είτε θετική είτε αρνητική συσχέτιση, η μεταβλητή ταμιακές ροές εμφανίζει αρνητική συσχέτιση ακολουθώντας την θεωρία αντιστάθμισης (trade off) και το ίδιο και η μεταβλητή χρονική διάρθρωση του χρέους. Αντίθετα με τις προηγούμενες μελέτες και τις επικρατούσες θεωρίες, είναι τα αποτελέσματα για τις μεταβλητές ρευστότητα και βαθμού παγιοποίησης για τις οποίες

προκύπτει θετική σχέση, αποτέλεσμα μη αναμενόμενο. Τέλος δεν προκύπτει καμία απόδειξη ότι οι κεφαλαιουχικές δαπάνες και οι ευκαιρίες ανάπτυξης επηρεάζουν το ύψος των διακρατούμενων ρευστών διαθεσίμων.

Σημαντικές Λέξεις: Ρευστά διαθέσιμα, Προσδιοριστικοί παράγοντες, FGLS, Κραχ, Ελλάδα

## **ABSTRACT**

The appropriate level at which a company maintains its cash holdings is an important factor for its smooth operation, as it relates directly to the ability of the company to meet the operating and the investment needs. The level of cash holdings is also affected by the degree to which the company is utilizing borrowed money, the investment opportunities, the dividend payments, the corporate diversification, the legal protection of investors, the power of the banking sector, the legal structure and the possibility of bankruptcy. In the literature, the effect of these factors is analyzed under the framework of trade off theory, pecking order theory, agency and buffer stock liquidity theory. The purpose of this thesis is to explore, both theoretically and empirically, how the determinants of corporate cash holdings affect the level of the cash that a firm maintains. In particular, we examine the determinants of cash holdings over the period 2001-2010, and separately over the period 2001-2007 and 2008-2010 (period of crisis in the Greek economy). To achieve this goal, we estimate linear models of cash holdings (random and fixed effects) with the method of least squares, and the feasible generalized least squares (FGLS). For this study we used a sample of 42 Greek industrial companies listed on the ASE. The findings of the study for the variables size and profitability are in conformity with the pecking theory, indicating a positive relationship, for the variable leverage the result is undefined depending on the level of leverage, for the variable debt maturity structure shows a negative impact and so does for the variable cash flows, which is consistent with the trade off theory. In contrast to previous studies and theoretical expectations, we show unexpected results for liquidity and asset tangibility as they affect positively the cash holdings. Finally we do not find evidence that capital expenditure and growth opportunities have any effect on cash holdings.

Keywords: Cash holdings, Cash holding determinants, FGLS, Crash, Greece



«Τα μετρητά για μία εταιρεία, είναι ότι η τροφή για τον ανθρώπινο οργανισμό»  
(Li, 2007)

## **ΕΙΣΑΓΩΓΗ**

Τα ρευστά διαθέσιμα και στο βαθμό που αυτά διακρατούνται, αποτελούν για τις επιχειρήσεις ένα εργαλείο αντιμετώπισης διαφόρων κινδύνων οι οποίοι ανακύπτουν μέσα από το περιβάλλον αβεβαιότητας και ισχυρού ανταγωνισμού των διεθνοποιημένων αγορών.

Ο John Maynard Keynes (1936), στο βιβλίο του «Η γενική θεωρία της απασχόλησης, του τόκου και του χρήματος», ο οποίος αποτέλεσε έναν από τους πρώτους που ασχολήθηκε με το κεφάλαιο των ρευστών διαθεσίμων, προσπάθησε να συνδέσει την έννοια της εισοδηματικής κυκλοφοριακής ταχύτητας του χρήματος με τη διακράτηση ρευστών διαθεσίμων από τις επιχειρήσεις. Μια αυξημένη τιμή του παραπάνω δείκτη μπορεί να σημαίνει μειωμένη προτίμηση ρευστότητας, χωρίς αυτό να είναι απόλυτο αφού το άτομο ή η επιχείρηση μπορεί να κάνει την επιλογή της ρευστότητας ή μη ρευστότητας σε σχέση με το αποθεματικό των συσσωρευμένων αποταμιεύσεων παρά σε σχέση με τα έσοδα και το εισόδημα.

Η τελική ζήτηση χρήματος που επηρεάζει σαφέστατα τη διακράτηση ρευστών διαθεσίμων από μια επιχείρηση ή από ένα μεμονωμένο άτομο σχετίζεται με κάποια συγκεκριμένα κίνητρα που ο Keynes κατηγοριοποίησε. Τα κίνητρα αυτά είναι τα εξής:

1. το εισοδηματικό κίνητρο: το κίνητρο αυτό στοχεύει στη γεφύρωση του διαστήματος που μεσολαβεί ανάμεσα στη λήψη του εισοδήματος και της ανάγκης χρήσης του. Το συγκεκριμένο κίνητρο αφορά κυρίως ιδιώτες και μεμονωμένα άτομα.
2. το επιχειρηματικό κίνητρο: ουσιαστικά είναι η επέκταση του εισοδηματικού κινήτρου στις επιχειρήσεις. Σχετίζεται με τη διατήρηση μετρητών από την πλευρά της επιχείρησης για τη γεφύρωση του χρονικού διαστήματος μεταξύ της είσπραξης των εσόδων από τις πωλήσεις και την ανάγκη πραγματοποίησης του επιχειρηματικού κόστους.

3. το κίνητρο της πρόνοιας: αποτελεί κίνητρο διακράτησης ρευστών διαθεσίμων και άλλων περιουσιακών στοιχείων εύκολα ρευστοποιήσιμων προκειμένου να αντιμετωπιστούν έκτακτες ανάγκες.
4. το κερδοσκοπικό κίνητρο: το συγκεκριμένο κίνητρο σχετίζεται άμεσα με τις μεταβολές του επιτοκίου όπως εκφράζονται από μεταβολές στις τιμές των ομολόγων και των χρεογράφων διαφόρων λήξεων. Οι επιχειρήσεις διατηρούν μια συγκεκριμένη ποσότητα ρευστών διαθεσίμων με στόχο να αδράξουν τις ευκαιρίες που μπορεί να παρουσιαστούν, πολλές φορές με κερδοσκοπικό πνεύμα και όχι στα πλαίσια της συνηθισμένης επιχειρηματικής δραστηριότητας.

Τα τέσσερα κίνητρα που αναφέρθηκαν αφορούν τόσο τις επιχειρήσεις όσο και τα άτομα μεμονωμένα. Άλλωστε οι επιχειρήσεις διοικούνται από άτομα που μεταφέρουν τις προσωπικές τους επιθυμίες και τάσεις.

Συγκεκριμένα για τις επιχειρήσεις, αξίζει να αναφερθεί ότι το ύψος των ρευστών διαθεσίμων που διακρατείται δεν θεωρούνταν σημαντικός παράγοντας για την εύρυθμη λειτουργία της επιχείρησης. Οι Modigliani et al. (1958) στη θεωρία τους για την κεφαλαιακή επάρκεια της επιχείρησης, θεωρούσαν ότι σε μια οικονομία όπου δεν θα υπήρχαν φόροι, κόστη συναλλαγών και προβλήματα αντιπροσώπευσης, η διατήρηση ρευστών διαθεσίμων θα ήταν ανούσια. Στα θεωρητικά μοντέλα που ανέπτυξαν αγνόησαν τη συγκεκριμένη παράμετρο. Παρόμοιες απόψεις είχε και ο Sharpe (1964), ο οποίος στα μέσα της δεκαετίας του 1960 παρουσίασε το γνωστό μοντέλο CAPM (Capital Asset pricing model), στο οποίο θεωρούσε ότι τα ρευστά δεν έπαιζαν κανένα ρόλο στο ευρέως αποδεκτό πλαίσιο αξιολόγησης. Στην πορεία και όσο εξελισσόταν η οικονομική επιστήμη εγκαταλείφθηκαν τα θεωρητικά μοντέλα τα οποία δημιουργούνταν μόνο για ιδεατές συνθήκες οικονομίας και οι συγκεκριμένες απόψεις μεταβλήθηκαν και περιθωριοποιήθηκαν. Αναπτύχθηκαν μοντέλα τα οποία είχαν εφαρμογή στην πραγματική οικονομία και με τα οποία μπορούσαν να διαπιστώνονται οι επιδράσεις που μπορεί να έχουν μια σειρά από παράγοντες που αφορούν τη λειτουργία μιας επιχείρησης. Ένας από αυτούς τους παράγοντες είναι και τα ρευστά διαθέσιμα.

Τα ρευστά διαθέσιμα μιας επιχείρησης αποτελούν έναν βασικό πυλώνα για τη λειτουργία της. Σχετίζονται άμεσα τόσο με την κάλυψη των τρεχουσών αναγκών όσο και με την εκμετάλλευση τυχόν ευκαιριών. Έτσι, κρίνεται απαραίτητος ο σωστός

χειρισμός τους και η διατήρησή τους σε ικανοποιητικό επίπεδο ανάλογα με τις ανάγκες της κάθε επιχείρησης.

Η διάρθρωση της παρούσας διπλωματικής έχει ως εξής: στο πρώτο κεφάλαιο παρουσιάζεται η θεωρητική ανάλυση του ζητήματος μέσα από τη μελέτη της σχετικής βιβλιογραφίας και με αναφορά στα κίνητρα και στις θεωρίες διακράτησης ρευστών διαθεσίμων, στο δεύτερο κεφάλαιο γίνεται εστίαση σε συγκεκριμένους προσδιοριστικούς παράγοντες των ρευστών διαθεσίμων, οι οποίοι εντοπίζονται στη διεθνή βιβλιογραφία και στο τρίτο κεφάλαιο εξετάζεται η επίδραση προσδιοριστικών παραγόντων στα ρευστά διαθέσιμα όπως προκύπτει από τα αποτελέσματα της εμπειρικής διερεύνησης.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1: ΘΕΩΡΗΤΙΚΗ ΠΡΟΣΕΓΓΙΣΗ

### 1.1 ΚΙΝΗΤΡΑ ΔΙΑΚΡΑΤΗΣΗΣ ΡΕΥΣΤΩΝ ΔΙΑΘΕΣΙΜΩΝ

Στην παρούσα ενότητα θα αναφερθούν οι λόγοι που εντοπίζονται στη βιβλιογραφία για τους οποίους οι εταιρίες διακρατούν ρευστά διαθέσιμα καθώς και οι παράγοντες που επηρεάζουν το ύψος αυτών των ποσών.

Σύμφωνα με τους Carlsson και Liedgren (2009), τα θεωρητικά κίνητρα των επιχειρήσεων που οδηγούν στη διακράτηση ρευστών διαθεσίμων είναι τα εξής:

1. Κίνητρο λόγω κόστους συναλλαγών: αφορά το επιπλέον κόστος που υπάρχει στις περιπτώσεις απόκτησης εξωτερικών κεφαλαίων. Μπορεί να διαιρεθεί σε δύο κόστη, σε ένα σταθερό και σε ένα μεταβλητό ανάλογα με το ποσό που αντλείται. Σε περιπτώσεις που παρατηρούνται ανάγκες για κεφάλαια, η επιχείρηση πρέπει να προσεγγίσει τις αγορές για να δανειστεί. Αν όμως το κόστος δανεισμού είναι ιδιαίτερα υψηλό, θα προτιμήσει να διατηρήσει ένα αποθεματικό ρευστών διαθεσίμων (είτε με τη μορφή μετρητών είτε με τη μορφή εύκολα ρευστοποιήσιμων περιουσιακών στοιχείων).
2. Κίνητρο πρόληψης: οι εταιρίες πρέπει να διατηρούν ένα ποσό στο ταμείο ώστε να αντιμετωπίζουν τα απρόβλεπτα έξοδα. Το συγκεκριμένο κίνητρο επηρεάζεται από μια σειρά παραγόντων όπως η γενική κατάσταση της οικονομίας, οι λειτουργίες της επιχείρησης, το ανταγωνιστικό περιβάλλον και η χρηματοοικονομική μόχλευση. Ένας άλλος λόγος είναι η επιθυμία των επιχειρήσεων να εκμεταλλευτούν επενδυτικές ευκαιρίες που μπορεί να εμφανιστούν στο μέλλον με στόχο να αποκτήσουν ανταγωνιστικό πλεονέκτημα σε σχέση με τις υπόλοιπες εταιρίες του κλάδου τους.
3. Ασύμμετρη πληροφόρηση: η ασύμμετρη πληροφόρηση και το κόστος αντιπροσώπευσης οφείλονται στις αδυναμίες των αγορών. Υπάρχει ένα έλλειμμα ροής πληροφοριών μεταξύ των στελεχών και των εξωτερικών επενδυτών με αποτέλεσμα να δημιουργούνται κόστη στον εξωτερικό δανεισμό. Η αγορά δεν έχει άμεση πρόσβαση σε όλες τις πληροφορίες που αφορούν την κατάσταση μιας εταιρίας. Έτσι, απαιτεί ένα περιθώριο κέρδους ώστε να επενδύσει ή να δανείσει σε αυτήν. Επομένως, αν οι ασυμμετρίες της πληροφόρησης είναι μεγάλες, το συγκεκριμένο περιθώριο (που αποτελεί

κόστος για την επιχείρηση) θα είναι υψηλό. Σε αυτή την περίπτωση, θα ήταν προτιμότερο για την επιχείρηση να χρηματοδοτηθεί εσωτερικά από ρευστά διαθέσιμα που διακρατεί μειώνοντας με τον τρόπο αυτό τα παράπλευρα κόστη.

4. Κόστη αντιπροσώπευσης: υπάρχουν δύο είδη που σχετίζονται με την αντιπροσώπευση, το κόστος που αφορά το χρέος και το κόστος που αφορά τη διοικητική ευχέρεια. Η πρώτη κατηγορία εμφανίζεται όταν τα συμφέροντα των μετόχων διαφέρουν από αυτά των πιστωτών και όταν υπάρχουν αλληλοσυγκρουόμενα συμφέροντα μεταξύ διαφορετικών ομάδων ομολογιούχων. Τα προβλήματα εμφανίζονται όταν λαμβάνονται αποφάσεις που αφορούν το δανεισμό κάτι που μεταφέρει το βάρος προς του μετόχους. Για να αποφευχθούν τέτοια προβλήματα, η επιχείρηση μπορεί να διατηρεί περισσότερα ρευστά διαθέσιμα ώστε να καλύπτει κάποιες από τις έκτακτες ανάγκες ή τις επενδυτικές ευκαιρίες και να μειώνει το καθαρό χρέος. Η δεύτερη κατηγορία αφορά τη σύγκρουση μεταξύ της διοίκησης και των μετόχων. Το βασικό πρόβλημα είναι η απόφαση της διοίκησης να διατηρήσει τα μετρητά στα ταμεία της επιχείρησης ή να τα διανείμει ως μέρισμα στους μετόχους. Υπερβολικά ποσά ρευστών διαθεσίμων καταδεικνύουν κακή εταιρική διακυβέρνηση και προβλήματα στις σχέσεις με τους μετόχους.

Αναφορικά με τους λόγους διακράτησης ρευστών διαθεσίμων, ο Daher (2010) εκτός από το κίνητρο των συναλλαγών και το κίνητρο για λόγους ασφαλείας προσθέτει και το φορολογικό κίνητρο. Σε κάποιες οικονομίες, οι φορολογικοί νόμοι προσφέρουν κίνητρα ή αντικίνητρα ως προς τη διατήρηση ρευστών διαθεσίμων από μια επιχείρηση. Αυτά μπορούν να αφορούν τον επαναπατρισμό κερδών ή τη φορολόγηση ή μη των μερισμάτων που αποδίδονται στους μετόχους ή ακόμα και τη φορολόγηση των καταθέσεων.

Με το κίνητρο που αφορά την πρόληψη και την ασφάλεια ασχολήθηκαν ακόμα δύο ερευνητές, οι Han και Qiu (2007), οι οποίοι επικαλούνται παλαιότερες έρευνες ώστε να καταλήξουν στο συμπέρασμα ότι οι επιχειρήσεις χρησιμοποιούν κεφάλαια που δημιουργούνται από τις ίδιες, ώστε να αντιμετωπίσουν την αβεβαιότητα και να αυξήσουν τα ρευστά διαθέσιμα. Ουσιαστικά από τα συμπεράσματα των παραπάνω ερευνών εγείρεται ένα ερώτημα που προσπάθησαν να απαντήσουν οι δύο προαναφερθέντες. Πως συνδέονται τα ρευστά διαθέσιμα που διακρατούνται για

προληπτικούς λόγους με την αβεβαιότητα στις ταμειακές ροές και με τους οικονομικούς περιορισμούς που τίθενται; Μια επιχείρηση που δεν αντιμετωπίζει περιορισμούς στη χρηματοδότηση δεν ενδιαφέρεται για το ύψος των διακρατηθέντων ρευστών διαθέσιμων αφού έχει πρόσβαση οποιαδήποτε στιγμή σε πηγές χρηματοδότησης με αποτέλεσμα να μπορεί να εκμεταλλεύεται όλες τις επενδυτικές ευκαιρίες που παρουσιάζονται. Για μια περιορισμένη επιχείρηση, η κατάσταση είναι διαφορετική. Οι ερευνητές υποστηρίζουν ότι το κίνητρο για προληπτικούς λόγους δημιουργεί μια θετική σχέση μεταξύ των ρευστών που διακρατούνται και της ελαστικότητας των ταμειακών ροών και αρνητική σχέση μεταξύ των τρεχουσών επενδύσεων και της ελαστικότητας των ταμειακών ροών. Ο βασικός προσδιοριστικός παράγοντας που λαμβάνουν υπόψη οι δύο ερευνητές, είναι η πρόσβαση που έχει μια επιχείρηση σε πηγές χρηματοδότησης ανά πάσα στιγμή, ώστε να εκμεταλλεύεται τυχόν ευκαιρίες ή να αντιμετωπίζει απρόβλεπτες καταστάσεις.

Άλλα κίνητρα που δεν είναι τόσο συνηθισμένα αναφέρονται από τον Koshio (2003), ο οποίος μελετά Βραζιλιάνικες επιχειρήσεις. Εκτός από τα συνηθισμένα κίνητρα που αναφέρθηκαν παραπάνω, ο συγκεκριμένος ερευνητής αναφέρει ακόμα μία κατηγορία που εντόπισε στην βραζιλιάνικη αγορά αλλά θα μπορούσε να βρει εφαρμογή και σε άλλες αγορές. Το σχετικό κίνητρο είναι το κίνητρο για arbitrage<sup>1</sup>, το οποίο αποτελεί μέθοδο με την οποία ο ενδιαφερόμενος εκμεταλλεύεται την τιμολογιακή διαφορά μεταξύ δύο ή περισσότερων αγορών για συγκεκριμένο προϊόν. Ένα χαρακτηριστικό παράδειγμα arbitrage αποτελεί η εκμετάλλευση των συναλλαγματικών διαφορών σε διάφορες αγορές του κόσμου. Διαπίστωσε ότι κάποιες βραζιλιάνικες εταιρίες διατηρούν μετρητά επενδεδυμένα στην τοπική αγορά προς εκμετάλλευση ευκαιριών arbitrage. Οι συναλλαγές αυτές περιλαμβάνουν απόκτηση κεφαλαίων από ξένες χρηματοπιστωτικές αγορές με χαμηλά επιτόκια και επένδυση στην τοπική αγορά με υψηλότερα επιτόκια. Με την ευρεία έννοια, το συγκεκριμένο κίνητρο θα μπορούσε να θεωρηθεί ως εκμετάλλευση επενδυτικής ευκαιρίας αφού η διατήρηση των μετρητών γίνεται για κερδοσκοπικούς σκοπούς.

Τα κίνητρα που αναφέρθηκαν δεν εμφανίζονται μεμονωμένα στις διάφορες περιπτώσεις αλλά συνήθως η φύλαξη ενός συγκεκριμένου ύψους ρευστών διαθέσιμων

---

<sup>1</sup> <http://en.wikipedia.org>

γίνεται εξαιτίας ενός συνδυασμού κινήτρων και δεν καθορίζεται το ποσό για κάθε κίνητρο ξεχωριστά.

## 1.2 ΘΕΩΡΙΕΣ ΔΙΑΤΗΡΗΣΗΣ ΡΕΥΣΤΩΝ ΔΙΑΘΕΣΙΜΩΝ

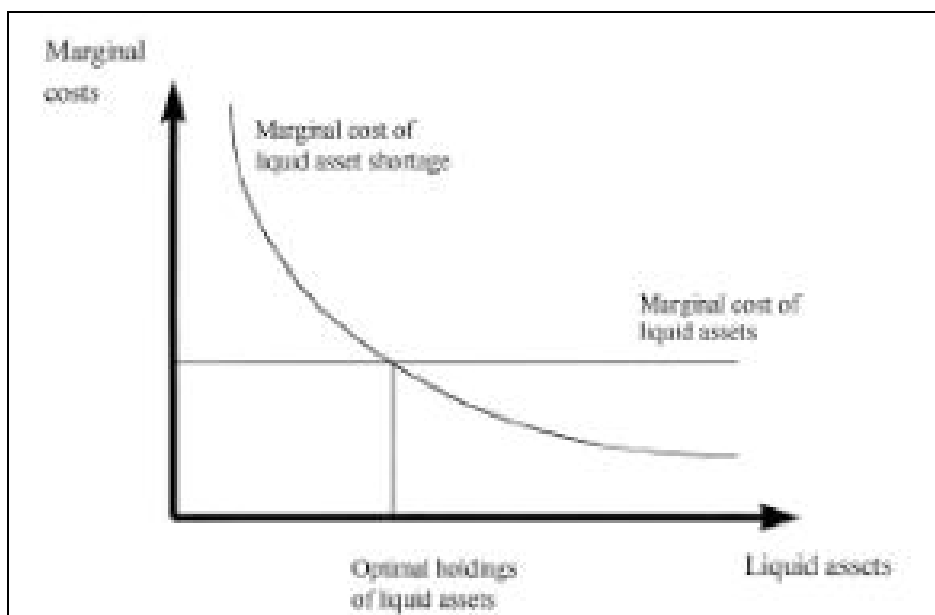
Στη βιβλιογραφία, μια σειρά από θεωρίες προσπαθούν να εξηγήσουν τους λόγους για τους οποίους οι επιχειρήσεις διακρατούν ρευστά διαθέσιμα και άμεσα ρευστοποιήσιμα περιουσιακά στοιχεία. Οι πιο χαρακτηριστικές είναι οι ακόλουθες:

### *Trade off theory*

Σταθμίζει τα κόστη και τα οφέλη που προκύπτουν από τη διατήρηση ρευστών διαθεσίμων. Σύμφωνα με τον Daher (2010), το βασικό πλεονέκτημα που προκύπτει είναι η μειωμένη έκθεση στον κίνδυνο χρεοκοπίας. Επίσης, όταν εμφανίζονται διάφορα χρηματοοικονομικά εμπόδια, τα μετρητά δεν εμποδίζουν την πολιτική των επενδύσεων ενώ παράλληλα περιορίζουν τις ανάγκες εξωτερικού δανεισμού μειώνοντας ταυτόχρονα το σχετικό κόστος ή ακόμα και το κόστος που προέρχεται από την βεβιασμένη ρευστοποίηση περιουσιακών στοιχείων. Από την άλλη, από τη δέσμευση κεφαλαίου σε ρευστοποιήσιμα περιουσιακά στοιχεία που δεν αποφέρουν κέρδος στην επιχείρηση προκύπτει ένα σημαντικό κόστος, το κόστος ευκαιρίας. Ο Koshio (2003) αναφέρει δύο ακόμα μειονεκτήματα, τον κίνδυνο που μπορεί να προκύψει από τον υψηλό πληθωρισμό μιας χώρας, ο οποίος μειώνει την αγοραστική αξία των διαθεσίμων που διατηρεί μια επιχείρηση, καθώς και τον κίνδυνο που εμφανίζεται σε περιόδους οικονομικής ύφεσης στα κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία που συγκαταλέγονται στα ρευστά διαθέσιμα (όπως τα κρατικά ομόλογα). Το συγκεκριμένο κόστος βρίσκει εφαρμογή στην ελληνική πραγματικότητα σε σχέση με τα ελληνικά κρατικά ομόλογα. Η σχέση κόστους- οφέλους που προκύπτει από την μελέτη όλων των προαναφερθέντων παραγόντων έχει ως αποτέλεσμα τη διαμόρφωση ενός άριστου ύψους ρευστών διαθεσίμων που πρέπει να διατηρεί η κάθε επιχείρηση. Αυτό το ποσό είναι διαφορετικό για κάθε επιχείρηση αφού εξαρτάται από πολλούς παράγοντες όπως ο κλάδος δραστηριότητας, η οικονομική κατάσταση της επιχείρησης ή και της αγοράς γενικότερα.

Το παρακάτω διάγραμμα αντικατοπτρίζει αυτό το άριστο επίπεδο ρευστών διαθεσίμων.

**Διάγραμμα 1: Άριστο επίπεδο ρευστών διαθεσίμων**



Πηγή: *Prenker, Kuck (2009)*

Στο διάγραμμα 1, ο κάθετος άξονας απεικονίζει το κόστος από τη μη διατήρηση ρευστών διαθεσίμων ενώ ο οριζόντιος άξονας το ύψος των ρευστών διαθεσίμων που διατηρεί μια επιχείρηση.

#### *Pecking order theory or financial hierarchy theory*

Στηρίζεται στην θέση ότι η κεφαλαιακή δομή μιας επιχείρησης είναι άμεση συνέπεια της κερδοφορίας, των επενδυτικών αναγκών και της πολιτικής αποπληρωμής υποχρεώσεων και εξαρτάται από το κόστος της πρόσβασης σε εξωτερικές χρηματοπιστωτικές αγορές. Η θεωρία αναπτύχθηκε από τους Myers και Majluf το 1984. Σύμφωνα με τη συγκεκριμένη θεωρία, τα ρευστά γίνονται απαραίτητα για μια επιχείρηση όταν τα κέρδη ξεπερνούν τις επενδυτικές ανάγκες της. Όταν η επιχείρηση διακρατά ένα υψηλό ποσό ρευστών διαθεσίμων και είναι σίγουρη για την κερδοφορία των επενδύσεών της, τότε τα επιπλέον ρευστά διανέμονται στους μετόχους με τη μορφή μερισμάτων. Σε αντίθεση με την προηγούμενη θεωρία, οι δύο ερευνητές



υποστηρίζουν ότι δεν υπάρχει ένα άριστο επίπεδο ρευστών διαθεσίμων αλλά ότι τα μετρητά αποτελούν απλά το διαχωριστικό μεταξύ των διακρατηθέντων κερδών και των επενδυτικών αναγκών. Ο στόχος της συγκεκριμένης θεωρίας είναι η ελαχιστοποίηση του κόστους που αφορά τον εξωτερικό δανεισμό γι' αυτό δίνει βάρος, αφενός μεν στην εσωτερική χρηματοδότηση και αφετέρου σε χαμηλού ρίσκου χρηματοδοτικές πηγές. Ο σκοπός αυτής της ιεράρχησης είναι να ελαχιστοποιηθούν τα κόστη από την ασύμμετρη πληροφόρηση και τα άλλα χρηματοοικονομικά κόστη. Οι Ferreira και Vilela (2004) μελέτησαν την επίδραση που έχουν συγκεκριμένοι παράγοντες σε μια επιχείρηση που ακολουθεί την ιεραρχία χρηματοδότησης που περιγράφηκε. Ο πρώτος παράγοντας είναι μια επενδυτική ευκαιρία. Όσο μεγαλύτερη είναι η ευκαιρία τόσο υψηλότερα ποσά ρευστών διαθεσίμων πρέπει να διατηρούνται. Ένας δεύτερος παράγοντας είναι η μόχλευση, η οποία έχει αρνητική σχέση με το ύψος των διαθεσίμων. Όσο τα διακρατηθέντα κέρδη ξεπερνούν τις επενδύσεις, τόσο το ύψος των διαθεσίμων αυξάνεται ενώ το αντίθετο συμβαίνει όταν οι επενδύσεις υπερβαίνουν τα διακρατηθέντα κέρδη. Άλλος παράγοντας είναι το μέγεθος μιας εταιρίας που έχει θετική συσχέτιση με το ύψος των διαθεσίμων ενώ τέλος αναφέρονται και οι ταμειακές ροές, το ύψος των οποίων επηρεάζει τα διαθέσιμα. Όσο υψηλότερες είναι οι ταμειακές ροές τόσο υψηλότερα τα ποσά των ρευστών διαθεσίμων. Οι τέσσερις παράγοντες που αναφέρθηκαν αλλά και μια σειρά από άλλους παράγοντες θα αναφερθούν σε επόμενο κεφάλαιο αναλυτικότερα.

### *Agency theory*

Αναφέρεται στην θεωρία της αντιπροσώπευσης του Jensen (1986) η οποία υποστηρίζει ότι οι διοικήσεις των εταιριών με τις ελάχιστες επενδυτικές ευκαιρίες τείνουν να διατηρούν μετρητά παρά να τα ξοδεύουν. Σύμφωνα με τον Daher (2010), η θεωρία αντιπροσώπευσης στο θέμα της διατήρησης ρευστών διαθεσίμων στηρίζεται σε δύο υποθέσεις. Η πρώτη υπόθεση ονομάζεται υπόθεση των ελεύθερων ταμειακών ροών. Σύμφωνα με αυτή την υπόθεση, οι μάνατζερς έχουν κίνητρο να αυξάνουν το ύψος των περιουσιακών στοιχείων υπό τον έλεγχό τους και να αποκτούν ιδιαίτερη δύναμη σε σχέση με τις επενδυτικές αποφάσεις της επιχείρησης. Η διαθεσιμότητα μετρητών για επένδυση ωθεί τους διοικούντες να αναλαμβάνουν επενδυτικά σχέδια χωρίς να δίνουν λεπτομερείς αναφορές στην αγορά αφού δεν χρειάζεται να αντλήσουν

εξωτερικά κεφάλαια. Αποτέλεσμα αυτού είναι να αναλαμβάνονται επενδύσεις που έχουν αρνητική επίδραση στην περιουσία των μετόχων. Οι Ferreira και Vilela (2004) αναφέρουν ότι σύμφωνα με αυτή τη θεωρία, η ύπαρξη επενδυτικών ευκαιριών σχετίζεται αρνητικά με τη διατήρηση ρευστών διαθεσίμων. Επιπλέον, οι λιγότερο μοχλευμένες επιχειρήσεις υπόκεινται σε πιο χαλαρό έλεγχο με αποτέλεσμα οι διοικήσεις να δρουν κατά το δοκούν όσον αφορά τις επενδύσεις και να επιθυμούν να διατηρούν περισσότερα μετρητά. Τέλος, το μέγεθος της εταιρίας αποτελεί προσδιοριστικό παράγοντα, ο οποίος σύμφωνα με την θεωρία αντιπροσώπευσης έχει θετική συσχέτιση με τα ρευστά διαθέσιμα αφού η ιδιοκτησία είναι διεσπαρμένη και οι διοικούντες έχουν τον απόλυτο έλεγχο στο θέμα των επενδύσεων. Η δεύτερη υπόθεση που αναφέρει ο Daher (2010) σχετίζεται με την προσπάθεια μείωσης του κινδύνου. Τα ρευστά διαθέσιμα θεωρούνται επενδύσεις χωρίς κίνδυνο με αποτέλεσμα ένας επιφυλακτικός μάνατζερ να τα αυξάνει ώστε να μειώνει την έκθεση της επιχείρησης σε διάφορες μορφές κινδύνου θυσιάζοντας επενδύσεις με θετική παρούσα αξία.

Οι παραπάνω θεωρίες (ιδιαίτερα οι δύο πρώτες) διαφέρουν στη σχέση μεταξύ επενδύσεων και ρευστών διαθεσίμων που διατηρεί μια επιχείρηση. Η θεωρία αντιπροσώπευσης σχετίζεται με τις δύο πρώτες ανάλογα με την ύπαρξη επενδυτικών ευκαιριών. Σύμφωνα με τον Chen (2008) όταν οι επιχειρήσεις έχουν περιορισμένες επενδυτικές δυνατότητες, η διατήρηση υψηλών ποσών ρευστών διαθεσίμων αυξάνει τον κίνδυνο για διοικητική αυθαιρεσία και υπερεπένδυση με συνέπεια να θιγούν τα συμφέροντα των μετόχων. Η πληρωμή μέρους των ρευστών με τη μορφή μερισμάτων μειώνει αυτόν τον κίνδυνο αφού μειώνει το ύψος των ρευστών διαθεσίμων. Σε αυτό το σημείο, σημαντικό ρόλο παίζουν οι αρχές εταιρικής διακυβέρνησης που υιοθετούνται από την επιχείρηση και ουσιαστικά περιορίζουν την αυθαιρεσία του διοικητικού συμβουλίου. Από την άλλη, όταν υπάρχουν επενδυτικές ευκαιρίες, οι επιχειρήσεις πρέπει να έχουν διαθέσιμα μετρητά ώστε να αποφεύγουν τον υψηλό εξωτερικό δανεισμό που προσθέτει κόστος στη συνολική επένδυση. Σημαντικό είναι το τμήμα έρευνας και ανάπτυξης που προσδίδει στην επιχείρηση καινοτομίες με αποτέλεσμα να απολαμβάνει υψηλότερες αποδόσεις από τις αναλαμβανόμενες επενδύσεις.

Μια τέταρτη θεωρία που αξίζει να αναφερθεί, αναπτύχθηκε από τους Bruinshoofd και Kool το 2002 και αποτελεί ειδική περίπτωση της δεύτερης θεωρίας

που αναλύθηκε παραπάνω. Οι ερευνητές την ονόμασαν «θεωρία των ασφαλών αποθεμάτων ρευστότητας» (buffer stock liquidity theory). Σύμφωνα με αυτή τη θεωρία, οι επιχειρήσεις δεν παίρνουν ενεργές αποφάσεις σχετικές με τα διατηρούμενα ρευστά διαθέσιμα. Αντιθέτως, βασίζονται στο ύψος των ρευστών διαθεσίμων σε άλλες αποφάσεις που λαμβάνονται από την επιχείρηση και μπορούν να έχουν ως αποτέλεσμα εισροή ή εκροή μετρητών από τα ταμεία. Σύμφωνα με αυτή τη θεωρία, το ύψος των ρευστών διαθεσίμων αποτελεί ρυθμιστικό απόθεμα μεταξύ των εισροών και εκροών το οποίο αν μειωθεί κάτω από ένα συγκεκριμένο όριο συμπληρώνεται μέσα από διάφορες πηγές χρηματοδότησης. Οι προβλέψεις για κάποιους από τους παράγοντες που επηρεάζουν το ύψος των ρευστών διαθεσίμων είναι οι εξής με βάση τη συγκεκριμένη θεωρία<sup>2</sup>:

- Μέγεθος εταιρίας: όσο μεγαλύτερη η επιχείρηση, τόσο υψηλότερα τα ρευστά διαθέσιμα που διακρατεί, τα οποία προέρχονται μάλιστα από παλαιότερες επιτυχημένες επενδύσεις
- Λειτουργικά έσοδα: υπάρχει θετική συσχέτιση, αφού όσο μεγαλύτερα είναι τα έσοδα τόσο υψηλότερα τα ρευστά διαθέσιμα
- Διαφοροποιήσεις στα πάγια περιουσιακά στοιχεία, στις πάγιες επενδύσεις, στις απαιτήσεις, στα αποθέματα και στα μερίσματα: υπάρχει αρνητική συσχέτιση, αφού αυξήσεις στα παραπάνω συνεπάγονται χρήση μετρητών ενώ οι μειώσεις έχουν ως αποτέλεσμα την εισροή μετρητών
- Λογαριασμοί υποχρεώσεων, χρέη: θετική συσχέτιση, αφού ισχύουν τα αντίθετα από την προηγούμενη κατηγορία

Οι θεωρίες που αναπτύχθηκαν στηρίζονται τόσο σε θεωρητικά όσο και πρακτικά δεδομένα. Μάλιστα, τα τελευταία χρόνια παρατηρείται μια αύξηση του ενδιαφέροντος για το συγκεκριμένο θέμα που εν μέρει οφείλεται στην αναγνώριση της σημασίας της ρευστότητας μιας επιχείρησης για την εύρυθμη λειτουργία της.

Στα επόμενα κεφάλαια θα αναλυθούν κάποιοι από τους παράγοντες που επηρεάζουν το ύψος των διατηρήσιμων ρευστών διαθεσίμων σε μια επιχείρηση. Ήδη κάποιοι από αυτούς έχουν αναφερθεί στα πλαίσια της παρουσίασης των διαφόρων θεωριών.

---

<sup>2</sup> Koshio, S., Cia, J. (2003) "The determinants of corporate cash holdings: a comparison between brazilian and US firms", Working paper, Escola de administracao de empresas de Sao Paulo

### 1.3 ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑ ΚΑΙ ΣΧΕΤΙΚΕΣ ΕΝΝΟΙΕΣ

Το ύψος των ρευστών διαθεσίμων ουσιαστικά αναφέρεται στη ρευστότητα μιας επιχείρησης. Η συγκεκριμένη εργασία έχει να κάνει με την επιλογή του ύψους των ρευστών διαθεσίμων από μια επιχείρηση. Τα διατηρήσιμα μετρητά όμως δεν αποτελούν πάντα επιλογή μιας επιχείρησης αλλά ανάγκη.

Με την έννοια «ρευστότητα» αναφερόμαστε στην ικανότητα της επιχείρησης να ανταποκρίνεται στις υποχρεώσεις και στις πληρωμές της<sup>3</sup>. Ουσιαστικά αναφέρεται στη δυνατότητα που έχει μια επιχείρηση να απαντήσει ικανοποιητικά στα παρακάτω ερωτήματα:

- Θα πληρωθούν έγκαιρα τα τρέχοντα χρέη;
- Η διοίκηση χρησιμοποιεί αποτελεσματικά το κεφάλαιο κίνησης;
- Το ύψος του κεφαλαίου κίνησης είναι ικανοποιητικό, υπερβολικό ή ανύπαρκτο;
- Η επιχείρηση έχει ευνοϊκή πιστοληπτική διαβάθμιση από τρίτους;
- Η τρέχουσα χρηματοοικονομική θέση της επιχείρησης παρουσιάζει βελτίωση;

Όλα αυτά τα ερωτήματα θα ανακύψουν στο επόμενο κεφάλαιο όπου θα μελετηθούν οι προσδιοριστικοί παράγοντες ρευστών διαθεσίμων. Για παράδειγμα, η πιστοληπτική διαβάθμιση της επιχείρησης επηρεάζει την πρόσβαση της επιχείρησης σε εξωτερικές πηγές χρηματοδότησης και το κόστος αυτών των κεφαλαίων με αποτέλεσμα να επηρεάζεται άμεσα το ύψος των ρευστών διαθεσίμων που πρέπει να έχει στη διάθεσή της η επιχείρηση.

Η ρευστότητα αποτελεί ένα μέγεθος μεταβαλλόμενο ακόμα και σε καθημερινή βάση. Έτσι, θα πρέπει να διαχωριστεί σε δύο κατηγορίες που είναι η στατική ρευστότητα, αυτή δηλαδή που φαίνεται μέσα από τον ισολογισμό αλλά μπορεί να μην είναι η πραγματική και στη δυναμική ρευστότητα που εξάγεται από εσωλογιστικά δεδομένα. Για να εξαχθούν αυτά τα δεδομένα, θα πρέπει να προσδιοριστεί η ρευστότητα των περιουσιακών στοιχείων, δηλαδή ποια από αυτά είναι άμεσα ρευστοποιήσιμα με σχετικά σταθερή και γνωστή εκ των προτέρων αξία και ποια όχι. Επιπλέον, η επιχείρηση θα πρέπει να γνωρίζει ότι η μεγάλη ρευστότητα δεν συνεπάγεται και καλύτερα αποτελέσματα για την ίδια. Μεγάλη ρευστότητα

---

<sup>3</sup> [www.specisoft.gr](http://www.specisoft.gr) , «Ρευστότητα επιχειρήσεων, γενική ρευστότητα, δείκτης και αξιολόγηση»

ουσιαστικά σημαίνει αδυναμία ανάληψης επενδύσεων και μικρή κερδοφορία και αποδοτικότητα ενώ αντίθετα μικρή ρευστότητα επιφέρει ταμειακά προβλήματα με συνέπεια προβλήματα εξόφλησης τρεχουσών υποχρεώσεων.

Η μέτρηση της ρευστότητας γίνεται μέσα από μια σειρά αριθμοδεικτών με δεδομένα που αντλούνται από τις χρηματοοικονομικές καταστάσεις μιας επιχείρησης. Τα δεδομένα θα πρέπει να χρησιμοποιούνται με προσοχή γιατί δεν απεικονίζουν πάντα την πραγματική κατάσταση αλλά δίνουν ένα μέτρο σύγκρισης τόσο με προηγούμενες περιόδους για μια επιχείρηση όσο και με άλλες επιχειρήσεις του κλάδου και όχι μόνο. Οι δείκτες αυτοί χρησιμοποιούνται για την αξιολόγηση της ικανότητας της επιχείρησης να αντιμετωπίζει της βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της και την ικανότητα της γενικότερα να λειτουργήσει ικανοποιητικά σε βραχυχρόνιο ορίζοντα. Αυτό επιτυγχάνεται όταν είναι σε θέση να αντλεί τα απαιτούμενα κεφάλαια για την καθημερινή της λειτουργία και να μειώνει τον επιχειρηματικό κίνδυνο, που συνδέεται με το ενδεχόμενο της αδυναμίας εξοφλήσεως των βραχυχρόνιων υποχρεώσεών της. Με άλλα λόγια, με τους δείκτες αυτούς επιχειρούμε να αναλύσουμε τις συνθήκες βραχυπρόθεσμου κινδύνου επιβίωσης της επιχείρησης και να προσδιορίσουμε την βραχυχρόνια οικονομική θέση της επιχείρησης. Οι πιο βασικοί δείκτες ρευστότητας<sup>4</sup> είναι οι εξής:

### **(1) Δείκτης Κυκλοφοριακής Ρευστότητας – Current Ratio**

Ο Δείκτης Κυκλοφοριακής Ρευστότητας μας δίνει την ικανότητα της επιχείρησης να αντιμετωπίζει τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της από τα ρευστοποιήσιμα περιουσιακά της στοιχεία στην περίοδο που αναφέρονται οι υποχρεώσεις αυτές. Δίνεται από την σχέση:

$$\Delta.K.P. = \frac{\text{Κυκλοφορούν Ενεργητικό}}{\text{Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις}}$$

Εάν η τιμή του δείκτη είναι μεγαλύτερη της μονάδας σημαίνει ότι η υπό εξέταση επιχείρηση έχει βραχυπρόθεσμη ρευστότητα. Αν η τιμή του δείκτη είναι μικρότερη από τη μονάδα τότε η επιχείρηση παρουσιάζει έλλειψη βραχυπρόθεσμης ρευστότητας

---

<sup>4</sup>Λαζαρίδης, Γ., Παπαδόπουλος, Δ. «Χρηματοοικονομική Διοίκηση – Μακροχρόνιος χρηματοοικονομικός σχεδιασμός και χρηματοοικονομική ανάλυση επενδύσεων παγίου κεφαλαίου της επιχείρησης – Τεύχος Β'», Θεσσαλονίκη, 2002

και πιθανό να υπάρχουν προβλήματα στην εξόφληση των υποχρεώσεών της. Τέλος, στην περίπτωση που η τιμή του δείκτη είναι γύρω από την μονάδα, η επιχείρηση έχει οριακή βραχυπρόθεσμη ρευστότητα. Οι συνθήκες βραχυπρόθεσμης ρευστότητας μπορούν να θεωρηθούν ικανοποιητικές όταν η τιμή του δείκτη Κυκλοφοριακής Ταχύτητας είναι γύρω στο 2.

### **(2) Δείκτης Άμεσης Ρευστότητας – Quick Ratio/Acid Ratio**

Ο δείκτης αυτός αξιολογεί την ικανότητα της επιχείρησης να εξοφλεί τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της χωρίς να υπολογίζεται η δυνατότητα ρευστοποίησης των αποθεμάτων της.

$$\Delta.A.P. = \frac{\text{Κυκλοφορούν Ενεργητικό} - \text{Αποθέματα}}{\text{Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις}}$$

Αφού λοιπόν δεν λαμβάνεται υπόψιν η επίδραση των αποθεμάτων, μπορούμε να πούμε ότι ο δείκτης αυτός δίνει την πραγματική εικόνα της ρευστότητας της επιχείρησης. Όσον αφορά την τιμή του δείκτη θεωρείται ικανοποιητική όταν είναι τουλάχιστον ίση με την μονάδα. Η διαφορά του δείκτη Γενικής Ρευστότητας από το δείκτη Άμεσης Ρευστότητας είναι ένα μέτρο συμμετοχής των αποθεμάτων στο κυκλοφορούν ενεργητικό. Όταν το ποσοστό αυτό είναι υψηλό δημιουργούνται υψηλές ανάγκες για κεφάλαια κινήσεως. Έτσι αν το υψηλό ποσοστό αυτό δεν συνδέεται με ανάλογη κυκλοφοριακή ταχύτητα παρουσιάζεται ένα αρκετά σημαντικό πρόβλημα για την επιχείρηση.

### **(3) Δείκτης Μετρητών – Cash Ratio**

Ο Δείκτης Μετρητών υπολογίζεται από την σχέση:

$$\Delta.M. = \frac{\text{Χρηματικά Διαθέσιμα}}{\text{Κυκλοφορούν Ενεργητικό}}$$

Μετράει τον βαθμό ρευστότητας των κυκλοφορούντων περιουσιακών στοιχείων και λαμβάνει τιμές μεταξύ του μηδενός και της μονάδας. Αν η τιμή του δείκτη πλησιάζει

προς την μονάδα, αυτό σημαίνει ότι η επιχείρηση έχει υψηλό βαθμό ταμειακής ρευστότητας

#### **(4) Εναλλακτικός δείκτης άμεσης ρευστότητας**

Ένας εναλλακτικός δείκτης της άμεσης ρευστότητας θεωρείται ο αριθμός των ημερών που απαιτείται για να δημιουργηθούν από τη δραστηριότητα της επιχείρησης οι αναγκαίοι εσωτερικοί πόροι για να καλύψουν τη διαφορά μεταξύ των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων και του συνόλου των εισπρακτέων λογαριασμών και των χρηματικών διαθεσίμων.

$$D = [\text{Βραχυπρ. Υποχρ.} - (\text{Εισπρ. Λογ.} + \text{Χρημ. Διαθ.}) * 365] / \text{Εσωτ. Πόροι}$$

Ο δείκτης αυτός ενδιαφέρει τους βραχυπρόθεσμους δανειστές, ιδιαίτερα όταν είναι μικρότερος της μονάδας.

Οι δείκτες που περιγράφηκαν παραπάνω αποτελούν τα βασικά μέτρα υπολογισμού της ρευστότητας μιας επιχείρησης και κατ' επέκταση των ρευστών διαθεσίμων που διατηρεί αυτή στα ταμεία της. Αρκετές από τις μελέτες που θα αναφερθούν στις επόμενες ενότητες χρησιμοποιούν αυτούς τους δείκτες για να προσδιορίσουν τα ρευστά διαθέσιμα μιας επιχείρησης. Ο λόγος είναι ότι είναι εύκολος ο υπολογισμός τους και τα δεδομένα που απαιτούνται μπορούν να αντληθούν από τις δημοσιευμένες χρηματοοικονομικές καταστάσεις που είναι υποχρεωμένες να συντάσσουν οι επιχειρήσεις.

#### **1.4 ΧΡΗΣΙΜΟΤΗΤΑ ΡΕΥΣΤΩΝ ΔΙΑΘΕΣΙΜΩΝ ΣΕ ΜΙΑ ΤΕΛΕΙΑ ΑΓΟΡΑ**

Συνηθίζεται σε μελέτες για μια συγκεκριμένη πτυχή της οικονομίας ή της λειτουργίας των επιχειρήσεων να γίνεται αναφορά στις συνθήκες που θα επικρατούσαν εάν οι αγορές λειτουργούσαν τέλεια, με βάση τα θεωρητικά μοντέλα που κατά καιρούς έχουν αναπτυχθεί και αν δεν υπήρχαν όλες οι ατέλειες που μετατρέπουν ένα περιβάλλον σε επικίνδυνο και αβέβαιο.

Οι Odgen, et al. (2003) ανέφεραν τις πέντε υποθέσεις σύμφωνα με τις οποίες μια αγορά μπορεί να χαρακτηριστεί τέλεια. Αυτές τις υποθέσεις χρησιμοποίησαν οι

οικονομολόγοι του προηγούμενου αιώνα για να δημιουργήσουν τα υποδείγματα τα οποία έδωσαν ώθηση στην οικονομική επιστήμη. Οι εν λόγω υποθέσεις είναι οι εξής:

1. Δεν υπάρχουν κόστη συναλλαγών, φόροι, εμπορικοί περιορισμοί, κόστη έκδοσης ομολογιών, κόστος οικονομικής δυσχέρειας και κόστη δανεισμού.
2. Οι προσδοκίες είναι ομογενοποιημένες, οι σχετικές πληροφορίες διαδίδονται άμεσα και προς όλους τους ενδιαφερόμενους ενώ και οι επενδυτές επιδεικνύουν ορθολογική συμπεριφορά.
3. Κανένα ατομικό συμφέρον δεν μπορεί να επηρεάσει την αγοραία τιμή ενός χρηματοοικονομικού προϊόντος μέσω της εμπορικής οδού.
4. Όλα τα περιουσιακά στοιχεία, οι λειτουργίες και οι στρατηγικές είναι προκαθορισμένες και γνωστές σε όλους τους επενδυτές.
5. Η κεφαλαιακή δομή μιας επιχείρησης δεν μεταβάλλεται και παραμένει σταθερή από τη στιγμή που θα επιλεγεί και μετά.

Οι παραπάνω υποθέσεις σχεδόν στο σύνολό τους δεν ισχύουν στην πραγματική αγορά και χρησιμεύουν στη μελέτη παλαιών υποδειγμάτων ή στην απλοποίηση μελετών.

Σε μια τέλεια αγορά, λοιπόν, η διατήρηση ρευστών διαθεσίμων θα ήταν εντελώς ανούσια σύμφωνα με τους Opler et al. (1997). Σε περιπτώσεις όπου τα μετρητά θα ήταν λιγότερα από αυτά που μια επιχείρηση είχε ανάγκη, η επιχείρηση θα έπρεπε να χρηματοδοτηθεί ώστε να προχωρήσει σε κάποια επένδυση. Σε μια τέλεια αγορά, αυτό θα μπορούσε να γίνει με μηδενικό κόστος. Από τη στιγμή που δεν θα υπήρχαν κόστη ρευστοποίησης, η διατήρηση ρευστοποιήσιμων περιουσιακών στοιχείων δεν θα είχε κανένα κόστος ευκαιρίας. Έτσι, αν μια επιχείρηση δανειζόταν χρήματα και τα επένδυε σε ρευστοποιήσιμα περιουσιακά στοιχεία, η αξία της περιουσίας των μετόχων θα παρέμενε αμετάβλητη. Όπως έχει αναφερθεί ήδη σε προηγούμενη ενότητα η υπόθεση ότι τα ρευστά διαθέσιμα δεν έχουν ουσιαστική επίδραση σε μια επιχείρηση χρησιμοποιήθηκε ευρέως στα μέσα του προηγούμενου αιώνα ως υπόβαθρο διαφόρων υποδειγμάτων. Σύμφωνα με τους Carlson και Liedgren (2009), μια τέτοια υπόθεση προϋποθέτει κάποιας μορφής τέλεια αγορά στην οποία δεν θα υπάρχουν κόστη συναλλαγών, φόροι αλλά και προβλήματα αντιπροσώπευσης με αποτέλεσμα μια επιχείρηση να μπορεί να αντλήσει χρηματοδότηση από όποια πηγή επιθυμεί σε λογικές τιμές, αφού θα εκλείπουν τα επιπρόσθετα κόστη που σχετίζονται με την κάθε πηγή χρηματοδότησης. Επίσης, δεν θα είχε νόημα η διατήρηση κάποιου



ποσού μετρητών αφού δεν θα αύξανε την αξία της μετοχής, κάτι ο οποίο θα επιτυγχανόταν μόνο με την ανάληψη επενδύσεων.

Η μόνη χρησιμότητα που μπορεί να έχουν αυτές οι γνώσεις πλέον είναι να βοηθήσουν τους ερευνητές και τους απλούς αναγνώστες να αντιληφθούν όχι απλά πως λειτουργεί μια τέλεια αγορά αλλά ποιες είναι οι ουσιαστικές ατέλειες των πραγματικών αγορών τη σημερινή εποχή και πως αυτές οι ατέλειες επηρεάζουν εν τέλει την εύρυθμη λειτουργία των επιχειρήσεων.

## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2: ΠΡΟΣΔΙΟΡΙΣΤΙΚΟΙ ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ ΡΕΥΣΤΩΝ ΔΙΑΘΕΣΙΜΩΝ**

Το πρακτικό κομμάτι της εργασίας θα αφορά ένα οικονομετρικό μοντέλο στο οποίο θα αναλύεται η επίδραση κάποιων παραγόντων που επιδρούν στο ύψος των ρευστών διαθεσίμων που διατηρεί μια επιχείρηση. Κρίνεται, λοιπόν, απαραίτητο να γίνει μια βιβλιογραφική αναφορά σε μερικούς από τους βασικότερους παράγοντες και να εκτιμηθούν τα ερευνητικά αποτελέσματα που προέκυψαν για τον καθένα.

### **2.1 ΜΕΓΕΘΟΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ (Firm size)**

Ένας από τους παράγοντες που αναφέρεται σχεδόν σε όλες τις ερευνητικές μελέτες είναι το μέγεθος της εταιρίας. Το μέγεθος ορίζεται με μια σειρά από μεταβλητές ανάλογα με τις ανάγκες του ερευνητή, όπως είναι το σύνολο των περιουσιακών στοιχείων, το σύνολο των εσόδων κτλ.

Ο Daher (2010) αναφέρει ότι, σύμφωνα με την θεωρία αντιστάθμισης (trade-off), το μέγεθος της επιχείρησης είναι αντιστρόφως ανάλογο με το ύψος των ρευστών διαθεσίμων που διατηρείται στα ταμεία της. Οι λόγοι είναι ότι οι μεγάλες εταιρίες επωφελούνται από οικονομίες κλίμακος, οι δραστηριότητές τους είναι διαφοροποιημένες, οπότε θεωρητικά έχουν πιο σταθερές και σίγουρες χρηματικές ροές, η πιθανότητα οικονομικών δυσχερειών είναι μικρότερη και έχουν ευκολότερη και φθηνότερη πρόσβαση σε εξωτερικές πηγές χρηματοδότησης. Επιπλέον, σύμφωνα με αυτή τη θεωρία όσο μεγαλύτερη είναι η επιχείρηση, τόσο μικρότερες είναι οι ασυμμετρίες πληροφόρησης με αποτέλεσμα να μην υπάρχει ο κίνδυνος υποεπένδυσης άρα και η ανάγκη για διατήρηση ρευστών διαθεσίμων. Αυτή την άποψη υιοθετούν και οι Prenker και Kuck (2009), οι οποίοι στην έρευνά τους αναμένουν ότι η συσχέτιση των δύο μεταβλητών θα είναι αρνητική λόγω οικονομιών κλίμακας, ελαχιστοποίησης των ασυμμετριών πληροφόρησης και λιγότερων προβλημάτων αντιπροσώπευσης. Παρόλα αυτά τελικά δεν κατάφεραν να καταλήξουν σε σαφή συμπεράσματα λόγω στατιστικών ανεπαρκειών. Οι Kim et al. (1998) μελέτησαν τους παράγοντες που επηρεάζουν την ρευστότητα μιας επιχείρησης. Ένας από τους πρώτους παράγοντες ήταν το μέγεθος της εταιρίας όπως αυτό εκφράζεται από τη συνολική περιουσία της και ανέμεναν ότι θα διαπιστωθεί αρνητική συσχέτιση κάτι το οποίο επιβεβαιώθηκε.

Τα ίδια συμπεράσματα εξήγαγαν και οι Guney et al. (2003) οι οποίοι μέσω των συνολικών πωλήσεων μελέτησαν τη συμπεριφορά των ρευστών διαθεσίμων. Τέλος, μια αντίστοιχη έρευνα στην Ισπανία από τους Tegel και Solano (2008) είχε τα ίδια αποτελέσματα. Στον αντίποδα βρίσκονται τα συμπεράσματα σχετικά με το μέγεθος με βάση την δεύτερη βασική θεωρία της ιεράρχησης που αναφέρθηκε στο προηγούμενο κεφάλαιο. Αυτή η θεωρία προβλέπει ότι η σχέση μεταξύ μεγέθους εταιρίας και ρευστών διαθεσίμων είναι θετική αφού οι μεγάλες εταιρίες κατά κανόνα αποδίδουν καλύτερα και άρα χρειάζονται περισσότερο ρευστό.

Όπως παρατηρείται, η πλειοψηφία των ερευνητών ακολουθεί τη θεωρία αντιστάθμισης (trade-off), όσον αφορά την επίδραση του μεγέθους της εταιρίας στο ύψος των ρευστών διαθεσίμων μιας επιχείρησης.

## 2.2 ΥΠΑΡΞΗ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΩΝ ΕΥΚΑΙΡΙΩΝ

Ένας δεύτερος σημαντικός παράγοντας φαίνεται να είναι η ύπαρξη επενδυτικών ευκαιριών για μια επιχείρηση. Αυτό μπορεί να εξαρτάται από μια σειρά από μεταβλητές όπως ο κλάδος δραστηριοποίησης της επιχείρησης, η γενικότερη οικονομική κατάσταση της χώρας αλλά και ο στρατηγικός σχεδιασμός της επιχείρησης.

Οι δύο βασικές θεωρίες συμφωνούν ως προς την επίδραση των επενδυτικών ευκαιριών πάνω στα ρευστά διαθέσιμα. Η συσχέτιση χαρακτηρίζεται ως θετική, αφού ένα περιβάλλον με πολλές επενδυτικές ευκαιρίες ωθεί τις επιχειρήσεις σε διακράτηση υψηλών ποσών ρευστών διαθεσίμων με στόχο την εκμετάλλευση των καλύτερων και πιο επικερδών ευκαιριών χωρίς να απαιτείται η προσφυγή σε εξωτερικό δανεισμό που κατά κανόνα είναι πιο ακριβός και πιο δυσπρόσιτος. Αρκετοί ερευνητές υιοθετούν αυτή την άποψη. Για παράδειγμα, οι Prenker και Kuck (2009) υποστηρίζουν ότι αν μια επιχείρηση που δραστηριοποιείται σε ένα πλούσιο σε ευκαιρίες περιβάλλον και δεν διατηρεί κάποια ποσά ως δικλείδες ασφαλείας, κινδυνεύει να απορρίψει επικερδείς επενδύσεις ώστε να αναλάβει κάποιες άλλες. Παρόμοια αποτελέσματα είχε και η έρευνα των Opler et al. (1997), οι οποίοι μελέτησαν εισηγμένες αμερικάνικες εταιρίες για μια περίοδο 23 ετών (1971-1994) και διαπίστωσαν θετική συσχέτιση των δύο εξεταζόμενων παραγόντων. Ενδιαφέρον παρουσιάζει ακόμα μία σχετική ερευνά

των Kim et al. (1998), οι οποίοι χρησιμοποιούν ως μέτρο αξιολόγησης των μελλοντικών επενδυτικών ευκαιριών τους δείκτες της οικονομίας, θεωρώντας ότι όσο καλύτερη προβλέπεται η μελλοντική κατάσταση μιας οικονομίας τόσο περισσότερες και ποιοτικότερες θα είναι οι επενδυτικές ευκαιρίες που θα παρουσιαστούν. Τα αποτελέσματα έδειξαν θετική συσχέτιση μεταξύ επενδυτικών ευκαιριών και ρευστών διαθεσίμων. Το ίδιο συμπέρασμα εξέθεσαν και οι Guney et al. (2003) οι οποίοι όμως έδωσαν διαφορετικές εξηγήσεις για τη θετική συσχέτιση που παρατηρείται. Υποστήριξαν ότι υπάρχουν δύο βασικοί λόγοι. Ο πρώτος είναι ότι οι επιχειρήσεις που αναπτύσσονται, αντιμετωπίζουν υψηλότερα κόστη αντιπροσώπευσης επειδή όταν εμφανίζονται επενδυτικές ευκαιρίες ανάπτυξης, οι επιχειρήσεις με πιο επισφαλές χρέος δεν μπορούν να δανειστούν εκ νέου και απορρίπτουν μερικές καλές επενδύσεις. Δεύτερον, ένας υψηλός βαθμός ασυμμετρίας πληροφοριών κάνει τον εξωτερικό δανεισμό ιδιαίτερα ακριβό. Έτσι, οι επιχειρήσεις συγκεντρώνουν ρευστά διαθέσιμα ώστε να αποφύγουν τον εξωτερικό δανεισμό και να καταφέρουν να εκμεταλλευτούν τις πιθανές ευκαιρίες. Ένας άλλος παράγοντας που έλαβαν υπόψη τους οι παραπάνω ερευνητές είναι το γεγονός ότι εταιρίες που αναλαμβάνουν πολλές επενδύσεις αντιμετωπίζουν υψηλότερο κίνδυνο χρεοκοπίας αφού οι επενδύσεις αυτές συνήθως δεν αποφέρουν άμεσα έσοδα. Έτσι, είναι απαραίτητο να διατηρούν διαθέσιμα ώστε να ανταπεξέρχονται στις υποχρεώσεις τους. Τέλος, μία ακόμα έρευνα που πραγματοποίησαν οι Hardin et al. (2005) και αφορά τις επιχειρήσεις real estate έδειξε θετική συσχέτιση. Υποστήριξαν ότι οι εταιρίες που έχουν καλές προοπτικές ανάπτυξης λόγω πολλών επενδυτικών ευκαιριών γίνονται αντικείμενο εκμετάλλευσης από τις χρηματοδοτικές αγορές με αποτέλεσμα να δανείζονται με ιδιαίτερα υψηλά επιτόκια. Έτσι, είναι προτιμότερο να συντηρούν υψηλά ρευστά διαθέσιμα ώστε να μειώνουν όσο το δυνατόν την εξάρτησή τους από εξωτερικές πηγές χρηματοδότησης. Η αντίθετη άποψη κυριαρχεί στην τρίτη θεωρία, την θεωρία αντιπροσώπευσης. Σύμφωνα με αυτή, η ύπαρξη επενδυτικών ευκαιριών μπορεί να οδηγήσει τις διοικήσεις εταιριών με υψηλά αποθεματικά να επενδύσουν σε ζημιογόνα προγράμματα (projects) με αποτέλεσμα να θιγεί η περιουσία των μετόχων. Μια αντιπροσωπευτική έρευνα έγινε από τους Afza και Adnan (2007) σε 205 πακιστανικές εταιρίες από όλους τους κλάδους (εκτός από τον χρηματοοικονομικό κλάδο) για την περίοδο 1998-2005. Διαπίστωσαν ότι στις πακιστανικές επιχειρήσεις ισχύει η θεωρία

της αντιπροσώπευσης, αφού διέκριναν αρνητική συσχέτιση μεταξύ των ρευστών διαθεσίμων και των μελλοντικών επενδυτικών ευκαιριών ανάπτυξης. Το φαινόμενο αυτό μπορεί να εξηγηθεί από την μέτρια εταιρική διακυβέρνηση των πακιστανικών εταιριών τουλάχιστον μέχρι εκείνη την χρονική περίοδο.

Οι έρευνες που αναφέρθηκαν έδειξαν ότι η συσχέτιση που υπάρχει μεταξύ των ρευστών διαθεσίμων και των μελλοντικών επενδυτικών ευκαιριών επηρεάζεται από το επιχειρηματικό περιβάλλον στο οποίο κινείται η εταιρία. Αν εφαρμόζονται οι αρχές της εταιρικής διακυβέρνησης και υπάρχει ο απαραίτητος έλεγχος προς τη διοίκηση της εταιρίας τότε η συσχέτιση είναι θετική. Σε αντίθετη περίπτωση εμφανίζονται προβλήματα αντιπροσώπευσης με αρνητικές συνέπειες για την παρουσία των μετόχων.

### 2.3 ΜΟΧΛΕΥΣΗ

Ένας ακόμα σημαντικός παράγοντας είναι η χρηματοοικονομική μόχλευση. Ως χρηματοοικονομική μόχλευση<sup>5</sup> μπορεί να οριστεί ο βαθμός στον οποίο ένας επενδυτής ή μια επιχείρηση χρησιμοποιεί δανειακά κεφάλαια. Η μόχλευση, εκτιμάται με τον υπολογισμό κάποιων δεικτών με χαρακτηριστικότερο το λόγο του χρέους προς τα ίδια κεφάλαια (μακροπρόθεσμο χρέος/ίδια κεφάλαια). Όσο υψηλότερος ο συγκεκριμένος δείκτης, τόσο περισσότερα μακροπρόθεσμα κεφάλαια υπάρχουν και τόσο μεγαλύτερος είναι ο κίνδυνος πτώχευσης της εταιρίας.

Μια χαρακτηριστική έρευνα πάνω στην επίδραση της μόχλευσης στο ύψος των ρευστών διαθεσίμων έγινε από τους Guney et al. (2006), οι οποίοι μελέτησαν τη μη γραμμική επίδραση της μόχλευσης. Υποστήριξαν ότι η μόχλευση παίζει έναν σημαντικό ρόλο στη διαμόρφωση της στρατηγικής μιας επιχείρησης. Στον βαθμό που η μόχλευση δρα ως καθοριστικός παράγοντας στη δυνατότητα της επιχείρησης να εκδώσει ομόλογα (να δανειστεί) αναμένεται αρνητική συσχέτιση. Αυτό οφείλεται στο γεγονός ότι τα ρευστά δρουν ως υποκατάστατα του εξωτερικού δανεισμού. Έτσι ένας υψηλός βαθμός χρηματοοικονομικής μόχλευσης εμποδίζει την πρόσβαση της επιχείρησης σε εξωτερική χρηματοδότηση. Ισχύει και το αντίστροφο, δηλαδή όσο περισσότερα ρευστά διαθέσιμα διαθέτει η επιχείρηση τόσο λιγότερες ανάγκες

---

<sup>5</sup> [www.sfmworldfunds.com](http://www.sfmworldfunds.com)

εξωτερικού δανεισμού θα έχει άρα και μικρότερο βαθμό χρηματοοικονομικής μόχλευσης. Σύμφωνα όμως με τους Honakimian και Titman (2003), τα παραπάνω ισχύουν μόνο ως προς κάποιο συγκεκριμένο επίπεδο χρηματοοικονομικής μόχλευσης. Όταν ο βαθμός αυτός φτάσει σε ιδιαίτερα υψηλά επίπεδα, ο κίνδυνος πτώχευσης είναι μεγάλος με αποτέλεσμα η επιχείρηση να προσπαθεί να διατηρεί όσο το δυνατόν περισσότερα ρευστά διαθέσιμα ώστε να προσπαθήσει να αντιμετωπίσει τις αρνητικές επιπτώσεις. Επίσης, σε τέτοιες περιπτώσεις είναι ουσιαστικά αδύνατη η εξωτερική χρηματοδότηση. Τα στατιστικά αποτελέσματα των Guney et al. (2006) επιβεβαίωσαν αυτή τη θεωρία. Οπότε φαίνεται ότι η συσχέτιση αλλάζει από αρνητική σε θετική από κάποιο βαθμό μόχλευσης και πάνω. Αρνητική συσχέτιση προβλέπει και η θεωρία αντιπροσώπευσης και πιο συγκεκριμένα η υπόθεση των ελεύθερων ταμειακών ροών που αναφέρθηκε σε προηγούμενο κεφάλαιο. Σύμφωνα με αυτή την άποψη, οι λιγότερο μοχλευμένες εταιρίες υπόκεινται σε ελαστικότερο έλεγχο από την αγορά με αποτέλεσμα να επιτρέπεται μεγαλύτερη ελευθερία κινήσεων στα διοικητικά συμβούλια γεγονός που έχει ως συνέπεια αυξημένα επίπεδα μετρητών. Η συγκεκριμένη άποψη υποστηρίζεται σε μια σειρά από εργασίες όπως είναι αυτή των Bigelli και Vidal (2009) και των Teruel και Solano (2008) που θεωρούν ότι ένας υψηλός βαθμός μόχλευσης οδηγεί σε αύξηση του κόστους διατήρησης ρευστών διαθεσίμων.

Γενικότερα, ο βαθμός χρηματοοικονομικής μόχλευσης που υφίσταται μια επιχείρηση μπορεί να επηρεάσει πολλές πτυχές της λειτουργίας της και να οδηγήσει σε προβλήματα και απομόνωση από την αγορά.

#### 2.4 ΔΙΑΦΟΡΟΠΟΙΗΜΕΝΕΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ ΜΕ ΠΟΛΛΑ ΤΜΗΜΑΤΑ

Αρκετές μελέτες εστιάζουν στη δομή της επιχείρησης και πως αυτή επηρεάζει το ύψος των ρευστών διαθεσίμων που διατηρούνται. Η οργάνωση μιας διαφοροποιημένης επιχείρησης σε σχέση με μιας μονομηματικής διαφέρει σε μεγάλο βαθμό και επηρεάζει τόσο τις λειτουργίες της όσο και τις ανάγκες σε ρευστό.

Μια χαρακτηριστική και αρκετά πρόσφατη μελέτη που ασχολείται με τη δομή μιας επιχείρησης είναι αυτή των Subramaniam et al. (2011) οι οποίοι μελέτησαν δεδομένα επιχειρήσεων για μια περίοδο 18 ετών (1988-2006). Υπάρχουν αρκετοί

λόγοι για τους οποίους η δομή μιας επιχείρησης μπορεί να επηρεάσει τα ρευστά διαθέσιμά της. Οι ερευνητές αναφέρθηκαν σε τρεις υποθέσεις που ήταν η συμπληρωματική ανάπτυξη, οι πωλήσεις περιουσιακών στοιχείων και η υπόθεση του κόστους επιρροής.

1. Συμπληρωματική ανάπτυξη: σε διαφοροποιημένες επιχειρήσεις, από τη στιγμή που οι επενδυτικές ευκαιρίες για κάθε τμήμα δεν μπορούν να είναι τέλεια συγχρονισμένες, το συνολικό ποσό των μετρητών που χρειάζεται μπορεί να είναι λιγότερο ευμετάβλητο μέσα σε μια χρονική περίοδο. Έτσι, τα ποσά που πρέπει να διακρατούν οι διαφοροποιημένες επιχειρήσεις για επενδυτικούς σκοπούς θα είναι λιγότερα ώστε να εκμεταλλευτούν τις ευκαιρίες. Αυτό οφείλεται και στο γεγονός ότι οι εισροές ενός τμήματος μπορούν να χρησιμοποιηθούν από κάποιο άλλο τμήμα προς εκμετάλλευση ευκαιρίας.
2. Πώληση περιουσιακών στοιχείων: οι διαφοροποιημένες επιχειρήσεις είναι πιο πιθανό να μπορούν να πουλήσουν περιουσιακά τους στοιχεία για να αντλήσουν ρευστό. Οι πωλήσεις αυτές συνήθως αφορούν στοιχεία που δεν ανήκουν σε σημαντικά τμήματα ή τμήματα που είναι απολύτως απαραίτητα για τη λειτουργία της επιχείρησης. Τη δυνατότητα αυτή δεν την έχουν οι συγκεντρωτικές επιχειρήσεις αφού κατέχουν τα περιουσιακά στοιχεία που τους είναι απολύτως απαραίτητα.
3. Κόστη επιρροής – προβλήματα αντιπροσώπευσης: τα αντικρουόμενα συμφέροντα των μάνατζερς των διαφόρων τμημάτων, έχουν ως αποτέλεσμα το κόστος από τη διακράτηση περισσότερων ρευστών διαθεσίμων να είναι υψηλότερο σε σχέση με συγκεντρωτικές επιχειρήσεις όπου η διοίκηση είναι πιο ευέλικτη και ολιγομελής.

Για τους παραπάνω λόγους, οι ερευνητές κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι οι διαφοροποιημένες επιχειρήσεις κρατούν λιγότερα ρευστά διαθέσιμα σε σχέση με τις συγκεντρωμένες.

Μία σχετικά παλαιότερη έρευνα είναι αυτή του Tong (2007) ο οποίος μελέτησε το συγκεκριμένο θέμα μέσα από τέσσερις υποθέσεις. Οι υποθέσεις είναι οι εξής:

1<sup>η</sup> Υπόθεση: Η διαφοροποίηση σε μια επιχείρηση αυξάνει την αξία των ρευστών διαθεσίμων σε επιχειρήσεις που αντιμετωπίζουν περιορισμούς στη χρηματοδότηση

μέσα από μια εσωτερική και αποτελεσματική κεφαλαιαγορά. Σε μια επιχείρηση με πολλά τμήματα που δεν έχει εύκολη πρόσβαση σε εξωτερική χρηματοδότηση, διατηρούνται περισσότερα ρευστά ώστε να διανέμονται στα τμήματα ανάλογα με τις επενδυτικές ανάγκες του καθενός.

2<sup>η</sup> Υπόθεση: η διαφοροποίηση μειώνει την αξία των ρευστών διαθεσίμων μέσα από προβλήματα αντιπροσώπευσης. Σε αυτές τις περιπτώσεις ο επικεφαλής του κάθε τμήματος μπορεί εξαιτίας του ανταγωνισμού με τους υπόλοιπους επικεφαλείς να ξοδεύει τα ρευστά διαθέσιμα σε μη κερδοφόρες επενδύσεις.

3<sup>η</sup> Υπόθεση: η διαφοροποίηση μειώνει την αξία των ρευστών διαθεσίμων σε περιορισμένες επιχειρήσεις μέσα από το φαινόμενο της συνασφάλισης (coinsurance effect). Το συγκεκριμένο φαινόμενο οφείλεται στο γεγονός ότι οι ταμειακές ροές των διαφόρων τμημάτων δεν μπορεί να είναι απόλυτα συσχετισμένες.

4<sup>η</sup> Υπόθεση: η διαφοροποίηση αυξάνει την αξία των ρευστών διαθεσίμων από την πλευρά των μετόχων μέσα από τις διενέξεις μετόχων –ομολογιούχων σε μοχλευμένες επιχειρήσεις. Η τέταρτη υπόθεση συνδέεται με το γεγονός ότι οι διαφοροποιημένες επιχειρήσεις αντιμετωπίζουν μικρότερο κίνδυνο χρεοκοπίας λόγω των ασυσχέτιστων ταμειακών ροών των διαφόρων τμημάτων αυξάνοντας την αξία των ρευστών διαθεσίμων για τους μετόχους.



Ο παρακάτω πίνακας συνδυάζει τις τέσσερις υποθέσεις σχετικά με επιχειρήσεις που αντιμετωπίζουν περιορισμούς στην εξωτερική χρηματοδότηση και σε επιχειρήσεις που δεν έχουν αυτό το πρόβλημα.

**Πίνακας 1: Υποθέσεις έρευνας**

	Η επίδραση της διαφοροποίησης στην αξία των ρευστών διαθεσίμων			
	Αποτελεσματική εσωτερική κεφαλαιαγορά	Προβλήματα αντιπροσώπευσης	Φαινόμενο συνασφάλισης	Αντιθέσεις μετόχων-ομολογιούχων
Οικονομικά ελεύθερες επιχειρήσεις	0	-	0	+
Οικονομικά περιορισμένες επιχειρήσεις	+	-	-	+

Πηγή: Tong (2007)

Μετά από στατιστική μελέτη των δεδομένων, ο ερευνητής κατέληξε στο συμπέρασμα ότι η διαφοροποίηση μιας επιχείρησης μειώνει την αξία των ρευστών διαθεσίμων τόσο σε περιορισμένες όσο και σε ελεύθερες επιχειρήσεις. Τα συμπεράσματα αυτά συμφωνούν κυρίως με την υπόθεση που αφορά τα προβλήματα αντιπροσώπευσης, η οποία προέβλεπε αρνητική συσχέτιση και για τις δύο κατηγορίες επιχειρήσεων.

Τέλος, μία ακόμα ενδιαφέρουσα έρευνα έγινε από τον Duchin (2010) ο οποίος μελέτησε τα ρευστά διαθέσιμα αμερικάνικων εταιριών για το έτος 2006 και διαπίστωσε ότι οι διαφοροποιημένες επιχειρήσεις διατηρούσαν σχεδόν τα μισά ρευστά διαθέσιμα σε σχέση με τις μονομηματικές, γεγονός το οποίο απεδόθη στη διαφοροποίηση των επενδυτικών ευκαιριών και στις ταμειακές ροές. Ειδικότερα, η διαφοροποίηση επηρεάζει τα ρευστά μέσα από τη διατμηματική συσχέτιση στις επενδυτικές ευκαιρίες και από τα κενά χρηματοδότησης που σχετίζονται με τη συσχέτιση μεταξύ των επενδυτικών ευκαιριών και των ταμειακών ροών του κάθε τμήματος. Οι πιο διαφοροποιημένες εταιρίες είναι σε θέση να διατηρούν λιγότερα μετρητά λόγω μικρότερων κενών χρηματοδότησης και μικρότερης συσχέτισης στις επενδύσεις. Επιπλέον, η διαφοροποίηση σε συνδυασμό με την καλή εταιρική διακυβέρνηση γλιτώνει την επιχείρηση από το κόστος διατήρησης μετρητών αφού αποτρέπει τα στελέχη να δρουν εις βάρος της επιχείρησης, διοχετεύοντας τα μετρητά που είναι διαθέσιμα στα πιο κερδοφόρα τμήματα με αποτέλεσμα να αυξάνεται παράλληλα και η αποδοτικότητα.

Γενικά, διαπιστώνεται μια σχετική ομοφωνία στα συμπεράσματα για τη σχέση μεταξύ πολυτμηματικών επιχειρήσεων και ρευστών διαθεσίμων. Ειδικότερα, μια επιχείρηση που λειτουργεί με αποκεντρωμένο σύστημα λειτουργεί καλύτερα ειδικά στις περιπτώσεις που εφαρμόζονται οι αρχές εταιρικής διακυβέρνησης και αποφεύγονται προβλήματα αντιπροσώπευσης και εσωτερικός ανταγωνισμός. Έτσι, είναι δυνατόν να διατηρούνται λιγότερα διαθέσιμα και να διανέμονται με αποτελεσματικότερο τρόπο.

## 2.5 ΔΙΚΑΙΩΜΑΤΑ ΕΠΕΝΔΥΤΩΝ- ΘΕΩΡΙΑ ΑΝΤΙΠΡΟΣΩΠΕΥΣΗΣ

Από τα όσα έχουν αναφερθεί μέχρι τώρα έχει διαφανεί ότι υπάρχει ουσιαστική σχέση μεταξύ της θεωρίας αντιπροσώπευσης και των διαφόρων πτυχών της εταιρικής λειτουργίας, μία εκ των οποίων είναι και η διατήρηση ή μη κάποιου ποσού ρευστών διαθεσίμων.

Προτού διερευνηθεί η φύση της σχέσης με τα ρευστά διαθέσιμα, είναι χρήσιμο να γίνει μια αναφορά στη θεωρία αντιπροσώπευσης. Η θεωρία αντιπροσώπευσης αφορά τη σχέση αντιπροσώπευσης που σύμφωνα με τον καθηγητή Stephen Ross (1973) υπάρχει σε όλες τις πτυχές της ζωής μας που είναι απόρροια υπογραφείσας σύμβασης και αποτελεί μία από τις παλαιότερες κωδικοποιημένες μορφές κοινωνικής αλληλεπίδρασης. Ένα από τα βασικά ζητήματα που καλύπτει η συγκεκριμένη θεωρία, αφορά τις συγκρούσεις συμφερόντων που αναπτύσσονται μεταξύ των στελεχών και των μετόχων και μεταξύ μετόχων και ομολογιούχων ή πιστωτών της επιχείρησης<sup>6</sup>. Οι σχέσεις αυτές πολύ συχνά δεν είναι αρμονικές και αυτό έχει αρνητικές επιδράσεις στην διακυβέρνηση της εταιρίας αλλά και στην εταιρική ηθική. Επίσης, εγείρονται κόστη αντιπροσώπευσης που οφείλονται στις προσπάθειες και στους πόρους που αναλύσκονται ώστε να αμβλυθούν αυτές οι αντιθέσεις. Σύμφωνα με την Eisenhardt (1989), η θεωρία αντιπροσώπευσης επικεντρώνεται σε δύο βασικά προβλήματα που εμφανίζουν οι παραπάνω σχέσεις. Το πρώτο εμφανίζεται όταν οι επιθυμίες και οι στόχοι των δύο πλευρών δεν συμβαδίζουν και είναι δύσκολο να ελεγχθούν οι πράξεις του εντολοδόχου (διοικητικό στέλεχος). Το δεύτερο πρόβλημα αφορά τον κίνδυνο και πως αυτός κατανέμεται στις ενδιαφερόμενες πλευρές και πως αντιδρά η κάθε πλευρά απέναντι στον κίνδυνο. Και τα δύο προβλήματα μπορούν να συσχετιστούν άμεσα με

---

<sup>6</sup> www.enotes.com, “Agency theory”, encyclopedia of business, 2000

το ύψος των ρευστών διαθεσίμων που διατηρεί μια επιχείρηση αφού συνδέονται τόσο με τα επίπεδα κινδύνου που αναλαμβάνονται όσο και με την ευχέρεια που δίνεται στα στελέχη να προχωρούν σε επενδύσεις.

Μία σχετική έρευνα που μάλιστα περιλαμβάνει και ελληνικές επιχειρήσεις πραγματοποιήθηκε από τους Dittmar et al. (2003) οι οποίοι χρησιμοποιώντας δείγμα 11.000 επιχειρήσεων από 45 χώρες (περιλαμβάνονται και 55 ελληνικές εταιρίες), διερεύνησαν την επίδραση παραγόντων που αφορούν τα προβλήματα αντιπροσώπευσης όπως είναι τα δικαιώματα των μετόχων στο ύψος των ρευστών διαθεσίμων που διακρατούνται. Τα αποτελέσματα της έρευνας έδειξαν ότι, σε χώρες όπου η προστασία των επενδυτών είναι υποτονική (άρα υπάρχουν προβλήματα αντιπροσώπευσης), τα στελέχη που διοικούν ενδιαφέρονται περισσότερο για το συμφέρον τους παρά για τη μεγιστοποίηση της αξίας των μετόχων που πρέπει να είναι ο πρωταρχικός σκοπός. Σε αυτές τις περιπτώσεις, οι επιχειρήσεις διακρατούν αρκετά υψηλότερα ποσά ρευστών διαθεσίμων (όπως αυτά ορίζονται από τον δείκτη: μετρητά και άλλα ρευστά διαθέσιμα / σύνολο περιουσιακών στοιχείων). Επίσης, σε αυτές τις χώρες, οι υπόλοιποι προσδιοριστικοί παράγοντες φαίνεται να είναι μικρότερης σημασίας. Αυτό οφείλεται στο γεγονός ότι επισκιάζονται από την αυθαιρεσία των στελεχών. Για παράδειγμα, η πρόσβαση σε εξωτερική χρηματοδότηση δεν φαίνεται να επηρεάζει ιδιαίτερα το ύψος των ρευστών διαθεσίμων όπως θα αναμενόταν με βάση άλλες σχετικές έρευνες. Ενδεικτικά, σε χώρες όπως οι Ηνωμένες Πολιτείες Αμερικής, το Ηνωμένο Βασίλειο και η Ισπανία όπου η εταιρική διακυβέρνηση βρίσκεται σε υψηλά επίπεδα και οι επενδυτές απολαμβάνουν την προστασία του νόμου, ο προαναφερθέν δείκτης βρίσκεται στα επίπεδα του 5% με 8% ενώ σε χώρες του αναπτυσσόμενου κόσμου όπως η Αίγυπτος το ποσοστό ανεβαίνει πάνω από το 10% πλησιάζοντας σε μερικές περιπτώσεις το 30%.

Μια ακόμα ενδιαφέρουσα έρευνα με ελληνικό ενδιαφέρον έγινε από τους Chang και Noorbakhsh (2009) και περιλαμβάνει 183 ελληνικές επιχειρήσεις και συνολικά πάνω από 79.950 παρατηρήσεις (επιχειρήσεις – έτη), από 45 χώρες για μια περίοδο από το 1995 μέχρι το 2004. Προσεγγίζουν το θέμα από μια γενικότερη σκοπιά σχετικά με την κουλτούρα της κάθε κοινωνίας μέσα στην οποία δραστηριοποιείται μια επιχείρηση. Μελέτησαν τρεις υποθέσεις:

Υπόθεση 1<sup>η</sup>: Με σταθερούς τους άλλους παράγοντες, το επίπεδο των ρευστών διαθεσίμων μιας επιχείρησης σε κάθε χώρα σχετίζεται θετικά με το σκορ της χώρας στον δείκτη UA – Uncertainty avoidance / αποφυγής αβεβαιότητας που αποτελεί ένδειξη του πόσο απειλούμενοι αισθάνονται οι πολίτες από κάποιες αβέβαιες καταστάσεις.

Υπόθεση 2<sup>η</sup>: το επίπεδο των ρευστών διαθεσίμων μιας επιχείρησης σε κάθε χώρα σχετίζεται θετικά με το σκορ της χώρας στον δείκτη MAS (Masculinity score) ο οποίος μετράει το βαθμό της πολιτισμικής σκληρότητας ή χαλαρότητας. Σε μια «σκληρή κοινωνία», οι επιχειρήσεις τείνουν να εστιάζουν περισσότερο στα αποτελέσματα και να επιβραβεύουν τα άτομα με βάση την απόδοσή τους.

Υπόθεση 3<sup>η</sup>: το επίπεδο των ρευστών διαθεσίμων σε κάθε χώρα σχετίζεται θετικά με το σκορ της χώρας στον δείκτη LTO (Long term orientation – συγκέντρωση στον μακροπρόθεσμο στόχο). Σε αυτές τις χώρες, τα χαρακτηριστικά που θεωρούνται ως αρετές είναι η επιμονή, η υπομονή, η λιτότητα και η αυτοδυναμία. Επίσης, οι επενδυτές τείνουν να προτιμούν τη μακροπρόθεσμη βιωσιμότητα και αποδοτικότητα παρά τα βραχυχρόνια κέρδη.

Τα συμπεράσματα που εξήγαγαν ήταν ότι τα επίπεδα προστασίας των επενδυτών σε κάθε χώρα και το ύψος των ρευστών διαθεσίμων σχετίζονται αρνητικά. Έτσι, χώρες με χαμηλό επίπεδο εταιρικής διακυβέρνησης τείνουν να διατηρούν περισσότερα ρευστά. Σε σχέση με τις υποθέσεις, διαπιστώνουν ότι οι επιχειρήσεις σε χώρες όπου οι πολίτες τείνουν να αποφεύγουν την αβεβαιότητα, είναι πιο σκληρές κοινωνικά και εστιάζουν περισσότερο στη μακροπρόθεσμη επιβίωση, διατηρούν και υψηλότερα ρευστά διαθέσιμα.

Άλλες παρόμοιες έρευνες έγιναν από διάφορους ερευνητές όπως οι Pinkowitz et al. (2006), οι οποίοι εξέτασαν επιχειρήσεις από 35 χώρες για ένα διάστημα 11 ετών με βάση δύο υποθέσεις. Αρχικά, ότι οι μέτοχοι μειοψηφίας εκτιμούν τα ρευστά διαθέσιμα λιγότερο σε χώρες με ελλιπή προστασία μετόχων και κατά δεύτερον ότι οι μέτοχοι μειοψηφίας εκτιμούν περισσότερο τα μερίσματα σε χώρες με μειωμένη προστασία των δικαιωμάτων των μετόχων. Τα συμπεράσματα επιβεβαιώνουν τις δύο

υποθέσεις, με αποτέλεσμα να συμπεραίνουν ότι τα προβλήματα αντιπροσώπευσης επηρεάζουν τις διάφορες αξιολογήσεις των ρευστών διαθεσίμων στις διάφορες χώρες. Παρόμοια αποτελέσματα είχαν και οι μελέτες των Kalcheva και Lins (2007) που συμπέραναν ότι οι εξωτερικοί επενδυτές μειώνουν την αξία των μετρητών που διατηρούνται σε εταιρίες που έχουν διοικητικά προβλήματα επειδή τα στελέχη φαίνεται να δρουν ανεξέλεγκτα και η προστασία των μετόχων είναι ανεπαρκής. Τέλος, οι Kusnadi και Wei (2001) διαπίστωσαν ότι σε χώρες με ισχυρή νομική προστασία των επενδυτών μειωσιμότητας, οι επιχειρήσεις τείνουν να μειώνουν τα ρευστά διαθέσιμα προς απάντηση στις αυξημένες ταμειακές ροές.

Η πλούσια βιβλιογραφία και ερευνητική αρθρογραφία για το συγκεκριμένο ζήτημα καταδεικνύει τη σημασία της εταιρικής διακυβέρνησης και της προστασίας των επενδυτών. Οι περισσότερες έρευνες τείνουν να συμφωνήσουν ότι όσο περισσότερο προστατευμένοι είναι οι επενδυτές και όσο μεγαλύτερος έλεγχος υπάρχει απέναντι στα στελέχη τόσο λιγότερα ρευστά διαθέσιμα διατηρούνται από τις επιχειρήσεις.

## 2.6 ΔΥΝΑΜΗ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟΥ ΚΛΑΔΟΥ

Ο τραπεζικός κλάδος επηρεάζει σε πολύ μεγάλο βαθμό τη λειτουργία των επιχειρήσεων καθώς αποτελεί έναν από τους πιο σημαντικούς αντισυμβαλλόμενους των επιχειρήσεων σε πολλά θέματα με κύριο αυτό της χρηματοδότησης. Έτσι, είναι λογικό τα χαρακτηριστικά του τραπεζικού κλάδου να επηρεάζουν με κάποιον τρόπο το ύψος των ρευστών διαθεσίμων της επιχείρησης.

Μία ενδιαφέρουσα έρευνα πάνω στο θέμα έγινε από τους Pinkowitz και Williamson (2001), οι οποίοι μελέτησαν δεδομένα από επιχειρήσεις σε τρεις διαφορετικές χώρες για μεγάλες χρονικές περιόδους. Συγκεκριμένα, εξέτασαν στοιχεία από αμερικάνικες εταιρίες για την περίοδο 1971-1994, γερμανικές εταιρίες για την περίοδο 1984-1994 και ιαπωνικές για την περίοδο 1974 με 1995. Οι ερευνητές ανέμεναν ότι οι ιαπωνικές εταιρίες λόγω του χρηματοπιστωτικού συστήματος της Ιαπωνίας, που προβλέπει αυστηρό έλεγχο και με επίκεντρο τα τραπεζικά ιδρύματα, τα ρευστά διαθέσιμα θα ήταν σε χαμηλότερα επίπεδα σε σχέση με πιο ελεύθερες αγορές.

Σε τέτοια συστήματα, τα κόστη αντιπροσώπευσης είναι χαμηλότερα λόγω λιγότερης ασύμμετρης πληροφόρησης και αντικατάστασης περιουσιακών στοιχείων. Έτσι, με τη μείωση της διαφοράς κόστους μεταξύ εσωτερικής και εξωτερικής χρηματοδότησης, θα ανέμενε κανείς να υπάρχουν μειωμένα ρευστά διαθέσιμα σε σχέση με τις Ηνωμένες Πολιτείες Αμερικής. Παρόλα αυτά, μετά τη στατιστική ανάλυση των δεδομένων, οι ερευνητές συμπέραναν ότι τα ρευστά διαθέσιμα είναι υψηλότερα στην Ιαπωνία σε σχέση τόσο με τις Ηνωμένες Πολιτείες Αμερικής όσο και με τη Γερμανία. Μια εξήγηση που μπορεί να δοθεί αφορά τη μονοπωλιακή δύναμη των ιαπωνικών τραπεζών λόγω του τεράστιου μεγέθους τους, ιδιαίτερα στα πρώτα χρόνια κατά τα οποία μελετήθηκε το ιαπωνικό δείγμα. Οι τράπεζες ουσιαστικά μείωναν το κόστος ελέγχου προς τις επιχειρήσεις ενθαρρύνοντάς τις να διατηρούν τεράστια ποσά μετρητών.

Σε δεύτερη ανάλυση, οι ερευνητές διαχώρισαν το χρονικό διάστημα σε υποπεριόδους για τις ιαπωνικές επιχειρήσεις. Διαπίστωσαν, ότι οι ιαπωνικές επιχειρήσεις διατηρούσαν ιδιαίτερος περισσότερα μετρητά στις περιόδους κατά τις οποίες η δύναμη των τραπεζών ήταν εντονότερη γεγονός που οδήγησε στη διαπίστωση ότι με αυτό τον τρόπο, οι τράπεζες ουσιαστικά αντλούσαν ένα είδος «ενοικίου» από τις επιχειρήσεις μέσα από τα ρευστά διαθέσιμα. Επίσης, φάνηκε ότι τράπεζες που ήταν σχετικά αποκλεισμένες από την τραπεζική αγορά διατηρούσαν λιγότερα ρευστά διαθέσιμα σε αντίθεση με επιχειρήσεις που είχαν ισχυρούς δεσμούς με συγκεκριμένες τράπεζες. Το τελικό συμπέρασμα που βγαίνει είναι ότι ένα τραπεζοκεντρικό σύστημα παρουσιάζει προβλήματα στην εταιρική διακυβέρνηση αν δεν υπάρχει κάποια άλλη εποπτεύουσα αρχή (όπως θα μπορούσαν να είναι μεγάλοι ομολογιούχοι ή μη χρηματοπιστωτικά ιδρύματα εταιρικής διακυβέρνησης). Το συγκεκριμένο φαινόμενο εμφανίζεται ακόμα και σήμερα σε αναπτυσσόμενες αγορές που δεν έχουν ολοκληρωμένους ελεγκτικούς οργανισμούς.

Μια ακόμα σχετική έρευνα για την ιαπωνική αγορά έγινε από τους Weinstein και Yafeh (1998) οι οποίοι μελέτησαν δύο διαφορετικά δείγματα εταιριών από την ιαπωνική αγορά. Το πρώτο δείγμα αποτελούταν από επιχειρήσεις οι οποίες είχαν ισχυρούς δεσμούς με τραπεζικά ιδρύματα και ευκολότερη πρόσβαση σε εξωτερική χρηματοδότηση. Το δεύτερο δείγμα αποτελούταν από επιχειρήσεις απομακρυσμένες από τη χρηματοδοτική αγορά. Η έρευνα είχε ως επίκεντρο την κερδοφορία των

επιχειρήσεων των δύο δειγμάτων αλλά κατάδειξε κάποιες πτυχές που αφορούσαν τη ρευστότητα και τη διατήρηση ρευστών διαθεσίμων. Οι επιχειρήσεις με στενή συνεργασία με τις τράπεζες παρότι είχαν αμεσότερη πρόσβαση σε χρηματοδότηση δεν παρουσίαζαν υψηλότερη κερδοφορία. Αυτό οφείλεται στο γεγονός ότι πλήρωναν υψηλότερα κόστη για τα αντληθέντα κεφάλαια. Επίσης, οι τράπεζες ουσιαστικά απέτρεπαν αυτές τις επιχειρήσεις να εμπλακούν σε επικίνδυνες αλλά και πιο κερδοφόρες επενδύσεις υπό τον φόβο της αποτυχίας, κάτι που δεν ίσχυε για τις επιχειρήσεις που επένδυναν στηριζόμενες κυρίως σε ίδια κεφάλαια. Αυτή η φαινομενική αντίφαση (ρευστότητα που δεν μεταφράζεται σε κερδοφορία) οδηγεί στο συμπέρασμα ότι όσο περισσότερο έλεγχο ασκούν τα τραπεζικά ιδρύματα, τόσο υψηλότερα ρευστά διαθέσιμα διατηρούν οι επιχειρήσεις.

Τα τελευταία χρόνια, οι αγορές έχουν γίνει πιο ελεύθερες και οι τράπεζες δεν ασκούν τόσο ισχυρό έλεγχο. Έχουν αναπτυχθεί καλύτεροι ελεγκτικοί μηχανισμοί και έχουν ιδρυθεί οργανισμοί που ασκούν έλεγχο τόσο στις επιχειρήσεις όσο και στις τράπεζες με αποτέλεσμα η προσπάθεια για απεμπλοκή του ενός από τον άλλον να βρίσκεται σε καλό σημείο. Άλλωστε, ο πρωταρχικός ρόλος των τραπεζών<sup>7</sup> δεν είναι να ελέγχουν τις επιχειρήσεις αλλά να αναδιανέμουν με αποτελεσματικό τρόπο τα διαθέσιμα κεφάλαια από τις πλεονασματικές στις ελλειμματικές επιχειρήσεις.

## 2.7 ΠΙΘΑΝΟΤΗΤΑ ΧΡΕΟΚΟΠΙΑΣ Η΄ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΔΥΣΧΕΡΕΙΩΝ

Η οικονομία στην εποχή της τεχνολογίας και του διαδικτύου λειτουργεί με έναν ιδιαίτερο τρόπο. Οι πληροφορίες διαδίδονται με μεγάλη ταχύτητα και οι μεγάλες επιχειρήσεις είναι δύσκολο να κρύψουν κάποιες από τις πτυχές τους. Οι φήμες ή ακόμα και οι προβλέψεις μπορούν να επηρεάσουν θετικά ή αρνητικά μια επιχείρηση με βάση ένα γεγονός που φημολογείται ότι θα συμβεί ή συγκεντρώνει κάποιες πιθανότητες. Η πιθανότητα χρεοκοπίας μιας επιχείρησης ή απλά η αντιμετώπιση συγκεκριμένων οικονομικών προβλημάτων επηρεάζει σαφέστατα μια επιχείρηση και ασκεί κάποια επιρροή στην απόφασή της για διακράτηση ή μη ρευστών διαθεσίμων.

Μία έρευνα για τους προσδιοριστικούς παράγοντες ρευστών διαθεσίμων που λαμβάνει υπόψη και τη συγκεκριμένη μεταβλητή είναι αυτή των Teruel και Solano

---

<sup>7</sup> Νούλας Αθ., (2000), «Χρήμα και τράπεζες», Πανεπιστήμιο Μακεδονίας, Θεσσαλονίκη

(2008), οι οποίοι ανάμεσα σε άλλους παράγοντες εξέτασαν και την πιθανότητα οικονομικών δυσχερειών. Για να μετρήσουν την πιθανότητα οικονομικών δυσχερειών χρησιμοποίησαν τον τύπο του ZSCORE που πρότεινε ο Altman το 1968, ο οποίος είναι ο εξής:

$$ZSCORE = 0.104 * X1 + 1.010 * X2 + 0.106 * X3 + 0.003 * X4 + 0.169 * X5$$

όπου X1 = κεφάλαιο κίνησης / σύνολο περιουσιακών στοιχείων

X2 = Διακρατηθέντα κέρδη / σύνολο περιουσιακών στοιχείων

X3 = Καθαρά λειτουργικά κέρδη / σύνολο περιουσιακών στοιχείων

X4 = Λογιστική αξία κεφαλαίου / λογιστική αξία χρέους

X5 = πωλήσεις / σύνολο περιουσιακών στοιχείων

Όσο υψηλότερη τιμή έχει ο δείκτης, τόσο χαμηλότερο κίνδυνο οικονομικής δυσχέρειας έχει η συγκεκριμένη επιχείρηση. Με βάση τη στατιστική ανάλυση που ακολούθησε, οι ερευνητές δεν κατέληξαν σε συγκεκριμένα συμπεράσματα. Τα αποτελέσματα ήταν αντιφατικά. Από τη μια, υπάρχει μια θετική επίδραση στο ύψος των διακρατούμενων ρευστών διαθεσίμων, και αυτό επειδή οι επιχειρήσεις που κινδυνεύουν από οικονομικά προβλήματα συγκεντρώνουν ρευστά διαθέσιμα για να τα αντιμετωπίσουν. Από την άλλη, υπάρχει μια αρνητική επίδραση που οφείλεται στο γεγονός ότι όσο χειροτερεύει η οικονομική κατάσταση μιας επιχείρησης, τόσο λιγότερα καταλήγουν να είναι τα ρευστοποιήσιμα περιουσιακά στοιχεία αφού η επιχείρηση αναγκάζεται να τα εκποιήσει ώστε να ανταπεξέλθει στις τρέχουσες υποχρεώσεις της. Οι παράγοντες που επηρέαζαν τα διακρατούμενα ρευστά διαθέσιμα θετικά ήταν οι ταμιακές ροές, το βραχυπρόθεσμο χρέος και η μόχλευση ενώ αρνητικά τα υποκατάστατα των ρευστών διαθεσίμων και ο τραπεζικός δανεισμός.

Μια ακόμα έρευνα είναι αυτή των Guney et al. (2003), στην οποία συνδύασαν κάποιους παράγοντες για να εξάγουν συμπεράσματα για την επίδρασή τους στα ρευστά διαθέσιμα. Σύμφωνα με τα αποτελέσματα, κατέληξαν ότι η ισχυρή και αυστηρή νομοθεσία και η προστασία των επενδυτών αυξάνει την πιθανότητα χρεοκοπίας και οικονομικών δυσχερειών, γεγονός που προϋποθέτει μεγαλύτερη συγκέντρωση ρευστών διαθεσίμων ως μέτρο προστασίας έναντι των διαφόρων οικονομικών προβλημάτων που αναμένονται. Στα ίδια συμπεράσματα κατέληξαν και



οι Ferreira και Vilela (2004), που υποστήριξαν ότι η διατήρηση υψηλών ρευστών διαθεσίμων μειώνει την πιθανότητα χρεοκοπίας ενώ παράλληλα επιτρέπει την ανάληψη επενδυτικών πολιτικών και ελαττώνει τα κόστη του εξωτερικού δανεισμού και της ρευστοποίησης των υπαρχόντων περιουσιακών στοιχείων.

Τα αντίθετα αποτελέσματα είχε η έρευνα των Kim et al. (1998), οι οποίοι μελέτησαν τα αποτελέσματα της απόφασης της διοίκησης μιας επιχείρησης να επενδύσει σε ρευστοποιήσιμα περιουσιακά στοιχεία σε περιπτώσεις όπου ο εξωτερικός δανεισμός είναι ακριβός. Τα συμπεράσματα στα οποία κατέληξαν, ήταν ότι οι επιχειρήσεις με μεγαλύτερη πιθανότητα χρεοκοπίας, μείωναν το ύψος των ρευστών διαθεσίμων τους, λόγω των αυξανόμενων υποχρεώσεων, οι οποίες δεν τους επέτρεπαν να διατηρούν υψηλά ρευστά διαθέσιμα καθώς αναγκάζονταν να τα χρησιμοποιούν αμέσως μόλις εισέρχονταν στα ταμεία τους.

Ουσιαστικά, αντιλαμβάνεται κανείς ότι η πιθανότητα οικονομικών προβλημάτων δεν μπορεί από μόνη της να επηρεάσει θετικά ή αρνητικά το ύψος των ρευστών διαθεσίμων αλλά απλά ενισχύει τη μία ή την άλλη τάση ανάλογα με την επίδραση που έχουν άλλοι, ισχυρότεροι παράγοντες που μπορεί να σχετίζονται με την εταιρική διακυβέρνηση ή με την γενικότερη οικονομική κατάσταση της χώρας και της αγοράς στην οποία δραστηριοποιείται η κάθε επιχείρηση.

## 2.8 ΝΟΜΟΘΕΤΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ-NΟΜΙΚΟ ΠΕΡΙΒΑΛΛΟΝ

Η πολυπλοκότητα των αγορών και του επιχειρηματικού κόσμου οδηγεί σε αρκετές νομοθετικές ρυθμίσεις που καθορίζουν κάποιες συμπεριφορές ή κάποιους προσδιοριστικούς παράγοντες των σχέσεων των επιχειρήσεων με άλλες επιχειρήσεις ή με άλλους αντισυμβαλλόμενους (π.χ. πιστωτές, τράπεζες, κράτος, προμηθευτές, πελάτες). Το πλέγμα των νόμων και κανόνων που ισχύουν σε μια χώρα επηρεάζει σαφέστατα τη συνολική λειτουργία της κάθε επιχείρησης. Αξίζει λοιπόν, να μελετηθεί η επιρροή που ασκείται στο θέμα των ρευστών διαθεσίμων.

Έχει γίνει ήδη αναφορά στη θεωρία αντιπροσώπευσης και στα προβλήματα που αντιμετωπίζουν οι επιχειρήσεις εξαιτίας των αντικρουόμενων συμφερόντων μεταξύ των ιδιοκτητών – μετόχων, των στελεχών και μελών των διοικητικών συμβουλίων και των πιστωτών και ομολογιούχων μιας επιχείρησης. Τα κόστη που

προκύπτουν από αυτά τα προβλήματα είναι μεγάλα. Το ρυθμιστικό πλαίσιο λογικά διαδραματίζει σημαντικό ρόλο στην ελάττωση αυτών των κοστών. Σύμφωνα με τους La Porta et al. (1997), το ύψος του κόστους αντιπροσώπευσης ποικίλει ανάλογα με τον βαθμό αυστηρότητας του νομοθετικού πλαισίου και το βαθμό προστασίας των εξωτερικών επενδυτών. Αυτός ο παράγοντας επηρεάζει τις δυνατότητες εξωτερικού δανεισμού μιας επιχείρησης. Για παράδειγμα, σε μια χώρα όπου η προστασία που δέχονται οι εξωτερικοί δανειστές είναι μικρή, τα αναμενόμενα κόστη αντιπροσώπευσης θα είναι υψηλότερα και η πρόσβαση σε εξωτερική χρηματοδότηση θα είναι δυσκολότερη. Λόγω αυτών των συνθηκών, οι επιχειρήσεις είναι πιθανότερο να συγκεντρώνουν μετρητά ώστε να αντιμετωπίζουν έκτακτα γεγονότα. Με άλλα λόγια, όσο πιο αυστηρό είναι το νομικό περιβάλλον τόσο λιγότερα ρευστά διαθέσιμα θα είναι υποχρεωμένη να διατηρεί μια επιχείρηση αφού η πρόσβασή της σε εξωτερικές πηγές χρηματοδότησης θα είναι ευκολότερη.

Ενδιαφέρον παρουσιάζει η έρευνα των Guney et al. (2003), οι οποίοι μελέτησαν, μεταξύ άλλων, την επίδραση των νομικών χαρακτηριστικών μιας χώρας στα κίνητρα των επιχειρήσεων να διατηρούν μετρητά μέσα από διάφορες μεταβλητές. Πρώτον, χρησιμοποίησαν μια μεταβλητή που καταδεικνύει την ποιότητα της επιβολής του νόμου και την ονόμασαν «rule of law», η οποία αποτελεί μια αξιολόγηση των επενδυτών που δρουν σε διάφορες χώρες, του νόμου και του γενικότερου ρυθμιστικού περιβάλλοντος στο οποίο λειτουργούν. Η δεύτερη μεταβλητή «anti-director rights index», αφορά τα δικαιώματα των μετόχων ως προς την δυνατότητα που τους δίνεται να ψηφίζουν στις γενικές συνελεύσεις μέσω αλληλογραφίας, την πιθανότητα αθροιστικών ψήφων για τους διευθυντές, την ευκολία με την οποία μπορεί να οργανωθεί μια επιπλέον συνέλευση μετόχων εκτός από τις προγραμματισμένες αλλά και τους νομικούς μηχανισμούς προστασίας των μετόχων μειοψηφίας από την εκμετάλλευση που μπορεί να υφίστανται από τα στελέχη. Η τρίτη μεταβλητή «creditor rights index», αφορά τα δικαιώματα των πιστωτών οι οποίοι αποτελούν ακόμα μία σημαντική ομάδα ενδιαφερομένων στο περιβάλλον μιας επιχείρησης. Η συγκεκριμένη μεταβλητή συγκεντρώνει όλα τα σχετικά δικαιώματα που μπορεί να έχουν οι πιστωτές κατά τη διάρκεια της ρευστοποίησης ή της αναδιοργάνωσης μιας επιχείρησης. Άλλοι παράγοντες που επηρεάζουν τον τελευταίο δείκτη είναι η δυνατότητα των στελεχών να αναζητούν προστασία από τους πιστωτές, η προαιρετική

αποπομπή του διοικητικού συμβουλίου σε περίπτωση αναδιοργάνωσης, η έλλειψη αυτεπάγγελτων δικαιωμάτων πάνω σε κάποια περιουσιακά στοιχεία και η εξασφαλισμένη προτεραιότητα κάποιων ομάδων πιστωτών έναντι των υπολοίπων ενδιαφερόμενων μερών. Βαθμολόγησαν τις τρεις μεταβλητές που αναφέρθηκαν παραπάνω για 4 χώρες, τη Γαλλία, τη Γερμανία, το Ηνωμένο Βασίλειο και την Ιαπωνία και εξήγαγαν τα συμπεράσματα του παρακάτω πίνακα.

**Πίνακας 2: Βαθμολόγηση μεταβλητών αξιολόγησης νομικού περιβάλλοντος**

	Συγκέντρωση ιδιοκτησίας	Δικαιώματα πιστωτών	Δικαιώματα μετόχων	Δύναμη νομικού πλαισίου
Γαλλία	0,24	0	2	1,22
Γερμανία	0,50	3	1	1,57
Ηνωμένο Βασίλειο	0,15	4	4	1,59
Ιαπωνία	0,13	2	3	1,61

Πηγή: Guney, Ozkan και Ozkan (2003) και La Porta (1997)

Σημειώσεις: 1. Η συγκέντρωση ιδιοκτησίας προκύπτει από το μέσο ποσοστό ιδιοκτησίας των τριών μεγαλύτερων ιδιοκτητών για τις 10 μεγαλύτερες επιχειρήσεις

2. Δικαιώματα πιστωτών: Πρόκειται για ένα δείκτη που υποδηλώνει το βαθμό συγκέντρωσης των δικαιωμάτων των πιστωτών. Κυμαίνεται από 0 έως 4

3. Δικαιώματα μετόχων: Η κλίμακα είναι από 0 έως 5

4. Δύναμη νομικού πλαισίου «rule of law»: Αξιολογείται η παράδοση του νόμου και της τάξης στη χώρα από το 0 μέχρι το 10. όσο χαμηλότερη η τιμή τόσο μικρότερη η παράδοση

Μετά την εξέταση των αποτελεσμάτων του παραπάνω πίνακα, οι ερευνητές κατέληξαν σε κάποια ενδιαφέροντα συμπεράσματα. Τα δικαιώματα των πιστωτών ήταν μεγαλύτερα στο Ηνωμένο Βασίλειο και λιγότερα στη Γαλλία. Παράλληλα, στο Ηνωμένο Βασίλειο ασκείτο ισχυρότερος έλεγχος προς τα στελέχη προστατεύοντας τα δικαιώματα των μετόχων ενώ η Γερμανία ερχόταν τελευταία σε αυτό το δείκτη. Τη μεγαλύτερη συγκέντρωση ιδιοκτησίας την είχαν οι γερμανικές επιχειρήσεις όπου οι τρεις βασικοί μέτοχοι διατηρούσαν ποσοστό ίσο με το 50% των συνολικών μετοχών ενώ αντίθετα, στην Ιαπωνία και στο Ηνωμένο Βασίλειο, η ιδιοκτησία ήταν ιδιαίτερα διεσπαρμένη. Η συγκέντρωση που παρατηρούταν στη Γερμανία μπορεί να είχε επιπτώσεις λόγω των προβλημάτων αντιπροσώπευσης. Τέλος, το πιο παραδοσιακό και αυστηρό νομοθετικό πλαίσιο φαίνεται ότι βρισκόταν στην Ιαπωνία με τιμή του αντίστοιχου δείκτη ίση με 1,69.

Μετά την στατιστική ανάλυση των δεδομένων που άντλησαν οι ερευνητές για επιχειρήσεις από τις τέσσερις χώρες για την περίοδο 1983-2000 κατέληξαν στα εξής συμπεράσματα:

1. η αυστηρή νομοθεσία και η ισχυρή προστασία των πιστωτών αυξάνει τις πιθανότητες για χρεοκοπία, το οποίο με τη σειρά του επιβάλλει διατήρηση περισσότερων ρευστών διαθέσιμων ως προστασία για την αποφυγή της χρεοκοπίας
2. σε χώρες με υψηλή συγκέντρωση κεφαλαίου, τα κόστη εξωτερικού δανεισμού είναι χαμηλότερα με αποτέλεσμα να μη χρειάζεται οι επιχειρήσεις να διατηρούν ιδιαίτερος υψηλά ρευστά διαθέσιμα
3. η ύπαρξη ισχυρών αναχωμάτων προστασίας για τους μετόχους έχει μια αρνητική επίδραση στα ρευστά διαθέσιμα αφού σε αυτές τις χώρες η πρόσβαση σε εξωτερική χρηματοδότηση είναι ευκολότερη γεγονός που μειώνει την εξάρτηση από εσωτερικές πηγές χρηματοδότησης

Τα συμπεράσματα αυτά δεν μπορούν να δημιουργήσουν μια ακριβή κατάταξη των τεσσάρων χωρών που μελετήθηκαν αφού τα αποτελέσματα είναι αντικρουόμενα.

Μια τελευταία έρευνα που αξίζει να αναφερθεί σχετικά με το ζήτημα του νομικού περιβάλλοντος είναι αυτή των Kusnadi και Wei (2011). Οι δύο ερευνητές ανέπτυξαν και εξέτασαν τις εξής σχετικές υποθέσεις:

Υπόθεση 1<sup>η</sup>: Οι επιχειρήσεις σε χώρες με ισχυρή νομική προστασία επενδυτών δείχνουν χαμηλότερη ευαισθησία στη ροή των μετρητών σε σχέση με επιχειρήσεις σε χώρες με ανεπαρκή νομική προστασία των επενδυτών

Υπόθεση 2<sup>η</sup>: οι επιδράσεις των οικονομικών περιορισμών και της νομικής προστασίας στην ευαισθησία των ταμειακών ροών θα πρέπει να είναι πιο σημαντικές σε χώρες με χαμηλή προστασία επενδυτών (οικονομικά περιορισμένες επιχειρήσεις) σε σχέση με επιχειρήσεις σε χώρες με ισχυρή προστασία επενδυτών

Υπόθεση 3<sup>η</sup>: η νομική προστασία των επενδυτών αποτελεί τον μεγαλύτερο παράγοντα επηρεασμού της ευαισθησίας των ταμειακών ροών μιας επιχείρησης

Υπόθεση 4: Οι επιδράσεις της νομικής προστασίας και των οικονομικών περιορισμών στην ευαισθησία των ταμειακών ροών πρέπει να είναι σημαντικότερες για επιχειρήσεις που έχουν μεγαλύτερες ανάγκες αντιστάθμισης

Αντλώντας δεδομένα από εταιρίες 39 χωρών, 79.950 παρατηρήσεις (επιχειρήσεις – έτη), μελέτησαν τις παραπάνω υποθέσεις που αφορούν το νομικό περιβάλλον και συμπέραναν ότι επιχειρήσεις σε χώρες με αυστηρά νομικά πλαίσια και ισχυρή προστασία των μετόχων μειωψηφίας παρουσιάζουν μικρότερη ευαισθησία στις ταμειακές τους ροές. Διαπίστωσαν ότι, η νομοθεσία βοηθάει τις επιχειρήσεις να αντλούν χρηματοδότηση από εξωτερικές πηγές αφού αμβλύνονται οι δυσκολίες. Έτσι, σε αυτές τις χώρες η πίεση για συγκέντρωση ρευστών διαθεσίμων είναι μικρότερη αφού υπάρχει πάντα διαθέσιμη η εξωτερική χρηματοδότηση. Περαιτέρω, διαπίστωσαν ότι η νομική προστασία των επενδυτών αποτελεί έναν από τους πρωταρχικούς παράγοντες που επηρεάζουν την πολιτική των επιχειρήσεων στη διαχείριση των ρευστών διαθεσίμων.

Γενικότερα, μπορεί να υποστηριχθεί ότι υπάρχουν αντικρουόμενες απόψεις για το ζήτημα της αυστηρότητας του νομοθετικού πλαισίου. Ο τελικός συσχετισμός που προκύπτει με το ύψος των ρευστών διαθεσίμων εν τέλει σχετίζεται και με άλλους παράγοντες ταυτόχρονα που επηρεάζονται από το ρυθμιστικό δίκαιο που επικρατεί.

## 2.9 ΠΛΗΡΩΜΗ ΜΕΡΙΣΜΑΤΩΝ

Τελευταίος προσδιοριστικός παράγοντας που πρέπει να ερευνηθεί είναι η πληρωμή ή μη μερισμάτων προς τους μετόχους. Η σύνδεση των μερισμάτων με τα ρευστά διαθέσιμα είναι εμφανής αφού οι δύο πολιτικές συνδέονται άμεσα. Η επιθυμία της επιχείρησης να μοιράσει μερίσματα στους μετόχους σχετίζεται με την πολιτική της στη διακράτηση ρευστών διαθεσίμων.

Μία έρευνα που αναφέρεται στα μερίσματα ως προσδιοριστικό παράγοντα ρευστών διαθεσίμων είναι η έρευνα των Kim et al. (2011) που εστιάζει στον κλάδο των εστιατορίων και περιλαμβάνει 125 εισηγμένα αμερικάνικα εστιατόρια για την περίοδο 1997-2008. Η στατιστική ανάλυση μιας σχετικής μεταβλητής έδειξε ότι οι επιχειρήσεις εστίασης (εστιατόρια) που έχουν ως πολιτική την παροχή μερισμάτων

διατηρούν λιγότερα μετρητά και ρευστοποιήσιμα περιουσιακά στοιχεία. Επίσης, οι επιχειρήσεις που δίνουν μερίσματα μπορούν να συγκεντρώσουν κεφάλαια σε χαμηλότερο κόστος με την περικοπή των μερισμάτων. Ουσιαστικά, τα μερίσματα θεωρούνται ως ένα υποκατάστατο μετρητών που μπορεί να αποτελέσει τη λύση σε προβλήματα ρευστότητας. Σε περίπτωση που μια επιχείρηση δεν δίνει μερίσματα, δεν θα έχει στη διάθεσή της αυτό το χρηματοδοτικό πλάνο, με αποτέλεσμα να βρίσκεται στο έλεος των αγορών. Τέλος, από τη μελέτη φάνηκε ότι οι επιχειρήσεις εστίασης που πληρώνουν μερίσματα κινούνται σε πιο ασφαλείς πολιτικές με αποτέλεσμα να έχουν ευκολότερη πρόσβαση σε εξωτερική χρηματοδότηση. Τη συγκεκριμένη άποψη υποστηρίζουν αρκετοί μελετητές όπως οι Ferreira και Vilela (2004) σε άρθρο που έχει ήδη αναφερθεί παραπάνω.

Υπάρχει όμως και η αντίθετη άποψη που υποστηρίζεται από τους Ozkan και Ozkan (2004) που θεωρούν ότι οι επιχειρήσεις που έχουν ως πολιτική τους τη διαμοίραση μερισμάτων από φόβο μήπως ξεμείνουν από ρευστό και δεν μπορέσουν να εκπληρώσουν τη συγκεκριμένη υποχρέωσή τους, διακρατούν ακόμα περισσότερα ρευστά διαθέσιμα. Παρόμοια συμπεράσματα εξήγαγαν οι Opler et al. (1997), οι οποίοι μετά από μελέτη αμερικανικών επιχειρήσεων για την περίοδο 1971-1994 διαπίστωσαν μια θετική σχέση μεταξύ ρευστών διαθεσίμων και των μερισματικών πολιτικών. Αρκετές πάντως είναι οι έρευνες που δεν κατέληξαν σε κάποιο συγκεκριμένο συμπέρασμα για το ζήτημα αυτό.

Η μερισματική πολιτική μιας επιχείρησης είναι ιδιαίτερος σημαντική ως προς τον τρόπο με τον οποίο την αντιμετωπίζει η αγορά είτε από την πλευρά των επενδυτών είτε από την πλευρά των τραπεζών. Το γεγονός ότι τα μερίσματα ουσιαστικά αποτελούν μια μορφή ρευστών διαθεσίμων και πηγή χρηματοδότησης οδηγεί πολλές επιχειρήσεις να υιοθετούν αυτή την πολιτική. Τα αντικρουόμενα αποτελέσματα των ερευνών αποδεικνύουν ότι ένας και μόνος παράγοντας δεν μπορεί να επηρεάσει τη συνολική πολιτική διακράτησης ρευστών διαθεσίμων.

## 2.10 ΣΥΝΟΠΤΙΚΗ ΠΑΡΟΥΣΙΑΣΗ ΕΜΠΕΙΡΙΚΩΝ ΕΡΕΥΝΩΝ

Οι Teruel et al. (2009) χρησιμοποιώντας δυναμική ανάλυση δεδομένων πάνελ (dynamic panel data analysis) και με χρήση της γενικευμένης μεθόδου των ροπών (GMM) σε 65 Ισπανικές εισηγμένες εταιρείες για την περίοδο 1995-2001, κατέληξαν ότι υπάρχει αρνητική συσχέτιση μεταξύ ασύμμετρης πληροφόρησης και ποιότητας οικονομικών πληροφοριών και λογιστικών δεδομένων. Η αυξανόμενη ροή των παρεχόμενων οικονομικών στοιχείων μειώνει την ασύμμετρη πληροφόρηση και μειώνει την ανάγκη διακράτησης ρευστών διαθεσίμων ενώ παράλληλα βελτιώνει τις ευκαιρίες και την αποτελεσματικότητα των επενδύσεων. Επίσης, μειώνει το κόστος χρηματοδότησης του χρέους και αποτρέπει τις δαπανηρές επιλογές εξωτερικής χρηματοδότησης. Αποδεικνύουν, ότι η διακράτηση ρευστών διαθεσίμων μειώνεται όταν αυξάνεται ο τραπεζικός δανεισμός, η μόχλευση και τα υποκατάστατα των ρευστών διαθεσίμων ενώ παρατηρούν ότι υπάρχει θετική συσχέτιση μεταξύ ρευστών διαθεσίμων και ταμειακών ροών.

Οι Guney et al. (2003) επικεντρώθηκαν στο ρόλο που διαδραματίζει η νομική δομή της χώρας και η ιδιοκτησιακή δομή των επιχειρήσεων στον καθορισμό των ρευστών διαθεσίμων. Ένας υψηλός βαθμός προστασίας του μετόχου (πιστωτή) συνδέεται με χαμηλότερα ταμειακά διαθέσιμα. Επίσης η συγκέντρωση ιδιοκτησίας ασκεί αρνητική επίδραση στα ταμειακά επίπεδα. Οι επιχειρήσεις έχουν την τάση να προσαρμόσουν τα επίπεδα των διακρατούμενων ρευστών διαθεσίμων προς ένα επίπεδο-στόχο διαθεσίμων. Μελετώντας στοιχεία 3.989 επιχειρήσεων από την Ιαπωνία, Γερμανία, Γαλλία και Αγγλία για την περίοδο 1983-2000 και με χρήση της γενικευμένης μεθόδου των ροπών (GMM), καταλήγουν ότι η ταχύτητα προσαρμογής των ταμειακών διαθεσίμων για τη Γαλλία, Γερμανία και Ιαπωνία είναι παρόμοια, ενώ οι επιχειρήσεις στο Ηνωμένο Βασίλειο φαίνεται να προσαρμόζονται πιο γρήγορα στο επίπεδο-στόχο. Οι Ιαπωνικές και Γαλλικές επιχειρήσεις διακρατούν περισσότερα ρευστά διαθέσιμα από τις Αγγλικές και Γερμανικές.

Σε μελέτη τους οι Ozkan A. και Ozkan N. (2004) χρησιμοποιώντας δυναμική ανάλυση δεδομένων πάνελ και εφαρμόζοντας τη γενικευμένη μέθοδο των ροπών σε

δείγμα 1.029 Αγγλικών επιχειρήσεων για την περίοδο 1984-1999, διερεύνησαν την σχέση που υπάρχει μεταξύ εταιρικής διακυβέρνησης και διακράτησης ρευστών διαθεσίμων. Εξετάζουν τον ρόλο της ιδιοκτησιακής δομής της εταιρίας στον καθορισμό των ρευστών διαθεσίμων και προσδιορίζουν μια μονοτονική σχέση μεταξύ τους. Εστιάζουν στη σχέση μεταξύ του διευθυντικού ιδιοκτησιακού καθεστώτος και της διακράτησης ρευστών διαθεσίμων. Οι οικογενειακές επιχειρήσεις φαίνεται να διακρατούν περισσότερα ρευστά διαθέσιμα από τις υπόλοιπες. Επιπλέον, καταλήγουν ότι οι ταμειακές ροές και οι ευκαιρίες ανάπτυξης των επιχειρήσεων ασκούν θετικές επιπτώσεις στη διακράτηση ρευστών διαθεσίμων ενώ από την άλλη υπάρχει αρνητική συσχέτιση μεταξύ ρευστών διαθεσίμων, μόχλευσης, τραπεζικού δανεισμού και υποκατάστατων των ρευστών διαθεσίμων. Τέλος, καταλήγουν ότι η ετερογένεια μέσα σε μια εταιρεία επηρεάζει σημαντικά τις αποφάσεις για το ύψος των διακρατούμενων ρευστών διαθεσίμων.

Οι Drobetz και Grüniger (2007) αναλύοντας τη δομή της εταιρικής διακυβέρνησης 156 ελβετικών εταιριών για την περίοδο 1995-2004 με χρήση της γενικευμένης μεθόδου των ροπών (GMM), καταγράφουν μια μη γραμμική σχέση μεταξύ διαχείρισης ιδιοκτησίας και ρευστών διαθεσίμων και καταλήγουν σε αρνητική σχέση μεταξύ μεγέθους, βαθμού παγιοποίησης και διαθεσίμων. Επιπλέον, αποδεικνύουν μια μη γραμμική σχέση μεταξύ δείκτη μόχλευσης και ρευστότητας. Για τη διανομή μερισμάτων και τις ταμειακές ροές προκύπτει μια θετική συσχέτιση, ενώ για τις ευκαιρίες ανάπτυξης δεν ανιχνεύτηκε καμία σημαντική επιρροή. Οι περισσότερες διαπιστώσεις ερμηνεύονται από τα κόστη συναλλαγών και από το κίνητρο προφύλαξης. Τέλος, επιχειρήσεις στις οποίες ο διευθύνων σύμβουλος είναι ταυτόχρονα και πρόεδρος του διοικητικού συμβουλίου τείνουν να έχουν στην κατοχή τους περισσότερα ρευστά διαθέσιμα.

Ο Couderc (2005) μελετώντας με δυναμική ανάλυση δεδομένων πάνελ και χρήση της γενικευμένης μεθόδου των ροπών, 4515 επιχειρήσεις από την Γερμανία, Αγγλία, Καναδά, Γαλλία και ΗΠΑ για την περίοδο 1989-2002, καταλήγει στο συμπέρασμα ότι η υπερβολική διακράτηση ρευστών διαθεσίμων οδηγεί σε χαμηλές εταιρικές επιδόσεις και ότι τα ρευστά διαθέσιμα μειώνονται σε θεσμικά πλαίσια που



είναι υπέρ των δικαιωμάτων των μετόχων. Επιπρόσθετα, αποδεικνύει ότι το επίπεδο των ρευστών διαθεσίμων σχετίζεται θετικά με το μέγεθος, τις ταμειακές ροές, τη μεταβλητότητα, και την εμπορική αξία της εταιρείας και αρνητικά με την ρευστότητα, το ρυθμό επένδυσης και με το χρέος.

Οι Afza και Adnan (2007) διερεύνησαν τους παράγοντες που καθορίζουν το ύψος των διακρατούμενων ρευστών διαθεσίμων χρησιμοποιώντας ανάλυση παλινδρόμησης δεδομένων πάνελ σε δείγμα 205 εισηγμένων πακιστανικών εταιριών κατά την περίοδο 1998-2005. Στη μελέτη συμπεραίνουν ότι, όταν ο λόγος της χρηματιστηριακής προς τη λογιστική αξία είναι υψηλός, γεγονός που υποδεικνύει λιγοςτές ευκαιρίες επένδυσης, οδηγεί τους μάνατζερς να διατηρούν αυξημένα επίπεδα ρευστών διαθεσίμων, προκειμένου να εξασφαλίσουν τα απαιτούμενα κονδύλια για επενδύσεις σε αναπτυξιακά προγράμματα τα οποία μπορεί να αποφέρουν τελικά αρνητική ΚΠΑ. Οι πακιστανικές επιχειρήσεις χρηματοδοτούν τις επενδύσεις από τα μη διανεμηθέντα κέρδη και έπειτα στρέφονται προς τον δανεισμό, το οποίο προκύπτει από το θετικό πρόσημο της αναλογίας των ταμειακών ροών προς τα περιουσιακά στοιχεία. Το συμπέρασμα αυτό μπορεί να είναι αντίθετο με το trade off μοντέλο και τα αποτελέσματα μελετών σε αναπτυγμένες χώρες, αλλά μπορεί να αποδοθεί στο υψηλό κόστος εξωτερικής χρηματοδότησης που υπάρχει στο Πακιστάν. Τέλος, καταλήγουν σε θετική συσχέτιση μεταξύ μεγέθους και ρευστών διαθεσίμων και σε αρνητική με τα υποκατάστατα των ρευστών διαθεσίμων, τη μόχλευση και τη διανομή μερισμάτων.

Ο Koshio (2003) προσπάθησε να προσεγγίσει το πώς λαμβάνονται οι αποφάσεις σχετικά με το επίπεδο των διακρατούμενων ρευστών διαθεσίμων και πως αυτό επηρεάζεται από τις πολιτικές μανατζμεντ. Μελετώντας 396 Βραζιλιάνικες εταιρίες, χρησιμοποιώντας γραμμικές παλινδρομήσεις σε δεδομένα πάνελ για τα έτη 1994-2003, διαπίστωσε ότι όσο μεγαλύτερο είναι το μέγεθος της εταιρίας, τα αποθέματα, η μόχλευση και η πολιτική πληρωμής μερισμάτων, τόσο μεγαλύτερο και το επίπεδο των διατηρούμενων ρευστών διαθεσίμων. Τα μεγάλα λειτουργικά κέρδη σχετίζονται με αυξανόμενα επίπεδα διακράτησης ρευστών διαθεσίμων, βοηθώντας την αυτοχρηματοδότηση της επιχείρησης. Αποτέλεσμα αυτού, να μην υπάρχει αύξηση του

χρέους και να μεγαλώνει σε μέγεθος η επιχείρηση. Όταν η χρηματοδότηση πραγματοποιείται με δανεισμό, οι επιχειρήσεις τείνουν να διακρατούν μετρητά για συναλλαγές και για κίνητρο προφύλαξης, που ενδεχομένως να ενισχύεται από τις ασυμμετρίες πληροφόρησης, τις δαπάνες εξυπηρέτησης του χρέους, τη διοικητική διακριτική ευχέρεια. Επιπλέον μετρητά, προκύπτει ότι διατηρούνται και για κίνητρα arbitrage. Αντίθετα, οι επενδύσεις σε πάγια περιουσιακά στοιχεία οδηγούν σε μείωση των ρευστών διαθεσίμων. Καταλήγει ότι οι υποχρεώσεις μιας εταιρίας σχετίζονται θετικά, ενώ οι απαιτήσεις της αρνητικά, με τις τελευταίες να αποτελούν καλό υποκατάστατο των ρευστών διαθεσίμων (σε αντίθεση με τα αποθέματα). Τέλος, συγκρίνοντας τις Βραζιλιάνικες με Αμερικάνικες εταιρίες (για τις αμερικανικές τα δεδομένα τα άντλησαν από την μελέτη των Opler, Pinkowitz, Stulz και Williamson (1977)), διαπιστώνει ότι οι πρώτες διαχειρίζονται λιγότερο αποτελεσματικά τα ρευστά τους διαθέσιμα παρά την χαμηλότερη διαθεσιμότητα οικονομικών πόρων στην Βραζιλία από ότι στις ΗΠΑ.

Οι Opler et al. (1997) , εξέτασαν τους παράγοντες που επηρεάζουν τη διακράτηση ρευστών διαθεσίμων σε 87.117 εισηγμένες επιχειρήσεις κατά την περίοδο 1971-1994, στην Αμερική, χρησιμοποιώντας ανάλυση παλινδρόμησης διαστρωματικών δεδομένων και δεδομένων πάνελ. Τα συμπεράσματα στα οποία κατέληξαν είναι ότι, οι επιχειρήσεις με εύκολη πρόσβαση στην αγορά κεφαλαίων, είτε λόγω μεγέθους είτε λόγω πιστοληπτικής ικανότητας, τείνουν να διατηρούν χαμηλότερα ρευστά διαθέσιμα. Οι επιχειρήσεις με υψηλό λόγο χρηματιστηριακής προς λογιστική αξία και υψηλές δαπάνες έρευνας και ανάπτυξης, τείνουν να έχουν στην κατοχή τους περισσότερα διαθέσιμα όπως επίσης και οι επιχειρήσεις με προοπτικές ανάπτυξης οι οποίες όμως σε περιόδους οικονομικής κρίσης είναι πολύ πιθανό να αντιμετωπίσουν προβλήματα χρηματοδότησης, αφού διακρατούν διαθέσιμα προκειμένου να διασφαλίσουν ότι θα είναι σε θέση να πραγματοποιήσουν τα αναμενόμενα μελλοντικά κέρδη ακόμα και αν το κεφάλαιο είναι δύσκολο να αποκτηθεί. Επίσης αποδεικνύουν θετική σχέση μεταξύ δαπανών κεφαλαίου (capital expenditures), ταμιακών ροών και ευκαιριών ανάπτυξης με τα ρευστά διαθέσιμα. Επιχειρήσεις με υποκατάστατα των ρευστών διαθεσίμων, διακρατούν λιγότερα ρευστά διαθέσιμα ενώ όσες διανείμουν μερίσματα μπορούν μειώνοντας τα, να

δημιουργήσουν ρευστά διαθέσιμα. Ωστόσο η επίδραση από τη διανομή μερισμάτων και των δαπανών κεφαλαίου είναι μικρή. Υποκατάστατο αποτελεί και το καθαρό κεφάλαιο κίνησης, το οποίο και σχετίζεται αρνητικά με τα ρευστά διαθέσιμα. Ισχυρή αρνητική σχέση υπάρχει με το βαθμό μόχλευσης. Έτσι όταν η μόχλευση είναι μεγάλη, οι επιχειρήσεις μειώνουν τα ρευστά διαθέσιμα ώστε να μειώσουν το χρέος. Η διακράτηση ρευστών διαθεσίμων σχετίζεται επίσης θετικά με τις ευκαιρίες επένδυσης, καθώς οι επιχειρήσεις κατέχουν ρευστά διαθέσιμα ώστε να μπορούν να επενδύουν όταν ο εξωτερικός δανεισμός είναι ακριβός και όταν οι ταμειακές ροές σε σχέση με την επένδυση είναι χαμηλές.

## 2.11 ΕΙΔΙΚΕΣ ΕΡΕΥΝΕΣ

### *2.11.1 ΔΙΕΡΕΥΝΗΣΗ ΡΕΥΣΤΩΝ ΔΙΑΘΕΣΙΜΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ ΣΤΙΣ ΧΩΡΕΣ ΜΕΛΗ ΤΗΣ Ε.Ε. (ΖΩΝΗ ΤΟΥ ΕΥΡΩ)*

Οι μεταβολές που συντελέστηκαν στην Ευρώπη με το σχηματισμό της νομισματικής ένωσης του Ευρώ ήταν καταλυτικές σε πολλούς τομείς της καθημερινής ζωής των πολιτών. Κλάδοι όπως το εμπόριο, οι καθημερινές συναλλαγές, οι μετακινήσεις διευκολύνθηκαν σε σχέση με το παρελθόν και τα δεκάδες τοπικά νομίσματα. Εκτός από τη νομισματική προσαρμογή, κρίθηκε απαραίτητη και ως ένα ποσοστό μια νομική και ρυθμιστική προσαρμογή στα νέα δεδομένα. Όλες αυτές οι αλλαγές επηρέασαν τη λειτουργία των επιχειρήσεων. Κάποιες από τις έρευνες που έγιναν σχετικά με τα ρευστά διαθέσιμα αφορούν τις χώρες της ζώνης του Ευρώ και έχει ενδιαφέρον να αναφερθούν.

Πάνω στο συγκεκριμένο θέμα δύο φαίνεται να είναι οι μελέτες με τη μεγαλύτερη επιρροή, οι οποίες μνημονεύονται από πολλούς επιστήμονες. Η πρώτη έχει ήδη αναφερθεί και είναι η έρευνα των Ferreira και Vilela (2003), οι οποίοι μελέτησαν δεδομένα από τις χώρες της ζώνης του Ευρώ (Γερμανία, Γαλλία, Ολλανδία, Ιταλία, Ισπανία, Φινλανδία, Βέλγιο, Αυστρία, Ιρλανδία, Λουξεμβούργο, Ελλάδα και Πορτογαλία) για την περίοδο 1987 με 2000. Οι συγκεκριμένες χώρες στο τέλος του 2000 διατηρούσαν ένα ποσοστό της τάξεως του 15% των συνολικών περιουσιακών τους στοιχείων σε διάφορες μορφές ρευστών διαθεσίμων. Το ποσό αυτό ανερχόταν σε 303 δις ευρώ. Κάποιες από τις μεταβλητές που εξέτασαν αφορούσαν την εταιρική διακυβέρνηση και την αυστηρότητα του νομικού πλαισίου.

Παρουσίασαν το παρακάτω πίνακα που είναι παρόμοιος με αυτόν που παρατέθηκε και σε προηγούμενη ενότητα και αφορούσε βαθμολογίες των χωρών για παράγοντες όπως η προστασία των πιστωτών και των μετόχων, η αυστηρότητα του νόμου και η συγκέντρωση ιδιοκτησίας. Από τη στιγμή που η έρευνα περιλαμβάνει και ελληνικές επιχειρήσεις έχει ενδιαφέρον να παρουσιαστεί αυτός ο πίνακας ώστε να γίνουν και οι σχετικές συγκρίσεις.

**Πίνακας 3: Βαθμολόγηση χωρών ζώνης του ευρώ**

Χώρα	Προστασία μετόχων	Προστασία πιστωτών	Αυστηρότητα νόμου	Συγκέντρωση ιδιοκτησίας
Γερμανία	1	3	9,23	0,50
Αυστρία	2	3	10,00	0,51
Γαλλία	3	0	8,98	0,24
Ελλάδα	2	1	6,18	0,68
Ιταλία	1	2	8,33	0,60
Ολλανδία	2	2	10,00	0,31
Πορτογαλία	3	1	8,68	0,59
Ισπανία	4	2	7,80	0,50
Βέλγιο	0	2	10,00	0,62
Ιρλανδία	4	1	7,80	0,36
Φινλανδία	3	1	10,00	0,34
Λουξεμβούργο	-	-	-	-

Πηγή: Ferreira και Vilela (2003) και La Porta (1998)

Επιπλέον, με τη βοήθεια της περιγραφικής στατιστικής παρουσίασαν τα ποσοστά διακράτησης ρευστών διαθεσίμων ανά χώρα για τη συγκεκριμένη περίοδο στον παρακάτω πίνακα.

**Πίνακας 4: Μέσο ποσοστό, διάμεσος και τυπική απόκλιση ρευστών διαθεσίμων**

Χώρα	Μέσο ποσοστό %	Διάμεσος	Τυπική απόκλιση	Αριθμός εταιριών
Γερμανία	14,8	9,1	21,1	1587
Γαλλία	15,9	10,7	17,6	1583
Ολλανδία	12,9	7,6	15,8	698
Ιταλία	21,9	17,5	18,2	614
Ισπανία	8,9	4,8	11,4	571
Φινλανδία	15,1	10,6	13,2	355
Βέλγιο	12,3	7,9	11,4	306
Αυστρία	14,4	8,3	17,8	245
Πορτογαλία	5,1	3	8,2	189

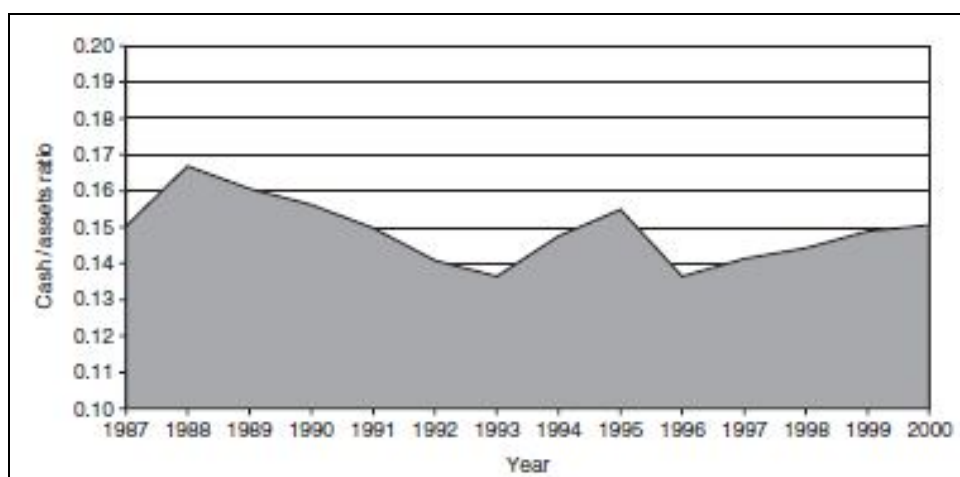
Ιρλανδία	21,6	12,1	25	141
Ελλάδα	14,5	6,1	23,5	93
Λουξεμβούργο	7,4	6,9	1,9	5
EMU	14,8	9,1	17,9	6387

Πηγή: *Ferreira και Vilela (2003)*

Σύμφωνα με τους δύο παραπάνω πίνακες, στην Ελλάδα παρατηρείται μια σχετικά χαλαρή προστασία επενδυτών και μετόχων, οι νόμοι δεν έχουν βαθιά παράδοση και αυστηρότητα ενώ η συγκέντρωση ιδιοκτησίας είναι η μεγαλύτερη στην ζώνη του ευρώ με ποσοστό 68% των συνολικών μετοχών να βρίσκονται στην κατοχή των τριών μεγαλύτερων επενδυτών της κάθε εταιρίας (αποτέλεσμα της οικογενειοκρατίας σε πολλές επιχειρήσεις). Επιπλέον, οι ελληνικές επιχειρήσεις διακρατούσαν το 1/5 της συνολικής τους περιουσίας σε ρευστοποιήσιμα περιουσιακά στοιχεία γεγονός που καταδεικνύει μια επιφυλακτικότητα στην ανάληψη επενδύσεων.

Τέλος, παρουσίασαν ένα γράφημα που δείχνει την πορεία του ποσοστού διακράτησης ρευστών διαθεσίμων από τις παραπάνω χώρες κατά τη διάρκεια της εξεταζόμενης περιόδου.

**Διάγραμμα 2: Διαχρονική εξέλιξη ποσοστού διακράτησης ρευστών διαθεσίμων**



Πηγή: *Ferreira και Vilela (2003)*

Από το διάγραμμα, δεν μπορεί να εξαχθεί κάποιο ουσιαστικό συμπέρασμα αφού δεν παρατηρείται κάποια συγκεκριμένη τάση ενώ και το ποσοστό δεν παρουσιάζει μεγάλες διακυμάνσεις. Για την ακρίβεια κυμαίνεται μεταξύ 13,5% και 16,5%.

Από τα παραπάνω, κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι τα ρευστά διαθέσιμα σε αυτές τις χώρες παρουσιάζουν θετική συσχέτιση με τις επενδυτικές ευκαιρίες και τις ταμειακές ροές ενώ σχετίζονται αρνητικά με το ύψος των ρευστοποιήσιμων περιουσιακών στοιχείων που αποτελούν υποκατάστατα των μετρητών, με το μέγεθος και με τη μόχλευση. Τα αποτελέσματα συμφωνούν με την θεωρία αντιστάθμισης (trade-off). Αντίθετα δεν ανακάλυψαν σημαντική σχέση μεταξύ ρευστών διαθεσίμων και μερισμάτων ή ωρίμανσης του χρέους. Επιπλέον, οι ευρωπαϊκές χώρες οι οποίες έχουν σημαντικά ανεπτυγμένη κεφαλαιαγορά παρουσιάζουν μειωμένη διακράτηση ρευστών διαθεσίμων, πράγμα το οποίο αντιτίθεται στη θεωρία αντιπροσώπευσης αλλά υποστηρίζει το κίνητρο προστασίας.

Η δεύτερη σχετική έρευνα έγινε από τους Eije και Westerman (2002), οι οποίοι μελέτησαν την επίδραση που έχει στη διαχείριση των ρευστών διαθεσίμων μιας πολυεθνικής επιχείρησης, η απελευθέρωση της αγοράς μέσα από την κατάργηση των εθνικών νομισμάτων, από το άνοιγμα των συνόρων και από τις μεταβολές στις εθνικές και ευρωπαϊκές νομοθεσίες. Η απελευθέρωση και η νομοθετική ρύθμιση των χρηματοοικονομικών αγορών όπως επίσης και η παρουσία κοινού νομίσματος στην Ευρώπη μειώνει τα κόστη συναλλαγών και τα κόστη χρεοκοπίας για τις πολυεθνικές αφού διορθώνονται πολλές από τις ατέλειες των αγορών. Αυτό έφερε στην επιφάνεια δύο τάσεις. Η πρώτη αφορά τις ενδοεπιχειρησιακές μεταφορές μετρητών και τη διαχείριση των αποθεμάτων σε ρευστά, λειτουργίες οι οποίες πλέον είναι πιο φθηνές και εύκολες. Ουσιαστικά εφαρμόζεται η διαχείριση κεντρικά σε κάθε επιχείρηση και όχι μέσα από τα διάφορα υποκαταστήματα. Δεύτερη τάση είναι η μεταστροφή της σχέσης των πολυεθνικών με τις τράπεζες. Ο αριθμός των επαφών με τράπεζες μειώνεται περιφερειακά αφού τα διάφορα υποκαταστήματα συναλλάσσονται ευκολότερα με την κεντρική διοίκηση, η οποία προχωράει στις επαφές με τις τράπεζες σχεδόν αποκλειστικά. Ουσιαστικά, αυτό που επιτυγχάνεται είναι η καλύτερη διαχείριση των ρευστών διαθεσίμων και η μικρότερη εξάρτηση από τις τράπεζες και την εξωτερική χρηματοδότηση.

Οι δύο έρευνες, των Ferreira-Vilela (2004) και Eije-Westerman (2002), παρουσιάζουν ενδιαφέροντα συμπεράσματα ως προς της επίδραση του κοινού νομίσματος στη διατήρηση ρευστών διαθεσίμων από μια επιχείρηση αλλά πραγματοποιήθηκαν τα πρώτα χρόνια κυκλοφορίας του ευρώ με αποτέλεσμα να

υπολείπονται σε αξιοπιστία λόγω έλλειψης δεδομένων. Θα ήταν χρήσιμη η επανάληψη της ερευνητικής προσπάθειας των Ferreira και Vilela με δεδομένο ότι πλέον υπάρχουν στοιχεία που καλύπτουν μια δεκαετία ενώ θα πρέπει να ελεγχθεί κατά πόσο τα συμπεράσματα της δεύτερης μελέτης ισχύουν όντως μετά από ένα ικανό χρονικό διάστημα λειτουργίας της ευρωζώνης.

### *2.11.2 ΔΙΕΡΕΥΝΗΣΗ ΡΕΥΣΤΩΝ ΔΙΑΘΕΣΙΜΩΝ ΟΙΚΟΓΕΝΕΙΑΚΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ*

Σε πολλές ευρωπαϊκές χώρες ιδιαίτως του νότου αλλά και στις νέες προσθήκες στην ευρωπαϊκή ένωση, οι οικογενειακές επιχειρήσεις αποτελούσαν για πολλά χρόνια τη βάση των οικονομιών με ιδιαίτερο τρόπο λειτουργίας όπου η διοίκηση ανήκε στα μέλη των οικογενειών και υπήρχε στενή σχέση με τους πελάτες. Η Ελλάδα αποτελεί ένα από τα πιο χαρακτηριστικά παραδείγματα τέτοιας οικονομίας αφού ακόμα και σήμερα μεγάλες επιχειρήσεις (ακόμα και εισηγμένες) ελέγχονται από την ιδρύτρια οικογένεια.

Το έναυσμα για τη συγκεκριμένη ενότητα δόθηκε από την έρευνα των Kuan et al. (2011), οι οποίοι εξέτασαν τη σχέση μεταξύ της εταιρικής διακυβέρνησης και της πολιτικής “διακράτησης ρευστών διαθεσίμων” σε επιχειρήσεις ελεγχόμενες από οικογένειες. Η έρευνα εστιάζει σε εισηγμένες επιχειρήσεις με έδρα την Ταϊβάν, μία χώρα (όπως και πολλές ασιατικές) όπου η οικογενειακή επιχείρηση αποτελεί τη βάση της οικονομίας. Τα δεδομένα αντλήθηκαν για την περίοδο 1997-2008 και έδειξαν ότι οι μη οικογενειακές επιχειρήσεις διατηρούν ένα μέσο ποσοστό ρευστών διαθεσίμων ύψους 19% επί των συνολικών περιουσιακών στοιχείων τους, ενώ αντίθετα οι οικογενειακές επιχειρήσεις διατηρούν περίπου το 15%. Επιπλέον, κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι οι οικογενειακές επιχειρήσεις με υψηλότερη ανεξαρτησία του διοικητικού συμβουλίου, διατηρούν περισσότερα ρευστά διαθέσιμα για τη λειτουργική τους στρατηγική σε σχέση με επιχειρήσεις με ανεξάρτητα διοικητικά συμβούλια που δεν ελέγχονται από οικογένειες καθώς επίσης ότι οι λειτουργικές στρατηγικές διαφέρουν από επιχειρήσεις που ελέγχονται από οικογένειες και επιχειρήσεις που ελέγχονται από άλλους επενδυτές ανάλογα με τα επίπεδα των ρευστών διαθεσίμων. Η ανεξαρτησία του διοικητικού συμβουλίου σε οικογενειακές επιχειρήσεις, επηρεάζει την πολιτική μετρητών σε επιχειρήσεις με χαμηλά

διακρατούμενα ποσά μετρητών ενώ η επιρροή σε επιχειρήσεις με υψηλό ποσοστό ρευστών διαθεσίμων είναι ασήμαντη.

Όσον αφορά τους παράγοντες που επηρεάζουν την εταιρική διακυβέρνηση στις οικογενειακές επιχειρήσεις, αυτοί που στατιστικά αποδείχτηκαν σημαντικοί ήταν ο διαχωρισμός των διοικητικών καθηκόντων, η σχέση διευθυντή – ιδιοκτήτη, το ποσοστό των ανεξάρτητων μελών του διοικητικού συμβουλίου και ο διαχωρισμός της θέσης του προέδρου από τον διευθύνοντα σύμβουλο. Αντίθετα, στις μη οικογενειακές επιχειρήσεις μόνο η σχέση προέδρου και ιδιοκτήτη και ο διαχωρισμός του προέδρου από τον διευθύνοντα σύμβουλο φαίνεται να είναι στατιστικά σημαντικά. Παρότι τα αποτελέσματα άλλων ερευνών είναι αντικρουόμενα πάνω στο συγκεκριμένο ζήτημα, η συγκεκριμένη μελέτη απέδειξε ότι ο μεγαλύτερος διαχωρισμός των δικαιωμάτων των διοικητικών στελεχών σε οικογενειακές επιχειρήσεις με χαμηλά ποσοστά ρευστών διαθεσίμων τείνει να τα αυξάνει ενώ αντίθετα τα μειώνει σε οικογενειακές επιχειρήσεις με υψηλά ποσοστά ρευστών διαθεσίμων.

Μια δεύτερη έρευνα παρόμοιας φύσεως έγινε από τον Liu (2011), ο οποίος μελέτησε δεδομένα οικογενειακών επιχειρήσεων σχετικά με τα ρευστά διαθέσιμα. Προσπάθησε να απαντήσει στις εξής ερωτήσεις: α) πώς η ίδρυση μιας οικογενειακής επιχείρησης επηρεάζει τα ρευστά διαθέσιμα; β) τι επηρεάζει τη διασύνδεση μεταξύ οικογενειακού ελέγχου και ρευστών διαθεσίμων; και γ) πώς επηρεάζεται η αξία των μετρητών από την ίδρυση μιας οικογενειακής επιχείρησης;

Η μελέτη των δεδομένων που συγκέντρωσε τον οδήγησε στο συμπέρασμα ότι οι οικογενειακές επιχειρήσεις διατηρούν σημαντικά λιγότερα μετρητά σε σχέση με τις μη οικογενειακές επιχειρήσεις.

Το δείγμα που χρησιμοποίησε ο ερευνητής αποτελείται από συνολικά 3.800 επιχειρήσεις εκ των οποίων το 31% περίπου ήταν οικογενειακές και οι υπόλοιπες μη οικογενειακές για την περίοδο 1992-2006. Όσον αφορά το ποσοστό διακράτησης ρευστών διαθεσίμων στο σύνολο των εταιριών ήταν 9,55% (με το εντυπωσιακό ποσοστό του 85,53% να είναι το μέγιστο και 0,09% το ελάχιστο που παρατηρήθηκε) ενώ όσον αφορά ξεχωριστά τις δύο κατηγορίες εταιριών ίσχυαν τα παρακάτω.



**Πίνακας 5: Μέσο ποσοστό ρευστών διαθεσίμων των δύο κατηγοριών**

	Μέσο ποσοστό ρευστών διαθεσίμων
Οικογενειακές επιχειρήσεις	11,04%
Μη οικογενειακές επιχειρήσεις	8,87%

Πηγή: Liu (2011)

Μετά τη στατιστική ανάλυση των δεδομένων, ο ερευνητής κατέληξε στο συμπέρασμα ότι υπάρχει μια στατιστικά σημαντική αρνητική επίδραση του οικογενειακού ελέγχου στην αξία των μετρητών, καθώς κάθε επιπλέον μονάδα χρήματος είναι πιθανότερο να δαπανηθεί γρήγορα σε επενδύσεις που θα ωφελούν τις ιδρύτριες οικογένειες και όχι την περιουσία των υπόλοιπων μετόχων.

Αυτό οδηγεί στο συμπέρασμα ότι δημιουργούνται προβλήματα αντιπροσώπευσης όταν ο έλεγχος μιας οικογένειας είναι ισχυρός πάνω στις λειτουργίες της επιχείρησης.

Τα συμπεράσματα των ερευνών που αναφέρθηκαν αλλά και άλλων παρόμοιων ερευνών, καταδεικνύουν ότι η οικογενειοκρατία σε μια επιχείρηση μπορεί να προκαλέσει προβλήματα εταιρικής διακυβέρνησης<sup>8</sup> αφού σε αδιαφανή περιβάλλοντα, αυτοί οι μέτοχοι αντλούν πόρους από την επιχείρηση την οποία ελέγχουν με σκοπό να ικανοποιήσουν προσωπικά οφέλη γεγονός που επηρεάζει τη συνολική απόδοση της επιχείρησης. Αυτό το ζήτημα είναι μείζονος σημασίας και στην Ελλάδα όπου υπάρχουν ακόμα αρκετές οικογενειακές επιχειρήσεις και ο έλεγχος σε πολλές περιπτώσεις είναι ελλιπής.

## 2.12 ΣΥΝΟΠΤΙΚΗ ΠΑΡΟΥΣΙΑΣΗ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΚΗΣ ΕΠΙΣΚΟΠΗΣΗΣ

Στο κεφάλαιο αυτό εξετάστηκαν συγκεκριμένοι προσδιοριστικοί παράγοντες των ρευστών διαθεσίμων, οι οποίοι αναφέρονται στη βιβλιογραφία. Τα συμπεράσματα από τις παραπάνω έρευνες μπορούν να συνοψιστούν ως εξής:

1. Μέγεθος επιχείρησης: τα αποτελέσματα ήταν αντικρουόμενα αφού κάποιοι ερευνητές υποστηρίζουν ότι όσο μεγαλύτερη είναι η επιχείρηση, τόσο περισσότερα ρευστά διαθέσιμα διαθέτει αφού τόσο περισσότερες ανάγκες έχει

<sup>8</sup> Anderson, R., Duru, A., Reeb, D. (2008) “Founders, heirs and corporate opacity in the U.S.”, Journal of Financial Economics 92, 205–22

ενώ αντίθετα κάποιοι άλλοι ερευνητές θεωρούν ότι οι μεγάλες επιχειρήσεις έχουν ευκολότερη πρόσβαση σε εξωτερική χρηματοδότηση οπότε δεν χρειάζεται να διατηρούν ρευστά στα ταμεία τους.

2. Υπαρξη επενδυτικών ευκαιριών: παρατηρείται κυρίως θετική συσχέτιση, αφού ένα ευνοϊκό οικονομικό περιβάλλον με πολλές επενδυτικές ευκαιρίες αναγκάζει τις επιχειρήσεις να διατηρούν αρκετά διαθέσιμα ώστε να μπορούν να εκμεταλλεύονται άμεσα τις καλύτερες ευκαιρίες. Η αντίθετη άποψη υποστηρίζει ότι παίζει σημαντικό ρόλο το περιβάλλον στο οποίο δραστηριοποιείται μια επιχείρηση και ότι όσο χειρότερη είναι η εταιρική διακυβέρνηση τόσο αρνητικότερη είναι εν τέλει η συσχέτιση των δύο παραγόντων.
3. Χρηματοοικονομική μόχλευση: ακόμα μία σημαντική έννοια που αφορά τη λειτουργία της επιχείρησης είναι η μόχλευση που σχετίζεται με την έκθεση της επιχείρησης στον εξωτερικό δανεισμό. Και σε αυτή την περίπτωση υπάρχουν αντικρουόμενες απόψεις. Από τη μία υποστηρίζεται ότι όσο μεγαλύτερη είναι η μόχλευση, τόσο περισσότερα μετρητά χρειάζεται η επιχείρηση για να αποφύγει την περίπτωση χρεοκοπίας ενώ η αντίθετη άποψη λέει ότι μια μοχλευμένη επιχείρηση υπόκειται σε μεγαλύτερο έλεγχο από την αγορά οπότε πρέπει να ελέγχει το ύψος των ρευστών διαθεσίμων της.
4. Διαφοροποιημένες επιχειρήσεις: η συσχέτιση είναι αρνητική αφού όσο περισσότερο διαφοροποιημένη και αποκεντρωμένη είναι μια επιχείρηση τόσο καλύτερος έλεγχος γίνεται, με αποτέλεσμα να μην απαιτούνται ιδιαίτερα μεγάλα ποσά ρευστών διαθεσίμων.
5. Δικαιώματα επενδυτών και θεωρία αντιπροσώπευσης: η πλειοψηφία των ερευνητών υποστηρίζει ότι υπάρχει αρνητική συσχέτιση μεταξύ των δικαιωμάτων των επενδυτών και των ρευστών διαθεσίμων υπό την έννοια ότι όσο περισσότερα δικαιώματα έχουν οι επενδυτές και δει οι μέτοχοι μειοψηφίας τόσο καλύτερος έλεγχος γίνεται στη διοίκηση με αποτέλεσμα να διατηρούνται τα ρευστά που πραγματικά χρειάζονται και να αποφεύγονται ατασθαλίες της διοίκησης.
6. Δύναμη τραπεζικού κλάδου: το σύνολο των ερευνητών που εξέτασαν το θέμα υποστηρίζουν ότι υπάρχει θετική συσχέτιση με τα ρευστά διαθέσιμα. Αυτό προκύπτει από το γεγονός ότι οι τράπεζες επιθυμούν τις επιχειρήσεις να

μπορούν να ανταπεξέρχονται στις υποχρεώσεις τους, άρα να διατηρούν αρκετά ρευστά διαθέσιμα για να απομακρύνεται ο κίνδυνος χρεοκοπίας.

7. Πιθανότητα χρεοκοπίας: ακόμα ένας προσδιοριστικός παράγοντας που δεν έχει καθοριστεί αφού κάποιοι θεωρούν ότι όσο περισσότερες πιθανότητες χρεοκοπίας έχει μια επιχείρηση τόσο λιγότερα ρευστά διατηρεί αφού αναγκάζεται να τα χρησιμοποιεί αμέσως για να καλύψει τις τρέχουσες ανάγκες της. Η αντίθετη άποψη λέει ότι η συσχέτιση είναι θετική γιατί όσο μεγαλύτερες οι πιθανότητες χρεοκοπίας τόσο υψηλότερο το ποσοστό ρευστών διαθέσιμων από μια επιχείρηση ώστε να μπορέσει να αντιμετωπίσει τις μελλοντικές της ανάγκες.
8. Αυστηρότητα νομικού πλαισίου: δύο και εδώ οι αντικρουόμενες απόψεις. Η θετική συσχέτιση προκύπτει από το γεγονός ότι όσο αυστηρότερο είναι το νομικό πλαίσιο τόσο μεγαλύτερες είναι οι πιθανότητες χρεοκοπίας άρα και τα ρευστά διαθέσιμα της επιχείρησης. Βέβαια, σε αυτό το σημείο εμπλέκεται και η χρεοκοπία που όπως φάνηκε από μόνη της έχει δύο πιθανές εξηγήσεις. Η αρνητική συσχέτιση προκύπτει από τον καλύτερο έλεγχο της διοίκησης και την ευκολότερη πρόσβαση στις εξωτερικές αγορές.
9. Μερίσματα: ακόμα ένας προσδιοριστικός παράγοντας με ασαφή επίδραση στα ρευστά διαθέσιμα της επιχείρησης. Η μία άποψη υποστηρίζει ότι όσο περισσότερα μερίσματα διανέμει μια επιχείρηση τόσο λιγότερα ρευστά διαθέσιμα διατηρεί αφού τα χρησιμοποιεί για τα μερίσματα. Από την άλλη, η δεύτερη άποψη υποστηρίζει ότι η πολιτική που υπαγορεύει διανομή μερισμάτων αναγκάζει την επιχείρηση να διατηρεί περισσότερα ρευστά ώστε να μπορέσει να ανταπεξέλθει στις αυξημένες ταμειακές υποχρεώσεις που προκαλεί η εκροή μετρητών για μερίσματα.

Τα συγκεντρωτικά αποτελέσματα παρουσιάζονται στον παρακάτω πίνακα όπου γίνεται αναφορά στις επιδράσεις των διαφόρων παραγόντων στο ύψος των ρευστών διαθεσίμων.

**Πίνακας 6: Συγκεντρωτικός πίνακας συσχέτισης προσδιοριστικών παραγόντων με ρευστά διαθέσιμα (θεωρητική ανάλυση)**

	<b>Θετική συσχέτιση</b>	<b>Αρνητική συσχέτιση</b>	<b>Απροσδιόριστη</b>
<b>Μέγεθος εταιρίας</b>			✓
<b>Υπαρξη επενδυτικών ευκαιριών</b>	✓		
<b>Μόχλευση</b>			✓
<b>Διαφοροποίηση επιχείρησης</b>		✓	
<b>Δικαιώματα επενδυτών</b>		✓	
<b>Δύναμη τραπεζικού κλάδου</b>	✓		
<b>Πιθανότητα χρεοκοπίας</b>			✓
<b>Νομοθετικό πλαίσιο</b>			✓
<b>Μερίσματα</b>			✓

### ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3: ΕΜΠΕΙΡΙΚΗ ΔΙΕΡΕΥΝΗΣΗ

Στο κεφάλαιο αυτό εξετάζεται η επίδραση προσδιοριστικών παραγόντων στα ρευστά διαθέσιμα μέσα από την περιγραφική στατιστική και την οικονομετρική ανάλυση.

#### 3.1. ΔΕΔΟΜΕΝΑ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ

Η συλλογή των δεδομένων του δείγματος έγινε μέσα από την βάση δεδομένων της Worldscope της ThomsonOne<sup>9</sup>. Αρχικά επελέγησαν όλες οι εισηγμένες ελληνικές βιομηχανικές (Industrials, code: 2000) επιχειρήσεις και για όλα τα διαθέσιμα έτη. Το αρχικό δείγμα μετά από αυτή την επιλογή αποτελούνταν από 75 βιομηχανικές επιχειρήσεις. Εν συνεχεία, θέλοντας να δημιουργήσουμε ένα ισχυρά ισορροπημένο δείγμα δεδομένων (balanced panel data) επιλέξαμε εκείνες τις επιχειρήσεις οι οποίες δεν εμφάνιζαν ελλείψεις στοιχείων τόσο στα έτη, όσο και στις επιλεγθείσες μεταβλητές. Έτσι, μετά την θέσπιση των κριτηρίων αυτών, καταλήξαμε σ' ένα δείγμα 42 βιομηχανικών επιχειρήσεων για τα έτη 2001 έως και 2010 (δηλαδή 420 παρατηρήσεις για κάθε χρησιμοποιούμενη μεταβλητή).

#### 3.2. ΜΕΤΑΒΛΗΤΕΣ

Η κύρια μεταβλητή (εξαρτημένη) που χρησιμοποιείται είναι τα Ρευστά Διαθέσιμα (CASH) τα οποία ορίζονται ως ο λόγος των συνολικών ρευστών διαθεσίμων και των ρευστοποιήσιμων περιουσιακών στοιχείων προς το συνολικό ενεργητικό, ορισμός που χρησιμοποιείται και από τους Ozkan και Ozkan (2004).

Οι ανεξάρτητες μεταβλητές που χρησιμοποιούνται και προκύπτουν είτε μέσα από τη θεωρητική επισκόπηση που προηγήθηκε είτε από την διεθνή βιβλιογραφία είναι το μέγεθος της επιχείρησης, οι ταμιακές ροές, η ρευστότητα, η μόχλευση, η χρονική διάρθρωση χρέους, η κερδοφορία, οι κεφαλαιουχικές δαπάνες, οι ευκαιρίες ανάπτυξης και ο βαθμός παγιοποίησης.

- Το μέγεθος της επιχείρησης (SIZE), μετριέται με το φυσικό λογάριθμο του συνόλου του ενεργητικού. Όπως έχουμε ήδη αναφερθεί, σύμφωνα με την

---

<sup>9</sup> [www.thomsonone.com](http://www.thomsonone.com)

θεωρία αντιστάθμισης αναμένεται αρνητική συσχέτιση λόγω των οικονομικών κλίμακας, των λιγότερων ασυμμετριών πληροφόρησης και των λιγότερων προβλημάτων αντιπροσώπευσης. Την θεωρία αυτή υιοθετούν η πλειοψηφία των ερευνητών (Daher (2010) , Prenker και Kuck (2009), Kim, et al. (1998), Guney et al. (2003), Teuel και Solano (2008)). Αντίθετα αποτελέσματα αναμένονται με την θεωρία ιεράρχησης, η οποία προβλέπει θετική σχέση, καθώς οι μεγάλες εταιρίες κατά κανόνα αποδίδουν καλύτερα και οι ανάγκες τους σε ρευστά διαθέσιμα είναι μεγαλύτερες.

- *Οι ταμιακές ροές (CFLOW)*, που είναι οι εισροές και οι εκροές μετρητών και ισοδύναμων μετρητών<sup>10</sup>, ορίζονται ως ο λόγος των κερδών προ φόρων και των αποσβέσεων προς τις πωλήσεις. Σύμφωνα με τη θεωρία ιεράρχησης και τους Calcagnini et al. (2010), τα ρευστά διαθέσιμα ακολουθούν την πορεία των ταμιακών ροών καθώς χρησιμοποιούνται για την χρηματοδότηση επενδύσεων, την αποπληρωμή χρεών, την διανομή μερισμάτων και την συσσώρευση μετρητών, ενώ σύμφωνα με τους Kim et al. (1998) και την θεωρία αντιστάθμισης, η αναμενόμενη σχέση είναι αρνητική καθώς μπορούν να θεωρηθούν υποκατάστατα των ρευστών διαθεσίμων.
- *Η ρευστότητα της επιχείρησης (LIQUIDITY)*, που χρησιμοποιείται προκειμένου να διαπιστωθεί η ύπαρξη υποκατάστατων των ρευστών διαθεσίμων, ορίζεται ως η διαφορά του κεφαλαίου κίνησης<sup>11</sup> με τα ρευστά διαθέσιμα προς το συνολικό ενεργητικό (Opler (1999) Ferreira και Vilela (2004) και Ozkan και Ozkan (2004)). Αναμένεται αρνητική σχέση.
- *Η μόχλευση (LEVERAGE)*, ορίζεται ως ο λόγος των συνολικών υποχρεώσεων προς το σύνολο του ενεργητικού. Όπως έχουμε αναφερθεί σε προηγούμενη ενότητα, η σχέση που αναμένεται εξαρτάται από τον βαθμό της μόχλευσης, καθώς φαίνεται ότι μεταβάλλεται από αρνητική σε θετική από κάποιο βαθμό μόχλευσης και πάνω. Οι θεωρίες αντιπροσώπευσης και ιεράρχησης προβλέπουν αρνητική σχέση.

---

<sup>10</sup> Είναι οι υψηλής ρευστότητας βραχυπρόθεσμες επενδύσεις, που είναι άμεσα μετατρέψιμες σε μετρητά χωρίς σημαντικό κίνδυνο για μεταβολή στην αξία τους

<sup>11</sup> Το Κεφάλαιο Κίνησης ορίζεται ως η διαφορά μεταξύ του Κυκλοφορούντος Ενεργητικού και των Βραχυπρόθεσμων Υποχρεώσεων

- *Η χρονική διάρθρωση του χρέους (DMATUSTR)*, για την οποία αναμένεται αρνητική σχέση καθώς η χρήση μακροπρόθεσμου δανεισμού συνεπάγεται μικρότερο κίνδυνο ανανέωσης δανείων και αναχρηματοδότησης και λιγότερες ασυμμετρίες πληροφόρησης (Ferreira και Vilela (2004)), ορίζεται ως ο λόγος του μακροπρόθεσμου δανεισμού προς τις συνολικές υποχρεώσεις της επιχείρησης.
- *Η κερδοφορία (PROFIT)*, ορίζεται ως ο λόγος του λειτουργικού κέρδους προς το σύνολο του ενεργητικού. Σύμφωνα με την θεωρία αντιστάθμισης, αναμένεται αρνητική σχέση, καθώς οι κερδοφόρες επιχειρήσεις τείνουν να έχουν υψηλές ταμιακές ροές για να αποφύγουν προβλήματα ανεπάρκειας επενδύσεων (Kim et al., (1998), Caglayan et al., (2002)). Με την θεωρία ιεράρχησης παρουσιάζεται διαφορετική προσέγγιση, καθώς θεωρείται ότι τα ρευστά διαθέσιμα μεταβάλλονται ανάλογα με τις ταμιακές ροές. Σε μελέτη του ο Koshio (2003), αποδεικνύει ότι τα υψηλά λειτουργικά κέρδη σχετίζονται με υψηλά ρευστά διαθέσιμα, αφού η ύπαρξη κερδών επιτρέπει την αυτόματη χρηματοδότηση της επιχείρησης χωρίς χρέος. Στα ίδια συμπεράσματα καταλήγουν και οι Ferreira και Vilela (2004).
- *Οι κεφαλαιουχικές δαπάνες (CAPEX)*, ορίζονται ως ο λόγος των κεφαλαιουχικών δαπανών προς το σύνολο του ενεργητικού. Σύμφωνα με την θεωρία ιεράρχησης οι δαπάνες κεφαλαίου σχετίζονται αρνητικά με τα ρευστά διαθέσιμα καθώς αυτά χρησιμοποιούνται για την απόκτηση παγίων. Επιπρόσθετα, η απόκτηση περιουσιακών στοιχείων μπορεί να αποτελέσει εγγύηση για το χρέος, μειώνοντας έτσι την ανάγκη για διακράτηση ρευστών διαθεσίμων. Από την άλλη, σύμφωνα με την θεωρία αντιστάθμισης, οι επιχειρήσεις με υψηλές δαπάνες κεφαλαίου διακρατούν περισσότερα ρευστά διαθέσιμα προκειμένου να μειώσουν το κόστος συναλλαγής και το κόστος ευκαιρίας και η σχέση που αναμένεται είναι θετική.
- *Οι ευκαιρίες ανάπτυξης (GROWTH)*, ορίζονται ως ο ετήσιος ρυθμός μεταβολής των πωλήσεων. Η συσχέτιση από τις 2 βασικές θεωρίες χαρακτηρίζεται ως θετική, αφού ένα περιβάλλον με πολλές επενδυτικές ευκαιρίες ωθεί τις επιχειρήσεις σε διακράτηση υψηλών ποσών ρευστών διαθεσίμων με στόχο την εκμετάλλευση ευκαιριών χωρίς να απαιτείται η

προσφυγή σε εξωτερικό δανεισμό, η μείωση του κόστους αντιπροσώπευσης, οι ασυμμετρίες πληροφόρησης και ο κίνδυνος χρεοκοπίας. Από την άλλη, σύμφωνα με την θεωρία αντιπροσώπευσης υποστηρίζεται ότι η συσχέτιση μεταξύ ευκαιριών ανάπτυξης και ρευστών διαθέσιμων αναμένεται αρνητική, καθώς η ύπαρξη επενδυτικών ευκαιριών μπορεί να οδηγήσει σε επενδύσεις ζημιογόνων προγραμμάτων.

- *Ο βαθμός παγιοποίησης (TANGASSET)*, ορίζεται ως το πηλίκο των πάγιων περιουσιακών στοιχείων προς το σύνολο του ενεργητικού. Ο δείκτης αυτός αποτελεί μια διαφορετική έκφραση των ευκαιριών ανάπτυξης καθώς επιχειρήσεις με μεγαλύτερες επενδύσεις σε πάγιο ενεργητικό τείνουν να έχουν λιγότερες ευκαιρίες ανάπτυξης. Επίσης, σύμφωνα με τους Titman και Wessels (1988), οι επιχειρήσεις με πολλά πάγια περιουσιακά στοιχεία σε περίπτωση έλλειψης μετρητών, έχουν την δυνατότητα να τα εκποιήσουν και επιπλέον έχουν ευκολότερη πρόσβαση στον εξωτερικό δανεισμό. Επομένως, η συσχέτιση αναμένεται αρνητική.

**Πίνακας 7 : Περιγραφή Μεταβλητών**

<b>Μεταβλητές</b>	<b>Ορισμός</b>
Ρευστά Διαθέσιμα (CASH)	(Συνολικά Ρευστά Διαθέσιμα+ Ταμιακά Ισοδύναμα) / Συνολικό Ενεργητικό
Μέγεθος (SIZE)	Φυσικός Λογάριθμος Ενεργητικού $\ln(\text{asset})$
Ταμιακές Ροές (CFLOW)	(Κέρδη προ Φόρων+ Αποσβέσεων)/ Πωλήσεις
Ρευστότητα (LIQUIDITY)	(Κεφάλαιο Κίνησης - Ρευστά Διαθέσιμα)/ Συνολικό Ενεργητικό
Μόχλευση (LEVERAGE)	Συνολικές Υποχρεώσεις/ Συνολικό Ενεργητικό
Χρονική Διάρθρωση Χρέους (DMATUSTR)	Μακροπρόθεσμος Δανεισμός/ Συνολικές Υποχρεώσεις
Κερδοφορία (PROFIT)	Λειτουργικό Κέρδος / Συνολικό Ενεργητικό
Κεφαλαιουχικές Δαπάνες (CAPEX)	Κεφαλαιουχικές Δαπάνες/ Συνολικό Ενεργητικό
Ευκαιρίες Ανάπτυξης (GROWTH)	Ετήσιος Ρυθμός Μεταβολής των Πωλήσεων $(\Pi_t - \Pi_{t-1}) / \Pi_{t-1}$
Βαθμός Παγιοποίησης (TANGASSET)	Πάγιο Ενεργητικό/ Συνολικό Ενεργητικό



### 3.3 ΠΕΡΙΓΡΑΦΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ ΔΕΔΟΜΕΝΩΝ

Στον Πίνακα που ακολουθεί, παρουσιάζονται τα περιγραφικά στατιστικά δεδομένα του δείγματος. Το σύνολο των παρατηρήσεων της κάθε μεταβλητής είναι N=420 (n=42 επιχειρήσεις T=10 έτη αναφοράς). Από τα στοιχεία παρατηρούμε, ότι ο μέσος όρος των ρευστών διαθεσίμων που διακρατούνται από τις επιχειρήσεις είναι 10,36% του συνολικού ενεργητικού. Επίσης, βλέπουμε ότι η ελάχιστη και η μέγιστη τιμή των ρευστών διαθεσίμων είναι 0,09% και 79,09% αντίστοιχα. Η μέση τιμή του μεγέθους των επιχειρήσεων είναι 4,82 εκ. ευρώ, δηλαδή πρόκειται για μεγάλες επιχειρήσεις. Τα υποκατάστατα των ρευστών διαθεσίμων αποτελούν το 29,60% του συνολικού ενεργητικού ενώ τα πάγια περιουσιακά στοιχεία το 42,11%. Κατά μέσο όρο στις επιχειρήσεις του δείγματος, οι συνολικές υποχρεώσεις αποτελούν το 25,93% του συνολικού ενεργητικού τους που μας δείχνει υψηλό βαθμό μόχλευσης, ενώ τα μακροπρόθεσμα δάνεια αποτελούν το 38,69% των συνολικών υποχρεώσεων. Τέλος, ο μέσος του λειτουργικού κέρδους είναι 39,35% του συνολικού ενεργητικού ενώ η μέση ανάπτυξη των πωλήσεων είναι 34,69% .

**Πίνακας 8 : Περιγραφικά στατιστικά στοιχεία**

Μεταβλητή	Mean	Std. Dev.	Min	Max	Παρατηρήσεις
CASH	0,1036	0,1273	0,0009	0,7909	420
SIZE	4,8232	1,3358	2,0390	8,3620	420
CFLOW	0,3076	1,6151	0,0009	19,0973	420
LIQUIDITY	0,2960	0,2105	0,0002	1,3285	420
LEVERAGE	0,2593	0,1664	0,0000	0,8557	420
DMATUSTR	0,3869	0,3070	0,0000	1,0000	420
PROFIT	0,3935	0,3872	0,0000	1,5028	420
CAPEX	13,2010	37,4346	0,0000	253,6480	420
GROWTH	0,3469	0,9922	0,0002	17,0576	420
TANGASSET	0,4211	0,1796	0,0395	0,9368	420

Από τον Πίνακα 9 της συσχέτισης των μεταβλητών κατά Pearson, παρατηρούμε ότι υπάρχει ισχυρή συσχέτιση μεταξύ των ανεξάρτητων μεταβλητών SIZE, LIQUIDITY, LEVERAGE, PROFIT, TANGASSET και της εξαρτημένης CASH, ενώ με τις υπόλοιπες ανεξάρτητες μεταβλητές του υποδείγματος CFLOW, DMATUSTR, CAPEX και GROWTH, δεν βρέθηκε να ασκείται καμία σημαντική επίδραση στη

μεταβολή των τιμών της εξαρτημένης. Η θετική συσχέτιση που παρουσιάζουν οι μεταβλητές SIZE και PROFIT είναι σύμφωνη με την θεωρία ιεράρχησης ενώ η θετική συσχέτιση της μεταβλητής LIQUIDITY είναι αντίθετη προς τα αναμενόμενα αποτελέσματα παλαιότερων μελετών (Opler et al. (1997), Ozkan και Ozkan (2004), Afza και Adnan (2007), Drobetz και Grüninger (2007), Teruel et al. (2009) και Kim et al. (2011)). Η αρνητική συσχέτιση για την ανεξάρτητη μεταβλητή LEVERAGE είναι συνεπής με τις θεωρίες ιεράρχησης και αντιπροσώπευσης ενώ της μεταβλητής TANGASSET σύμφωνη με την θεωρία των ασφαλών αποθεμάτων ρευστότητας (buffer stock liquidity).

**Πίνακας 9: Συσχέτιση μεταβλητών**

	CASH	SIZE	CFLOW	LIQUIDITY	LEVERAGE	DMATUSTR	PROFIT	CAPEX	GROWTH	TANGASSET
CASH	1.000									
SIZE	0.1990*	1.000								
CFLOW	-0.0855	-0.1224	1.000							
LIQUIDITY	0.8132*	0.0715	0.0226	1.000						
LEVERAGE	-0.4087*	0.0973	-0.1734*	-0.3681*	1.000					
DMATUSTR	-0.0342	0.0851	0.0619	-0.0013	0.2006*	1.000				
PROFIT	0.2986*	0.4458*	-0.1087	0.1766*	-0.0795	-0.0130	1.000			
CAPEX	0.0981	0.5679*	-0.0368	0.0099	0.0782	0.2160*	0.1523*	1.000		
GROWTH	-0.0663	0.0794	-0.0175	-0.0823	-0.0184	0.0984	-0.0427	0.0477	1.000	
TANGASSET	-0.2687*	-0.0696	0.2955*	-0.3618*	-0.0778	0.0768	-0.1999*	0.1386*	0.0909	1.000

### 3.4 ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ ΚΑΙ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ

Προκειμένου να ελέγξουμε την επίδραση των προσδιοριστικών παραγόντων στα ρευστά διαθέσιμα, χρησιμοποιήσαμε την μεθοδολογία της ανάλυσης δεδομένων πάνελ (panel data analysis).

Η εφαρμογή της ανάλυσης δεδομένων πάνελ πλεονεκτεί έναντι της χρήσης διαστρωματικών δεδομένων ή χρονολογικών σειρών, καθώς μπορεί να ελεγχθεί η ετερογένεια μεταξύ των διαστρωματικών δεδομένων. Επίσης, όταν μελετάμε κάποιο δυναμικό φαινόμενο τα διαστρωματικά στοιχεία δεν μπορούν να εκφράσουν δυναμικές σχέσεις ενώ οι χρονολογικές σειρές εκφράζουν μεν δυναμικές σχέσεις αλλά οι εκτιμήσεις που μας παρέχουν δεν είναι ακριβείς λόγω της ύπαρξης πολυσυγγραμικότητας. Η ανάλυση δεδομένων πάνελ, προσφέρει μεγαλύτερη ακρίβεια εκτιμήσεων καθώς το πλήθος των συνολικών παρατηρήσεων που χρησιμοποιούν είναι μεγαλύτερο, μειώνουν την πολυσυγγραμικότητα, δίνουν μεγαλύτερη διακύμανση, περισσότερους βαθμούς ελευθερίας και μεγαλύτερη αποτελεσματικότητα στις εκτιμήσεις. (Hsiao (2003)).

Αρχικά, οι εκτιμήσεις μας στηρίχτηκαν στο βασικό υπόδειγμα των μη παρατηρούμενων επιδράσεων (unobserved effects model - UEM), μπορεί να διατυπωθεί, για μια τυχαία ληφθείσα διαστρωματική παρατήρηση  $i$ , ως εξής (Chamberlain, 1984; Wooldridge, 2002; Cameron and Trivedi, 2005):

$$y_{it} = x_{it} \beta + c_i + u_{it} = t \ 1,2, \dots, T$$

όπου  $x_{it}$ , είναι ένα διάνυσμα διαστάσεων  $1 \times K$  το οποίο μπορεί να περιλαμβάνει, παρατηρούμενες μεταβλητές που μεταβάλλονται ως προς το  $t$  αλλά όχι ως προς το  $i$ , μεταβλητές που μεταβάλλονται ως προς το  $i$  αλλά όχι ως προς το  $t$  και μεταβλητές που μεταβάλλονται, τόσο ως προς το  $i$ , όσο και ως προς το  $t$ . (Αρβανίτης, 2011)

Ο όρος  $c_i$ , είναι η μη-παρατηρούμενη επίδραση ή αλλιώς η μη-παρατηρούμενη συνιστώσα (unobserved component), η λανθάνουσα μεταβλητή (latent variable), ή η μη παρατηρούμενη ετερογένεια (unobserved heterogeneity). Αν το  $i$  αντιπροσωπεύει τις εταιρείες του δείγματος, τότε το  $c_i$ , μερικές φορές ονομάζεται και ως, ατομική επίδραση (individual effect) ή ατομική ετερογένεια (individual heterogeneity). (Αρβανίτης, 2011)

Τα  $u_{it}$ , ονομάζονται όροι σφάλματος ιδιαίτερων χαρακτηριστικών (idiosyncratic errors) ή διαταρακτικοί όροι ιδιαίτερων χαρακτηριστικών (idiosyncratic disturbances), για το λόγο ότι μεταβάλλονται ως προς τον χρόνο  $t$  και το  $i$ . (Αρβανίτης, 2011)

Ένα ερώτημα που τίθεται συχνά, τόσο σε ειδικές μεθοδολογικές έρευνες, όσο και σε εφαρμογές και που αφορά το  $c_i$ , είναι αν θα πρέπει να αντιμετωπιστεί ως τυχαία επίδραση (random effect) ή μια σταθερή επίδραση (fixed effect). Στο θέμα αυτό, η άποψη του Wooldridge (εκφράζοντας την σύγχρονη οικονομετρική ορολογία) είναι ότι, η "τυχαία επίδραση" είναι συνώνυμη με την μηδενική συσχέτιση μεταξύ των παρατηρούμενων επεξηγηματικών μεταβλητών και την μη- παρατηρούμενη επίδραση, δηλαδή,  $Cov(x_{it}, c_i) = 0, t = 1, 2, \dots, T$ . Στις εφαρμοσμένες μελέτες, όταν το  $c_i$  αναφέρεται για παράδειγμα ως μια «ατομική τυχαία επίδραση» ("individual random effect"), τότε μάλλον γίνεται η υπόθεση ότι το  $c_i$  είναι ασυσχέτιστο με το  $x_{it}$ . (Αρβανίτης, 2011)

Από την άλλη, ο όρος «σταθερή επίδραση» δεν σημαίνει ότι το  $c_i$  αντιμετωπίζεται ως μη-τυχαίο, αλλά μάλλον ότι αναγνωρίζεται η αυθαίρετη συσχέτιση (arbitrary correlation) μεταξύ της παρατηρούμενης επίδρασης  $c_i$  και των παρατηρούμενων επεξηγηματικών μεταβλητών  $x_{it}$ . (Αρβανίτης, 2011)

Η βασική διαφορά στην εκτίμηση των τυχαίων επιδράσεων με την εκτίμηση των σταθερών επιδράσεων, έγκειται στη συσχέτιση του  $u_{it} = c_i + u_{it}$ . Η μέθοδος των τυχαίων επιδράσεων, για την εκτίμηση του  $\beta$  θέτει αποτελεσματικά το  $c_i$  στον όρο σφάλματος, κάτω από την υπόθεση ότι το  $c_i$  είναι ορθογώνιο προς το  $x_{it}$ , και στην συνέχεια λαμβάνει υπόψη την αυτοσυσχέτιση στον σύνθετο όρο  $u_{it} = c_i + u_{it}$  χρησιμοποιώντας την ανάλυση των γενικευμένων ελαχίστων τετραγώνων. Όμως, σε πολλές οικονομετρικές εφαρμογές όπου γίνεται χρήση εξατομικευμένων δεδομένων, θέλουμε να επιτρέπεται στο  $c_i$  να συσχετίζεται αυθαίρετα με το  $x_{it}$  (Αρβανίτης, 2011)

Το υπόδειγμα που εκτιμήθηκε με την μέθοδο των ελαχίστων τετραγώνων, είναι το ακόλουθο:

$$\text{CASH} = \beta_0 + \beta_1 \text{SIZE} + \beta_2 \text{CFLOW} + \beta_3 \text{LIQUIDITY} + \beta_4 \text{LEVERAGE} \\ + \beta_5 \text{TANGASSET} + \beta_6 \text{DMATUSTR} + \beta_7 \text{PROFIT} + \beta_8 \text{GROWTH}$$

Στον Πίνακα 10 παρουσιάζονται τα αποτελέσματα των εκτιμήσεων του υποδείγματος. Αρχικά, το παραπάνω υπόδειγμα εκτιμήθηκε με τυχαίες και σταθερές επιδράσεις (Random & Fixed Effects). Οι εκτιμήσεις ελέγχθηκαν με βάση τον έλεγχο Hausman, ο οποίος μας υπέδειξε το υπόδειγμα των σταθερών επιδράσεων ως κατάλληλο για την ερμηνεία των αποτελεσμάτων ( $p=0,0269 < 0,05$ ). Τα αποτελέσματα του ελέγχου που διενεργήσαμε, για το αν το υπόδειγμα των σταθερών επιδράσεων χρειαζόταν χρονικές μεταβλητές (test years parameters), έδειξαν ότι δεν απαιτούνται ( $p=0,6425 > 0,05$ ). Οι στατιστικές F και Wald chi2 ( $p=0,00 < 0,05$ ) δείχνουν ότι οι ανεξάρτητες μεταβλητές που χρησιμοποιήθηκαν ασκούν σημαντική επίδραση στη μεταβολή των τιμών της εξαρτημένης. Οι έλεγχοι για αυτοσυσχέτιση των καταλοίπων δείχνουν ότι κατά τον Pagan δεν υπάρχει αυτοσυσχέτιση την ίδια χρονική στιγμή ( $p=0,9607 > 0,05$ ) ενώ κατά τον Wooldridge υπάρχει πρόβλημα αυτοσυσχέτισης ( $p=0,0086 < 0,05$ ). Ο έλεγχος για ετεροσκεδαστικότητα Modified Wald test έδειξε ότι υπάρχει σοβαρό πρόβλημα ( $p=0,00 < 0,05$ ). Τέλος, δεν υφίσταται πρόβλημα πολυσυγγραμικότητας αφού ο μέσος Συντελεστής Διόγκωσης της Διακύμανσης (VIF) ισούται με 1,39. Γενικά, μια τιμή VIF μεγαλύτερη από το 10 αποτελεί ένδειξη για την ύπαρξη προβλημάτων πολυσυγγραμικότητας.

Λόγω των σοβαρών προβλημάτων ύπαρξης ετεροσκεδαστικότητας και αυτοσυσχέτισης στα δεδομένα κατά την εκτίμηση του υποδείγματος σταθερών και τυχαίων επιδράσεων, όπως προκύπτει από τους παραπάνω διαγνωστικούς ελέγχους, δεν μπορούμε να το αποδεχθούμε για την ερμηνεία των εκτιμήσεων που προέκυψαν. Για το λόγο αυτό, εκτιμήσαμε ξανά το υπόδειγμα με την μέθοδο των εφικτών γενικευμένων ελαχίστων τετραγώνων (FGLS), η οποία υποθέτει την ύπαρξη ετεροσκεδαστικότητας και αυτοσυσχέτισης στα δεδομένα. Η ανάλυση δεδομένων πάνελ του υποδείγματος μας που θα εκτιμηθεί με την εφικτή γενικευμένη μέθοδο των ελαχίστων τετραγώνων, εκτός της ύπαρξης ετεροσκεδαστικότητας, υποθέτει και κοινή αυτοσυσχέτιση πρώτου βαθμού (AR1) μεταξύ των πάνελ. Αρχικά, εκτιμούμε το υπόδειγμα για το σύνολο της εξεταζόμενης περιόδου (2001-2010) και έπειτα χωρίς να λάβουμε τις όποιες επιδράσεις της κρίσης δηλαδή εξετάζοντας την περίοδο 2001-2006 και τέλος με την επίδραση της κρίσης, δηλαδή μελετώντας την περίοδο 2007-2010.

**Πίνακας 10: Εκτιμήσεις υποδειγμάτων fixed-effects, Random-effects και Εφικτών Γενικευμένων Ελαχίστων Τετραγώνων (FGLS)  
Εξαρτημένη μεταβλητή: Ταμείο (Cash)**

	Υπόδειγμα 1 Fixed-effects 2001-2010	Υπόδειγμα 2 Random-effects 2001-2010	Υπόδειγμα 3 FGLS Hetero. & Common AR(1) 2001-2010	Υπόδειγμα 4 FGLS Hetero. & Common AR(1) 2007-2010 Μετά την κρίση	Υπόδειγμα 5 FGLS Hetero. & Common AR(1) 2001-2006 Πριν την κρίση
SIZE	0.0175 (1.14)	<b>0.0144*</b> (1.99)	<b>0.00776*</b> (2.50)	<b>0.00850*</b> (2.02)	0.00260 (0.74)
CFLOW	0.00168 (0.95)	-0.000767 (-0.50)	-0.00343 (-1.08)	-0.00451 (-1.21)	<b>-0.0230***</b> (-5.03)
LIQUIDITY	<b>0.461***</b> (8.43)	<b>0.462***</b> (8.37)	<b>0.406***</b> (24.61)	<b>0.409***</b> (16.97)	<b>0.472***</b> (21.95)
LEVERAGE	-0.0267 (-0.30)	-0.0440 (-0.63)	<b>-0.0486*</b> (-2.28)	<b>-0.131***</b> (-5.22)	<b>0.0482<sup>a</sup></b> (1.71)
DMATUSTR	<b>-0.0364<sup>a</sup></b> (-1.68)	-0.0286 (-1.38)	<b>-0.0403***</b> (-4.80)	<b>-0.0216*</b> (-2.10)	<b>-0.0573***</b> (-5.82)
PROFIT	0.0212 (0.63)	0.0256 (1.05)	<b>0.0392***</b> (3.78)	0.00481 (0.35)	<b>0.0715***</b> (7.21)
CAPEX	<b>-0.000169*</b> (-2.61)	<b>-0.000109<sup>a</sup></b> (-1.66)	0.0000361 (0.48)	0.0000250 (0.26)	0.0000394 (0.42)

Συνέχεια Πίνακα

	Υπόδειγμα 1 Fixed-effects 2001-2010	Υπόδειγμα 2 Random-effects 2001-2010	Υπόδειγμα 3 FGLS Hetero. & Common AR(1) 2001-2010	Υπόδειγμα 4 FGLS Hetero. & Common AR(1) 2007-2010 Μετά την κρίση	Υπόδειγμα 5 FGLS Hetero. & Common AR(1) 2001-2006 Πριν την κρίση
GROWTH	-0.00241 (-0.97)	-0.00222 (-0.90)	-0.000808 (-0.68)	-0.00136 (-1.30)	-0.00604 (-0.97)
TANGASSET	-0.0411 (-0.78)	-0.0127 (-0.28)	0.00791 (0.39)	-0.0147 (-0.63)	<b>0.0964<sup>***</sup></b> (3.44)
INTERCEPT	-0.0847 (-1.37)	<b>-0.0822<sup>*</sup></b> (-2.00)	<b>-0.0439<sup>*</sup></b> (-2.33)	-0.00981 (-0.41)	<b>-0.108<sup>***</sup></b> (-4.66)
Παρατηρήσεις (N)	420	420	420	168	252
Αριθμός επιχειρήσεων (n)	42	42	42	42	42
Έτη (T)	10	10	10	4	6
F & Wald statistics	F(9,41) = 36.64; Pr > F = 0.000	chi2(9) = 377.52; Pr > chi2 = 0.0000	chi2(9) = 1098.41; Pr > chi2 = 0.000	chi2(9) = 509.47; Pr > chi2 = 0.000	chi2(9) = 1142.72; Pr > chi2 = 0.000
Hausman test	chi2(9) = 18.81; Pr > chi2 = 0.0269				
Test years parameters	chi2(9) = 6.95; Pr > chi2 = 0.6425				
Pesaran's test	0.049, Pr = 0.9607				
Wald test for heterosked.	chi2 (42) = 2504.65; Pr > chi2 = 0.0000				
Wooldridge test for autocor.	F(1,41) = 7.616; Pr > F = 0.0086				
Mean VIF	1.39				

*t* statistics in parentheses

\*  $p < 0.05$ , \*\*  $p < 0.01$ , \*\*\*  $p < 0.001$ , <sup>a</sup>  $p < 0.1$



### Μέγεθος

Τα αποτελέσματα για την μεταβλητή SIZE, μας δείχνουν θετική και στατιστικά σημαντική επίδραση στα ρευστά διαθέσιμα των επιχειρήσεων για την συνολική περίοδο και για την περίοδο μετά την κρίση και θετική αλλά όχι στατιστικά σημαντική για την περίοδο πριν την κρίση. Το αποτέλεσμα αυτό είναι σύμφωνο με τις θεωρίες ιεράρχησης, αντιπροσώπευσης και των ασφαλών αποθεμάτων ρευστότητας, αλλά και με προηγούμενη μελέτη των Teruel και Solano (2008), που υποστηρίζουν ότι όσο μεγαλύτερη είναι η επιχείρηση τόσο μεγαλύτερες και οι ανάγκες της σε ρευστά διαθέσιμα.

### Ταμιακές Ροές

Για την μεταβλητή CFLOW, παρατηρούμε αρνητική επίδραση στα ρευστά διαθέσιμα και στις τρεις περιόδους αλλά μόνο στην περίοδο πριν την κρίση είναι στατιστικά σημαντική, δηλαδή αν αυξηθούν κατά 1% οι ταμιακές ροές τότε η παρακράτηση των ρευστών διαθεσίμων θα μειωθεί κατά 2,3%, υποδεικνύοντας μας ότι όσο περισσότερες ταμιακές ροές δημιουργούνται από μία επιχείρηση, ή με άλλα λόγια όσο πιο επικερδής αυτή είναι, τόσο λιγότερα ρευστά διαθέσιμα διακρατά. Με άλλα λόγια, οι ταμιακές ροές αποτελούν μια πρόσθετη πηγή ρευστότητας και ως εκ τούτου μπορούν να υποκαταστήσουν τα ρευστά διαθέσιμα. Επιπλέον, σύμφωνα με την θεωρία αντιστάθμισης, οι επικερδείς επιχειρήσεις δημιουργούν αρκετές ταμιακές ροές για να μπορούν να εκμεταλλεύονται τις επενδυτικές ευκαιρίες.

### Ρευστότητα

Η επίδραση που προκύπτει για την μεταβλητή LIQUIDITY, είναι θετική και στατιστικά σημαντική και για τις τρεις εξεταζόμενες περιόδους, αποτέλεσμα το οποίο είναι αντίθετο με το αναμενόμενο. Μάλιστα παρατηρούμε ότι η επίδραση που ασκείται από τη μεταβλητή ρευστότητα στη διακράτηση ρευστών διαθεσίμων είναι της τάξεως του 40,6% για την συνολική περίοδο (2001-2010), 40,9% για την περίοδο μετά την κρίση (2007-2010) και 47,2% (2001-2006) για την περίοδο πριν την κρίση. Μια εξήγηση μπορεί να δοθεί από το κίνητρο συναλλαγών και το κίνητρο πρόληψης. Οι εταιρίες οι οποίες έχουν περιορισμένα ρευστά διαθέσιμα μπορούν να τα αυξήσουν ρευστοποιώντας πάγια περιουσιακά στοιχεία, μειώνοντας τις επενδύσεις και τα

μερίσματα και καταφεύγοντας στον εξωτερικό δανεισμό. Όλα όμως τα παραπάνω είναι πολύ πιο δαπανηρά από την επιλογή διακράτησης ρευστοποιήσιμων περιουσιακών στοιχείων η οποία αποτελεί μία καλή πηγή εσωτερικής χρηματοδότησης. Επίσης, σε περιόδους ύφεσης, υπάρχουν μεγάλες δυσκολίες πρόσβασης σε εξωτερική χρηματοδότηση.

### Μόχλευση

Τα αποτελέσματα για την μεταβλητή LEVERAGE, μας δείχνουν αρνητική και στατιστικά σημαντική επίδραση για την συνολική περίοδο (2001-2010), αρνητική και στατιστικά σημαντική για την περίοδο μετά την κρίση (2007-2010) ενώ για την περίοδο πριν την κρίση (2001-2006) θετική και στατιστικά σημαντική. Η αρνητική επίδραση που βρέθηκε είναι σύμφωνη με τις θεωρίες αντιστάθμισης και ιεράρχησης αλλά και με την πλειοψηφία των προηγούμενων μελετών (Guney et al. (2006), Bigelli και Vidal (2009), Teruel και Solano (2008), Couderc (2005), Afza και Adnan (2007)). Η ερμηνεία της βασίζεται στο αποτέλεσμα υποκατάστασης μεταξύ ρευστών διαθεσίμων και του εξωτερικού δανεισμού. Η θετική επίδραση που εντοπίστηκε στη διάρκεια των ετών 2001-2006 μπορεί να ερμηνευθεί από το κίνητρο πρόληψης. Στην περίοδο πριν την κρίση, η πρόσβαση στην εξωτερική χρηματοδότηση ήταν σχετικά εύκολη με αποτέλεσμα ο βαθμός μόχλευσης να φτάσει σε ιδιαίτερα υψηλά επίπεδα, αυξάνοντας παράλληλα και τον κίνδυνο πτώχευσης οδηγώντας τις επιχειρήσεις στη διακράτηση όσο το δυνατόν περισσότερων ρευστών διαθεσίμων ώστε να προσπαθήσουν να αντιμετωπίσουν τις αρνητικές επιπτώσεις. Όπως έχουμε ήδη αναφερθεί, προηγούμενες μελέτες των Hovakimian και Titman (2003), Guney et al. (2006), Drobetz και Grüninger (2007) απέδειξαν ότι υπάρχει μια μη γραμμική σχέση μεταξύ του δείκτη μόχλευσης και της ρευστότητας και ότι η επίδραση αλλάζει από αρνητική σε θετική από κάποιο βαθμό μόχλευσης και πάνω.

### Χρονική Διάρθρωση Χρέους

Αρνητική και στατιστικά σημαντική είναι η επίδραση που προκύπτει μεταξύ της ανεξάρτητης μεταβλητής (DMATUSTR) και των ρευστών διαθεσίμων για όλες τις εξεταζόμενες περιόδους, αποτέλεσμα αναμενόμενο, καθώς η χρήση μακροπρόθεσμου δανεισμού συνεπάγεται μικρότερο κίνδυνο ανανέωσης δανείων και

αναχρηματοδότησης και λιγότερες ασυμμετρίες πληροφόρησης (Ferreira και Vilela (2004)) και Teguel και Solano (2008)). Με άλλα λόγια μια αύξηση της τάξεως του 1% της συγκεκριμένης μεταβλητής μείωσε τα διακρατούμενα ρευστά διαθέσιμα κατά 4,03% στην περίοδο 2001-2010, κατά 2,16% στην περίοδο 2007-2010 και κατά 5,73% στην περίοδο 2001-2006.

#### Κερδοφορία

Τα αποτελέσματα που αντλούμε για την μεταβλητή (PROFIT), μας δείχνουν θετική και στατιστικά σημαντική επίδραση για τη συνολική και για την πριν την κρίση περίοδο και θετική αλλά όχι στατιστικά σημαντική για την περίοδο μετά την κρίση. Τα παραπάνω είναι σύμφωνα με την θεωρία ιεράρχησης όπου υποστηρίζεται ότι οι κερδοφόρες επιχειρήσεις τείνουν να διακρατούν υψηλότερα ρευστά διαθέσιμα ώστε να μπορούν μελλοντικά να χρηματοδοτήσουν την επιχείρηση αντλώντας κεφάλαια από εσωτερικές χρηματοδοτικές πηγές χωρίς να καταφεύγουν στον εξωτερικό δανεισμό, μειώνοντας το χρηματοοικονομικό κόστος και το κόστος από την ασύμμετρη πληροφόρηση και αποταμιεύοντας ρευστά διαθέσιμα για κίνητρα arbitrage.

#### Κεφαλαιουχικές δαπάνες

Η σχέση μεταξύ των κεφαλαιουχικών δαπανών και των ρευστών διαθέσιμων εμφανίζεται θετική αλλά στατιστικά μη σημαντική και για τις τρεις περιόδους σε αντίθεση με προηγούμενες μελέτες των Koshio (2003), Opler et al. (1997) και Kim et al. (2011) που η σχέση προσδιοριζόταν ως στατιστικά σημαντική είτε αρνητική είτε θετική. Ως εκ τούτου, δεν μπορεί να εξαχθεί κανέναν οριστικό αποτέλεσμα από το υπόδειγμά μας για την επίδραση των κεφαλαιουχικών δαπανών στο ύψος των ρευστών διαθέσιμων.

#### Ευκαιρίες Ανάπτυξης

Η επίδραση που προκύπτει από το υπόδειγμα για την μεταβλητή (GROWTH) εμφανίζεται αρνητική αλλά μη στατιστικά σημαντική, που είναι συνεπής με τα αποτελέσματα των ερευνών των Guney et al.(2003) και Drobetz και Grüninger (2007)

### Βαθμός Παγιοποίησης

Για τον βαθμό παγιοποίησης (TANGASSET) δεν προκύπτει το αναμενόμενο αποτέλεσμα καθώς η επίδραση είναι θετική και έρχεται σε αντίθεση με την πλειονότητα των προηγούμενων μελετών. Συγκεκριμένα, για την περίοδο πριν από την κρίση, όπου η μεταβλητή είναι στατιστικά σημαντική, παρατηρούμε ότι αν αυξηθεί κατά 1% ο βαθμός παγιοποίησης, τότε αυξάνεται και η παρακράτηση ρευστών διαθεσίμων κατά 9,64%. Θετική επίδραση προκύπτει και στα περιγραφικά στατιστικά αποτελέσματα των Carlsson and Liedgren (2009), οι οποίοι υποστηρίζουν ότι μία επιχείρηση με πολλά πάγια περιουσιακά στοιχεία μπορεί να τα χρησιμοποιήσει σαν εγγύηση όταν δανείζεται και ως εκ τούτου να μειώσει τις ασυμμετρίες πληροφόρησης οδηγώντας σε μειωμένο κόστος συναλλαγών άντλησης κεφαλαίων.

Στον πίνακα που ακολουθεί παρουσιάζονται τα συγκεντρωτικά αποτελέσματα της εμπειρικής διερεύνησης, με αναφορά στις επιδράσεις των διαφόρων παραγόντων στο ύψος των ρευστών διαθεσίμων και την συνοπτική ερμηνεία των επιδράσεων αυτών.

**Πίνακας 11: Συγκεντρωτικός πίνακας συσχέτισης προσδιοριστικών παραγόντων με ρευστά διαθέσιμα (εμπειρική διερεύνηση)**

	Θετική συσχέτιση	Αρνητική συσχέτιση	Απρ/ριστη	Ερμηνεία
<b>Μέγεθος εταιρίας</b>	✓			Καλύτερες αποδόσεις >ανάγκες σε ρευστό
<b>Ταμιακές ροές</b>		✓		Αποτέλεσμα υποκατάστασης
<b>Ρευστότητα</b>	✓			Κίνητρα συναλλαγών, πρόληψης & εσωτερικής χρηματοδότησης
<b>Μόχλευση</b>			✓	Αποτέλεσμα υποκατάστασης(-) /Κίνητρο πρόληψης (+)
<b>Χρονική διάρθρωση χρέους</b>		✓		Κίνδυνος ανανέωσης δανείων & αναχρηματοδότησης, Ασυμμετρίες πληροφόρησης
<b>Κερδοφορία</b>	✓			Χρηματοοικονομικό κόστος, Ασυμμετρίες πληροφόρησης
<b>Κεφαλαιουχικές δαπάνες</b>			—	—
<b>Ανάπτυξη</b>			—	—
<b>Βαθμός Παγιοποίησης</b>	✓			Χρηματοοικονομικό κόστος, Ασυμμετρίες πληροφόρησης

## ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Τα ρευστά διαθέσιμα αποτελούν ένα σημαντικό κομμάτι της λειτουργίας μιας επιχείρησης. Σχετίζονται τόσο με την κάλυψη των καθημερινών τους αναγκών όσο και με την ανάληψη επενδύσεων που θα βελτιώσουν την μελλοντική της θέση και θα αυξήσουν την αποδοτικότητα και κερδοφορία της. Τίθενται όμως διάφορα ερωτήματα που αφορούν τόσο το κατάλληλο ύψος διατηρούμενων ρευστών διαθεσίμων όσο και την αναγκαιότητα καθώς η διακράτηση μετρητών φέρει κάποια σημαντικά κόστη για την επιχείρηση.

Στα κεφάλαια που προηγήθηκαν έγινε μια θεωρητική ανάλυση του ζητήματος μέσα από τη μελέτη της σχετικής βιβλιογραφίας η οποία προσφέρει πλούσιο υλικό, δείγμα της σημασίας που δίνουν πλέον οι επιστήμονες και κατ' επέκταση και οι επιχειρήσεις στη διαχείριση των ρευστών διαθεσίμων. Αρχικά, έγινε αναφορά στα κίνητρα που πρέπει να έχει μια επιχείρηση ώστε να διατηρεί ένα ύψος μετρητών ή ρευστοποιήσιμων περιουσιακών στοιχείων στα ταμεία της. Η πρώτη σημαντική αναφορά έγινε από τον μεγάλο οικονομολόγο John Maynard Keynes (1936) και η θεωρία που ανέπτυξε γίνεται αποδεκτή σε μεγάλο βαθμό μέχρι και σήμερα. Τα πιο σημαντικά κίνητρα που αποδέχονται πλέον οι επιστήμονες είναι το κίνητρο της προστασίας, το κερδοσκοπικό κίνητρο, το επιχειρηματικό και το εισοδηματικό κίνητρο. Εν συνεχεία αναπτύχθηκαν οι βασικότερες θεωρίες διατήρησης ρευστών διαθεσίμων με βάση τις οποίες επεξηγούνται οι επιδράσεις των διαφόρων προσδιοριστικών παραγόντων στο ύψος των ρευστών διαθεσίμων. Γενικότερα, στη βιβλιογραφία δεν παρατηρείται κάποια συγκεκριμένη τάση προς τη μία ή την άλλη θεωρία αλλά τα αποτελέσματα είναι ανάμικτα. Στη συνέχεια, έγινε μια εκτενής αναφορά στην έννοια της ρευστότητας που συνδέεται άμεσα με τα ρευστά διαθέσιμα ενώ ταυτόχρονα δόθηκαν οι τύποι και οι ερμηνείες των σχετικών δεικτών ρευστότητας που απαντήθηκαν σε αρκετές έρευνες ως μέτρο υπολογισμού των ρευστών διαθεσίμων. Τέλος, το πρώτο κεφάλαιο του θεωρητικού μέρους έκλεισε με μια ενδιαφέρουσα και χρήσιμη αναφορά στις συνθήκες που θα επικρατούσαν αν οι αγορές λειτουργούσαν τέλεια, μια θεωρητική υπόθεση που όμως δίνει το στίγμα των προβλημάτων που αντιμετωπίζουν οι πραγματικές οικονομίες και αγορές. Σε μια τέτοια αγορά, τα ρευστά διαθέσιμα δεν θα είχαν καμιά ουσία και δεν θα πρόσθεταν ή

θα αφαιρούσαν αξία από την επιχείρηση. Η λογική είναι ότι σε μια τέλεια αγορά οι επενδυτές θα είχαν πλήρη και άμεση πληροφόρηση και οι επιχειρήσεις άμεση και φτηνή πρόσβαση σε εξωτερικές πηγές χρηματοδότησης αφού δεν θα υπήρχαν κόστη συναλλαγών ή χρεοκοπίας.

Στο δεύτερο κεφάλαιο γίνεται εστίαση σε συγκεκριμένους προσδιοριστικούς παράγοντες των ρευστών διαθεσίμων, οι οποίοι έχουν μελετηθεί από διάφορους ερευνητές στη διεθνή βιβλιογραφία. Συνοπτικά, τα συγκεντρωτικά συμπεράσματα των ερευνών αυτών μας υποδεικνύουν την θετική επίδραση στην παρακράτηση ρευστών διαθεσίμων των μεταβλητών «Υπαρξη επενδυτικών ευκαιριών» και «Δύναμη τραπεζικού κλάδου», την αρνητική επίδραση των μεταβλητών «Δικαιώματα επενδυτών» και «Διαφοροποιημένες επιχειρήσεις» ενώ απροσδιόριστη είναι η επίδραση των μεταβλητών «Μέγεθος», «Χρηματοοικονομική μόχλευση», «Πιθανότητα χρεοκοπίας», «Αυστηρότητα νομικού πλαισίου» και «Μερίσματα».

Το τελευταίο κομμάτι του δεύτερου κεφαλαίου αναφέρεται σε κάποια ειδικότερα θέματα που απασχολούν τους ερευνητές τα τελευταία χρόνια. Αρχικά, γίνεται αναφορά στην Ευρωπαϊκή Ένωση και στις χώρες της ζώνης του ευρώ. Δυστυχώς, οι έρευνες που χρησιμοποιήθηκαν πραγματοποιήθηκαν τα πρώτα χρόνια της ζώνης του ευρώ οπότε δεν μπορεί να βγει σαφές συμπέρασμα για την επίδραση που είχε η κυκλοφορία του ενιαίου νομίσματος, οι αλλαγές στις ρυθμιστικές και νομοθετικές οδηγίες. Το δεύτερο ειδικό θέμα αφορούσε τις οικογενειακές επιχειρήσεις, οι οποίες καλύπτουν μεγάλο κομμάτι της ελληνικής αγοράς αλλά αφορά και οικονομίες πολλών ακόμα χωρών ιδιαίτερα ασιατικών. Το συμπέρασμα που προέκυψε έχει να κάνει με τα προβλήματα που δημιουργούνται από την εκμετάλλευση των πόρων της επιχείρησης από την οικογένεια που ελέγχει μια επιχείρηση ιδιαίτερα σε περιπτώσεις όπου ο έλεγχος είναι ανεπαρκής και η ιδρύτρια οικογένεια προσπαθεί να ικανοποιήσει τις δικές της ανάγκες.

Στο τρίτο κεφάλαιο εξετάζεται η επίδραση προσδιοριστικών παραγόντων στα ρευστά διαθέσιμα όπως προκύπτει από τα αποτελέσματα της εμπειρικής διερεύνησης. Χρησιμοποιώντας panel data analysis για 420 παρατηρήσεις που αντιστοιχούν σε 42 ελληνικές βιομηχανικές εταιρείες για τα έτη 2001 έως και 2010, διαπιστώσαμε ότι οι ανεξάρτητες μεταβλητές οι οποίες επηρεάζουν σημαντικά τα ρευστά διαθέσιμα, είναι οι LIQUIDITY, LEVERAGE και DMATUSTR και για τις τρεις εξεταζόμενες

περιόδους πριν την κρίση (2001-2006), μετά (2007-2010) και την συνολική περίοδο (2001-2010), ενώ οι μεταβλητές CFLOW και TANGASSET εμφανίζονται στατιστικά σημαντικές μόνο για την περίοδο 2001-2006, η μεταβλητή PROFIT για τις περιόδους 2001-2010 και 2001-2006 και τέλος η μεταβλητή SIZE για τις περιόδους 2001-2010 και 2007-2010. Δεν βρέθηκε καμία σημαντική συσχέτιση μεταξύ των μεταβλητών CAPEX και GROWTH και των ρευστών διαθεσίμων.

Τα αποτελέσματα που προέκυψαν για την χρονική διάρθρωση του χρέους (DMATUSTR) έδειξαν ότι όταν ο εξωτερικός δανεισμός της επιχείρησης αποτελείται κυρίως από μακροπρόθεσμα δάνεια, τότε τόσο μικρότερο είναι το επίπεδο των διακρατούμενων ρευστών διαθεσίμων αφού υπάρχει μειωμένος κίνδυνος ανανέωσης των δανείων, αναχρηματοδότησης και λιγότερες ασυμμετρίες πληροφόρησης. Αντιθέτως, για τα υποκατάστατα των ρευστών διαθεσίμων (LIQUIDITY) προέκυψαν αντίθετα από τα αναμενόμενα αποτελέσματα, καθώς βρέθηκε θετική σχέση, η οποία έως ένα βαθμό μπορεί να εξηγηθεί από τα κίνητρα συναλλαγών, πρόληψης και εσωτερικής χρηματοδότησης. Για την χρηματοοικονομική μόχλευση (LEVERAGE) τα αποτελέσματα είναι σύμφωνα με τα συμπεράσματα της θεωρητικής επισκόπησης της βιβλιογραφίας, ήτοι ότι η συσχέτιση μεταξύ μόχλευσης και ρευστών διαθεσίμων μπορεί να αλλάζει από αρνητική σε θετική από κάποιο βαθμό μόχλευσης και πάνω.

Τα αυξανόμενα λειτουργικά κέρδη (PROFIT) σχετίζονται με αυξανόμενα επίπεδα διακρατούμενων ρευστών διαθεσίμων συμβάλλοντας στην αυτοχρηματοδότηση της επιχείρησης και στη μεγέθυνσή της. Επιπρόσθετα, όσο μεγαλύτερη (SIZE) είναι η εταιρία τόσο μεγαλύτερες είναι οι ανάγκες της σε ρευστά διαθέσιμα, αποτέλεσμα σύμφωνο και με την θεωρία των ασφαλών αποθεμάτων ρευστότητας, ενώ για τις ταμιακές ροές (CFLOW) δρα το αποτέλεσμα υποκατάστασης σύμφωνα με την θεωρία αντιστάθμισης και η συσχέτιση που προκύπτει είναι αρνητική. Οι επενδύσεις σε πάγια περιουσιακά στοιχεία (TANGASSET) οδηγούν σε αύξηση των ρευστών διαθεσίμων, αποτέλεσμα αντίθετο με την πλειονότητα των προηγούμενων μελετών.

Το θέμα παρουσιάζει μεγάλο ενδιαφέρον καθώς από όσο γνωρίζουμε δεν έχει διερευνηθεί σε επίπεδο χώρας αν και η βιβλιογραφία έχει μεγάλη έκταση. Η προσπάθεια που έγινε αφορούσε την παρουσίαση των σημαντικότερων ερευνών με την ταυτόχρονη αναφορά των διαφορετικών απόψεων που υπάρχουν για τους περισσότερους προσδιοριστικούς παράγοντες και την εμπειρική διερεύνηση της

επίδρασης τους στα ρευστά διαθέσιμα ελληνικών βιομηχανικών εισηγμένων επιχειρήσεων. Από την ανάλυση που έγινε καταλήξαμε σε ενδιαφέροντα και μη αναμενόμενα αποτελέσματα για τους προσδιοριστικούς παράγοντες των ρευστών διαθεσίμων, αλλά θεωρούμε πως μια μελλοντική έρευνα θα μπορούσε να πραγματοποιηθεί για ένα πιο ολοκληρωμένο δείγμα με περισσότερες ελληνικές επιχειρήσεις και για περισσότερα έτη.



## **ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ**

### ΒΙΒΛΙΑ

1. Νούλας Αθ., 2000. «Χρήμα και τράπεζες», Πανεπιστήμιο Μακεδονίας, Θεσσαλονίκη.
2. Λαζαρίδης, Γ., Παπαδόπουλος, Δ., 2002. «Χρηματοοικονομική Διοίκηση – Μακροχρόνιος χρηματοοικονομικός σχεδιασμός και χρηματοοικονομική ανάλυση επενδύσεων παγίου κεφαλαίου της επιχείρησης – Τεύχος Β'», Πανεπιστήμιο Μακεδονίας, Θεσσαλονίκη.
3. Keynes, J.M., 1936. «Η γενική θεωρία της απασχόλησης, του τόκου και του χρήματος», Επανεκδοση από τις Εκδόσεις Παπαζήση, 2010

### ΑΡΘΡΑ

1. Αρβανίτης, Σ., 2011. Οικονομετρικά υποδείγματα διαστρωματικών και εξατομικευμένων δεδομένων (panel data), ΤΕΙ Κρήτης.
2. Afza, T., Adnan, M., 2007. “Determinants of corporate cash holdings: a case study of Pakistan”, Working paper, Department of Management Sciences, Institute of Information technology.
3. Altman, E., 1968. ‘Financial Ratios, Discriminant Analysis and the Prediction of the Corporate Bankruptcy’, Journal of Finance, Vol. 23, pp. 589–609.
4. Anderson, R., Duru, A., Reeb, D., 2008. “Founders, heirs and corporate opacity in the U.S.”, Journal of Financial Economics 92, 205–22
5. Bigelli, M., Vidal, J., 2009. “Cash holdings in private firms”, Journal of banking and Finance, Vol. 36, Issue 1, January 2012, pp. 26-35
6. Bruinshoofd, W.A. and Kool, C., 2002. The determinants of corporate liquidity in the Netherlands. Working paper, Maastricht University.
7. Calcagnini, G., Gehr, A., Giombini, G., 2010. “Cash Holdings, Firm Value and the Role of Market Imperfections. A Cross Country Analysis”, The Economics of Imperfect Markets, Contributions to Economics 2010, pp 51-71

8. Carlsson, P., Liedgren, G., 2009. "Cash holding in Sweden – A corporate governance perspective", Working paper, Lund University, School of Economics and Management
9. Chang, K., Noorbakhsh, A., 2009. "Does national culture affect international corporate cash holdings", *Journal of Multinational Financial Management*, Vol.19, pp.323-342
10. Chen Y.R., 2008. "Corporate governance and cash holdings: listed new economy versus old economy firms", *Journal Compilation*, Vol. 16, No. 5, September 2008
11. Courdec N., 2005, "Corporate cash holdings: financial determinants and consequences" Working paper, University of Paris
12. Daher, M., 2010. "The determinants of cash holdings in UK public and private firms", Working paper, Lancaster University Management School, Department of accounting and finance, September 2010
13. Dittmar, A., Marth-Smith, J., Servaes, H., 2003. "International corporate governance and corporate cash holdings", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 38, No. 1, March 2003
14. Drobetz W., Grüninger M., 2007. Corporate cash holdings: Evidence from Switzerland *Financial Markets and Portfolio Management*, Vol. 21, No. 3, pp. 293-324
15. Duchin, R., 2010. "Cash holdings and corporate diversification", *Journal of Finance* Vol. 65, Issue 3, 955-992, June 2010
16. Eije, H., Westerman, W., 2002. "Multinational cash management and conglomerate discounts in the euro zone", *International Business Review* 11, pp. 453-464
17. Eisenhardt, K., 1989. "Agency theory: an assessment and review", *The academy of management review*, Vol. 14, No.1 (Jan. 1989), pp. 57-74
18. Ferreira, M. and A. Vilela, 2003. "Why Do Firms Hold Cash? Evidence from EMU Countries". *European Financial Management*, Volume 10, Issue 2, 295-319, June.

19. Guney, Y., Ozkan, A., Ozkan N., 2003. "Additional international evidence on corporate cash holdings", Working paper, Department of Economics and Related Studies, University of York
20. Guney, Y., Ozkan, A., Ozkan, N.,2006. "International Evidence on the non-linear impact of leverage on corporate cash holdings", *Journal of Multinational Financial Management*, Vol. 17, 45-60, 19/3/2006
21. Han, S., Qiu, J., 2007. "Corporate precautionary cash holdings", *Journal of Corporate Finance*, Vol 13, p.p.43-57
22. Hardin, W., Highfield, M., Hill, M., Kelly, W., 2005. "The determinants of REIT cash holdings", *The Journal of Real Estate Finance and Economics* , Vol.39, No 1 (2009), p.p.39-57.
23. Hovakimian, G.,Titman, S., 2003. "Corporate investment with financial constraints: Sensitivity of investment to funds from voluntary asset sales". NBER working paper no:9432.
24. Hsiao, 2003, *Analysis of Panel Data*, 2nd edition, Cambridge University Press, Ch. 4,1-4.6.
25. Kalcheva, I., Lins, K.,2007. "International evidence on cash holdings and expected managerial agency problems", *The review of financial studies*, Vol. 20, No. 4 (July 2007), pp. 1087-1112
26. Kim, C. S., D. Mauer and A. E. Sherman, 1998. 'The Determinants of Corporate Liquidity: Theory and Evidence', *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 33, pp. 335–59.
27. Kim, H., Woods, D., & Kim, J., 2011. "Determinants of corporate cash-holding levels: An empirical examination of the restaurant industry." *International Journal of Hospitality Management* Vol.30 pp. 568–574
28. Koshio, S., 2003. "The determinants of corporate cash holdings in Brazil", *Coloquio Predoctoral Latinoamericano*, October, 2003
29. Koshio, S., Cia, J., 2003. "The determinants of coroporate cash holdings: a comparison between brazilian and US firms", Working paper, Escola de administracao de empresas de Sao Paulo

30. Kuan, T.H., Li, C.S, Chu, .S.H., 2011. “Cash holdings and corporate governance in family-controlled firms”, *Journal of business research*, Vol. 64, pp. 757-764
31. Kusnadi, Y., Wei, K.C.J., 2011. “The determinants of corporate cash management policies: evidence from around the world”, *Journal of corporate finance*, Vol. 17, pp 725-740
32. La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., Vishny, R., 1997. Legal determinants of external finance. *Journal of Finance* 52, 1131-1150
33. Li, K., 2007. “Expected holding of Cash, Future Performance, and Stock Return”. Working paper available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1214962> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1214962>
34. Liu, Y., 2011. “Founding family ownership and cash holdings”, *The journal of financial research*, Vol. 34, No. 2, pp. 279-294
35. Modigliani F., Miller, M., 1958. “The cost of capital, corporation finance and the theory of investment”, *American Economic Review* 48, 261-297
36. Myers, S., Majluf, N., 1984. “Corporate Financing and Investment Decisions when firms have information that investors do not have”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 20, 293-315
37. Opler, T., Pinkowitz, L., Stulz, R., Williamson, R., 1997. “The determinants and implications of corporate cash holdings”, Working paper 6234, National Bureau of Economic Research, Cambridge, October 1997
38. Ozkan, A., Ozkan, N., 2004. «Corporate cash holdings: an empirical investigation of UK companies», *Journal of Banking and Finance* 28 (9), 2103–2134
39. Pinkowitz, L., Williamson, R., 2001. “Bank power and cash holdings: evidence from Japan”, *The review of financial studies*, Vol. 14, No. 4 (Winter 2001), pp. 1059-1082
40. Pinkowitz, L., Stultz, R., Williamson, R., 2006. “Does the contribution of corporate cash holdings and dividends to firm value depend on governance? A cross-country analysis”, *The journal of Finance*, Vol. 1, No. 6, December 2006

41. Prenker, T., Kuck, J., 2009. “The determinants of corporate cash holdings”, Master Thesis in Finance, Lund University, School of Economics and Management
42. Ross, S., 1973. “The economic theory of agency: the principal’s problem”, American Economic Association, Vol. 63, No. 2, 1973
43. Sharpe, W.F., 1964. “Capital Asset prices: A theory of market equilibrium under conditions of risk”, Journal of Finance 19, 425-442
44. Subramaniam, V., Tang, T., Yue, H., Zhou, X., 2011. “Firm structure and corporate cash holdings”, Journal of Corporate Finance, 17, pp. 759-773
45. Teruel, P., Solano, P., 2008. “On the determinants of SME cash holdings: evidence from Spain”, Journal of Business and Finance and Accounting, Vol. 35, No. 1 & 2, pp.127-149, January/March 2008
46. Teruel P., Solano P., Ballesta J., 2009. “Accruals quality and corporate cash holdings”, Accounting and Finance, Vol. 49, No.1, pp.95-115, 2009
47. Titman, S., Wessels, R., 1988. “The determinants of capital structure choice.” Journal Finance **43**(1), 1–19 (1988)
48. Tong, Z., 2007. “Firm diversification and the value of corporate cash holdings”, Journal of Corporate Finance , Vol. 17, Issue 3, June 2011, p.p.741-758
49. Weinstein, D., Yahef, Y., 1998. “On the costs of a bank-centered financial system: evidence from the changing main bank relations in Japan”, The journal of finance, Vol. 23, No. 2, April 1998

#### ΙΣΤΟΣΕΛΙΔΕΣ

1. [www.enotes.com](http://www.enotes.com), “Agency theory”, encyclopedia of business, 2000
2. [www.sfmworldfunds.com](http://www.sfmworldfunds.com)
3. [www.specisoft.gr](http://www.specisoft.gr) , «Ρευστότητα επιχειρήσεων, γενική ρευστότητα, δείκτης και αξιολόγηση»
4. <http://en.wikipedia.org>