

ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΜΕΣΟΓΕΙΑΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ

ΣΧΟΛΗ

ΕΠΙΣΤΗΜΩΝ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΚΑΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ

Τμήμα Λογιστικής και Χρηματοοικονομικής

ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ

«ΛΟΓΙΣΤΙΚΗ ΚΑΙ ΕΛΕΓΚΤΙΚΗ»

«Ταμειακά διαθέσιμα και αγοραία αξία τουριστικών επιχειρήσεων»

Διπλωματική εργασία

που υποβλήθηκε στο Τμήμα ως μέρος των απαιτήσεων για την απόκτηση
Μεταπτυχιακού Διπλώματος Ειδίκευσης
στην Λογιστική και Ελεγκτική

από την

Κλεάνθη Γαρεφαλάκη

Επιβλέπων:

Καθηγητής Θ. Σταματόπουλος

Ηράκλειο
Φεβρουάριος, 2020

Περιεχόμενα

| | |
|--|----|
| Περίληψη..... | 5 |
| Abstract | 6 |
| Εισαγωγή..... | 7 |
| ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1ο Θεωρητικό υπόβαθρο..... | 9 |
| 1.1 Η έννοια των μετρητών | 9 |
| 1.2 Θεωρία αντιστάθμισης | 12 |
| 1.3 Θεωρία Ιεράρχισης..... | 20 |
| 1.4 Θεωρία ελεύθερων ταμειακών ροών..... | 25 |
| 1.5 Ιδιοκτησία και έλεγχος..... | 28 |
| 1.6 Προσδιοριστικοί παράγοντες χώρας | 29 |
| ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2ο Βιβλιογραφική ανασκόπηση..... | 33 |
| 2.1 Υπόβαθρο προβλήματος..... | 33 |
| 2.2 Βιβλιογραφική ανασκόπηση | 35 |
| ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3ο Εμπειρική διερεύνηση..... | 44 |
| 3.1 Ταυτοποίηση εμπειρικού υποδείγματος..... | 44 |
| 3.2 Στατιστικά στοιχεία, αποτελέσματα και συζήτηση εκτιμήσεων..... | 45 |
| Συμπεράσματα..... | 55 |
| Παράρτημα..... | 57 |
| Βιβλιογραφία..... | 65 |

Δήλωση Αυθεντικότητας

Η 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.λπ.), του ποσοστού και της σημαντικότητας του τμήματος που χρησιμοποιεί σε σχέση με το όλο κείμενο υπό την αίρεση πνευματικών δικαιωμάτων (copyright), και των πιθανών συνεπειών της χρήσης αυτής στην αγορά ή την γενικότερη αξία του υπό copyright κειμένου.

Ευχαριστίες

Θα ήθελα να ευχαριστήσω θερμά τον επιβλέποντα καθηγητή μου, κ. Θ. Σταματόπουλο, ο οποίος μου εμπιστεύθηκε την ανάθεση αυτής της εργασίας και με την επιστημονική του κατάρτιση, την συνεχή καθοδήγηση και την εξαιρετική υπομονή που υπέδειξε, καταφέραμε την υλοποίηση αυτής.

Έπειτα, ευχαριστώ όλους τους διδάσκοντες του Μεταπτυχιακού Προγράμματος Σπουδών «Λογιστική και Ελεγκτική» για την ευκαιρία που μου έδωσαν να συμμετάσχω στο συγκεκριμένο πρόγραμμα σπουδών και να αποκομίσω πολύτιμες γνώσεις και εμπειρίες.

Περίληψη

Σκοπός: Να διερευνηθούν οι προσδιοριστικοί παράγοντες των ρευστών διαθεσίμων ξενοδοχειακών επιχειρήσεων διεθνώς την περίοδο 2001-2018.

Μεθοδολογία: Με βάση την ανάλυση της σχετικής βιβλιογραφίας εξειδικεύσαμε εμπειρικό οικονομετρικό υπόδειγμα σταθερών επιδράσεων, οι εκτιμήσεις του οποίου ελέγχθηκαν ως προς τις προβλέψεις της θεωρίας των βασικών σχημάτων, αντιστάθμισης (trade off), ιεράρχησης κεφαλαίων (pecking order), ελεύθερων ταμειακών ροών (free cash flows) και αντιπροσώπευσης (agency).

Ευρήματα: Στο παγκόσμιο δείγμα επιβεβαιώθηκε η στατιστικά σημαντική μη-γραμμική σχέση (U μορφής, κυρτή) των ρευστών διαθεσίμων με την χρηματοοικονομική μόχλευση. Η εκτίμηση του ελάχιστου σημείου ρευστών κοντά στο μηδέν αντιστοιχεί σε συνολικό χρέος περίπου στο τριπλάσιο των ενεργητικών. Το μέγεθος των ξενοδοχείων επιδρά αρνητικά στην κατοχή ρευστών, ενώ το κεφάλαιο κίνησης θετικά υπονοώντας ότι προτιμάται η αυτοχρηματοδότηση των επενδύσεων. Η παγκόσμια χρηματοοικονομική κρίση 2008-‘09 επέδρασε αρνητικά στην διαφύλαξη μετρητών από τους διευθυντές, επιβεβαιώνοντας, αθροιστικά με τα προηγούμενα (με εξαίρεση το NWC), την κυριαρχία του μοντέλου αντιστάθμισης στα ξενοδοχεία παγκοσμίως. Αντίθετα, στο υπο-δείγμα της Ν. Ευρώπης μόνο η θετική επίδραση είτε του κεφαλαίου κίνησης είτε του βραχυχρόνιου τραπεζικού δανεισμού, στα ρευστά επιβεβαιώθηκε, υποδεικνύοντας εδώ σπουδαιότερη την εξήγηση του μοντέλου ιεράρχησης κεφαλαίων.

Περιορισμοί: Το υπόδειγμα των σταθερών επιδράσεων αντιμετωπίζει αποτελεσματικά μόνο μία μορφή πιθανής ενδογένειας των μεταβλητών του οικονομετρικού υποδείγματος.

Λέξεις-κλειδιά: ταμειακά διαθέσιμα, βιομηχανία του τουρισμού, μόχλευση, μέγεθος, κεφάλαιο κίνησης, οικονομική κρίση

Abstract

Purpose: investigate the determinants of cash holdings of accommodation industry firms internationally in the period of 2001-2018.

Methodology: based on the analysis of relevant literature, we have developed an empirical econometric model of fixed effects panel. The estimations of it were tested for the predictions of the theory of basic shapes, trade-off, pecking order, free cash flows and agency.

Evidence-Findings: the global sample confirmed the statistically significant non-linear (U-shaped, curved) relation of cash holdings to financial leverage. Estimating the minimum liquid point near zero corresponds to a total debt of about three times the assets. The size of hotels has a negative impact on cash holdings, while working capital positively implies that self-financing of investments is preferred. The global financial crisis 2008-'09 has had a negative effect on manager's preservation of cash holdings, confirming cumulatively with previous ones (with the exception of NWC), the dominance of hotel compensation model worldwide. In contrast, in the sub-sample of Southern Europe, only the positive effect of either working capital or short-term bank lending on cash holdings was confirmed, suggesting, here, a more significant explanation of capital hierarchy model.

Limitations: the model of fixed effects effectively addresses only one possible form of endogeneity of the econometric model's variables.

Key-words: cash holdings, tourism industry, leverage, size, working capital, financial crisis

Εισαγωγή

Η σημασία των αποτελεσματικών πρακτικών διαχείρισης των ταμειακών διαθεσίμων των επιχειρήσεων έχει γίνει σημαντικό ερευνητικό πεδίο τα τελευταία χρόνια, λόγω του ανταγωνιστικού χρηματοοικονομικού περιβάλλοντος. Σύμφωνα με τον Opler (1999), οι εταιρικές χρηματοοικονομικές πολιτικές που αφορούν τη διαχείριση ταμειακών ροών, την πληρωμή μερισμάτων, το κεφάλαιο κίνησης και τα επενδυτικά σχέδια έχουν σημαντικό ρόλο στις πολιτικές διαχείρισης εταιρικών ταμειακών ροών, ιδιαίτερα στη διατήρηση του βέλτιστου επιπέδου των μετρητών.

Κατά τον προσδιορισμό της συμπεριφοράς της κατοχής μετρητών της επιχείρησης, οι θεωρίες που παρέμειναν περισσότερο συναφείς με τις πρακτικές διαχείρισης των ταμειακών διαθεσίμων των εταιρειών περιλαμβάνουν το εμπόριο, τη συσσώρευση και τη θεωρία των ελεύθερων ταμειακών ροών Wasiuzzaman, (2014). Σύμφωνα με τη θεωρία Trade Off, οι επιχειρήσεις διατηρούν το βέλτιστο επίπεδο των μετρητών στο σημείο αναντιστοιχίας όπου το οριακό κόστος και τα οφέλη της διακράτησης μετρητών είναι ίσα Martínez-Sola et al. (2011). Όπως επεσήμανε ο Opler (1999), με βάση τον Keynes (1936), τα οφέλη από την κατοχή μετρητών προέρχονται από δύο κυρίαρχα κίνητρα: την προφύλαξη και το κίνητρο συναλλαγής. Ως εκ τούτου, όταν οι εταιρείες εξέτασαν τα οριακά οφέλη και το κόστος κατοχής ρευστών διαθεσίμων, η προοπτική των συναλλαγών σε μετρητά υποστήριξε το βέλτιστο επίπεδο μετρητών.

Αντίθετα, μια άλλη σημαντική θεωρία σύμφωνα με τις πρακτικές διαχείρισης των ταμειακών διαθεσίμων των επιχειρήσεων είναι η Pecking Order . Αυτή η θεωρία βασίστηκε στους Myers (1984) και Myers and Majluf (1984). Σύμφωνα με αυτή τη θεωρία, οι επιχειρήσεις προτιμούν πρώτα την εσωτερική χρηματοδότηση για τη χρηματοδότηση των επενδυτικών τους σχεδίων χρησιμοποιώντας τα ρευστά περιουσιακά στοιχεία και τα κέρδη εις νέον. Μετά από αυτό, η δεύτερη «λύση» είναι η έκδοση χρέους, ενώ ως έσχατη λύση θεωρείται η έκδοση μετοχών.

Από τη μια πλευρά, η θεωρία Pecking Order υποστήριξε ότι οι επιχειρήσεις με υψηλά κέρδη θα χρηματοδοτούσαν ως επί το πλείστον τα επενδυτικά σχέδια με εσωτερικούς πόρους, επομένως, οι επιχειρήσεις αυτές τείνουν να κατέχουν υψηλή αναλογία μετρητών. Αυτό το επιχείρημα υποστηρίζεται περαιτέρω από τους Afza και Adnan (2007) ενώ η θεωρία trade off αποκάλυψε την αντίστροφη σχέση μεταξύ της συμπεριφοράς διακράτησης μετρητών και των ταμειακών ροών των επιχειρήσεων

(Kim et al., 2011). Αυτό δείχνει ότι η επιχείρηση που έχει υψηλές ταμειακές ροές δίνει προτεραιότητα στα εξωτερικά κεφάλαια για τις επενδυτικές ευκαιρίες και αποκτά τη φορολογική ασπίδα.

Αντίθετα, η θεωρία των ελεύθερων ταμειακών ροών από τον Jensen (1986) περιγράφει ότι οι διαχειριστές προτιμούν να διατηρούν υψηλότερο επίπεδο ρευστότητας για να αυξάνουν τον όγκο των συνολικών στοιχείων του ενεργητικού που ελέγχουν. Προσπάθησαν, επίσης, να αποκτήσουν τις διακριτικές εξουσίες στις αποφάσεις επενδύσεων και χρηματοδότησης της επιχείρησης. Ως αποτέλεσμα, αυτή η συμπεριφορά επηρεάζει αρνητικά τον πλούτο του μετόχου. Ως εκ τούτου, το βέλτιστο επίπεδο κατοχής μετρητών θεωρείται σημαντικό πρόβλημα στην κατάσταση των μετόχων-διαχειριστών.

Το πιο σημαντικό θέμα που προκύπτει είναι οι συγκρούσεις συμφερόντων μεταξύ των διαχειριστών και των μετόχων σχετικά με τις πολιτικές πληρωμής μερισμάτων. Αυτή η κατάσταση συμβαίνει και γίνεται πιο έντονη όταν η επιχείρηση κατέχει σημαντικές ελεύθερες ταμειακές ροές Rozeff (1982), Easterbrook (1984). Επιπλέον, σημαντικό ζήτημα είναι να ενθαρρύνουμε τους διαχειριστές να χρησιμοποιούν αποτελεσματικά τα εταιρικά ταμειακά αποθέματα αντί να επενδύουν αυτά κάτω από το κόστος κεφαλαίου Kusnadi and Wei, (2011).

Γενικά, μερικοί ερευνητές έχουν επικεντρωθεί στην εγκυρότητα αυτών των θεωριών που ποικίλουν σε διαφορετικές χώρες Naoki, (2010), Islam (2012). Ομοίως, οι Alles et al.,(2012) και Wasiuzzaman (2014) τόνισαν ότι είναι δύσκολο να υποστηρίξουμε εμπειρικά μια θεωρία πάνω από τους άλλους χωρίς αμφιβολία. Ως εκ τούτου, είναι σημαντικό να διερευνηθεί περαιτέρω κατά πόσον και σε ποιο βαθμό τα χαρτοφυλάκια εταιρικών διαθεσίμων διαφωτίζουν τη συμπεριφορά των επιχειρήσεων στο πλαίσιο των αναπτυσσόμενων χωρών.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1ο Θεωρητικό υπόβαθρο

1.1 Η έννοια των μετρητών

Τα μετρητά αποτελούν κρίσιμο στοιχείο για τις καθημερινές λειτουργίες κάθε εταιρείας. Παρέχουν στην επιχείρηση ρευστότητα και διευκολύνουν τις πληρωμές διαφόρων τύπων υποχρεώσεων. Χωρίς επαρκή ρευστά περιουσιακά στοιχεία μια εταιρεία δεν θα είναι σε θέση να εκπληρώσει αυτές τις υποχρεώσεις και ως εκ τούτου θα αναγκαστεί αργότερα να κηρύξει πτώχευση. Σύμφωνα με τη βιβλιογραφία, τα μετρητά συνήθως ορίζονται ως εμπορεύσιμοι τίτλοι ή ισοδύναμα μετρητών Opler et al., (1999).

Τα ισοδύναμα ταμειακών διαθεσίμων είναι κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία, τα οποία μπορούν να μετατραπούν σε μετρητά σε πολύ βραχυπρόθεσμο χρονικό διάστημα και ως εκ τούτου χαρακτηρίζονται από υψηλό βαθμό ρευστότητας και ασήμαντο κίνδυνο μεταβολής της αξίας τους. Περιλαμβάνουν, για παράδειγμα, έντοκα γραμμάτια, καταθέσεις όψεως και άλλα μέσα χρηματαγοράς.

Αυτές οι κινητές αξίες έχουν χαμηλό κίνδυνο και χαμηλή απόδοση όπως αναφέρουν οι A. Ozkan και N. Ozkan, (2004). Αν υπήρχαν τέλειες κεφαλαιαγορές, οι επιχειρήσεις δεν θα αισθανόταν την ανάγκη να κατέχουν ρευστά περιουσιακά στοιχεία, αλλά θα μπορούσαν εύκολα να αντλούν εξωτερικό κεφάλαιο. Δεδομένου ότι δεν συμβαίνει αυτό στον πραγματικό κόσμο, πρέπει να υποθέσουμε ότι οι οικονομικές τριβές είναι υπεύθυνες για την πρόκληση διαφορούμενων προβλέψεων όσον αφορά την κατοχή μετρητών Drobetz και Grüninger (2007).

Έτσι, υπάρχουν μερικά βασικά θεωρητικά μοντέλα που προκύπτουν από το υπάρχον σώμα της ακαδημαϊκής βιβλιογραφίας και προσπαθούν να δώσουν μια εξήγηση όσον αφορά τη διακύμανση του επιπέδου της διακράτησης μετρητών στις επιχειρήσεις. Υπάρχουν πράγματι αρκετά οφέλη που σχετίζονται με την κατοχή μετρητών, ωστόσο υπάρχουν μειονεκτήματα και κόσθη που οι επιχειρήσεις πρέπει να υποστούν όταν κατέχουν μετρητά.

Στην πραγματικότητα, μπορεί να υπάρχει μια πληθώρα λόγων που δικαιολογεί την κατοχή μετρητών, αλλά από τη βιβλιογραφία μπορεί κανείς να εντοπίσει δύο κυρίαρχα κίνητρα, που προϋποθέτουν ορισμένες συμπεριφορές που σχετίζονται με τη χρήση μετρητών όπως επισημαίνουν οι A. Ozkan και N. Ozkan, (2004). Το πρώτο

είναι το κίνητρο του κόστους συναλλαγής και το δεύτερο είναι το προληπτικό κίνητρο. Σύμφωνα με το κίνητρο του κόστους συναλλαγής, υπάρχουν σταθερά και μεταβλητά κόστη που σχετίζονται με την άντληση εξωτερικού κεφαλαίου, γεγονός που οδηγεί στην ανάληψη ενός βέλτιστου επιπέδου ταμειακών διαθεσίμων και παροτρύνει τις επιχειρήσεις να κρατούν μετρητά ως buffer δηλαδή ως μηχανισμό ασφάλειας, Ferreira και Vilela (2004).

Αντίθετα, υπάρχει το προληπτικό κίνητρο, το οποίο δίνει έμφαση στην ύπαρξη ασύμμετρων πληροφοριών, στο κόστος πρακτόρευσης και στο κόστος ευκαιρίας των διαφυγόντων επενδύσεων. Εδώ η έννοια είναι ότι εάν οι δαπάνες για δυσμενείς επιλογές εξωτερικής χρηματοδότησης είναι υπερβολικά υψηλές, οι επιχειρήσεις τείνουν να συσσωρεύουν μετρητά ή άλλα ρευστά περιουσιακά στοιχεία ως μηχανισμό πρόληψης για να αντισταθμίσουν τις μελλοντικές ελλείψεις σε μετρητά και να αναγκαστούν να αποδώσουν θετική καθαρή παρούσα αξία επενδύσεις.

Έτσι, από αυτά τα δύο κίνητρα μπορούμε να αντλήσουμε τρεις βασικές κατηγορίες με ξεχωριστές υποκείμενες θεωρητικές υποθέσεις. Η πρώτη κατηγορία αντιπροσωπεύει το μοντέλο του κόστους συναλλαγής, η δεύτερη ασχολείται με την ασύμμετρη πληροφόρηση και το κόστος του χρέους της πρακτόρευσης και η τρίτη κατηγορία περιλαμβάνει τα κόστη διοίκησης που σχετίζονται με διαχειριστική διακριτική ευχέρεια.

Παρόλο που παλαιότερες έρευνες ασχολήθηκαν με αυτά τα θεωρητικά μοντέλα, δεν υπάρχει σαφής συναίνεση για τον τρόπο με τον οποίο τα μοντέλα σχετίζονται με τα αντίστοιχα θεωρητικά τους θεμέλια. Αυτό μπορεί να οφείλεται στο γεγονός ότι οι θεωρίες αλληλεπικαλύπτονται σε κάποιο βαθμό όσον αφορά τις εξηγήσεις των μοντέλων τους. Για παράδειγμα, οι Ferreira και Vilela (2004) υποθέτουν μια ξεκάθαρη διάκριση ανάμεσα σε τρία θεωρητικά μοντέλα: το μοντέλο αντιστάθμισης, τη θεωρία της τάξης των ζαριών και τη θεωρία των ελεύθερων ταμειακών ροών.

Αντίθετα, ο Opler (1999) ταξινομεί το θεωρητικό του τμήμα με βάση τους παράγοντες: κόστος συναλλαγής, ασύμμετρη πληροφόρηση και ιεράρχηση χρηματοδότησης. Επιπλέον, οι A. Ozkan και N. Ozkan (2004) και οι Bates et al. (2009) εφαρμόζουν μια ακόμη κατηγοριοποίηση. Έτσι, η απουσία σαφούς ταξινόμησης σχετικά με τις θεωρίες εμποδίζει τη συγκρισιμότητα μεταξύ των

ευρημάτων σχετικά με τους καθοριστικούς παράγοντες της διακράτησης μετρητών από διαφορετικούς συγγραφείς.

1.2 Θεωρία αντιστάθμισης

Η θεωρία trade-off ή αλλιώς η θεωρία περί αντιστάθμισης της κεφαλαιακής διάρθρωσης έχει να κάνει με τον τρόπο που επιλέγει μία εταιρία πόσο θα χρηματοδοτηθεί με ξένα κεφάλαια (με χρέος) και πόσο με ίδια κεφάλαια, προσπαθώντας να αντισταθμίσει τα μειονεκτήματα του κόστους δανεισμού και τα πλεονεκτήματα που θα κερδίσει. Με απλά λόγια, η θεωρία trade-off βασίζεται στην περιστασιακή απόφαση του να αυξήσεις ή να μειώσεις μία ποσότητα, ποιότητα ή ποσοστό μίας θέσης προκειμένου να αποκτήσεις κέρδος σε άλλα περιουσιακά στοιχεία. Συνδέεται κατά πολύ με την θεωρία του κόστους ευκαιρίας. Εάν κατανοήσει κανείς την ουσία της θεωρίας αυτής, μπορεί να εξασφαλίσει ότι χρησιμοποιεί τις πηγές – εφόδια του (είτε είναι χρόνος, χρήμα ή ενέργεια) σοφά.

Σύμφωνα με τη θεωρία Trade-off, οι επιχειρήσεις εξέτασαν τα οριακά οφέλη και το κόστος κατοχής μετρητών για τη μεγιστοποίηση του πλούτου των μετόχων Dittmar et al., (2003). Τα οφέλη κατοχής μετρητών προέρχονται από τη θεωρία του Keynes (1936), ο οποίος πρώτος αναφέρθηκε στα ταμειακά διαθέσιμα και τα ταμειακά ισοδύναμα. Σύμφωνα με τον Keynes υποδεικνύονται τρία βασικά κίνητρα για τα οποία προτιμάται η ρευστότητα: i) κίνητρα κόστους συναλλαγών, ii) προληπτικά κίνητρα και iii) κίνητρα κερδοσκοπίας.

Το πρώτο προκύπτει από την ανάγκη μίας εταιρίας για μετρητά για την εξυπηρέτηση των τρεχουσών εργασιών-συναλλαγών της λόγω των απρόβλεπτων ταμειακών εισροών και εκροών της. Σύμφωνα με το κίνητρο του κόστους συναλλαγής, η κατοχή μετρητών επιτρέπει στις επιχειρήσεις να αποφεύγουν ή να εξοικονομούν το κόστος συναλλαγών για να αντλούν κεφάλαια ή να ρευστοποιούν περιουσιακά στοιχεία. Σε σχέση με τα κίνητρα των συναλλαγών, οι επιχειρήσεις κρατούν τα μετρητά μόνο για να ξεπεράσουν το υψηλότερο κόστος ευκαιρίας σε περίπτωση χαμηλότερων επιπέδων μετρητών Dittmar et al., (2003).

Τα προληπτικά μέτρα παρουσιάζονται από την ανάγκη για ασφάλεια αναφορικά με την αβεβαιότητα και την επιθυμία να εκμεταλλευτείς απρόσμενες και ίσως αναπάντεχες ευκαιρίες. Το προληπτικό κίνητρο αποκάλυψε ότι η κατοχή μετρητών επιτρέπει στις επιχειρήσεις να χρηματοδοτούν τις επενδύσεις ή τα έργα τους εάν δεν υπάρχει άλλη πηγή χρηματοδότησης. Επιπλέον, οι A. Ozkan και N. Ozkan (2004) τόνισαν ότι για να ξεπεραστεί η πιθανότητα υψηλότερου κόστους των επιχειρήσεων

εξωτερικής χρηματοδότησης επενδύουν επίσης σε ρευστά περιουσιακά στοιχεία ή μπορούν να αυξήσουν το επίπεδο των μετρητών τους. Ομοίως, αυτό το επιχείρημα υποστηρίζεται επίσης από τους Opler (1999) και Bates and Kahle (2009).

Τέλος, ο Keynes ερμηνεύει τα μετρητά ως έναν τρόπο με τον οποίο μπορεί κάποιος να διατηρήσει τον πλούτο του χρησιμοποιώντας την εναλλακτική της επένδυσης σε υψηλού κινδύνου επενδύσεις, γνωστό και ως «κίνητρο κερδοσκοπίας». Το κερδοσκοπικό κίνητρο υποστήριξε ότι οι οικονομικοί παράγοντες κατέχουν μετρητά ή εμπορεύσιμους τίτλους προκειμένου να κερδίσουν κέρδη από τη μελλοντική άνοδο του επιτοκίου, πράγμα που δεν είναι κατάλληλο για όλους τους τύπους εταιρειών.

Αυτά τα οφέλη σταθμίζονται έναντι του εναλλακτικού κόστους των μετρητών, καθώς τα ρευστά περιουσιακά στοιχεία παράγουν χαμηλά ποσοστά απόδοσης (Ferreira και Vilela, 2004). Επιπλέον, οι Ferreira και Vilela (2004) υποστήριξαν ότι η αποτελεσματική διαχείριση μετρητών έχει επίσης σημαντική σημασία για τη μείωση της πιθανότητας οικονομικής δυσπραγίας.

Επιπλέον, το μοντέλο της συγκεκριμένης θεωρίας, υποθέτει ότι η διεύθυνση μιας επιχείρησης ασχολείται με τη μεγιστοποίηση της αξίας των μετοχών και επομένως απώτερος στόχος είναι να επιτευχθεί ένα βέλτιστο επίπεδο διαθεσίμων μετρητών, σταθμίζοντας το οριακό κόστος και τα οφέλη της διακράτησης μετρητών (Ferreira και Vilela, 2004).

Πράγματι, τα μετρητά μειώνουν αποτελεσματικά την πιθανότητα οικονομικής δυσπραγίας, διότι σε περίπτωση που η επιχείρηση αντιμετωπίσει απροσδόκητες απώλειες ή περιορισμούς στην κεφαλαιαγορά, τα μετρητά μπορούν να λειτουργήσουν ως αποθεματικό ασφαλείας. Επιπρόσθετα, οι επιχειρήσεις μπορούν να επωφεληθούν από τα μετρητά στους ισολογισμούς τους, εξοικονομώντας έξοδα συναλλαγών που σχετίζονται με τη συγκέντρωση κεφαλαίων στην κεφαλαιαγορά και επίσης να αποφύγουν την εκκαθάριση των περιουσιακών στοιχείων για την εκπλήρωση υποχρεώσεων Opler et al., (1999).

Πιο απλά, η κατοχή μετρητών μπορεί να χρησιμεύσει ως buffer μεταξύ των εσωτερικών πόρων της επιχείρησης και των κεφαλαίων που θα έπρεπε να παράγονται εξωτερικά, γεγονός που ελαχιστοποιεί το κόστος. Η επαρκής διαθεσιμότητα μετρητών μπορεί να διασφαλίσει την εφαρμογή μιας βέλτιστης επενδυτικής

πολιτικής, ειδικά όταν η πρόσβαση των επιχειρήσεων στις εξωτερικές κεφαλαιαγορές είναι περιορισμένη Ferreira και Vilela, (2004).

Το όφελος αυτό αφορά ιδιαίτερα τις εταιρείες υψηλής ανάπτυξης, με μεγάλα ποσά άυλων περιουσιακών στοιχείων, των οποίων η σταθερή αξία καθορίζεται σε μεγάλο βαθμό από τις ευκαιρίες ανάπτυξης. Ωστόσο, μια παραδοσιακή πηγή του κόστους των ταμειακών διαθεσίμων αντιπροσωπεύεται από το κόστος ευκαιρίας που αναλαμβάνουν οι επιχειρήσεις όταν παραιτούνται από επικερδείς επενδυτικές ευκαιρίες. Αυτά τα έξοδα ευκαιρίας αναφέρονται γενικά και ως πριμοδότηση ρευστότητας. Αυτό το ασφάλιστρο ρευστότητας εκφράζεται με χαμηλότερη απόδοση που παράγει η επιχείρηση με την κατοχή αυτών των στοιχείων του ενεργητικού (Kim et al., 2011).

Παρά τα οφέλη της κατοχής μετρητών, η κατοχή μετρητών έχει αρκετά μειονεκτήματα. Σύμφωνα με τον Jensen (1986), η κατοχή μετρητών θα μπορούσε να αυξήσει το κόστος της πρακτόρευσης. Οι επιχειρήσεις με υψηλότερη κατοχή μετρητών δεν χρειάζονται πρόσβαση στην κεφαλαιαγορά για χρηματοδότηση.

Αυτή η κατάσταση επιτρέπει στους διευθυντές εταιρειών να απομακρύνονται από την παρακολούθηση της αγοράς με άμεση συνέπεια οι διαχειριστές να επιδιώκουν την ικανοποίηση των συμφερόντων τους και όχι των μετόχων. Το ποσοστό απόδοσης μετρητών ή ρευστών στοιχείων ενεργητικού είναι χαμηλό λόγω της πριμοδότησης ρευστότητας. Τα μετρητά μπορούν επίσης να εκτεθούν σε διπλή φορολογία σε εταιρικά και ατομικά επίπεδα εάν διανεμηθούν στους μετόχους Chang-Soo et al., (1998).

Σύμφωνα με τις προηγούμενες εμπειρικές μελέτες, έχουν ενσωματωθεί διαφορετικές υποκατηγορίες για τους καθοριστικούς παράγοντες της συμπεριφοράς των εταιρειών σε μετρητά, ώστε να αντικατοπτρίζουν αυτή τη θεωρία. Παρόλα αυτά, οι μελέτες αυτές παρέχουν αποτελέσματα ανάμειξης. Μπορεί να είναι προβληματική η γενίκευση σε άλλες οικονομίες λόγω του μοναδικού μακροοικονομικού περιβάλλοντος της χώρας.

Πολλές μελέτες όπως των Faulkender και Wang (2006), Ozkan και Ozkan (2004) και των Afza και Adnan (2007) υπογράμμισαν ότι τα μετρητά είναι το προϊόν των επενδύσεων και των χρηματοδοτικών δραστηριοτήτων. Οι επιχειρήσεις που παράγουν θετικές ταμειακές ροές από τις δραστηριότητές τους χρηματοδοτούν τις

επενδύσεις τους με εσωτερικά κεφάλαια και εξαρτώνται από την αποθήκευση μεγάλων ταμειακών αποθεμάτων στους ισολογισμούς τους.

- **Το μέγεθος της επιχείρησης**

Το μοντέλο ζήτησης Miller και Orr (1966) δηλώνει ότι οι μεγάλες επιχειρήσεις μπορούν να επωφεληθούν από οικονομίες κλίμακας όσον αφορά τη διαχείριση μετρητών. Επομένως, οι μεγάλες επιχειρήσεις θα κατέχουν λιγότερα μετρητά από ό,τι οι μικρές επιχειρήσεις. Μια άλλη προϋπόθεση αυτού του μοντέλου είναι ότι αναμένεται ότι δεν υπάρχει συσχέτιση μεταξύ των αμοιβών δανεισμού και του μεγέθους του δανείου, γεγονός που δείχνει ότι τα τέλη αυτά είναι ένα σταθερό ποσό (Ferreira και Vilela, 2004).

Αυτό οδηγεί στην παραδοχή ότι οι μικρότερες επιχειρήσεις ενθαρρύνονται να κρατούν περισσότερα μετρητά από τις μεγαλύτερες επιχειρήσεις, επειδή η συγκέντρωση κεφαλαίων είναι πιο δαπανηρή γι' αυτούς. Ένα άλλο επιχείρημα που υποστηρίζει αυτή την άποψη είναι ότι οι μεγαλύτερες επιχειρήσεις έχουν μικρότερη πιθανότητα οικονομικής δυσπραγίας επειδή έχουν υψηλότερο επίπεδο διαφοροποίησης, γεγονός που με τη σειρά τους μειώνει το κόστος κεφαλαίου τους (Rajan and Zingales., 1995).

- **Η μόχλευση**

Είναι γενικά αποδεκτό ότι οι επιχειρήσεις με υψηλές απολαβές συνεπάγονται μεγαλύτερο κίνδυνο πτώχευσης λόγω του ότι η άκαμπτη φύση των σχεδίων απόσβεσης από τους πιστωτές πιέζει τη διαχείριση των ταμειακών διαθεσίμων των επιχειρήσεων (Ferreira και Vilela, 2004). Για να μειωθεί ο σχετικός κίνδυνος, οι εταιρείες με υψηλές απολαβές αναμένεται να κατέχουν μεγαλύτερα ποσά μετρητών.

Ωστόσο, υπάρχει μια άλλη έννοια, η οποία αμφισβητεί αυτήν την υπόθεση. Γενικά, ο βαθμός στον οποίο μια επιχείρηση χρηματοδοτείται από το χρέος δίνει μία ένδειξη για την ικανότητα μιας επιχείρησης να αυξάνει το χρέος. Έτσι, οι επιχειρήσεις με υψηλό δείκτη μόχλευσης αναμένεται να έχουν καλύτερη πρόσβαση στο δανειακό κεφάλαιο και ως εκ τούτου θα κατέχουν λιγότερα μετρητά. Έτσι, από μια στατική ανταλλαγή απόψεων, ο παράγοντας της μόχλευσης θα είχε μια κάπως ασαφή σχέση με τα μετρητά, λόγω αυτών των ανταγωνιστικών υποθέσεων.

- **Τραπεζικό χρέος**

Με το τραπεζικό χρέος η αναμενόμενη σχέση είναι παρόμοια σε σχέση με τη μόχλευση. Ο δείκτης υψηλού τραπεζικού χρέους δείχνει ότι η αντίστοιχη εταιρεία έχει στενή σχέση με τις τράπεζες. Λόγω της λειτουργίας παρακολούθησης των τραπεζών, υποστηρίζεται ότι οι ασυμμετρίες πληροφόρησης μπορούν να μετριαστούν και να αποφευχθεί η σπατάλη συμπεριφοράς των διαχειριστών (Pinkowitz and Williamson, 2001).

Αυτό θα οδηγήσει τελικά σε μειωμένο κόστος για πρόσθετα τραπεζικά δάνεια και έτσι οι επιχειρήσεις με υψηλά ποσοστά τραπεζικών χρεών θα τείνουν να κρατούν λιγότερα μετρητά από ό, τι οι επιχειρήσεις με χαμηλά ποσοστά χρέους τραπεζών (Ferreira και Vilela, 2004).

- **Ταμειακή ροή**

Σύμφωνα με τους Kim et al. (1998), οι ταμειακές ροές αντιπροσωπεύουν μια έτοιμη πηγή ρευστότητας και ως εκ τούτου ενεργούν ως υποκατάστατο των διαθεσίμων. Έτσι, αναμένεται μια αρνητική σχέση μεταξύ ταμειακών ροών και ταμειακών .

- **Μεταβλητότητα των ταμειακών ροών**

Γενικά, όσο πιο ευμετάβλητες είναι οι ταμειακές ροές μιας επιχείρησης, τόσο λιγότερη βεβαιότητα υπάρχει σχετικά με τη μελλοντική τους εμφάνιση. Συνεπώς, οι επιχειρήσεις με ιδιαίτερα ασταθείς ταμειακές ροές είναι πιο πιθανό να αντιμετωπίσουν οικονομικές δυσχέρειες στο μέλλον.

Ως εκ τούτου, οι επιχειρήσεις αυτές θα είναι διατεθειμένες να διατηρούν μεγαλύτερα ρευστά διαθέσιμα, σε αντίθεση με τις επιχειρήσεις με πιο σταθερές ταμειακές ροές, προκειμένου να μειωθεί ο σχετικός κίνδυνος οικονομικής δυσπραγίας. Κατά συνέπεια, αναμένεται ότι η μεταβλητότητα των ταμειακών ροών και η διαθεσιμότητα μετρητών έχουν θετική σχέση (Ozkan και Ozkan, 2004).

- **Υποκατάστατα ρευστοποιήσιμων περιουσιακών στοιχείων**

Σύμφωνα με τους Ferreira και Viela (2009) όλα τα ρευστά περιουσιακά στοιχεία εκτός τα μετρητά μπορούν να θεωρηθούν ως υποκατάστατα, διότι η γρήγορη ρευστοποίησή τους μπορεί να προσφέρει έτοιμη χρηματοδότηση σε περιόδους ανάγκης. Τα ρευστά περιουσιακά στοιχεία εκτός από τα μετρητά μπορεί να είναι για παράδειγμα το κεφάλαιο κίνησης και για ορισμένους τύπους εταιρειών, ακόμη και το

απόθεμα μπορεί να χρησιμεύσει ως ρευστό περιουσιακό στοιχείο, όταν είναι γρήγορα μετατρέψιμο σε μετρητά.

Ως εκ τούτου, μπορεί κανείς να συμπεράνει ότι επιχειρήσεις με μεγάλες ποσότητες ρευστών περιουσιακών στοιχείων θα κατέχουν λιγότερα μετρητά. Έτσι, η σχέση αναμένεται να είναι αρνητική. Αυτό υποστηρίζεται επίσης από το γεγονός ότι η μετατροπή ρευστών περιουσιακών στοιχείων σε μετρητά θεωρείται φθηνότερη και ευκολότερη από τη μετατροπή άλλων περιουσιακών στοιχείων (Ozkan and Ozkan, 2004). Ένα δημοφιλές παράδειγμα τέτοιου τρόπου αύξησης της ρευστότητας θα ήταν η εκκαθάριση των απαιτήσεων μέσω factoring ή τιτλοποίησης (Opler et al., 1999).

- **Επενδυτικές ευκαιρίες**

Λόγω του γεγονότος ότι η δαπανηρή εξωτερική χρηματοδότηση αυξάνει την πιθανότητα μιας επιχείρησης να μεταβιβάσει πολύτιμες επενδυτικές ευκαιρίες, οι επιχειρήσεις διατηρούν επαρκή ρευστά περιουσιακά στοιχεία (υπό μορφή μετρητών), προκειμένου να μπορούν να επωφεληθούν των περισσότερων (Kim et al., 2011, Ozkan και Ozkan et al., 2004). Ως αποτέλεσμα, προτείνεται οι επιχειρήσεις με μεγαλύτερες επενδυτικές ευκαιρίες να τείνουν να συγκεντρώνουν μεγαλύτερα ποσά μετρητών για να αποφευχθεί η αύξηση δαπανηρών εξωτερικών κεφαλαίων.

Ως εκ τούτου, θα περίμενε κανείς ότι οι επενδυτικές ευκαιρίες μιας επιχείρησης και οι ταμειακές της εκμεταλλεύσεις να είναι θετικές. Αυτό ισχύει ιδιαίτερα για τις επιχειρήσεις, οι αξίες των οποίων καθορίζονται σε μεγάλο βαθμό από τις ευκαιρίες ανάπτυξής τους, επειδή αυτές οι επιχειρήσεις έχουν γενικά υψηλότερη έκθεση σε δυσμενείς διαταραχές και οικονομικές δυσχέρειες (Kim et al., 2011).

Οι επενδυτικές ευκαιρίες καταγράφονται ως άυλα περιουσιακά στοιχεία σε έναν ισολογισμό και επομένως, μόλις η επιχείρηση αντιμετωπίζει οικονομική δυσπραγία, οι ευκαιρίες αυτές παύουν να υφίστανται. Αυτό επηρεάζει τελικά το κόστος του εξωτερικού κεφαλαίου για τις εταιρείες υψηλής ανάπτυξης, επειδή οι επενδυτές και οι πιστωτές έχουν λιγότερη ασφάλεια σε περίπτωση πτώχευσης. Επομένως, αναμένεται ότι οι επιχειρήσεις αυτές θα επιδιώξουν να αντισταθμίσουν αυτόν τον κίνδυνο κρατώντας μεγαλύτερα ποσά μετρητών.

- **Οι πληρωμές μερισμάτων**

Σύμφωνα με τους Ferreira και Vilela (2004) οι επιχειρήσεις που καταβάλλουν μερίσματα μπορούν να αντλήσουν κεφάλαια με χαμηλό κόστος μειώνοντας τις

πληρωμές μερισμάτων. Αντίθετα, οι επιχειρήσεις που δεν πληρώνουν μερίσματα θα πρέπει να πάνε στην κεφαλαιαγορά για να αντλήσουν κεφάλαια. Ως εκ τούτου, αναμένεται ότι οι πληρωμές μερισμάτων έχουν αρνητική επίδραση στην κατοχή μετρητών.

Ωστόσο, αυτή η άποψη έρχεται σε αντίθεση με κάποια εμπειρικά στοιχεία όπως αυτά των Brav et al. (2005) οι οποίοι διερευνούν την πολιτική αποπληρωμής μερισμάτων των επιχειρήσεων τον 21ο αιώνα. Οι συγγραφείς ανέλυσαν την συμπεριφορά από οικονομικά στελέχη 384 επιχειρήσεων και ανακάλυψαν ότι τα στελέχη αυτά θα προτιμούσαν να μεταβιβάσουν θετικά σχέδια NPV από το να κάνουν μερίσματα. Αυτό το εύρημα μπορεί να αποδοθεί στο αρνητικό αποτέλεσμα που προκαλούν οι ανακοινώσεις για περικοπές μερισμάτων στην τιμή της μετοχής μιας εταιρείας (Hiller et al., 2013).

Επιπλέον, Brav et al. (2005) διαπιστώνουν ότι η πλειοψηφία των ερωτηθέντων στελεχών (68%) προτιμούν να αντλούν εξωτερικά κεφάλαια πριν από την περικοπή των μερισμάτων. Ως εκ τούτου, οι εγγενείς αντιφάσεις των πληρωμών μερισμάτων οδηγούν σε μια διφορούμενη προσδοκία όσον αφορά τη σχέση με τα μετρητά. Με βάση τις εξέχουσες οικονομικές θεωρίες που σχετίζονται με τις πρακτικές διαχείρισης των ταμειακών διαθεσίμων των επιχειρήσεων, έχουν διεξαχθεί πολλές μελέτες σε διάφορες οικονομίες.

Στην αρχή, η πλειοψηφία των μελετών επικεντρώθηκε στις τάσεις και τη συμπεριφορά των χρηματιστηριακών εταιρειών σε όλες τις Ηνωμένες Πολιτείες (Bates and Kahle, 2009). Ωστόσο, τα συμπεράσματα από αυτό το σκέλος έρευνας είναι σχετικά μικτά και είναι προβληματική η γενίκευση σε άλλες χώρες λόγω του ποικίλου οικονομικού περιβάλλοντος. Ωστόσο, οι Chen και ο Mahajan (2010) βρήκαν τις ομοιότητες στις πρακτικές διαχείρισης των ταμειακών ροών των επιχειρήσεων σε όλες τις ανεπτυγμένες χώρες.

Αντίθετα, οι Iskandar-Datta και Jia (2012) συνέκριναν τις αμερικανικές επιχειρήσεις με άλλες εταιρείες από ανεπτυγμένες χώρες. Διαπίστωσαν ότι οι διαφορές μεταξύ των χωρών όσον αφορά τη διαχείριση των ταμειακών διαθεσίμων των επιχειρήσεων οφείλονται κυρίως σε θεσμικές διαφορές. Εναλλακτικά, οι Kusnadi και Wei (2011) διαπίστωσαν επίσης μεγάλη διακύμανση στο επίπεδο διακράτησης μετρητών των επιχειρήσεων σε όλες τις αναπτυγμένες και αναπτυσσόμενες χώρες. Ως αποτέλεσμα,

με βάση την προηγούμενη βιβλιογραφία, τα αποτελέσματα δεν θα μπορούσαν να γενικευτούν σε όλες τις αναπτυσσόμενες χώρες.

Ωστόσο, διατυπώθηκαν αρκετές θεωρητικές προσεγγίσεις για τον προσδιορισμό του μηχανισμού διακράτησης μετρητών των επιχειρήσεων. Με βάση την προηγούμενη βιβλιογραφία, οι θεωρίες που παρέμειναν περισσότερο σχετικές με τις πρακτικές διαχείρισης των ταμειακών ροών των επιχειρήσεων περιλαμβάνουν το εμπόριο, τη διαγραφή και τη θεωρία των ελεύθερων ταμειακών ροών Wasiuzzaman, (2014).

1.3 Θεωρία Ιεράρχησης

Η δεύτερη βασική θεωρία, με την οποία ασχολείται η παρούσα εργασία, είναι η θεωρία Pecking Order. Η θεωρία αυτή υποστηρίζει ότι μία εταιρία θα πρέπει να ακολουθεί μία ιεραρχική προτίμηση όσον αφορά τις επιλογές χρηματοδότησης της. Πιο συγκεκριμένα, πρώτα θα πρέπει να επιλέγει την εσωτερική χρηματοδότηση, χρησιμοποιώντας τα διαφυλασσόμενα τα κέρδη της. Έπειτα, αν αυτό δεν είναι αρκετό, θα πρέπει να στρέφεται στον δανεισμό και το εξωτερικό χρέος. Και τέλος, να αφήνει ως έσχατη λύση την έκδοση μετοχών.

Οι Myers και Majluf (1984) δηλώνουν ότι οι ασυμμετρίες πληροφόρησης μεταξύ διαχειριστών και μετόχων καθιστούν την εξωτερική χρηματοδότηση δαπανηρή. Σύμφωνα με τη Myers (1984), οι επιχειρήσεις ακολουθούν εντολή όταν αποφασίζουν ποια κεφάλαια θα χρησιμοποιήσουν για τη χρηματοδότηση των επενδύσεων. Πρώτον, οι επιχειρήσεις προτιμούν να χρηματοδοτούν έργα με εσωτερικά κεφάλαια. Δεύτερον, θα προσαρμόσουν τα επίπεδα των μερισμάτων τους, ακόμη και αν τα μερίσματα τείνουν να ακολουθούν μια συγκεκριμένη πολιτική.

Στη συνέχεια, οι επιχειρήσεις θα επιλέξουν να πωλήσουν τα ρευστά περιουσιακά στοιχεία και τελικά θα χρησιμοποιήσουν το εξωτερικό κεφάλαιο ως έσχατη λύση. Εάν απαιτείται εξωτερική χρηματοδότηση, οι επιχειρήσεις προτιμούν το χρέος, από τους υβριδικούς τίτλους όπως οι μετατρέψιμοι, και τέλος την έκδοση μετοχών (Myers, 1984). Αυτή η σειρά χρηματοδότησης προέρχεται από τη θεωρία της ασύμμετρης πληροφόρησης και οι στόχοι των διαχειριστών πρέπει να είναι η ελαχιστοποίηση του κόστους που σχετίζεται με αυτά τα ζητήματα.

Αυτό συμβαίνει επειδή οι διαχειριστές έχουν περισσότερες γνώσεις σχετικά με τις επενδυτικές ανάγκες και την καθαρή παρούσα αξία των επενδύσεων αυτών. Επιπλέον, οι διευθυντές αναμένεται να ενεργήσουν υπέρ των σημερινών ιδιοκτητών της επιχείρησης και, ως εκ τούτου, θα προσπαθήσουν να εκδώσουν νέες μετοχές στην υψηλότερη δυνατή τιμή. Οι ιδιώτες επενδυτές που γνωρίζουν αυτό το ζήτημα θα απαιτήσουν υψηλότερο ασφάλιστρο κινδύνου. Αυτό το ασφάλιστρο βασίζεται συνεπώς στην ασυμμετρία πληροφόρησης, η οποία αυξάνει το κόστος χρηματοδότησης των επενδύσεων με νέα κεφάλαια. Αυτή είναι η λογική για τις εταιρείες που προτιμούν το χρέος προς ίδια κεφάλαια (Myers and Majluf, 1984).

Το ύψος της κατοχής μετρητών είναι το αποτέλεσμα των επενδυτικών και χρηματοδοτικών αποφάσεων μιας επιχείρησης. Οι επιχειρήσεις χρησιμοποιούν τις ταμειακές τους ροές για να χρηματοδοτήσουν τις επενδυτικές ευκαιρίες ή τα έργα τους, να εξοφλήσουν το χρέος τους όταν οφείλουν και στη συνέχεια, να συσσωρεύσουν αχρησιμοποίητες ταμειακές ροές ως μετρητά, αν είναι δυνατόν.

Εάν οι ταμειακές ροές δεν μπορούν να καλύψουν τις προαναφερόμενες δαπάνες, οι επιχειρήσεις μπορούν να χρησιμοποιήσουν τα αποθεματικά ταμειακών ροών προκειμένου να αποφύγουν την εξωτερική χρηματοδότηση. Εάν οι ταμειακές ροές και τα μετρητά δεν επαρκούν για την κάλυψη όλων των δαπανών, απαιτείται πρόσθετη χρηματοδότηση. Έτσι, το ύψος της διακράτησης μετρητών καθορίζεται από εισροή και εκροή μετρητών, γεγονός που υποδηλώνει ότι δεν υπάρχει βέλτιστη κατοχή μετρητών (Opler, 1999).

Τα αποτελέσματα επιβεβαιώνουν ότι και οι δύο θεωρίες εξηγούν σημαντικά το ποσοστό κατοχής μετρητών. Ωστόσο, δεν είναι σαφής η διάκριση μεταξύ της θεωρίας tradeoff και της θεωρίας Pecking Order στην πολιτική διατήρησης μετρητών. Επιπλέον, ο Opler (1999) πρότεινε ότι η διάκριση καθίσταται ασαφής καθώς το κόστος της εξωτερικής χρηματοδότησης αυξάνεται.

Επιπλέον, οι Ferreira και Vilela (2004) ισχυρίστηκαν ότι οι επιχειρήσεις μπορούν να χρησιμοποιήσουν τα μετρητά για επενδυτικές δραστηριότητες και επίσης να πληρώσουν χρέη επιχειρήσεων. Ομοίως, οι Dittmar et al. (2003) τόνισαν ότι οι επιχειρήσεις που έχουν υψηλές ταμειακές ροές διανέμουν ομαλά το μέρισμα. Από την άλλη πλευρά, βασίζονται επίσης στη χρηματοδότηση του χρέους και στην κατοχή υψηλών ταμειακών αποθεμάτων.

Σύμφωνα με τις προηγούμενες εμπειρικές μελέτες, διάφοροι οικονομικοί παράγοντες έχουν ενσωματωθεί για να αντικατοπτρίσουν αυτή τη θεωρία. Ο Al-Najjar (2011) χρησιμοποίησε την κερδοφορία και τη μόχλευση των επιχειρήσεων για να κατανοήσει τον μηχανισμό κατοχής μετρητών. Επιπλέον, η ταμειακή ροή και το μέγεθος της επιχείρησης χρησιμοποιήθηκαν από τους Ferreira και Vilela, 2004. Ο Frank και ο Goyal (2007) ισχυρίστηκαν ότι ο μηχανισμός διαλογής μπορεί να οδηγήσει σε ζητήματα πρακτόρευσης μεταξύ των επενδυτών και των διαχειριστών / ιδιοκτητών.

Είναι σημαντικό επίσης να σημειωθεί ότι ο Wasiuzzaman (2014) ενώ ερεύνησε τη συμπεριφορά διαχείρισης των ταμειακών διαθεσίμων των επιχειρήσεων, έδειξε ότι και οι δύο υποθέσεις των θεωριών δεν ήταν ακόμη σε θέση να εξηγήσουν πλήρως τη συμπεριφορά της επιχείρησης. Αντίθετα, σε επίπεδο τομέα, οι Kim et al., (2011) υποστήριξαν ότι οι επιχειρήσεις με υψηλές ευκαιρίες ανάπτυξης τείνουν να διατηρούν υψηλά επίπεδα μετρητών. Ωστόσο, οι εταιρείες που πληρώνουν μερίσματα και οι εταιρείες με υψηλές κεφαλαιουχικές δαπάνες έχουν τη χαμηλότερη αναλογία μετρητών. Αυτά τα αποτελέσματα έρχονται σε αντίθεση με τη θεωρία Pecking Order.

Επιπλέον, θα πρέπει να σημειωθεί πως όταν υπάρχει ασύμμετρη πληροφόρηση, τότε οι διαχειριστές τείνουν να προτιμούν τη χρήση εσωτερικά παραγόμενων κεφαλαίων σε σχέση με τα εξωτερικά κεφάλαια και να ακολουθούν μια λεγόμενη ιεραρχία χρηματοοικονομικών πολιτικών. Εδώ, τα εσωτερικά κεφάλαια αντιπροσωπεύουν την ευνοϊκότερη επιλογή για τη χρηματοδότηση επενδύσεων, και η έκδοση μετοχών θεωρείται ως η λιγότερο ευνοϊκή πηγή χρηματοδότησης.

Οι Myers και Majluf (1984) υποστηρίζουν ότι αυτό ισχύει ιδιαίτερα για τις επιχειρήσεις, οι αξίες των οποίων καθορίζονται από τις επιλογές ανάπτυξης. Εάν μια επιχείρηση αξιολογεί πολλές επενδυτικές ευκαιρίες που μπορεί να αυξήσουν την αξία της, ενώ δεν έχει μετρητά, πιθανότατα πρέπει να μεταβιβάσει μερικές από αυτές τις πολύτιμες επενδύσεις. Έτσι, οι επιχειρήσεις με τέτοιες επενδυτικές ευκαιρίες θα τείνουν να κρατούν περισσότερα μετρητά για να μειώσουν την πιθανότητα να αναγκαστούν να εγκαταλείψουν ορισμένες από αυτές τις επενδύσεις που ενισχύουν την αξία τους.

- **Μέγεθος**

Η θεωρία Pecking Order δηλώνει ότι οι μεγάλες επιχειρήσεις ήταν πιθανώς πιο επιτυχημένες και επομένως θα έπρεπε να έχουν περισσότερα διαθέσιμα μετρητά, αφού ελέγξουν για επενδύσεις (Ferreira και Vilela, 2004).

- **Ταμειακή ροή**

Επίσης, η ταμειακή ροή μιας επιχείρησης αναμένεται να σχετίζεται θετικά με την κατοχή μετρητών κατά την εφαρμογή της θεωρίας της ιεραρχίας χρηματοδότησης για το θέμα αυτό. Δεδομένου ότι τα εσωτερικά δημιουργούμενα κεφάλαια προτιμώνται έναντι του δαπανηρού εξωτερικού κεφαλαίου, η επιχείρηση υποχρεώνεται είτε να διατηρήσει το διαθέσιμο υπόλοιπο μετά τη λογιστική των κεφαλαιουχικών δαπανών

είτε να εξοφλήσει το χρέος (D'Mello et al., 2005). Κατά συνέπεια, οι επιχειρήσεις με υψηλές ταμειακές ροές θα κατέχουν μεγάλα ποσά μετρητών και αντιστρόφως.

- **Δυνατότητα επενδύσεων**

Σύμφωνα με τις Ferreira και Vilela (2004), με την παρουσία ενός μεγάλου συνόλου επενδυτικών ευκαιριών, οι επιχειρήσεις απαιτούν μεγάλα αποθέματα μετρητών, διότι οι ελλείψεις σε μετρητά θα συνεπαγόταν ότι οι επιχειρήσεις θα πρέπει να παραιτηθούν από αυτές τις ευκαιρίες. Ως εκ τούτου, θα περίμενε κανείς μια θετική σχέση. Αυτή η πρόβλεψη βασικά ευθυγραμμίζεται με τις προβλέψεις του μοντέλου αντιστάθμισης, ωστόσο η ερμηνεία διαφέρει λίγο.

Ενώ το μοντέλο tradeoff υποστηρίζει περισσότερο την άποψη του κόστους των συναλλαγών, η θεωρία Pecking Order μάλλον αντιπροσωπεύει το προληπτικό κίνητρο της κατοχής μετρητών. Αυτό σημαίνει ότι το μοντέλο tradeoff θεωρεί απλώς το υψηλό κόστος του εξωτερικού κεφαλαίου ως ζήτημα, ενώ η θεωρία Pecking Order υποδεικνύει ότι η επιχείρηση μπορεί ακόμη και να είναι εντελώς περιορισμένη από εξωτερική χρηματοδότηση

- **Η μόχλευση**

Σύμφωνα με την ιεραρχία της χρηματοοικονομικής παραδοχής, η θεωρία Pecking Order προβλέπει ότι όταν το επίπεδο επένδυσης υπερβαίνει το επίπεδο των κερδών εις νέον, το ποσό των διαθέσιμων μετρητών μειώνεται και το ποσό του χρέους αυξάνεται ανάλογα (Ferreira και Vilela, 2004). Επομένως, από τη σκοπιά της Pecking Order, η σχέση μεταξύ μόχλευσης και ταμειακών διαθεσίμων θα ήταν επίσης αρνητική.

- **Τραπεζικό χρέος**

Όπως συμβαίνει και με τη θεωρία trade off, η θεωρία Pecking Order προβλέπει επίσης μια αρνητική σχέση με το τραπεζικό χρέος. Οι τράπεζες τείνουν να είναι πιο αποτελεσματικές στη μείωση των προβλημάτων που σχετίζονται με τις ασυμμετρίες πληροφόρησης και τις συγκρούσεις πρακτορείων από άλλους δανειστές. Υποστηρίζεται ότι αυτό οφείλεται κυρίως στο «συγκριτικό τους πλεονέκτημα στην παρακολούθηση των δραστηριοτήτων των επιχειρήσεων και στη συλλογή και επεξεργασία πληροφοριών (Ozkan and Ozkan, 2004). Επιπλέον, η προθυμία των τραπεζών να χορηγήσουν δάνειο γενικά παραλαμβάνεται από το κοινό ως θετικό

σημάδι, γεγονός που τελικά οδηγεί σε μείωση του εξωτερικού κόστους των κεφαλαίων των επιχειρήσεων. Επομένως, το κίνητρο προφύλαξης για τη διατήρηση μετρητών μειώνεται.

1.4 Θεωρία ελεύθερων ταμειακών ροών

Η θεωρία των ελεύθερων ταμειακών ροών αμφισβητεί την υπόθεση για το βέλτιστο επίπεδο διακράτησης μετρητών. Σύμφωνα με τον Jensen (1986), οι επιχειρήσεις μπορεί να μην έχουν πάντα την τάση να κατέχουν το ποσό των μετρητών που θα μεγιστοποιήσουν την αξία των μετόχων. Η θεωρία βασίζεται στην ιδέα ότι υπάρχουν μερικές επιχειρήσεις που κατέχουν υπερβολικά μετρητά. Ο Jensen (1986) υποστηρίζει ότι οι διαχειριστές τείνουν να εκτιμούν τα μετρητά επειδή ενισχύουν τη διακριτική τους ευχέρεια να πραγματοποιούν επενδύσεις και εξαγορές που δεν θα είχαν εγκριθεί από την κεφαλαιαγορά και έτσι έχουν μεγαλύτερη ευελιξία στο να επιδιώξουν τα δικά τους συμφέροντα.

Για τους μετόχους, αυτό δεν μπορεί να είναι μια επιθυμητή κατάσταση, διότι μπορεί να έχει επιζήμια αποτελέσματα στην αξία της επιχείρησης. Έτσι, παρά τα οφέλη για τα στελέχη να κρατούν μετρητά, τα προβλήματα που προκαλούνται από αυτό το γεγονός, μπορεί τελικά να οδηγήσουν σε σταθερή αξία. Αυτό οφείλεται στο γεγονός ότι οι μέτοχοι υποβαθμίζουν αυτόματα ένα απόθεμα όταν πιστεύουν ότι οι διαχειριστές μπορούν να αποταμιεύουν μετρητά για μη αναγνωρίσιμους σκοπούς.

Ως εκ τούτου, ο Jensen (1986) υποστηρίζει ότι η αύξηση της μόχλευσης μπορεί να ενισχύσει την αξία της επιχείρησης, ενώ η διακράτηση μετρητών παίζει λιγότερο σημαντικό ρόλο. Η άποψη αυτή υποστηρίζεται επίσης από τους Myers και Majluf (1984), οι οποίοι προτείνουν ότι οι επιχειρήσεις δεν στοχεύουν σε συγκεκριμένα επίπεδα συμμετοχής.

Οι διευθυντές εταιρειών ενός οργανισμού είναι βασικά οι πράκτορες των μετόχων, ένας πράκτορας που εκπροσωπεί έναν κύριο-μέτοχο και εξυπηρετεί το συμφέρον του εντολέα. Το ζήτημα είναι ότι ο πράκτορας μπορεί να έχει άλλους στόχους και συμφέροντα από τον κύριο και θα μπορούσε να ενεργήσει εις βάρος του εντολέα, Eisenhardt (1989). Τα προβλήματα του οργανισμού που ενδέχεται να προκύψουν μεταξύ των ανησυχιών των μετόχων και των διαχειριστών προκαλούνται επίσης από το βέλτιστο επίπεδο κατοχής μετρητών. Η θεωρία των ελεύθερων ταμειακών ροών για την ανάλυση τέτοιων συγκρούσεων αποτελεί σήμερα ένα σημαντικό μέρος της οικονομικής βιβλιογραφίας.

Σύμφωνα με τη θεωρία των ελεύθερων ταμειακών ροών του Jensen (1986), οι διαχειριστές προτιμούν να διατηρούν υψηλό επίπεδο ταμειακών ροών για να αυξάνουν τον όγκο των συνολικών στοιχείων του ενεργητικού που ελέγχουν. Προσπάθησαν επίσης να αποκτήσουν τις διακριτικές εξουσίες στις αποφάσεις επενδύσεων και χρηματοδότησης της επιχείρησης. Αυτές οι πολιτικές ενδέχεται να οδηγήσουν σε υπερβολικά επενδυτικά ζητήματα (Ferreira και Vilela, 2004).

Επιπλέον, οι Ferreira και Vilela (2004) ισχυρίστηκαν ότι οι επιχειρήσεις με ισχυρή σχέση με τις τράπεζες και τις εταιρείες που ασκούν δραστηριότητες σε χώρες με υψηλό επίπεδο προστασίας των επενδυτών έχουν χαμηλότερα επίπεδα ρευστότητας. Αυτοί οι όροι υποστηρίζουν την ύπαρξη διακριτικής ευχέρειας διαχειριστή και ζητημάτων κόστους πρακτόρευσης στη διαχείριση ρευστότητας. Ομοίως, οι Afza και Adnan (2007) περιέγραψαν τη σημασία του βέλτιστου επιπέδου ρευστού περιουσιακού στοιχείου για την ομαλή λειτουργία των επιχειρήσεων.

Τέλος, μπορεί να υποστηριχθεί ότι η διοίκηση μπορεί να συσσωρεύει μετρητά επειδή δεν επιθυμεί να κάνει πληρωμές στους μετόχους και θέλει να κρατήσει αυτά τα κεφάλαια στην επιχείρηση. Οι Drobetz και Grüninger (2007) υποστηρίζουν αυτό το επιχείρημα και αποκάλυψαν ότι οι πληρωμές μερισμάτων σχετίζονται θετικά με τα διαθέσιμα. Αυτό δείχνει ότι η διοίκηση μπορεί να συσσωρεύσει μετρητά με μείωση του μερίσματος ή δεν κάνει πληρωμές σε μετόχους, για να κρατήσει κεφάλαια μέσα στην επιχείρηση.

- **Επενδυτικές ευκαιρίες**

Από τη σκοπιά μιας ελεύθερης ταμειακής ροής, οι εδραιωμένοι διευθυντές εταιρειών που έχουν στη διάθεσή τους μόνο κακές επενδυτικές ευκαιρίες τείνουν να κατέχουν περισσότερα μετρητά για να διασφαλίσουν τη διαθεσιμότητα κεφαλαίων για επενδύσεις ακόμη και σε αρνητικά σχέδια NPV (Drobetz and Grüninger, 2007; Ferreira και Vilela, 2004). Τελικά, αυτό θα οδηγούσε σε καταστροφή της αξίας των μετόχων. Ως εκ τούτου, σύμφωνα με αυτή την προοπτική, η σχέση μεταξύ επενδυτικών ευκαιριών και ταμειακών διαθεσίμων θα ήταν αρνητική.

- **Η μόχλευση**

Η προοπτική του οργανισμού τονίζει τον ρόλο παρακολούθησης του χρέους. Σε μια επιχείρηση με υψηλή απόδοση, οι διαχειριστές είναι πειθαρχημένοι από τις συμβάσεις χρέους και τις απαιτήσεις που τους επιβάλλουν οι πιστωτές τους. Ως εκ

τούτου, τα διευθυντικά στελέχη θα έχουν λιγότερη διακριτική ευχέρεια όσον αφορά την απασχόληση κεφαλαίων.

Αντίθετα, οι διαχειριστές σε επιχειρήσεις με χαμηλή μόχλευση έχουν μεγαλύτερο περιθώριο λήψης αποφάσεων, διότι αποτελούν λιγότερο αντικείμενο παρακολούθησης και επομένως η διακριτικής τους ευχέρειας είναι μεγαλύτερη. Ως εκ τούτου, αναμένεται ότι οι λιγότερες απομειωμένες επιχειρήσεις κρατούν περισσότερα μετρητά (Ferreira και Vilela, 2004).

- **Τραπεζικό χρέος**

Σύμφωνα με το μοντέλο tradeoff και τη θεωρία Pecking Order, η θεωρία των ελεύθερων ταμειακών ροών προβλέπει επίσης αρνητική σχέση με το τραπεζικό χρέος. Σύμφωνα με τους Pinkowitz και Williamson (2001), το τραπεζικό χρέος, λόγω του ρόλου παρακολούθησης, πρέπει να συμβάλει στην εξάλειψη της συμπεριφοράς των ταμειακών αποθεμάτων από τους διαχειριστές, οι οποίοι επιδιώκουν τα δικά τους συμφέροντα και όχι τα συμφέροντα των μετόχων.

- **Μέγεθος**

Οι Ferreira και Vilela (2004) δηλώνουν ότι οι μεγαλύτερες επιχειρήσεις έχουν γενικά υψηλότερο βαθμό διασποράς των μετόχων. Με τη σειρά του αυτό θα μπορούσε να οδηγήσει σε ανώτερη διαχειριστική διακριτική ευχέρεια. Οι Opler et al. (1999) υποστηρίζουν ότι το μέγεθος της επιχείρησης είναι αποτρεπτικό για την εξαγορά, διότι για να αποκτήσει ο πλειοδότης έναν μεγάλο στόχο απαιτεί περισσότερους πόρους.

Στη συνέχεια, οι διευθυντές μεγάλων επιχειρήσεων μπορούν να επωφεληθούν ευκολότερα από τη χρήση της πολιτικής αρένας (Opler et al., 1999). Ως εκ τούτου, οι Ferreira και Vilela (2004) υποστηρίζουν ότι η αυξημένη διακριτική ευχέρεια επιτρέπει στους διαχειριστές να ασκούν μεγαλύτερη επιρροή στις πολιτικές επιχειρήσεων και επενδύσεων, γεγονός που οδηγεί σε μεγαλύτερο χρηματικό ποσό. Εδώ, θα αναμενόταν μια θετική σχέση μεταξύ του μεγέθους της επιχείρησης και των ταμειακών διαθεσίμων.

1.5 Ιδιοκτησία και έλεγχος

Ένας επιπλέον παράγοντας που επηρεάζει τα μετρητά, ο οποίος δεν εξετάζεται στις αναλύσεις παλινδρόμησης λόγω έλλειψης δεδομένων, είναι ο τύπος ιδιοκτησίας και ελέγχου μιας επιχείρησης. Οι Guney et al. (2007) μελετούν τη συμπεριφορά των μετρητών σε 4.069 επιχειρήσεις από τη Γαλλία, τη Γερμανία, την Ιαπωνία, το Ηνωμένο Βασίλειο και τις ΗΠΑ. Τα ευρήματά τους δείχνουν ότι η ιδιοκτησία στο Ηνωμένο Βασίλειο, στις ΗΠΑ και στην Ιαπωνία είναι σε μεγάλο βαθμό διασκορπισμένη, ενώ στη Γαλλία και τη Γερμανία είναι πολύ συγκεντρωμένη.

Για τη Γερμανία βρίσκουν τη μεγαλύτερη συγκέντρωση ιδιοκτησίας με ποσοστό 50%. Οι Guney et al. (2007) υποστηρίζουν ότι η συγκέντρωση ιδιοκτησίας μπορεί να επηρεάσει ενδεχομένως το κόστος του οργανισμού μεταξύ διαχειριστών και μετόχων. Θεωρούν ότι ένας τρόπος για τον έλεγχο των προβλημάτων των οργανισμών θα ήταν η αποτελεσματική παρακολούθηση της συμπεριφοράς των διαχειριστών.

Ωστόσο, για τους μετόχους, οι οποίοι κατέχουν απλώς ένα μικρό μερίδιο της επιχείρησης, το κόστος παρακολούθησης θα υπερέβαινε τα οφέλη που θα προέκυπταν από τα μειωμένα προβλήματα. Αντίθετα, οι μέτοχοι που έχουν απαίτηση σε μεγάλα τμήματα της επιχείρησης θα είναι σε θέση να παρακολουθούν αποτελεσματικότερα τα στελέχη.

Κατά συνέπεια, οι επιχειρήσεις των οποίων η κυριότητα είναι συγκεντρωμένη σε μεγάλο βαθμό είναι σε καλύτερη θέση να ελέγχουν για αυτά τα προβλήματα των οργανισμών και έτσι να συνδέονται με χαμηλότερο κόστος εξωτερικού κεφαλαίου. Αυτό με τη σειρά του θα σήμαινε ότι οι επιχειρήσεις αυτές δεν έχουν το κίνητρο να αποθηκεύουν μεγάλα ποσά μετρητών. Επιπλέον, οι Guney et al. (2007) υποστηρίζουν αυτή την υπόθεση από τα αποτελέσματα της ανάλυσης παλινδρόμησης τους.

1.6 Προσδιοριστικοί παράγοντες χώρας

Εκτός από τους καθοριστικούς παράγοντες της συγκεκριμένης επιχείρησης, υπάρχουν και καθοριστικοί παράγοντες ανά χώρα, όπως η προστασία των πιστωτών, η προστασία των μετόχων και η εθνική κουλτούρα, που επηρεάζουν τα κίνητρα των επιχειρήσεων σε μετρητά (Guney, 2007). Ως εκ τούτου, σε αυτή την ενότητα, αναλύουμε πολλούς συγκεκριμένους παράγοντες ανά χώρα, τους οποίους εντόπισαν οι ερευνητές και διαπίστωσαν ότι επηρεάζουν την κατοχή μετρητών.

1.6.1 Νομικό περιβάλλον

Οι Dittmar et al. (2003) αναφέρονται σε προβλήματα του οργανισμού μεταξύ των μετόχων και των διευθυντικών στελεχών, τα οποία είναι και τα κεντρικά στοιχεία της θεωρίας των ελεύθερων ταμειακών ροών (Jensen, 1986). Σε αντίθεση με το μοντέλο tradeoff και τη θεωρία Pecking Order, το κίνητρο του κόστους της υπηρεσίας (ή η ελεύθερη θεωρία των ταμειακών ροών) έχει λάβει μάλλον αδύναμη υποστήριξη από τη συντριπτική πλειοψηφία των μελετών. Οι Dittmar et al. (2003) ισχυρίζονται ότι ένας λόγος για αυτό μπορεί να είναι ότι οι περισσότερες μελέτες για τα εταιρικά διαθέσιμα μετρητών έχουν διεξαχθεί στις ΗΠΑ.

Εφόσον στις ΗΠΑ (μια χώρα κοινού νόμου) οι μέτοχοι απολαμβάνουν υψηλού επιπέδου προστασίας, μπορούν να αναγκάσουν τους διαχειριστές να επιστρέψουν τα επιπλέον μετρητά. Ως εκ τούτου, στις χώρες όπου υπάρχει ήδη καλή προστασία των μετόχων, η διακύμανση του κόστους αντιπροσωπείας είναι πολύ χαμηλή για να καθορίσει μια σημαντική επίδραση στις συμμετοχές σε μετρητά.

Συνεπώς, οι Dittmar et al. (2003) επιλέγουν να σχεδιάσουν ένα διεθνές δείγμα επιχειρήσεων προκειμένου να στρέψουν την προσοχή στον ρόλο της εταιρικής διακυβέρνησης στον προσδιορισμό της κατοχής μετρητών. Στην εργασία τους μελέτησαν περισσότερες από 11.000 επιχειρήσεις από 45 χώρες και βρήκαν στοιχεία ότι οι εταιρείες σε χώρες με αδύναμη προστασία των μετόχων κατέχουν σημαντικά περισσότερα μετρητά από τις εταιρείες που βρίσκονται σε χώρες με ισχυρή προστασία των μετόχων.

Το συμπέρασμα αυτό μπορεί να εξηγηθεί από το γεγονός ότι οι εδραιωμένοι διευθυντές σε χώρες με αδυναμία έχουν μεγαλύτερη διακριτική ευχέρεια, επειδή μπορούν να αποφύγουν ευκολότερα τον έλεγχο της κεφαλαιαγοράς. Αυτό τους ωθεί

να συσσωρεύουν τα πλεονάζοντα μετρητά (Guney et al., 2007). Επιπλέον, οι Guney et al. (2007) διακρίνουν μεταξύ της προστασίας των μετόχων και των πιστωτών.

Σε αντίθεση με την προστασία των μετόχων, υποθέτουν ότι επιχειρήσεις σε χώρες που προσφέρουν καλή προστασία των πιστωτών τείνουν να συσσωρεύουν υψηλότερα ποσά μετρητών. Αυτό οφείλεται στο γεγονός ότι, παρουσία ισχυρών πιστωτών, η πιθανότητα πτώχευσης αυξάνεται όταν οι επιχειρήσεις αντιμετωπίζουν οικονομική δυσπραγία. Ως εκ τούτου, υποστηρίζουν ότι οι επιχειρήσεις αυτές τείνουν να είναι πιο συντηρητικές όσον αφορά τα επίπεδα μετρητών που κατέχουν, καθώς θέλουν να μειώσουν την απειλή, που αντιπροσωπεύουν οι ισχυροί πιστωτές.

1.6.2 Εθνική κουλτούρα

Ένας άλλος σημαντικός παράγοντας, ο οποίος μόλις πρόσφατα άρχισε να προσελκύει περισσότερη προσοχή, είναι η εθνικός κουλτούρα. Επομένως, η κάλυψη της βιβλιογραφίας σχετικά με την επίδραση της εθνικής κουλτούρας στην κατοχή μετρητών εξακολουθεί να είναι περιορισμένη. Οι Chang και Noorbakhsh (2009) και οι Chen et al. (2015) μελέτησαν τον αντίκτυπο της εθνικής κουλτούρας στην κατοχή μετρητών.

Η κεντρική παραδοχή των εγγράφων τους στηρίζεται στην αντίληψη ότι παρά τα παρόμοια επίπεδα προστασίας των επενδυτών μεταξύ των διαφόρων χωρών οι επιχειρήσεις ενδέχεται να διαφέρουν από τον τρόπο με τον οποίο αντιλαμβάνονται τα προβλήματα των οργανισμών και με τον τρόπο που εκτιμούν την οικονομική ευελιξία που προκαλείται από την ποικιλομορφία των πολιτιστικών τους κληρονομιών (Chang and Noorbakhsh, 2009).

Και οι δύο μελέτες εφαρμόζουν τις πολιτιστικές διαστάσεις του Hofstede (1980) σχετικά με τα μετρητά των επιχειρήσεων από περισσότερες από 40 διαφορετικές χώρες. Το πλαίσιο του Hofstede (1980) συνίστατο αρχικά σε τέσσερις διαστάσεις, όπου κάθε διάσταση συλλαμβάνει ένα ιδιαίτερο πολιτιστικό χαρακτηριστικό. Οι τέσσερις διαστάσεις είναι: ατομικισμός, απόσταση, αποφυγή αβεβαιότητας και αρρενωπότητα.

Ο ατομικισμός σε αυτό το πλαίσιο βασικά αναφέρεται στο βαθμό στον οποίο οι διαχειριστές ασχολούνται με τον πλούτο και τα συμφέροντά τους, και όχι με τον πλούτο των μετόχων. Η απόσταση εξ αποστάσεως αναφέρεται στο βαθμό στον οποίο

οι εργαζόμενοι είναι διατεθειμένοι να δεχθούν μεγάλες διαφορές στη διαχειριστική εξουσία εντός του οργανισμού.

Η αποφυγή αβεβαιότητας αναφέρεται στο βαθμό στον οποίο οι επιχειρήσεις διστάζουν να δεχθούν αβέβαιες ή άγνωστες καταστάσεις. Τέλος, η αρρενωπότητα αντιπροσωπεύει το βαθμό στον οποίο οι διαχειριστές είναι οι επιδόσεις και οδηγούνται από αποτελέσματα αντί να επιδιώκουν ισότητα και να διατηρούν κοινωνικές σχέσεις. Οι Chang και Noorbakhsh (2009) διαπιστώνουν ότι οι επιχειρήσεις σε χώρες που χαρακτηρίζονται από υψηλό βαθμό αποφυγής αβεβαιότητας και αρρενωπότητας τείνουν να κατέχουν μεγαλύτερα διαθέσιμα.

Επιπλέον, οι Chen et al. (2015) βρίσκουν μια σημαντική αρνητική συσχέτιση μεταξύ ατομικισμού και ταμειακών διαθεσίμων και σύμφωνα με τους Chang και Noorbakhsh (2009), βρίσκουν επίσης μια σημαντική θετική σχέση μεταξύ της αποφυγής αβεβαιότητας και της διατήρησης μετρητών. Η ερμηνεία τους για το εύρημα αυτό είναι ότι οι επιχειρήσεις, οι οποίες δεν ανέχονται την αβεβαιότητα, ιδίως όσον αφορά τις μελλοντικές ταμειακές ροές, είναι περισσότερο διατεθειμένες να κρατούν μεγαλύτερα ταμειακά αποθέματα ως αποθέματα ασφαλείας για να αποφύγουν οικονομικές δυσχέρειες.

Επιπλέον, οι Chen et al. (2015) δηλώνουν ότι το προληπτικό κίνητρο για τη διακράτηση μετρητών είναι βασικά συνάρτηση της αβεβαιότητας. Ακολούθως, η αρνητική σχέση μεταξύ ατομικισμού μπορεί να εξηγηθεί από το γεγονός ότι οι ιδιαίτερα εξατομικευμένοι διαχειριστές τείνουν να έχουν υπερβολική αυτοπεποίθηση με την κατάσταση των επιχειρήσεων και επομένως τείνουν να υποτιμούν την ανάγκη μετρητών.

Τέλος, οι Chang και Noorbakhsh (2009) υποστηρίζουν ότι η θετική σχέση ανάμεσα στην αρρενωπότητα και τις ταμειακές εκμεταλλεύσεις μπορεί να αποδοθεί στο γεγονός ότι οι διευθυντές αγωνίζονται για προσωπική τους επιτυχία και μερικές φορές οδηγούνται στη λήψη ριψοκίνδυνων επενδυτικών ευκαιριών που μειώνουν την αξία τους. Ωστόσο, αυτό δεν θα ήταν δυνατό με τα εξωτερικά κεφάλαια, καθώς χρειάζονται έγκριση από την κεφαλαιαγορά και, ως εκ τούτου, οι “αρρενωποί” διαχειριστές τείνουν να συσσωρεύουν μεγάλα ποσά μετρητών, προκειμένου να αποφευχθεί αυτή η κατάσταση.

Συνεπώς, καταλήγουμε στο συμπέρασμα ότι όταν συγκρίνουμε τις ταμειακές συμμετοχές επιχειρήσεων από διαφορετικές χώρες μεταξύ τους, είναι σημαντικό να ληφθούν υπόψη οι διαφορές όσον αφορά το νομικό περιβάλλον καθώς και την εθνική κουλτούρα της χώρας προέλευσης μιας επιχείρησης.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2^ο Βιβλιογραφική ανασκόπηση

2.1 Υπόβαθρο προβλήματος

Τα μετρητά είναι ένα περιουσιακό στοιχείο χαμηλής απόδοσης σε σύγκριση με άλλες επενδυτικές ευκαιρίες και συνεπώς η κατοχή πλεονάζουσας ρευστότητας δεν αποτελεί ελκυστική θέση για τις περισσότερες επιχειρήσεις. Ωστόσο, ο προσδιορισμός της βέλτιστης κατοχής μετρητών είναι ένα παζλ για τους περισσότερους διευθυντές (Saddour, 2006), ειδικά με την αβεβαιότητα. Στο παρελθόν, οι διαχειριστές που συγκέντρωσαν περισσότερα διαθέσιμα μετρητών αντιμετωπίστηκαν με μεγάλη υποψία (Fresard, 2010), ωστόσο, τα πρόσφατα κύματα αναταραχών στην αγορά και αυστηρότερων πιστώσεων έχουν αντιστρέψει αυτή την άποψη, καθώς είναι επωφελής η διατήρηση ενός ισοζυγίου ρευστότητας για την αποφυγή σεναρίων της συμπίεσης μετρητών.

Οι λόγοι για τους οποίους οι επιχειρήσεις διατηρούν μετρητά έχουν διατυπωθεί μέσω της θεωρίας προτίμησης ρευστότητας, όπου οι επιχειρήσεις χρειάζονται μετρητά για να καλύψουν τρεις βασικές ανάγκες. Οι συναλλαγές χρειάζονται όταν οι επιχειρήσεις χρειάζονται μετρητά για να καλύψουν τα κανονικά τους έξοδα όπως και όταν προκύπτουν για την εξασφάλιση ομαλής λειτουργίας (Afza και Adnan, 2007).

Δεύτερον, οι επιχειρήσεις χρειάζονται επίσης μετρητά για την αντιμετώπιση απρόβλεπτων αναγκών. Τέτοια προληπτικά υπόλοιπα χρειάζονται, για παράδειγμα, κατά τη διάρκεια της οικονομικής ύφεσης και, επίσης, στην περίπτωση που δεν υπάρχει διαθέσιμη εξωτερική χρηματοδότηση. Το τελικό κίνητρο για τη διακράτηση μετρητών είναι να ανταποκριθούμε στην κερδοσκοπική ζήτηση που επιδιώκει να επωφεληθεί από τις ευκαιρίες της αγοράς όπως και τότε προκύπτουν.

Προηγούμενες μελέτες από τους Baumol (1952) και Tobin (1956) επιδιώκουν να θέσουν ένα στόχο ή το βέλτιστο επίπεδο κατοχής μετρητών για τις επιχειρήσεις. Αυτό επικεντρώθηκε κυρίως στη θεωρία των συναλλαγών που επεδίωκε να βελτιστοποιήσει τα οριακά οφέλη της διακράτησης μετρητών και το εν λόγω επίπεδο στόχου θα καθοριζόταν όταν τα οριακά οφέλη ήταν ίσα με το οριακό κόστος της κατοχής μετρητών (Myers, 1977).

Μετά από τις εργασίες των Myers και Majluf (1984), στις οποίες πρότειναν τη θεωρία της αγοράς για σταθερή χρηματοδότηση, η κεφαλαιακή διάρθρωση θεωρείται σήμερα βασική επιρροή στην απόφαση για τη διακράτηση μετρητών της επιχείρησης. Συγκεκριμένα, θεωρείται ότι οι επιχειρήσεις κατέχουν υψηλά ταμειακά υπόλοιπα για να αποφύγουν να αντλούν κεφάλαια από εξωτερικές πηγές.

Η σπουδαιότητα της μελέτης της εταιρικής ταμειακής διακράτησης επιχειρήσεων οφείλεται στο γεγονός ότι στις περισσότερες επιχειρήσεις σχηματίζει σημαντικό μέρος των περιουσιακών στοιχείων της επιχείρησης. Η διοίκηση έχει εύκολη πρόσβαση στα ταμειακά υπόλοιπα και έχει την δυνατότητα να επιλέξει τον τρόπο εφαρμογής τους. Είναι επομένως σημαντικό οι επιχειρήσεις να έχουν τα βέλτιστα ταμειακά υπόλοιπα, καθώς κάθε υπερβολή μπορεί να εφαρμοστεί εσφαλμένα λόγω του προβλήματος του οργανισμού, όπου οι διαχειριστές δεν ενεργούν προς το συμφέρον των ιδιοκτητών των επιχειρήσεων (Jensen, 1986).

Για παράδειγμα, οι Sanchez και Yurdagul (2013) παρατηρούν ότι μέχρι το 2011 οι αμερικανικές επιχειρήσεις κρατούσαν τέσσερις φορές περισσότερα χρήματα από αυτά που κατείχαν το 1995. Ο Daher (2010) διαπιστώνει ότι ο δείκτης μετρητών σε στοιχεία ενεργητικού ιδιωτικών επιχειρήσεων στο Ηνωμένο Βασίλειο σχεδόν διπλασιάστηκε 1994 και 2005.

Στη Νοτιοανατολική Ασία οι Lee και Lee (2010) σημειώνουν ότι τα μετρητά αντιπροσωπεύουν σημαντικό μέρος των εταιρικών περιουσιακών στοιχείων με την κατοχή μετρητών της επιχείρησης να αυξάνεται από 8% το 1996 σε 12% το 2005. Η μελέτη των Ferreira και Vilela (2004) η οποία χρησιμοποιεί ένα δείγμα χωρών της ευρωζώνης, αποκαλύπτει ότι οι μη χρηματοπιστωτικές ευρωπαϊκές επιχειρήσεις διαθέτουν κατά μέσο όρο περίπου το 15% των περιουσιακών στοιχείων σε μετρητά.

Ο Duchin (2010) αναφέρει ότι για το μέσο όρο των μετρητών σε αυτόνομες επιχειρήσεις είναι σχεδόν διπλάσιες οι ταμειακές συμμετοχές διαφοροποιημένων επιχειρήσεων. Κατά την περίοδο έρευνας 1990 έως 2006, οι διαφοροποιημένες επιχειρήσεις κατείχαν κατά μέσο όρο το 11,9% του ενεργητικού τους σε μετρητά, ενώ οι αυτόνομες επιχειρήσεις κατείχαν περισσότερο από το 20,9% του ενεργητικού τους. Μερικοί ερευνητές (Dittmar, Mahrt-Smith και Servaes, 2003, Kusnadi & Wei, 2011) πραγματοποίησαν μελέτες με τη χρήση διεθνών δειγμάτων, αλλά διαπιστώθηκε ότι

δεν χρησιμοποιήθηκε επαρκές μέγεθος δείγματος για να αποκαλύψει τη μοναδικότητα της τοπικής βιομηχανίας.

2.2 Βιβλιογραφική ανασκόπηση

Η κύρια γραμμή έρευνας σχετικά με την κατοχή μετρητών προσπαθεί να αποκαλύψει ποια χαρακτηριστικά των επιχειρήσεων καθορίζουν το ύψος των διαθεσίμων. Πρωτοποριακές μελέτες αναπτύχθηκαν από τους Kim et al. (1998) και Opler et al. (1999). Χρησιμοποιώντας ένα δείγμα 915 βιομηχανικών επιχειρήσεων στις ΗΠΑ, μεταξύ 1975 και 1994, οι Kim et al. (1998) έδειξαν ότι οι επιχειρήσεις τείνουν να έχουν ένα βέλτιστο επίπεδο ρευστότητας το οποίο αυξάνεται με το κόστος της εξωτερικής χρηματοδότησης και με τη μεταβλητότητα της μελλοντικής ταμειακής ροής.

Αντίθετα, η διαφορά απόδοσης μεταξύ των περιουσιακών στοιχείων και των ρευστών στοιχείων του ενεργητικού οδηγεί σε μειωμένη κατοχή μετρητών, επιβεβαιώνοντας τη σημασία του κόστους ευκαιρίας για επένδυση σε μετρητά. Και πάλι με ένα δείγμα αμερικανικών επιχειρήσεων Opler et al. (1999) διαπιστώνουν ότι οι επιχειρήσεις με μεγαλύτερες ευκαιρίες ανάπτυξης και δραστηριότητες υψηλότερου κινδύνου διατηρούν υψηλά επίπεδα μετρητών. Από την άλλη πλευρά, οι επιχειρήσεις με εύκολη πρόσβαση στην κεφαλαιαγορά τείνουν να έχουν μικρότερη ρευστότητα.

Στο δείγμα των αμερικανικών βιομηχανικών επιχειρήσεων, οι Bates et al. (2009) εντόπισαν αυξημένους δείκτες ρευστών διαθεσίμων και εξήγησαν αυτό ως αποτέλεσμα της κατοχής χαμηλότερου κεφαλαίου κίνησης, με λιγότερες κεφαλαιουχικές δαπάνες και μεγαλύτερα έξοδα έρευνας και ανάπτυξης. Ωστόσο, οι συγγραφείς παρουσιάζουν τη μεταβλητότητα των ταμειακών ροών ως τον κύριο καθοριστικό παράγοντα αυτής της αύξησης, καθώς οι μεγαλύτερες αυξήσεις σημειώνονται σε βιομηχανίες όπου η μεταβλητότητα της ρευστότητας είναι υψηλότερη.

Οι τρεις μελέτες που διεξήχθησαν στις ΗΠΑ παρέχουν ισχυρά αποδεικτικά στοιχεία που υποστηρίζουν τη θεωρία Trade-Off, δίνοντας εξέχοντα ρόλο στο προληπτικό κίνητρο για αύξηση των διαθεσίμων (Bates et al., 2009), καθώς όλες επισημαίνουν τη

μεταβλητότητα των ταμειακών ροών ως μία από τις καθοριστικούς παράγοντες με την πιο θετική επίδραση στα επίπεδα μετρητών.

Οι Opler et al. (1999) βρίσκουν επίσης μερική υποστήριξη για τη θεωρία Pecking Order, παρουσιάζοντας τη θετική επίδραση της ταμειακής ροής στις αναλογίες μετρητών. Αυτές οι μελέτες δεν βρίσκουν στοιχεία που να υποστηρίζουν το ρόλο του κόστους των υπηρεσιών σε επίπεδο ταμειακών διαθεσίμων και ισοδύναμων μετρητών.

Το έργο των Powell & Baker (2010) παρουσιάζει παρόμοια αποτελέσματα, αλλά διαφέρει από τις προηγούμενες μελέτες και τη βιβλιογραφία στο σύνολό του, καθώς συλλέγει στοιχεία μέσω ερευνών των CFO των 1000 μεγαλύτερων εισηγμένων μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων στις ΗΠΑ το 2008. Επίσης, οι Pinkowitz & Williamson (2001) προχώρησαν σε συγκρίσεις μεταξύ διαφόρων χωρών χρησιμοποιώντας δείγμα βιομηχανικών επιχειρήσεων στις ΗΠΑ, τη Γερμανία και την Ιαπωνία, με στόχο τον προσδιορισμό των καθοριστικών παραγόντων που εξηγούν τις διαφορές στα επίπεδα διακράτησης μετρητών μεταξύ των χωρών.

Η μελέτη δείχνει ότι οι ιαπωνικές επιχειρήσεις διατηρούν πιο ρευστά περιουσιακά στοιχεία από ό, τι οι ομόλογοί τους στις ΗΠΑ και τη Γερμανία, κάτι που δικαιολογείται από τη μεγάλη δύναμη των ιαπωνικών τραπεζών και την απουσία άλλων δυνάμεων παρακολούθησης. Αυτό το αποτέλεσμα προκαλεί ενδιαφέρον, διότι όταν οι τράπεζες είναι υπεύθυνες για την πειθαρχία των επιχειρήσεων, πρέπει να μειωθούν οι δαπάνες των πρακτορείων και των πληροφοριών (διευκόλυνση της πρόσβασης στην εξωτερική χρηματοδότηση).

Ωστόσο, σύμφωνα με τους συντάκτες, οι ιαπωνικές τράπεζες ενθαρρύνουν τις επιχειρήσεις να διατηρούν υψηλά αποθέματα ρευστότητας, με στόχο να αποσύρουν εισόδημα ή να μειώσουν το κόστος παρακολούθησης. Λαμβάνοντας υπόψη ότι τα επίπεδα χρηματικών ροών των επιχειρήσεων διαφέρουν από χώρα σε χώρα, κυρίως λόγω των χαρακτηριστικών της χώρας και όχι εκείνων της επιχείρησης, οι μελέτες μεταξύ χωρών επικεντρώνουν την ανάλυση στο θέμα της εταιρικής διακυβέρνησης, μελετώντας θέματα όπως ο ρόλος του επιπέδου της προστασίας των επενδυτών και των πιστωτών, της ανάπτυξης των χρηματοπιστωτικών αγορών, της συγκέντρωσης ιδιοκτησίας και της διαχειριστικής ιδιοκτησίας επί των διαθεσίμων.

Επίσης, οι Foley et al. (2007) χρησιμοποίησαν ένα δείγμα πολυεθνικών εταιρειών στις ΗΠΑ για να ελέγξουν τη σημασία του φορολογικού πλαισίου σε μετρητά. Τα ευρήματα υποστηρίζουν ότι το φορολογικό κίνητρο μπορεί να εξηγήσει την αύξηση των ταμειακών διαθεσίμων, αποκαλύπτοντας ότι οι επιχειρήσεις που αντιμετωπίζουν μεγαλύτερο φορολογικό κόστος με τον επαναπατρισμό κερδών διατηρούν περισσότερα αποθεματικά σε μετρητά στις θυγατρικές τους. Η τάση αυτή είναι λιγότερο έντονη στην περίπτωση επιχειρήσεων με οικονομικούς περιορισμούς στη χώρα καταγωγής τους.

Τα συμπεράσματα των Foley et al. (2007) συνδέεται με την έκθεση της Standard & Poor's (2012) "The credit overhang: Follow the money – Where's all the cash on US corporate balance sheets?", αναφέροντας ότι οι δέκα εταιρίες με τα μεγαλύτερα ταμειακά διαθέσιμα, δηλαδή τη μεγαλύτερη ρευστότητα στις ΗΠΑ, είχαν το 77% των ταμειακών αποθεμάτων τους στο εξωτερικό. Η έκθεση υπογραμμίζει ότι ο φορολογικός συντελεστής για το επαναπατρισθέν εισόδημα μπορεί να φθάσει το 35%. Στην Ευρώπη, οι χώρες διαθέτουν γενικά ένα σύστημα φορολογικής απαλλαγής για το εισόδημα από το εξωτερικό, το οποίο ακυρώνει αυτό το κίνητρο.

Μερικές μελέτες προχωρούν περαιτέρω και διερευνούν θέματα όπως τον αντίκτυπο του εθνικού πολιτισμού στα μετρητά (Ramírez & Tadesse, 2009) ή η δυνατότητα των επιχειρήσεων να προσαρμόζουν σταδιακά το ύψος των μετρητών τους με την πάροδο του χρόνου (Bruinshoofd & Kool, 2004) στην προσπάθεια επίτευξης της βέλτιστης αναλογίας μετρητών.

Η μελέτη από τους Opler et al. (1999) εξέτασε την υπόθεση της ρευστότητας που συγκλίνει σε ένα επιδιωκόμενο επίπεδο, ελέγχοντας εάν η μεταβολή του επιπέδου ρευστότητας επανέρχεται στο μέσο όρο. Σε μεταγενέστερες μελέτες, η υπόθεση αυτή εξετάζεται συμπεριλαμβανομένης της εξαρτημένης μεταβλητής με υστέρηση στο σύνολο των επεξηγηματικών μεταβλητών της εξίσωσης για εκτίμηση.

Από αυτή την άποψη, οι A. Ozkan & N. Ozkan (2004) παρέχουν στοιχεία ότι οι επιχειρήσεις έχουν επιδιωκόμενα επίπεδα μετρητών, προσαρμόζοντάς τα σταδιακά προς αυτές όταν υπάρχουν αποκλίσεις σε προηγούμενες περιόδους. Μια εναλλακτική γραμμή έρευνας επιδιώκει να ποσοτικοποιήσει τον αντίκτυπο της διακράτησης μετρητών στην αγοραία αξία των επιχειρήσεων, εκτιμώντας την αξία ενός επιπλέον δολαρίου που διατηρείται σε μετρητά. Οι Bates, Chang & Chi (2011) διευκρινίζουν

ότι στη δεκαετία του 1980 ο αριθμός αυτός ήταν 0,61 δολάρια, το 1990 ήταν 1,04 δολάρια και στη δεκαετία του 2000 αυξήθηκε σε 1,1210 δολάρια.

Αναλυτικότερα, οι A. Ozkan & N. Ozkan (2004) μελέτησαν τους εμπειρικούς καθοριστικούς παράγοντες των εταιρικών διαθεσίμων μετρητών για ένα δείγμα βιομηχανικών επιχειρήσεων στο Ηνωμένο Βασίλειο. Ο κύριος στόχος τους ήταν να μελετήσουν τη σημασία της διαχειριστικής ιδιοκτησίας μεταξύ άλλων χαρακτηριστικών της εταιρικής διακυβέρνησης, συμπεριλαμβανομένης της δομής του διοικητικού συμβουλίου και των τελικών ελεγκτών των εταιρειών. Διαπίστωσαν ότι η κατοχή μετρητών επηρεάζεται αρνητικά από το τραπεζικό χρέος, τα ρευστά περιουσιακά στοιχεία και τη μόχλευση, ενώ οι ταμειακές συμμετοχές επηρεάζονται θετικά από τις ταμειακές ροές και τις ευκαιρίες ανάπτυξης.

Ο Harford (1999) εξηγεί τη μείωση των λειτουργικών επιδόσεων σε επιχειρήσεις με μεγαλύτερες χρηματικές διακυμάνσεις λόγω της στρατηγικής τους για συγχώνευση και εξαγορά, σε αντίθεση με εκείνη την έρευνα του Mikkelsen & Partch (2003) που μελέτησε τις επιδόσεις των επιχειρήσεων με αναλογία άνω του 25%. Μόνο πρόσφατα έχουν επικεντρωθεί ορισμένες μελέτες στην τουριστική βιομηχανία.

Επιπροσθέτως, οι Woods et al. (2011) διερεύνησαν τους καθοριστικούς παράγοντες της διακράτησης μετρητών σε 67 εισηγμένες ξενοδοχειακές επιχειρήσεις στις ΗΠΑ μεταξύ 1997 και 2008. Από την έρευνα που διεξήχθησαν κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι οι επιχειρήσεις με καλύτερη πρόσβαση στην κεφαλαιαγορά (εξειδικευμένες από το μέγεθος της εταιρείας) και με υψηλότερη λειτουργική ταμειακή ροή παρουσιάζουν χαμηλότερα επίπεδα μετρητά. Αντίθετα, οι ξενοδοχειακές επιχειρήσεις με μεγαλύτερες επενδυτικές ευκαιρίες, περισσότερες κεφαλαιουχικές δαπάνες και περισσότερη μόχλευση τείνουν να έχουν περισσότερα μετρητά και αντίστοιχα μετρητών.

Οι Koh & Jang (2011) αναλύει ένα δείγμα από 47 ξενοδοχειακές επιχειρήσεις των ΗΠΑ μεταξύ 1988 και 2008, μελετώντας τις μεταβλητές που καθορίζουν τα επίπεδα μετρητών, χωρισμένα σε δύο δείγματα επιχειρήσεων με και χωρίς περιορισμούς χρηματοδότησης. Οι συγγραφείς διαπιστώνουν ότι ανεξάρτητα από τους όρους χρηματοδότησης, τα μετρητά είναι αρνητικά συνδεδεμένα με τη μόχλευση, αποτέλεσμα που υποστηρίζεται από τη Θεωρία Pecking Order.

Επιπλέον, οι συγγραφείς υποστηρίζουν ότι οι επιχειρήσεις στον τομέα των καταλυμάτων θα μπορούσαν να έχουν πρόσβαση στην αγορά χρεών σχετικά εύκολα με τα περιουσιακά τους στοιχεία που χρησιμεύουν ως εξασφάλιση, μειώνοντας το κίνητρο για αύξηση των επιτοκίων διαθεσίμων ως προληπτικό μέτρο. Διαπιστώνουν, ωστόσο, ότι οι εταιρείες περιορισμένης χρονικής διάρκειας διατηρούν περισσότερες ταμειακές ροές από την ταμειακή ροή τους και ότι δεν βρίσκουν καμία συστηματική σχέση στις επιχειρήσεις χωρίς περιορισμούς, αποτέλεσμα που υποστηρίζει το προληπτικό κίνητρο.

Οι Ferreira & Vilela (2004) χρησιμοποίησαν ένα δείγμα 400 επιχειρήσεων σε 12 χώρες της Οικονομικής και Νομισματικής Ένωσης για την περίοδο 1987-2000 για να εξετάσουν τους καθοριστικούς παράγοντες των εταιρικών διαθεσίμων. Η μελέτη αποκαλύπτει ότι οι ταμειακές συμμετοχές συνδέονται θετικά με τις επενδυτικές ευκαιρίες και τις ταμειακές ροές των επιχειρήσεων, ενώ η ρευστότητα, η μόχλευση, το μέγεθος της επιχείρησης και το τραπεζικό χρέος επηρεάζουν αρνητικά την κατοχή μετρητών. Η μελέτη διαπίστωσε επίσης ότι η συγκέντρωση στην κυριότητα συνδέεται αντιστρόφως με το επίπεδο των ρευστών διαθεσίμων.

Ο Nguyen (2005) διερεύνησε την υπόθεση ότι τα ταμειακά διαθέσιμα έχουν προληπτικό κίνητρο και συμβάλλουν στη μείωση της μεταβλητότητας των λειτουργικών κερδών. Αναλυτικότερα, χρησιμοποίησε ένα δείγμα 9168 παρατηρήσεων για το έτος από το Χρηματιστήριο του Τόκιο κατά την περίοδο 1992 έως 2003. Με την εφαρμογή της ανάλυσης παλινδρόμησης, τα αποτελέσματά του έδειξαν ότι η διακράτηση μετρητών συνδέεται θετικά με τον κίνδυνο της επιχείρησης, αλλά συνδέεται αρνητικά με τον κίνδυνο της βιομηχανίας, ότι οι τοποθετήσεις μετρητών μειώνονται με το μέγεθος και τον δείκτη χρέους της επιχείρησης και αυξάνονται με την κερδοφορία, μερίσματος πληρωμής μερισμάτων.

Στην ίδια κατεύθυνση, ο Hofmann (2006) διερεύνησε τους καθοριστικούς παράγοντες των εταιρικών διαθεσίμων των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων στη Νέα Ζηλανδία. Διαπίστωσε ότι οι βασικοί καθοριστικοί παράγοντες των ευκαιριών ανάπτυξης των εταιρικών ταμιακών διαθεσίμων, είναι η διαθεσιμότητα υποκατάστατων ρευστών στοιχείων ενεργητικού, η μεταβλητότητα των ταμιακών ροών, οι πληρωμές μερισμάτων και η μόχλευση στις επιχειρήσεις της Νέας Ζηλανδίας. Οι ταμειακές συμμετοχές συνδέονται θετικά με τις ευκαιρίες ανάπτυξης και τις ταμειακές ροές, ενώ οι ταμειακές συμμετοχές συνδέονται αρνητικά με τις

μεγάλες πληρωμές μερισμάτων και τα υποκατάστατα ρευστών στοιχείων ενεργητικού.

Την ίδια χρονιά, ο Saddour (2006) ανέλυσε ένα δείγμα 297 γαλλικών εταιρειών που διαπραγματεύθηκαν στο εμπόριο για την περίοδο 1998-2002, μέσω της μεθόδου των παλινδρομήσεων. Ο Saddour βρήκε ότι όταν οι δραστηριότητες είναι επικίνδυνες και τα επίπεδα της ταμειακής τους ροής είναι υψηλά τότε οι γαλλικές εταιρείες αυξάνουν το επίπεδο μετρητών τους και τις μειώνουν όταν έχουν μεγάλη μόχλευση. Οι ώριμες εταιρείες κατέχουν χαμηλότερα επίπεδα μετρητών από τις αναπτυσσόμενες εταιρείες.

Για τις αναπτυσσόμενες εταιρείες, υπάρχει αρνητική σχέση μεταξύ μετρητών και των ακόλουθων χαρακτηριστικών της επιχείρησης: μέγεθος, επίπεδο ρευστότητας και βραχυπρόθεσμο χρέος. Το επίπεδο μετρητών των ώριμων εταιρειών αυξάνεται με το μέγεθός τους, το ύψος των επενδύσεών τους και την πληρωμή στους μετόχους με τη μορφή μερισμάτων ή επαναγοράς μετοχών και μειώνεται με την εμπορική πίστωση και τις δαπάνες τους για έρευνα και ανάπτυξη.

Επιπλέον, οι Afza & Adnan (2007) εξετάζουν τη διατήρηση του κατάλληλου επιπέδου ρευστότητας για ευχάριστες επιχειρήσεις. Συγκεντρώθηκαν στοιχεία 205 ανώνυμων εταιρειών από το 1998 έως το 2005. Τα αποτελέσματά τους φανερώνουν αρνητικές σχέσεις μεταξύ καθαρού κεφαλαίου κίνησης, μόχλευσης, μερισμάτων και διαθεσίμων, καθώς και θετικές σχέσεις μεταξύ μεγέθους επιχείρησης, ταμειακών ροών και διαθεσίμων. Έδειξαν ότι το μέγεθος της επιχείρησης, οι ταμειακές ροές, η αβεβαιότητα των ταμειακών ροών, το καθαρό κεφάλαιο κίνησης και η μόχλευση επηρεάζουν σημαντικά την κατοχή μετρητών από μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις στο Πακιστάν.

Επίσης, οι Chen & Mahajan (2010) εξέτασαν τον προσδιορισμό των εταιρικών διαθεσίμων σε μετρητά 15 χωρών της Ευρωπαϊκής Ένωσης (ΕΕ) και 31 χωρών εκτός ΕΕ για την περίοδο 1994-2004. Τα ευρήματά τους αποκαλύπτουν ότι οι μεταβλητές εταιρικής διακυβέρνησης, οι μετοχές που κατέχουν και τα δικαιώματα των πιστωτών είναι σημαντικές για τον προσδιορισμό των εταιρικών διαθεσίμων.

Ο Daher (2010) συγκέντρωσε δείγμα δεδομένων από δημόσιες και ιδιωτικές επιχειρήσεις από περισσότερες από 60.000 επιχειρήσεις, με σκοπό τη μελέτη των παραγόντων που επηρεάζουν τα μετρητά κατά την περίοδο 1985-2005. Σύμφωνα με τη μελέτη, διπλασιάστηκαν μεταξύ του 1994 και του 2005. Αναλυτικότερα, ο

ερευνητής επικεντρώθηκε στη σχέση μεταξύ διακράτησης μετρητών και διαφόρων μεταβλητών και διαπίστωσε ότι οι τοποθετήσεις μετρητών συνδέονται αρνητικά με το καθαρό κεφάλαιο κίνησης, το μέγεθος της επιχείρησης, τη μόχλευση, τις κεφαλαιουχικές δαπάνες και τις ταμειακές ροές.

Ένα χρόνο μετά, οι Kim et al. (2011) εξέτασαν ένα πάνελ δεδομένων από ένα δείγμα 125 αμερικανικών εταιρειών εστιατορίων που διαπραγματεύονταν την Αμερική κατά την περίοδο 1997-2008. Η μελέτη φανέρωσε ότι οι επιχειρήσεις εστιατορίων με μεγαλύτερες επενδυτικές ευκαιρίες τείνουν να κατέχουν περισσότερα μετρητά. Τα ευρήματα εξηγούν ότι τα κίνητρα προφύλαξης και συναλλαγής είναι σημαντικά για τον καθορισμό των μετρητών εκμεταλλεύσεις. Περιγράφουν ότι οι μεγάλες επιχειρήσεις εστιατορίων διατηρούν ρευστά περιουσιακά στοιχεία εκτός των μετρητών, επιχειρήσεις με υψηλότερες κεφαλαιουχικές δαπάνες και οι επιχειρήσεις που καταβάλλουν μερίσματα αποδείχθηκαν ότι κατέχουν λιγότερα μετρητά.

Οι Gill & Shah (2011) συγκέντρωσε στοιχεία από 166 канаδικές επιχειρήσεις για μια περίοδο 3 ετών, από το 2008 έως το 2010, προκειμένου να μελετήσουν τους καθοριστικούς παράγοντες των εταιρικών διαθεσίμων σε μετρητά στον Καναδά. Εφαρμόζοντας συνεργατικά και μη πειραματικά αποτελέσματα σχεδιασμού της έρευνας έδειξαν ότι η μόχλευση, η δυαδικότητα του Διευθύνοντος Συμβούλου, το καθαρό κεφάλαιο κίνησης και το μέγεθος του διοικητικού συμβουλίου αυξάνουν τα μετρητά και το καθαρό κεφάλαιο κίνησης, τον δείκτη αγοράς και το μέγεθος της επιχείρησης. τα μετρητά ήταν μη σημαντικά.

Λίγο αργότερα, οι Benjamin & Samuel (2012) χρησιμοποίησαν και εξέτασαν ένα δείγμα δεδομένων από 1999-2008 των εισηγμένων εταιρειών της Γκάνα. Σκοπός της μελέτης ήταν να βρεθεί η σχέση μεταξύ των διαθεσίμων σε μετρητά και του καθαρού κεφαλαίου κίνησης. Χρησιμοποίησαν την τεχνική τυχαίων αποτελεσμάτων για την ανάλυση των ευρημάτων και διαπίστωσαν ότι η κερδοφορία έχει θετικά σημαντική σχέση με την κατοχή μετρητών. Επιπλέον, διαπίστωσαν ότι το μέγεθος των τραπεζών, το κεφάλαιο, ο κύκλος μετατροπής μετρητών και η περίοδος είσπραξης των οφειλετών συνδέονταν αρνητικά με την κατοχή μετρητών από την τράπεζα.

Την ίδια χρονιά, οι Ogundipe et al. (2012) χρησιμοποίησαν ένα σύνολο δεδομένων από 54 επιχειρήσεις της Νιγηρίας που είναι εισηγμένες στο χρηματιστήριο της Νιγηρίας για περίοδο 15 ετών από το 1995-2010. Αυτή η μελέτη εφάρμοσε σχεδίαση

σχετικής έρευνας. Οι ερευνητές διαπίστωσαν ότι η ταμειακή ροή, το καθαρό κεφάλαιο κίνησης, η μόχλευση, οι επενδύσεις σε κεφαλαιουχικές δαπάνες και η κερδοφορία έχουν σημαντικό αντίκτυπο στις εταιρικές ταμειακές επενδύσεις στη Νιγηρία.

Ο Islam (2012) διερεύνησε τους καθοριστικούς παράγοντες της εταιρικής ρευστότητας που κατέχουν οι μεταποιητικές επιχειρήσεις στο Μπαγκλαντές. Χρησιμοποιήθηκε ένα δείγμα 54 κατασκευαστικών εταιρειών εισηγμένων στο Χρηματιστήριο της Ντάκα για περίοδο 4 ετών, από το 2006-2010.

Μέσω της ανάλυσης παλινδρόμησης, διαπιστώθηκε ότι τα τρέχοντα περιουσιακά στοιχεία, το λειτουργικό εισόδημα, το άυλο περιουσιακό στοιχείο, ο δείκτης μόχλευσης, το μέγεθος, το βραχυπρόθεσμο χρέος, το συνολικό χρέος, τα καθαρά μετρητά και ο συντελεστής εμπιστοσύνης έχουν σημαντική σχέση με την κατοχή μετρητών από τις μεταποιητικές επιχειρήσεις. Ωστόσο, ο ερευνητής βρήκε ότι η μεταβλητότητα της ταμειακής ροής δεν έχει σημαντική σχέση με την κατοχή μετρητών από τις επιχειρήσεις.

Οι Zia-ul-Hannan & Nadia (2010) χρησιμοποίησαν ένα δείγμα 22 μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων που ήταν εισηγμένες για την περίοδο 2005 έως 2010. Η εξαρτημένη μεταβλητή ήταν τα μετρητά ενώ οι ανεξάρτητες μεταβλητές ήταν το τραπεζικό χρέος, μόχλευση, ταμειακή ροή, ρευστότητα, το μέγεθος, τη μεταβλητότητα και το μέρισμα. Με βάση τα αποτελέσματα που προέκυψαν διαπιστώθηκε αρνητική σχέση μεταξύ της εταιρικής διακυβέρνησης και των ταμειακών διαθεσίμων από τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις.

Τέλος, οι Sara & Qaisar (2013) συγκέντρωσαν στοιχεία 395 μη χρηματοπιστωτικών εταιρειών του Πακιστάν που είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο του Καράτσι κατά την περίοδο 2005-2011. Για τη διεξαγωγή στατιστικών περιγραφικών αναλύσεων χρησιμοποιήθηκε η συσχέτιση Pearson και η πολλαπλή παλινδρόμηση και η ANOVA. Τα αποτελέσματα έδειξαν σημαντική σχέση ανάμεσα στην κατοχή μετρητών και το κεφάλαιο κίνησης, τον κύκλο μόχλευσης και τον κύκλο μετατροπής μετρητών εκτός από την αύξηση των πωλήσεων.

Σε μία άλλη πρόσφατη έρευνα, οι Stone et al. (2013) μελετούν τη σχέση μεταξύ των επιτοκίων της αγοράς και των εταιρικών ταμιακών διαθεσίμων κατά την περίοδο 1970-2011. Δεν βρίσκουν την αναμενόμενη αρνητική σχέση κατά την περίοδο της

μελέτης και καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι η σχέση καθοδηγείται από διάφορους παράγοντες που δεν μπόρεσαν να δοκιμάσουν και ότι υπήρξε ένα παζλ μεταξύ των επιτοκίων και των ταμειακών διαθεσίμων στη δεκαετία του 1980 και της δεκαετίας του '90.

Ένα χρόνο αργότερα, οι Harford et al., (2014) τεκμηριώνουν μια σχέση μεταξύ του κινδύνου αναχρηματοδότησης των εταιρειών και της διακράτησης μετρητών. Πιο συγκεκριμένα, διαπίστωσαν ότι οι επιχειρήσεις με χρέος μικρότερης διάρκειας διατηρούν περισσότερα μετρητά για να αντισταθμίσουν τον κίνδυνο αναχρηματοδότησης.

Σε μια μελέτη σχετικά με την επίδραση της κατοχής μετρητών στην ανταγωνιστικότητα των επιχειρήσεων, ο Fresard (2010) αναφέρει ότι η κατοχή μετρητών όχι μόνο βελτιώνει την ανταγωνιστικότητα των επιχειρήσεων αλλά ότι παρατηρείται αισθητή διαφορά στην αύξηση του μεριδίου αγοράς για τις επιχειρήσεις στις ανταγωνιστικές αγορές. Λίγα χρόνια αργότερα, οι Qiu και Wan (2014) αναφέρουν ότι ο αντίκτυπος των τεχνολογικών διαρροών, είτε πρόκειται για ακούσια διαρροή είτε για μετάδοση γνώσεων μεταξύ επιχειρήσεων, στην κατοχή μετρητών είναι πιο έντονος στις επιχειρήσεις με μεγαλύτερες αλλαγές στην αγορά, όπως η βιομηχανία κινητών τηλεφώνων ή υπολογιστών.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3^ο Εμπειρική διερεύνηση

3.1 Ταυτοποίηση εμπειρικού υποδείγματος

Τα εμπειρικά υποδείγματα που χρησιμοποιούνται εξειδικεύτηκαν βάσει της θεωρίας ώστε να περιλαμβάνουν τους κύριους παράγοντες μέτρησης της απόδοσης των εταιριών (Fama and French, 2015), δηλ. ΜΕΓΕΘΟΣ, ΑΞΙΑ, ΚΕΡΔΟΦΟΡΙΑ, & ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ. Η διαρθρωτική μορφή του βασικού υποδείγματος δίνεται από την εξίσωση (1) ως εξής:

| | |
|---|-----|
| $\text{CASH} = b_0 + b_1\text{SIZE} + b_2\text{TANG} + b_3\text{MTB} + b_4\text{CFLOW} + b_5\text{NWC} + b_6\text{LEV} + b_7\text{LEV}^2 + b_8\text{STDEBT} + b_9\text{CAPEX1} + b_{10}\text{GROWTH} + b_{11}\text{CRISIS} + \varepsilon_i$ | (1) |
|---|-----|

Όπου $\varepsilon_i \sim \text{i.i.d.}$ υπό τις γνωστές οικονομετρικές προϋποθέσεις των υποδειγμάτων σταθερών επιδράσεων (FE-models).

Οι μεταβλητές ορίζονται όπως παρακάτω:

- ❖ **CASH:** $\text{cash1} = \text{cashstinv}/\text{tassets}$, ο λόγος ταμειακών διαθεσίμων και βραχυπρόθεσμων επενδύσεων στο σύνολο των περιουσιακών στοιχείων (ενεργητικού) και $\text{cash2} = \text{cashstinv}/\text{nassets}$, ο λόγος ταμειακών διαθεσίμων προς το σύνολο του καθαρού (μείον ρευστά) ενεργητικού.
- ❖ **SIZE:** $\text{size} = \ln(\text{tassets})$, το μέγεθος της εταιρίας προκύπτει από την σχέση αυτή και σύμφωνα με την βιβλιογραφία προβλέπεται μία αρνητική σχέση μεταξύ ταμειακών διαθεσίμων και μεγέθους εταιρίας στη θεωρία αντιστάθμισης ενώ θετική στις άλλες δύο (ιεράρχησης και ελεύθερων ταμειακών ροών).
- ❖ **TANG:** **Assets tangibility** ή $\text{tang} = \text{tangbv}/\text{tassets}$, με αυτήν την μεταβλητή διαφαίνεται η ικανότητα της ρευστοποίησης υλικών περιουσιακών στοιχείων προκειμένου να αντιμετωπιστεί τυχόν έλλειμμα μετρητών και να ελαττωθεί η ανάγκη για μετρητά. Έτσι, προβλέπεται από τη θεωρία αντίστοιχη σχέση με αυτή της SIZE.
- ❖ **VALUE:** $\text{mtbvalue} = \text{mcap}/\text{equitts}$, η αγοραία αξία μίας εταιρίας που υπολογίζεται ως ο λόγος χρηματιστηριακής αξίας προς την λογιστική αξία των ιδίων κεφαλαίων. ή $\text{mttassets} = \text{mcap}/\text{tot.ass.}$, χρηματιστηριακή αξία προς λογιστική αξία των ιδίων κεφαλαίων.
- ❖ **CFLOW:** $\text{cflow1} = \text{ncf}/\text{tassets}$ ή $\text{cflow2} = \text{ebitda}/\text{tassets}$, ταμειακή ροή ως ο λόγος των καθαρών ταμειακών ροών ή των κερδών προ τόκων, φόρων και αποσβέσεων προς το σύνολο περιουσιακών στοιχείων.

- ❖ **NWC:** Net working capital = $(\text{cassets}-\text{curliabt})/\text{tassets}$, καθαρό κεφάλαιο κίνησης το οποίο ορίζεται ως ο λόγος της διαφοράς κυκλοφορούντος ενεργητικού μείον τρεχουσών υποχρεώσεων προς τα συνολικά περιουσιακά στοιχεία της εταιρίας,
- ❖ **LEV:** leverage = $\text{tdebt}/\text{tassets}$; $\text{levsqrt} = \text{lev}*\text{lev}$, η μόχλευση ορίζεται ως ο λόγος συνολικού χρέους προς το σύνολο των περιουσιακών στοιχείων, ωστόσο η σχέση της με τα ταμειακά διαθέσιμα είναι κάπως διφορούμενη. Αυτό προκύπτει επειδή σύμφωνα με την θεωρία pecking – order, όταν η επένδυση υπερβαίνει τα παρακρατούμενα κέρδη, το χρέος αυξάνεται και τα μετρητά μειώνονται. Έτσι, εμείς υποθέτουμε δευτεροβάθμια σχέση ρευστών-μόχλευσης.
- ❖ **STDEBT:** Debt structure = $\text{stdebt}/\text{tdebt}$, ορίζεται ως ο λόγος βραχυπρόθεσμου χρέους προς το συνολικό χρέος και αναμένεται να έχει θετική σχέση με τα ταμειακά διαθέσιμα. Αυτό συμβαίνει επειδή εταιρίες με ως επί το πλείστον βραχυπρόθεσμο χρέος διατηρούν υψηλότερα επίπεδα ταμειακών διαθεσίμων προκειμένου να αποφύγουν τους κινδύνους αναχρηματοδότησης.
- ❖ **CAPEX1:** Capital expenditure = $\{[\text{annual variation in (tang.+intang.) assets}] + (\text{debt}+\text{amort})\}/\text{tassets}$, οι κεφαλαιουχικές δαπάνες αναμένεται να έχουν αρνητική (θετική) σχέση με τα ταμειακά διαθέσιμα, καθώς οι εταιρίες προτιμούν την εσωτερική χρηματοδότηση για επενδύσεις σύμφωνα με την θεωρία pecking – order (trade-off).
- ❖ **GROWTH:** growth opportunities = $(\text{nsales} - \text{l.nsales})/\text{l.nsales}$, όπου υποστηρίζεται ότι οι εταιρίες με υψηλές ευκαιρίες ανάπτυξης θα πρέπει να διακρατούν υψηλά ταμειακά διαθέσιμα (pecking order view).
- ❖ **CRISIS DUMMY:** δε θα μπορούσαμε να μην χρησιμοποιήσουμε ως ψευδομεταβλητή την οικονομική κρίση που έπληξε τις εταιρίες της Νοτίου Ευρώπης, υποθέτοντας ότι παίρνει την τιμή 1 για την περίοδο 2008-2011 και 0 για το υπόλοιπο διάστημα.

3.2 Στατιστικά στοιχεία, αποτελέσματα και συζήτηση εκτιμήσεων.

Τα ετήσια στοιχεία οικονομικών καταστάσεων εταιρειών, προέρχονται από την βάση REUTERS/EIKON στην οποία είναι συνδρομητής το ΠΜΣ ΛΕ και αναφέρονται στον κωδικό sic=7011 “Hotels & Motels” παγκοσμίως την περίοδο 2001-2018.

Ξεκινώντας τη μελέτη μας με τη σκιαγράφηση των βασικών χαρακτηριστικών των μεταβλητών, παρατίθενται στον Πίνακα 1 οι βασικές περιγραφικές στατιστικές για να αντιληφθούμε τις μονομεταβλητές κατανομές τους. Γίνεται διάκριση γεωγραφική (παγκόσμια, Ευρώπης, Ν. Ευρώπης) και διαχρονική (προ και μετά την παγκόσμια χρηματοοικονομική κρίση 2008, GFC-2008).

Είναι εμφανές από τον Πίνακα 1 ότι για την περίοδο 2008-2011, κατά μέσο όρο οι εταιρίες του δείγματος σε παγκόσμιο επίπεδο είχαν δείκτη ταμειακών διαθεσίμων

10,13% (στην CASH1) και 9,83% (στην CASH2), σε επίπεδο Ευρώπης 7,54% και 14,03% αντίστοιχα και 6,20% και 10,74% σε επίπεδο Νότιας Ευρώπης. Διαπιστώνεται, λοιπόν, ότι η μέση διακράτηση ρευστών για τις εταιρίες της Νοτίου Ευρώπης είναι χαμηλότερη σε ποσοστό από ό,τι των Ευρωπαϊκών ή Παγκοσμίως.

Η μέση τιμή των συνολικών περιουσιακών στοιχείων είναι περίπου η ίδια και στους τρεις πίνακες, €18,51 εκ., €18,59 εκ. και €18,45 εκ, για το κάθε δείγμα αντίστοιχα, καθώς επίσης, το ίδιο συμβαίνει και με τον δείκτη μόχλευσης που κυμαίνεται στο 24,23%, 24,57% και 22,56% αντίστοιχα για τα δείγματα μας. Έπειτα, ο δείκτης των πάγιων-υλικών περιουσιακών στοιχείων TANG είναι υψηλός και στα τρία δείγματα μας, με υψηλότερο αυτόν του δείγματος Νότιας Ευρώπης περίπου 62%, υποδεικνύοντας ότι τα περιουσιακά στοιχεία αποτελούνται κατά ένα μεγάλο ποσοστό από σταθερά/πάγια στοιχεία.

Αξιοσημείωτο είναι ότι η αξία του καθαρού κεφαλαίου κίνησης (NWC) ως ποσοστό των συνολικών περιουσιακών στοιχείων είναι αρνητική για τις εταιρίες της Νοτίου Ευρώπης κάτι που υποδηλώνει την σημαντική εξάρτησή τους από τον δανεισμό και τις τράπεζες.

Το τελευταίο σε συνδυασμό με την μεγάλη έως πολύ μεγάλη μεταβλητικότητα¹ ($CV=sd/mean$) των μεταβλητών του παράγοντα *κερδοφορία* (με έμφαση στις *mtbvalue*, *mttassvalue*, *CFlows* και *NWC*) δηλώνουν σημαντικό εταιρικό-κίνδυνο και επομένως οι εταιρίες του κλάδου δεν μπορεί να φαίνονται ελκυστικές στους επενδυτές.

Με άλλα λόγια η περιγραφική στατιστική ανάλυση επιβεβαιώνει τον υψηλό εταιρικό κίνδυνο των ξενοδοχειακών επιχειρήσεων (βάσει της μεταβλητικότητας των ταμειακών ροών ή του κεφαλαίου κίνησης κυρίως), ανεξάρτητα γεωγραφικής τοποθεσίας τους, την δειγματική περίοδο 2001-2018.

Άλλος ένας λόγος να προτιμούν την εσωτερική χρηματοδότηση κι επομένως υψηλά ρευστά διαθέσιμα.

¹ Η υψηλή μεταβλητότητα των κύριων μεταβλητών επιβεβαιώνεται και οπτικά από τα διαγράμματα box and whiskers που δίνουμε στο Παράρτημα της εργασίας.

Table 1: Descriptive Statistics (global sample)

| Variable | Obs | Mean | Std. Dev. | Min | Max |
|-------------|-------|----------|-----------|-----------|----------|
| cash1 | 5,086 | .1013332 | .1378022 | 0 | 1 |
| cash2 | 5,086 | .0983103 | 5.607418 | -383.3065 | 28.42899 |
| size | 5,086 | 18.51397 | 1.928907 | 8.118299 | 24.09538 |
| tang | 5,007 | .5396804 | .3431151 | -3.763018 | 3.35369 |
| mtbvalue | 4,397 | 1.545194 | 11.94291 | -390.4629 | 510.5278 |
| mttassvalue | 4,403 | .8772071 | 1.645071 | 8.45e-07 | 45.1973 |
| cflow1 | 4,998 | .0504205 | .2197172 | -13.58308 | 3.359152 |
| cflow2 | 4,786 | .0776392 | .1174914 | -1.59672 | 3.730124 |
| nwc | 4,902 | .0312083 | .2218856 | -2.055045 | 1 |
| lev | 5,086 | .2423967 | .2509401 | 0 | 4.359357 |
| debtstr | 4,423 | .3671682 | .3301021 | -.0000419 | 1 |
| capex1 | 2,459 | .0280892 | .1742845 | -4.112571 | 2.646846 |
| growop | 4,708 | .2879896 | 3.290107 | -.9959816 | 106.6039 |

Table 1a: Descriptive Statistics (only Europe)

| Variable | Obs | Mean | Std. Dev. | Min | Max |
|-------------|-------|----------|-----------|-----------|----------|
| cash1 | 1,214 | .0754086 | .1174839 | 0 | .8268093 |
| cash2 | 1,214 | .1403132 | .3616273 | -2.280894 | 6.210275 |
| size | 1,214 | 18.59563 | 1.809053 | 13.98918 | 23.52268 |
| tang | 1,202 | .5572588 | .3353553 | -3.763018 | 1.387732 |
| mtbvalue | 997 | 1.188163 | 21.07126 | -390.4629 | 510.5278 |
| mttassvalue | 999 | .58746 | .6334858 | 8.45e-07 | 4.193493 |
| cflow1 | 1,179 | .0467509 | .1153368 | -.5261779 | 3.359152 |
| cflow2 | 1,151 | .0648218 | .0688837 | -.6136589 | .4617673 |
| nwc | 1,185 | .0168472 | .1909014 | -.7718801 | .9972 |
| lev | 1,214 | .2457151 | .2274177 | 0 | 2.793089 |
| debtstr | 1,090 | .3137076 | .3113866 | 0 | 1 |
| capex1 | 799 | .0307753 | .1189216 | -.655593 | .6255255 |
| growop | 1,116 | .1170038 | .8875424 | -.9696041 | 16.78322 |

Table 1b: Descriptive Statistics (Southern Europe)

| Variable | Obs | Mean | Std. Dev. | Min | Max |
|-------------|-----|-----------|-----------|-----------|----------|
| cash1 | 647 | .0620203 | .11265 | 0 | .8268093 |
| cash2 | 647 | .1074822 | .3080054 | -2.215615 | 5.659545 |
| size | 647 | 18.45034 | 1.511077 | 13.98918 | 22.31763 |
| tang | 643 | .6239476 | .1970224 | .1060084 | 1.387732 |
| mtbvalue | 570 | .8643334 | 1.000824 | .0030935 | 10.39096 |
| mttassvalue | 572 | .5118435 | .5257817 | .0011403 | 3.023493 |
| cflow1 | 631 | .0470006 | .143359 | -.5261779 | 3.359152 |
| cflow2 | 603 | .0576884 | .0520765 | -.1412524 | .2754083 |
| nwc | 638 | -.0022567 | .1839681 | -.552354 | .7766134 |
| lev | 647 | .22565 | .1766572 | 0 | 1.982186 |
| debtstr | 596 | .3588529 | .3313565 | 0 | 1 |
| capex1 | 402 | .0296773 | .1015913 | -.6226143 | .5560122 |
| growop | 592 | .0892945 | .7977227 | -.9670011 | 11.41359 |

Ο μέσος της cash2 φαίνεται να είναι αρνητικός για την περίοδο προ κρίσης, γεγονός που φανερώνει εξάρτηση από τον βραχυχρόνιο δανεισμό. Ας σημειωθεί, εντούτοις, ότι ο μέσος έλκεται από τις ακραίες τιμές τις οποίες δεν αφαιρέσαμε από το δείγμα.

Table 1c: Descriptive Statistics (global sample, pre-GFC2008)

| Variable | Obs | Mean | Std. Dev. | Min | Max |
|-------------|-------|-----------|-----------|-----------|----------|
| cash1 | 1,290 | .1032272 | .1468931 | 0 | .9965284 |
| cash2 | 1,290 | -.0753658 | 10.72211 | -383.3065 | 28.42899 |
| size | 1,290 | 18.54061 | 1.882314 | 13.00617 | 23.46726 |
| tang | 1,253 | .5194384 | .3742133 | -3.639499 | 3.35369 |
| mtbvalue | 1,090 | 1.6616 | 7.691223 | -44.7584 | 195.2782 |
| mttassvalue | 1,090 | .8932825 | 1.397149 | .0015687 | 23.83464 |
| cflow1 | 1,249 | .0539827 | .0900021 | -.6872661 | .5480635 |
| cflow2 | 1,225 | .0910696 | .1585652 | -.6739016 | 3.730124 |
| nwc | 1,194 | .0176108 | .2386822 | -2.055045 | .9612851 |
| lev | 1,290 | .2641931 | .2679825 | 0 | 2.950889 |
| debtstr | 1,157 | .403674 | .3533461 | -7.09e-06 | 1 |
| capex1 | 432 | .0879411 | .217582 | -.4052159 | 2.646846 |
| growop | 1,006 | .2395748 | .8875838 | -.9757025 | 14.90704 |

Ωστόσο, την περίοδο μετά της κρίσης φαίνεται να υπάρχει μία μικρή αύξηση στα ταμειακά διαθέσιμα γεγονός που ίσως εξηγείται από την μείωση που υπήρξε στις κεφαλαιουχικές δαπάνες.

Table 1d: Descriptive Statistics (global sample, post-GFC2008)

| Variable | Obs | Mean | Std. Dev. | Min | Max |
|-------------|-------|----------|-----------|-----------|----------|
| cash1 | 3,796 | .1006896 | .1345873 | 0 | 1 |
| cash2 | 3,796 | .1573309 | 1.751959 | -103.5022 | 13.04757 |
| size | 3,796 | 18.50492 | 1.944648 | 8.118299 | 24.09538 |
| tang | 3,754 | .5464368 | .331866 | -3.763018 | 2.54447 |
| mtbvalue | 3,307 | 1.506827 | 13.04485 | -390.4629 | 510.5278 |
| mttassvalue | 3,313 | .8719182 | 1.718999 | 8.45e-07 | 45.1973 |
| cflow1 | 3,749 | .0492337 | .248315 | -13.58308 | 3.359152 |
| cflow2 | 3,561 | .0730191 | .0991273 | -1.59672 | .9620884 |
| nwc | 3,708 | .0355868 | .2160513 | -1.413987 | 1 |
| lev | 3,796 | .2349896 | .2444735 | 0 | 4.359357 |
| debtstr | 3,266 | .3542358 | .3205256 | -.0000419 | 1 |
| capex1 | 2,027 | .0153334 | .1607919 | -4.112571 | 1.461977 |
| growop | 3,702 | .3011461 | 3.681365 | -.9959816 | 106.6039 |

Στον Πίνακα 2 δίνονται οι εκτιμήσεις των συντελεστών συσχέτισης κατά ζεύγη του Spearman (pairwise). Οι * υποδεικνύουν στατιστικά σημαντικούς συντελεστές σε $\alpha = 1\%$ ή μικρότερο.

Διαπιστώνουμε για το συνολικό παγκόσμιο δείγμα ότι η εξαρτημένη του λόγου των ρευστών (cash1) έχει στατιστικά σημαντική γραμμική συσχέτιση τόσο με το μέγεθος

(*size*, *tang*) ή την αξία (*mttassvalue*) ή την κερδοφορία (*cflow1*, *cflow2*, *nwc*, *lev*) ή τις επενδύσεις (*capex1*). Τα πρόσημα είναι τα προβλεπόμενα από τη θεωρία και κυρίως με βάση το κίνητρο πρόνοιας.

Table 2: Pairwise correlation coefficients

| | cash1 | cash2 | size | tang | mtbvalue | mttass~e | cflow1 |
|-------------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| cash1 | 1.0000 | | | | | | |
| cash2 | 0.0275 | 1.0000 | | | | | |
| size | -0.0452* | 0.0082 | 1.0000 | | | | |
| tang | 0.1570* | 0.0236 | -0.2703* | 1.0000 | | | |
| mtbvalue | -0.0055 | 0.2484* | -0.0388 | 0.0084 | 1.0000 | | |
| mttassvalue | 0.1340* | 0.0075 | -0.1416* | 0.0000 | 0.2510* | 1.0000 | |
| cflow1 | 0.0494* | 0.0034 | 0.0149 | 0.0915* | -0.0076 | 0.0541* | 1.0000 |
| cflow2 | 0.1235* | 0.0079 | -0.0113 | 0.0099 | -0.0155 | 0.1855* | 0.2937* |
| nwc | 0.6375* | 0.0571* | -0.0285 | 0.4396* | -0.0180 | 0.0495* | 0.0894* |
| lev | -0.1815* | -0.0431* | 0.2185* | -0.7521* | 0.0042 | -0.0730* | -0.1243* |
| debtstr | 0.0373 | -0.0186 | -0.2574* | 0.1689* | 0.0100 | 0.0371 | -0.0154 |
| capex1 | 0.0647* | 0.0152 | 0.0232 | 0.2071* | 0.0140 | 0.0172 | 0.4874* |
| growop | 0.0070 | 0.0027 | -0.0127 | 0.0193 | -0.0000 | -0.0094 | -0.0131 |
| | cflow2 | nwc | lev | debtstr | capex1 | growop | |
| cflow2 | 1.0000 | | | | | | |
| nwc | 0.1088* | 1.0000 | | | | | |
| lev | -0.0200 | -0.3559* | 1.0000 | | | | |
| debtstr | -0.0469* | -0.2225* | -0.2733* | 1.0000 | | | |
| capex1 | 0.4304* | 0.1469* | -0.1585* | -0.0213 | 1.0000 | | |
| growop | -0.0052 | 0.0374 | 0.0003 | 0.0111 | 0.0630* | 1.0000 | |

Note: Significance level 1% is displayed with a star.

Table 2a: Pairwise correlation coefficients (global sample, pre-GFC2008)

| | cash1 | cash2 | size | tang | mtbvalue | mttass~e | cflow1 |
|-------------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| cash1 | 1.0000 | | | | | | |
| cash2 | 0.0188 | 1.0000 | | | | | |
| size | -0.0482 | 0.0082 | 1.0000 | | | | |
| tang | 0.2222* | 0.0352 | -0.1847* | 1.0000 | | | |
| mtbvalue | -0.0115 | 0.0942* | -0.0365 | -0.0061 | 1.0000 | | |
| mttassvalue | 0.1070* | -0.0106 | -0.1462* | -0.0066 | 0.2819* | 1.0000 | |
| cflow1 | 0.1151* | 0.0112 | 0.0794* | 0.1237* | -0.0218 | 0.3410* | 1.0000 |
| cflow2 | 0.0987* | 0.0115 | -0.0109 | -0.0019 | 0.0262 | 0.2658* | 0.3596* |
| nwc | 0.6294* | 0.0947* | -0.0453 | 0.4980* | -0.0317 | 0.0207 | 0.0178 |
| lev | -0.2419* | -0.0596 | 0.1276* | -0.7080* | -0.0248 | -0.0879* | -0.0964* |
| debtstr | 0.1077* | -0.0375 | -0.2475* | 0.1168* | 0.0285 | 0.0822* | -0.0517 |
| capex1 | 0.0437 | -0.1044 | -0.1537* | 0.4192* | -0.0005 | 0.0728 | -0.0747 |
| growop | 0.0774 | 0.0183 | 0.0195 | 0.0153 | -0.0068 | -0.0326 | -0.0203 |
| | cflow2 | nwc | lev | debtstr | capex1 | growop | |
| cflow2 | 1.0000 | | | | | | |
| nwc | 0.0828* | 1.0000 | | | | | |
| lev | -0.0159 | -0.4277* | 1.0000 | | | | |
| debtstr | -0.0470 | -0.1770* | -0.2787* | 1.0000 | | | |
| capex1 | 0.4749* | 0.1542* | -0.1575* | 0.0277 | 1.0000 | | |
| growop | 0.0137 | 0.0297 | -0.0196 | 0.0048 | 0.0300 | 1.0000 | |

Table 2b: Pairwise correlation coefficients (global sample, post-GFC2008)

| | cash1 | cash2 | size | tang | mtbvalue | mttass~e | cflow1 |
|-------------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| cash1 | 1.0000 | | | | | | |
| cash2 | 0.0787* | 1.0000 | | | | | |
| size | -0.0443* | 0.0191 | 1.0000 | | | | |
| tang | 0.1308* | 0.0197 | -0.3011* | 1.0000 | | | |
| mtbvalue | -0.0045 | 0.2651* | -0.0402 | 0.0128 | 1.0000 | | |
| mttassvalue | 0.1434* | 0.0101 | -0.1410* | 0.0030 | 0.2478* | 1.0000 | |
| cflow1 | 0.0444* | 0.0052 | 0.0081 | 0.0956* | -0.0069 | 0.0313 | 1.0000 |
| cflow2 | 0.1418* | 0.0083 | -0.0128 | 0.0204 | -0.0337 | 0.1665* | 0.3415* |
| nwc | 0.6409* | 0.0354 | -0.0226 | 0.4168* | -0.0153 | 0.0595* | 0.1059* |
| lev | -0.1579* | -0.0500* | 0.2515* | -0.7699* | 0.0105 | -0.0702* | -0.1378* |
| debtstr | 0.0041 | 0.0106 | -0.2624* | 0.1945* | 0.0059 | 0.0171 | -0.0129 |
| capex1 | 0.0642* | 0.0430 | 0.0581* | 0.1435* | 0.0167 | 0.0016 | 0.5618* |
| growop | 0.0027 | 0.0011 | -0.0152 | 0.0213 | 0.0002 | -0.0082 | -0.0128 |
| | cflow2 | nwc | lev | debtstr | capex1 | growop | |
| cflow2 | 1.0000 | | | | | | |
| nwc | 0.1252* | 1.0000 | | | | | |
| lev | -0.0284 | -0.3274* | 1.0000 | | | | |
| debtstr | -0.0572* | -0.2406* | -0.2757* | 1.0000 | | | |
| capex1 | 0.4019* | 0.1491* | -0.1663* | -0.0491 | 1.0000 | | |
| growop | -0.0084 | 0.0412 | 0.0021 | 0.0134 | 0.0637* | 1.0000 | |

Στους Πίνακες 3 (παγκόσμιο δείγμα) και 4 (δείγμα Ν. Ευρώπης) δίνονται τα αποτελέσματα των εκτιμήσεων σταθερών επιδράσεων (FE) για το αρχικό υπόδειγμα, στο οποίο στις ανεξάρτητες για το χρέος λαμβάνουμε υπόψη τον βραχυπρόθεσμο (*debtstr*) δανεισμό κι όχι τον συνολικό ή μόχλευση (*lev*). Σε κάθε έναν από τους 2 υπόψη πίνακες δίνουμε τις παλινδρομήσεις τόσο για την συνολική περίοδο 2001-2018 (πρώτη στήλη) όσο και για πριν την GFC-2008, περίοδο 2001-2007 (δεύτερη στήλη) ή μετά από αυτήν, δηλ. 2008-2018 (τρίτη στήλη).

Για το παγκόσμιο δείγμα (Πίνακας 3) το μέγεθος των ξενοδοχείων εκτιμήθηκε στατιστικά σημαντική ερμηνευτική των ρευστών (εξαρτημένη, *cash1*), σε όλες τις περιόδους, και με αρνητικό πρόσημο που προβλέπει η θεωρία trade off, δηλ. αυξανόμενου του μεγέθους της εταιρίας μειώνεται η διακράτηση ρευστών, υπονοώντας ευκολότερη πρόσβαση στις χρηματαγορές.

Το ίδιο ισχύει και για το καθαρό κεφάλαιο κίνησης (*NWC*) το θετικό πρόσημο του οποίου υποδηλώνει ότι οι managers των ξενοδοχείων προτιμούν την εσωτερική φθηνότερη της εξωτερικής χρηματοδότησης, κι έτσι τα πλεονάσματα των τρεχουσών κυκλοφορούντων ενεργητικών έναντι παθητικών, τα «αφήνουν» στο ταμείο...

Table 3: Βασικές παλινδρομήσεις (Παγκόσμιο δείγμα)

| VARIABLES | Model 1 2001-18 | Model 2 2001-07 | Model 3 2008-18 |
|-----------------|------------------------|------------------------|------------------------|
| Tang | -0.0646*** (-5.935) | -0.0710*** (-3.221) | -0.0576*** (-5.672) |
| cflow2 | 0.0637** (2.468) | | 0.0486 (1.429) |
| Nwc | 0.276*** (8.604) | 0.216*** (3.815) | 0.264*** (8.307) |
| debtstr | 0.0751*** (3.170) | 0.0502 (1.619) | 0.0541** (2.348) |
| debtstrsq | -0.00617 (-0.284) | 0.0236 (0.773) | 0.00170 (0.0835) |
| crisis0809 | -0.00571* (-1.923) | | -0.00841** (-2.561) |
| cflow1 | | 0.103*** (2.835) | |
| Constant | 0.0824*** (13.01) | 0.0819*** (8.010) | 0.0875*** (13.65) |
| Observations | 3,958 | 992 | 2,980 |
| R-squared | 0.279 | 0.253 | 0.257 |
| Number of name1 | 359 | 246 | 355 |

Note: Fixed Effects used in within estimations, based on the Hausman's tests results. Robust t-statistics in parentheses. *** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

Table 4: Βασικές παλινδρομήσεις (Δείγμα Ν. Ευρώπης)

| VARIABLES | Model 4 2001-18 | Model 5 2001-07 | Model 6 2008-18 |
|-----------------|---------------------|-----------------------|--------------------|
| Tang | 0.0103 (0.366) | 0.000226 (0.00773) | 0.0176 (0.497) |
| cflow2 | 0.190 (1.301) | 0.140* (1.731) | 0.130 (0.762) |
| Nwc | 0.171** (2.336) | 0.171* (1.785) | 0.169* (1.950) |
| debtstr | 0.00436 (0.398) | 0.131** (2.714) | 0.00952 (0.435) |
| crisis0811 | 0.00764 (1.212) | | 0.00529 (0.791) |
| Constant | 0.0360** (2.398) | -0.0237 (-0.803) | 0.0339* (1.735) |
| Observations | 555 | 93 | 462 |
| R-squared | 0.147 | 0.247 | 0.131 |
| Number of name1 | 53 | 31 | 53 |

Note: Fixed Effects used in within estimations, based on the Hausman's tests results. Robust t-statistics in parentheses. *** $p < 0.01$, ** $p < 0.05$, * $p < 0.1$

Δεν διαπιστώνεται (Πίνακας 3) σχέση αριστοποίησης του βραχυχρόνιου δανεισμού αφού είναι στατιστικά ασήμαντη η δευτεροβάθμια μεταβλητή (*debtstrsq*), ενώ η πρωτοβάθμια-γραμμική σχέση ρευστών-βραχυχρόνιου χρέους είναι θετική στο σύνολο της δειγματικής περιόδου 2001-2018 και μετά την κρίση (2008-2018), υποδηλώνοντας λογική θεωρίας ιεράρχησης.

Αναφορικά με τα ευρήματα για την Ν. Ευρώπη που παρουσιάζονται στον Πίνακα 4 μόνο το κεφάλαιο κίνησης (NWC) φαίνεται στατιστικά σημαντική ερμηνευτική σε όλες τις περιόδους με θετικό πρόσημο (pecking order), βραχυπρόθεσμος δανεισμός (*debtstr*) και ταμειακές ροές (*Cflow2*) εκτιμήθηκαν σημαντικές μόνο στην προ-ΠΧΚ-2008 υποπερίοδο (2001-2007).

Η ρευστότητα των ξενοδοχείων στη Ν.Ευρώπη στηρίζεται στις λειτουργικές ροές τους και στην καλή σχέση τους με τις τράπεζες (ειδικά το τελευταίο μέχρι το 2008), «λένε» τα ευρήματα του Πίνακα 4.

Τα σημαντικότερα ευρήματα της εργασίας μας παρουσιάζονται στον Πίνακα 5 όπου αντί του βραχυχρόνιου δανεισμού χρησιμοποιούμε τώρα την μόχλευση (συνολικό χρέος/Ενεργητικό). Τα συμπεράσματα είναι :

1. εκτιμήθηκε στατιστικά σημαντική μη-γραμμική (δευτεροβάθμια κυρτή συνάρτηση) η σχέση των ρευστών ως προς την μόχλευση, για όλες τις περιόδους, υποδεικνύοντας ότι στην πράξη, υπάρχει ελάχιστο σημείο ρευστών το οποίο ενδεικτικά για το μοντέλο 7 (2001-2018), τείνει στο μηδέν (0,00025) όταν η μόχλευση φτάσει 3,08 του Ενεργητικού. Τα ευρήματα αυτά συμφωνούν με την θεωρία αντιστάθμισης (trade off model).
2. Το μέγεθος των εταιρειών (προσεγγισμένο από την *tang* μεταβλητή) αποδείχθηκε στατιστικά σημαντική αιτία διακράτησης ρευστών και μάλιστα αρνητικής σχέσης, δηλ. αυξανόμενου του μεγέθους των ξενοδοχείων μειώνονται τα ρευστά διαθέσιμα από τους managers. Κι αυτό το εύρημα συμφωνεί με την θεωρία αντιστάθμισης (trade off model).

Table 5: Εξειδίκευση υποδειγμάτων με μόχλευση αντί βραχυπρόθεσμου δανεισμού (παγκόσμιο δείγμα)

| VARIABLES | Model 7 2001-18 | Model 8 2001-07 | Model 9 2008-18 |
|-----------------|------------------------|----------------------|------------------------|
| Tang | -0.0605*** (-3.019) | -0.0449* (-1.761) | -0.0758*** (-2.692) |
| Nwc | 0.306*** (9.009) | 0.170*** (3.731) | 0.333*** (9.082) |
| cflow2 | 0.0150 (0.550) | 0.00951 (0.337) | -0.0194 (-0.579) |
| Lev | -0.0803*** (-2.760) | -0.0834* (-1.820) | -0.102*** (-3.213) |
| levsqr | 0.0259** (2.014) | 0.0419** (2.041) | 0.0225** (2.031) |
| crisis0809 | -0.00661* (-1.753) | | -0.00752* (-1.738) |
| Constant | 0.139*** (9.099) | 0.131*** (5.792) | 0.155*** (7.434) |
| Observations | 4,492 | 1,091 | 3,401 |
| R-squared | 0.298 | 0.172 | 0.332 |
| Number of name1 | 368 | 253 | 368 |

Note: Fixed Effects used in within estimations, based on the Hausman's tests results. Robust t-statistics in parentheses. *** $p < 0.01$, ** $p < 0.05$, * $p < 0.1$

3. Το κεφάλαιο κίνησης επίσης, εκτιμήθηκε στατιστικά σημαντική αιτία για το αιτιατό-αποτέλεσμα της διακράτησης ρευστών και μάλιστα με θετική σχέση, υποδηλώνοντας ότι τα ξενοδοχεία παγκοσμίως την εξεταζόμενη περίοδο προτιμούν την εσωτερική χρηματοδότηση των επενδύσεών τους. Το τελευταίο ίσως επιβεβαιώνεται κι από το γεγονός ότι δεν εκτιμήθηκε στατιστικά σημαντική η μεταβλητή των επενδύσεων ως αιτία για τα ρευστά ως αποτέλεσμα. Τα ευρήματα αυτά μάλλον επιβεβαιώνουν τη θεωρία της ιεράρχησης των χρηματοδοτικών κεφαλαίων (pecking order scheme).
4. Η ψευδομεταβλητή για την κρίση 2008-09 αποδείχθηκε επίσης σημαντική και με αρνητικό πρόσημο, δηλ. την υπόψη διετία τα ξενοδοχεία μείωσαν τα ρευστά τους. Την αντίθετη συμπεριφορά θα περιμέναμε σύμφωνα με την άποψη ότι στις περιόδους κρίσης κυριαρχεί η άποψη «βλέποντας και κάνοντας» (real options theory) με μετάθεση, λόγω αυξημένης αβεβαιότητας, της υλοποίησης των επενδυτικών σχεδίων στο μέλλον.

Table 6: Εξειδίκευση υποδειγμάτων με μόχλευση αντί βραχυπρόθεσμου δανεισμού
(Δείγμα Ν. Ευρώπης)

| VARIABLES | Model 10 2001-18 | Model 11 2001-07 | Model 12 2008-18 |
|-----------------|---------------------|---------------------|----------------------|
| Tang | 0.00780 (0.284) | 0.0364 (0.919) | -0.00748 (-0.203) |
| Nwc | 0.124* (1.858) | 0.136* (1.707) | 0.124 (1.620) |
| cflow2 | 0.202 (1.217) | 0.119 (1.061) | 0.155 (0.777) |
| Lev | 0.00604 (0.239) | 0.0156 (0.220) | 0.0172 (0.257) |
| Levsqrt | -0.0136 (-1.106) | -0.0207 (-0.663) | -0.101 (-0.850) |
| crisis0809 | 0.00521 (1.017) | | |
| Constant | 0.0420** (2.252) | 0.0279 (0.933) | 0.0596** (2.035) |
| Observations | 590 | 97 | 493 |
| R-squared | 0.077 | 0.235 | 0.064 |
| Number of name1 | 54 | 32 | 54 |

Note: Fixed Effects used in within estimations, based on the Hausman's tests results. Robust t-statistics in parentheses. *** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

Όπως φαίνεται από τον τελευταίο Πίνακα 6 που αφορά στην Ν. Ευρώπη τα ευρήματα είναι πολύ φτωχά και μόνο το κεφάλαιο κίνησης, στο σύνολο της περιόδου και την προ-κρίσης, διασώζεται ως στατιστικά σημαντική ανεξάρτητη που ερμηνεύει την μεταβλητικότητα των ρευστών.

Εντύπωση προκαλεί ότι η μόχλευση (*lev*) όχι μόνο δεν είναι δευτεροβάθμιας σχέσης με τα ρευστά αλλά είναι και στατιστικά ασήμαντη σε όλες τις περιόδους, ενώ από τον Πίνακα 4 ο βραχυχρόνιος δανεισμός (*debtstr*) εκτιμήθηκε σημαντικός μόνο στην προ-κρίσης περίοδο.

Μάλλον η θεωρία ιεράρχησης των χρηματοδοτικών κεφαλαίων που δίνει πρωτεύοντα ρόλο στην αυτοχρηματοδότηση των επιχειρήσεων ερμηνεύει καλύτερα την συμπεριφορά των ξενοδοχείων της Ν. Ευρώπης.

Συμπεράσματα

Στην εργασία αυτή μελετήσαμε την αιτιώδη σχέση των ρευστών διαθέσιμων ξενοδοχειακών επιχειρήσεων, παγκοσμίως και στην Ν. Ευρώπη, την περίοδο 2001-2018. Τα εμπειρικά υποδείγματα που χρησιμοποιήθηκαν, εξειδικεύτηκαν βάσει της θεωρίας προκειμένου να περιλαμβάνουν τους βασικούς παράγοντες μέτρησης της απόδοσης των εταιριών (Fama and French, 2015), δηλαδή το μέγεθος, την αξία, την κερδοφορία και τις επενδύσεις, κάνοντας διάκριση γεωγραφική και διαχρονική (προ και μετά την παγκόσμια χρηματοοικονομική κρίση 2008, GFC-2008).

Σύμφωνα με την περιγραφική στατιστική ανάλυση που πραγματοποιήθηκε επιβεβαιώνεται ο υψηλός εταιρικός κίνδυνος των ξενοδοχειακών επιχειρήσεων, ανεξάρτητα από την γεωγραφική τους τοποθεσία, την δειγματική περίοδο 2001-2018, γεγονός που καθιστά τις εταιρίες του συγκεκριμένου κλάδου όχι τόσο ελκυστικές στους επενδυτές. Άμεσο αποτέλεσμα του προηγούμενου, οι εταιρίες ξενοδοχειακού κλάδου να προτιμούν την εσωτερική χρηματοδότηση και συνεπώς, τα υψηλά ρευστά διαθέσιμα. Επιπλέον, διαπιστώνεται ότι η ρευστότητα των ξενοδοχείων στην Ν. Ευρώπη στηρίζεται στις λειτουργικές ροές τους και στην καλή σχέση τους με τις τράπεζες.

Τα σημαντικότερα ευρήματα της εργασίας μας, για το παγκόσμιο δείγμα, ήταν ότι αντί του βραχυχρόνιου δανεισμού χρησιμοποιείται η μόχλευση (συνολικό χρέος/Ενεργητικό). Διαπιστώνεται ως στατιστικά σημαντική μη-γραμμική (κυρτή συνάρτηση, U-μορφής) η σχέση των ρευστών ως προς την μόχλευση, για όλες τις περιόδους, εύρημα που συμφωνεί με την θεωρία αντιστάθμισης (trade-off model). Παρατηρείται σε πρώτη φάση ότι όσο αυξάνεται η μόχλευση, τόσο μειώνονται τα ρευστά διαθέσιμα φθάνουν περίπου στο μηδέν όταν η μόχλευση είναι σχεδόν 3, και έπειτα, σε δεύτερη φάση η μόχλευση και ρευστά αυξάνονται παράλληλα.

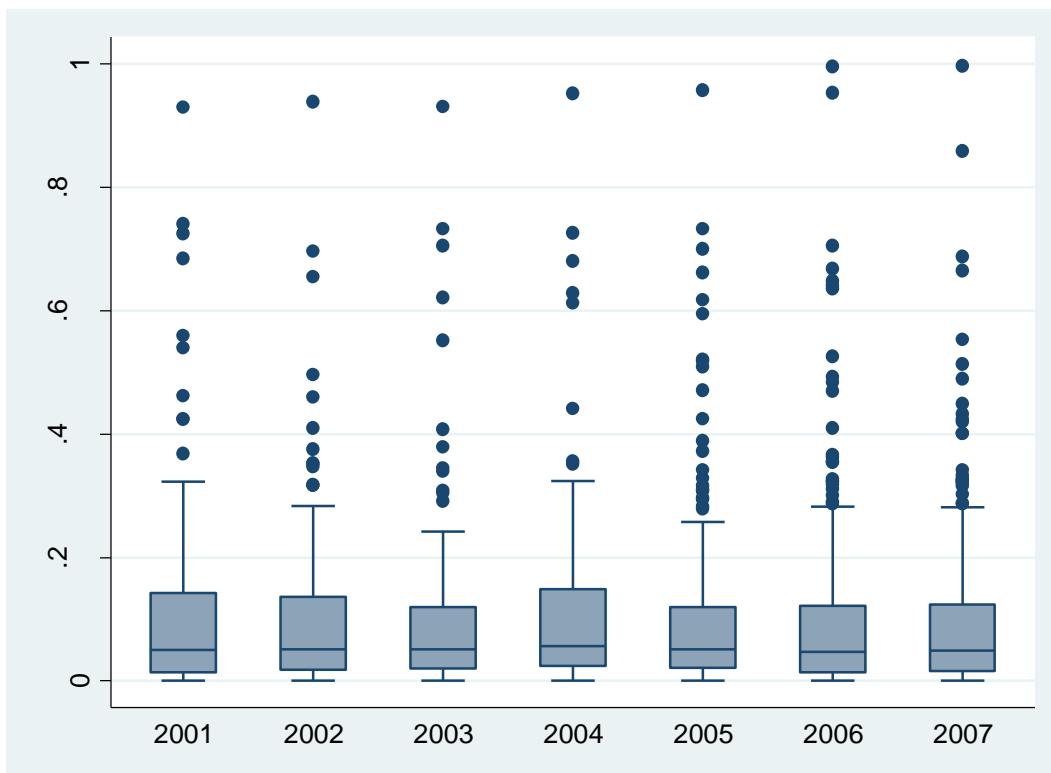
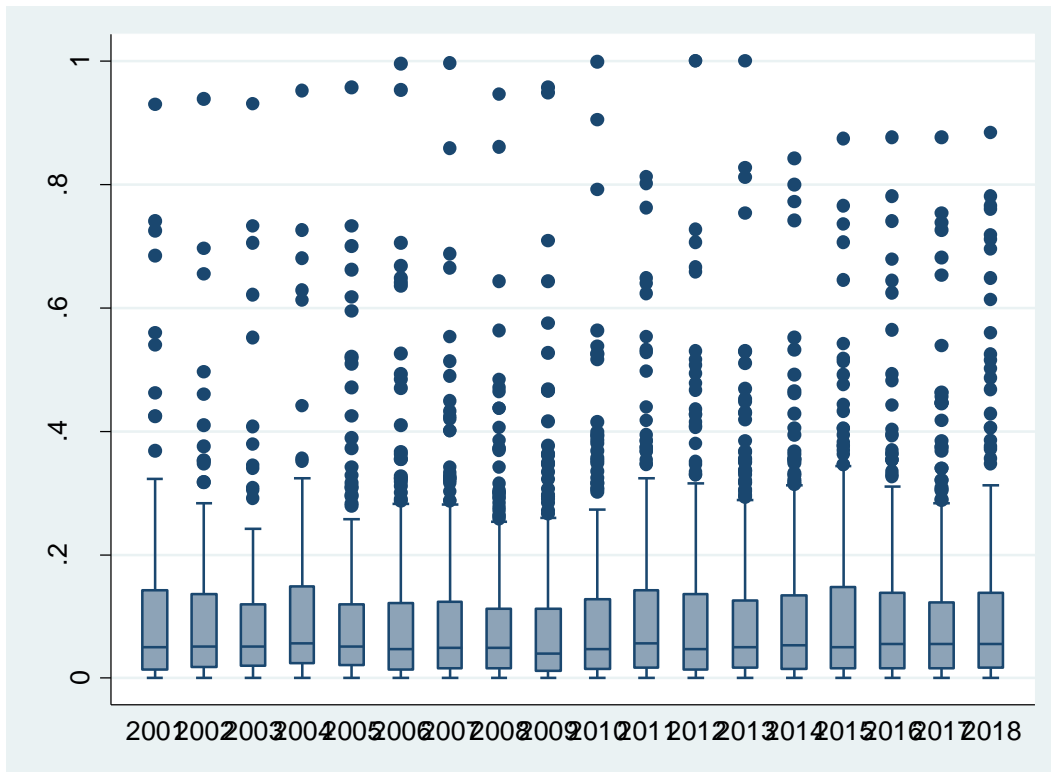
Το μέγεθος των εταιριών (προσεγγισμένο από την μεταβλητή tang) αποδείχθηκε στατιστικά σημαντική αιτία διακράτησης ρευστών και μάλιστα αρνητικής σχέσης. Με άλλα λόγια, αυξανόμενου του μεγέθους των ξενοδοχείων μειώνονται τα ρευστά διαθέσιμα από τους managers, εύρημα το οποίο, επίσης, συμφωνεί με την θεωρία trade – off.

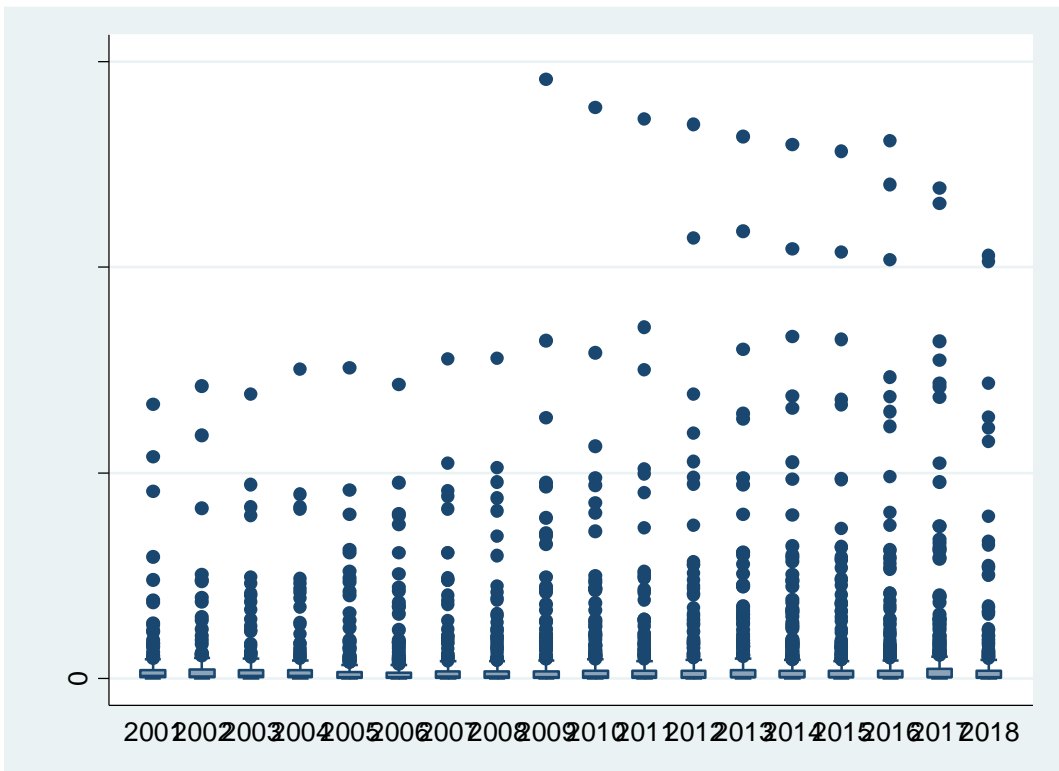
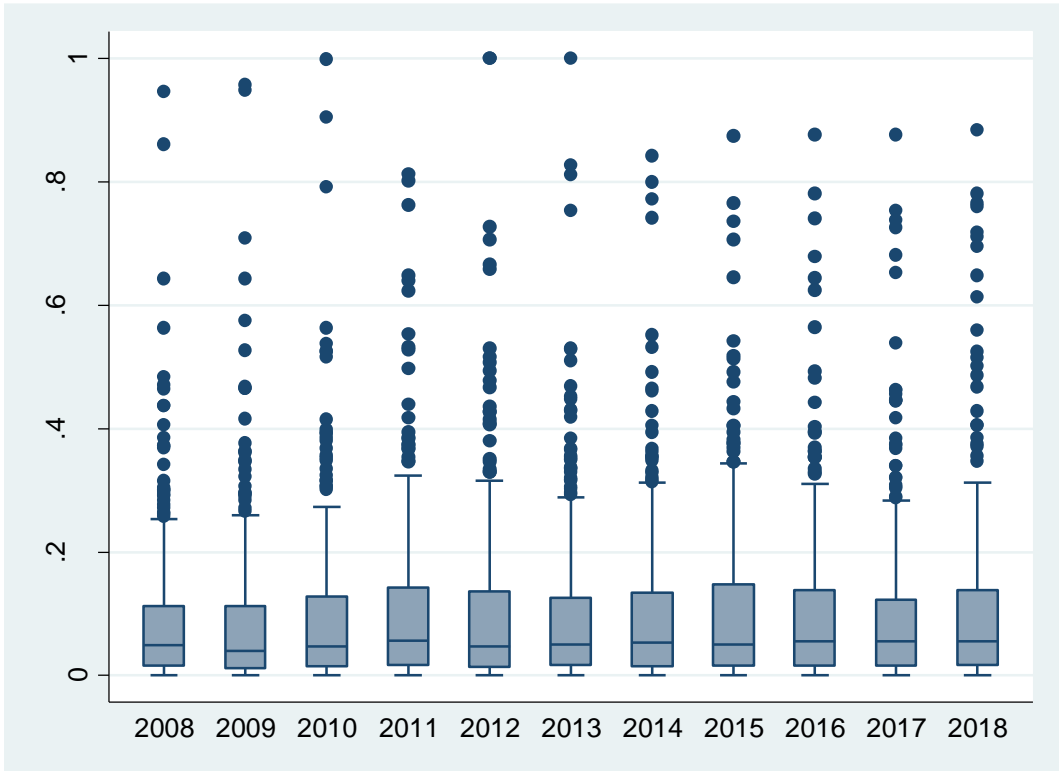
Το κεφάλαιο κίνησης εκτιμήθηκε ως στατιστικά σημαντική αιτία για το αιτιατό-αποτέλεσμα της διακράτησης ρευστών και μάλιστα με θετική σχέση, υποδηλώνοντας ότι τα ξενοδοχεία παγκοσμίως την εξεταζόμενη περίοδο προτιμούν την εσωτερική χρηματοδότηση των επενδύσεών τους. Το τελευταίο ίσως επιβεβαιώνεται κι από το γεγονός ότι δεν εκτιμήθηκε στατιστικά σημαντική η μεταβλητή των επενδύσεων ως αιτία, για τα ρευστά ως αποτέλεσμα.

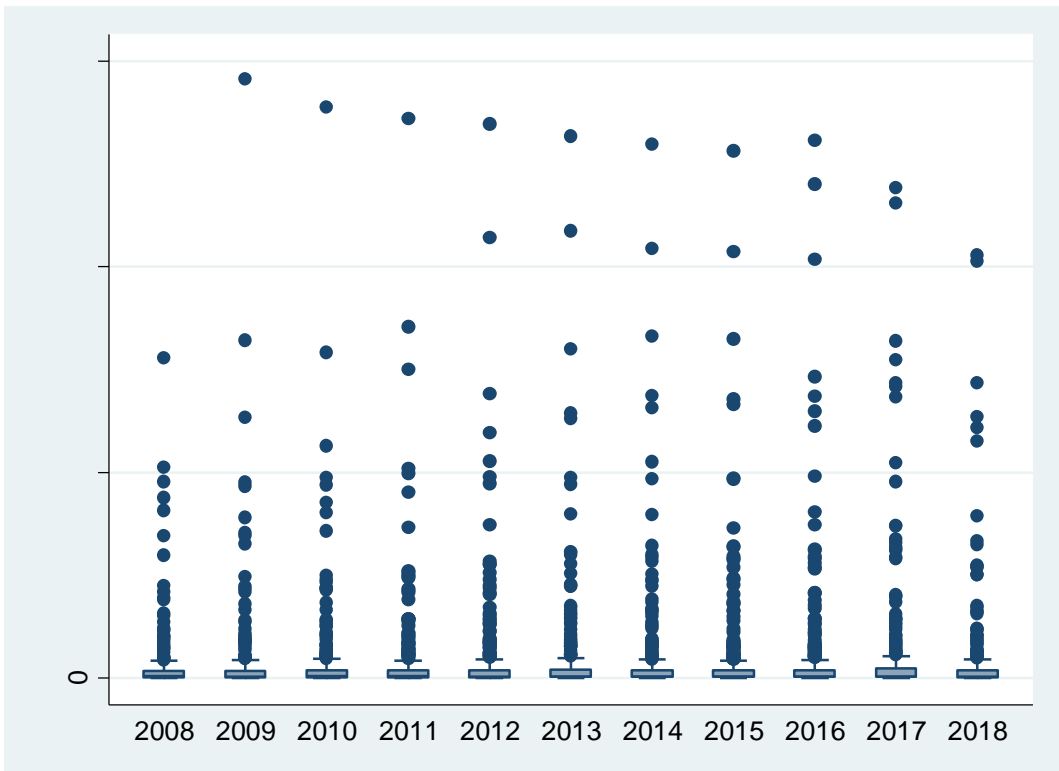
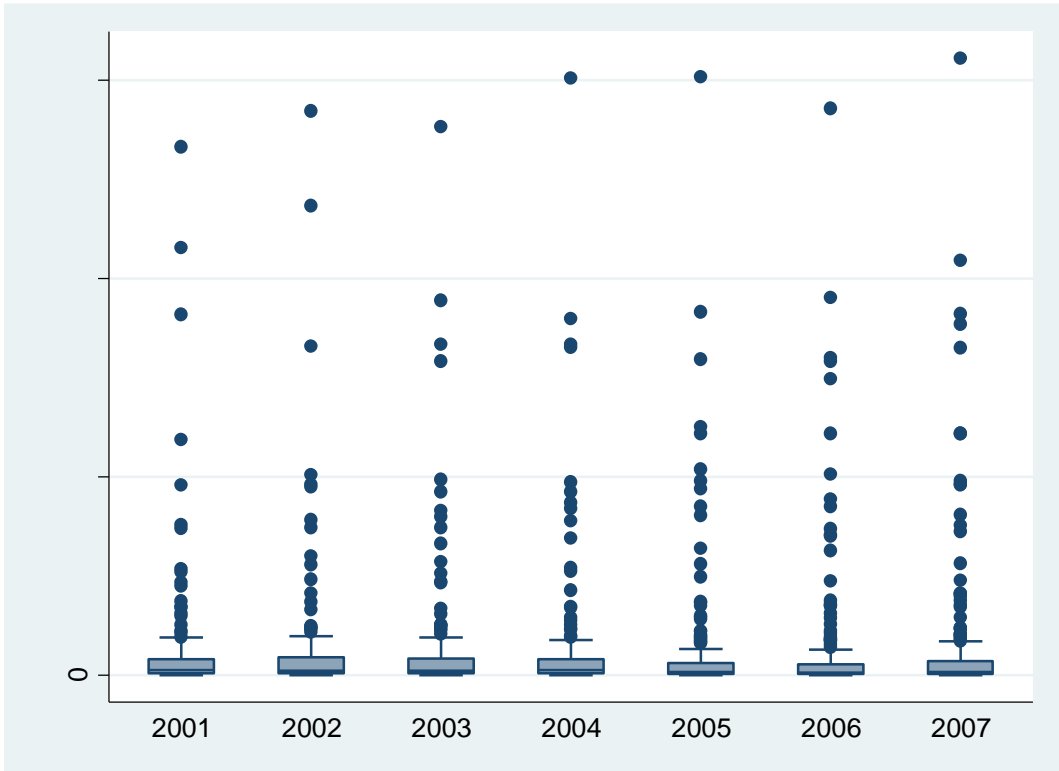
Τέλος, η ψευδομεταβλητή για την κρίση 2008-09 αποδείχθηκε, επίσης, σημαντική και με αρνητικό πρόσημο, δηλ. την υπόψη διετία τα ξενοδοχεία μείωσαν τα ρευστά τους, πάλι σύμφωνα με το μοντέλο της αντιστάθμισης. Την αντίθετη συμπεριφορά θα περιμέναμε σύμφωνα με την άποψη ότι στις περιόδους κρίσης κυριαρχεί η άποψη «βλέποντας και κάνοντας» (real options theory) με μετάθεση, λόγω αυξημένης αβεβαιότητας, της υλοποίησης των επενδυτικών σχεδίων στο μέλλον.

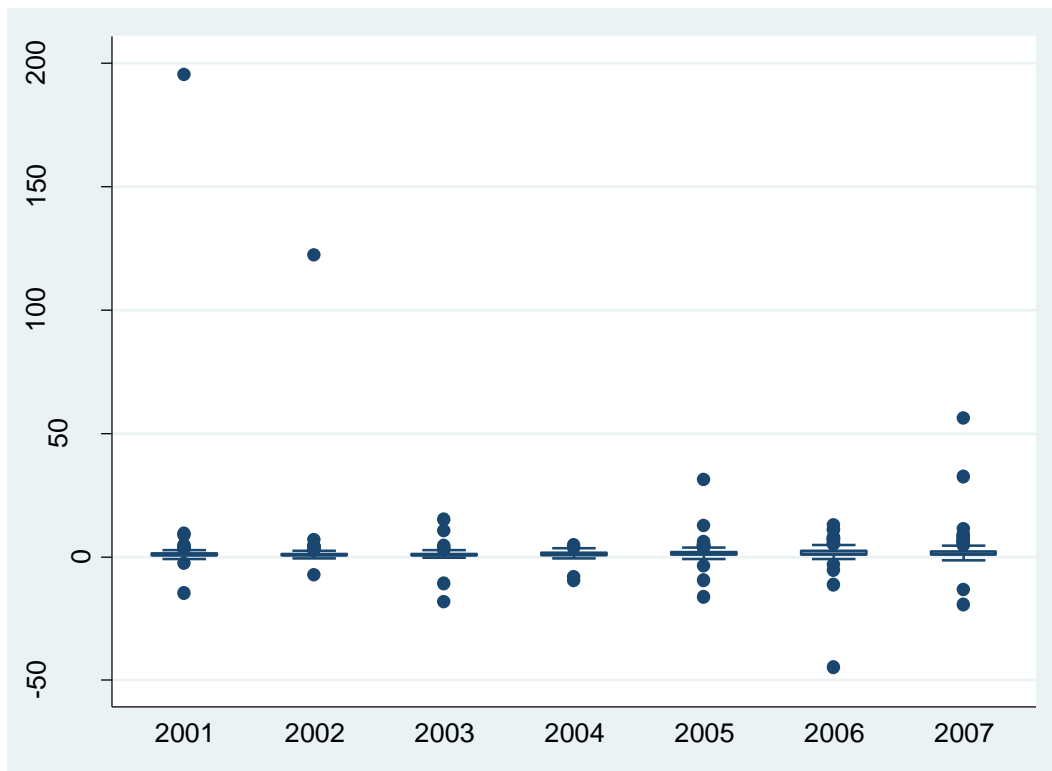
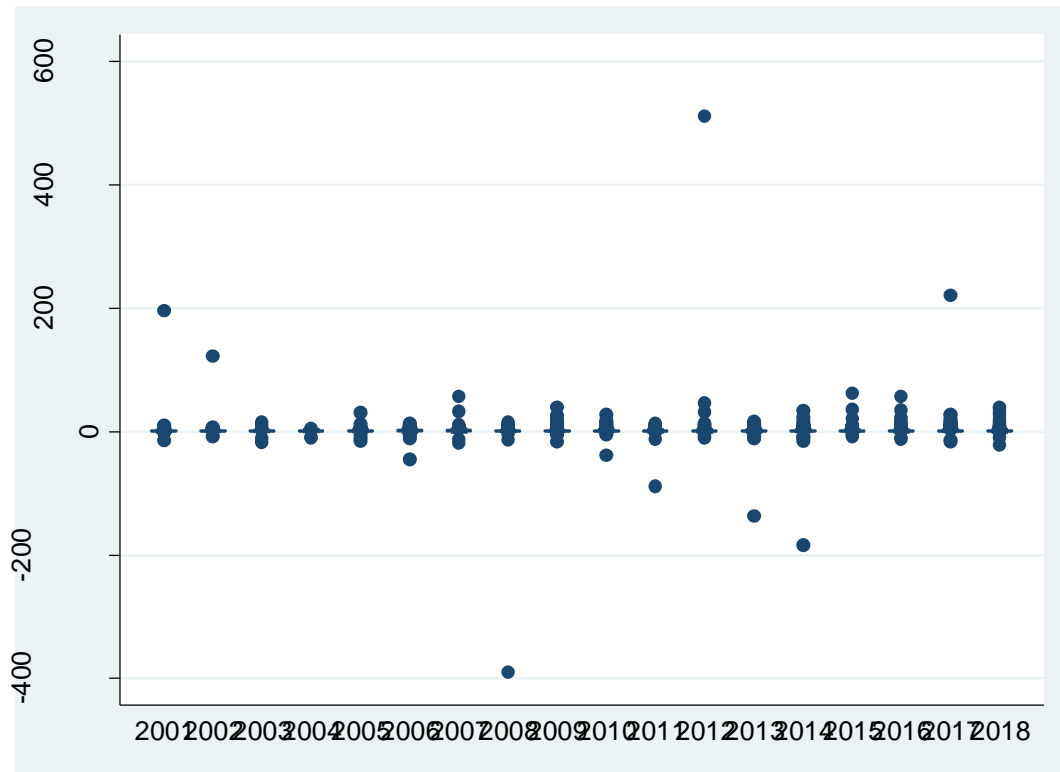
Αντίθετα, τα ευρήματά μας για την συμπεριφορά των ξενοδοχείων της Ν. Ευρώπης είναι μάλλον φτωχά και ερμηνεύονται καλύτερα από την θεωρία ιεράρχησης των χρηματοδοτικών κεφαλαίων που δίνει πρωτεύοντα ρόλο στην αυτοχρηματοδότηση των επιχειρήσεων.

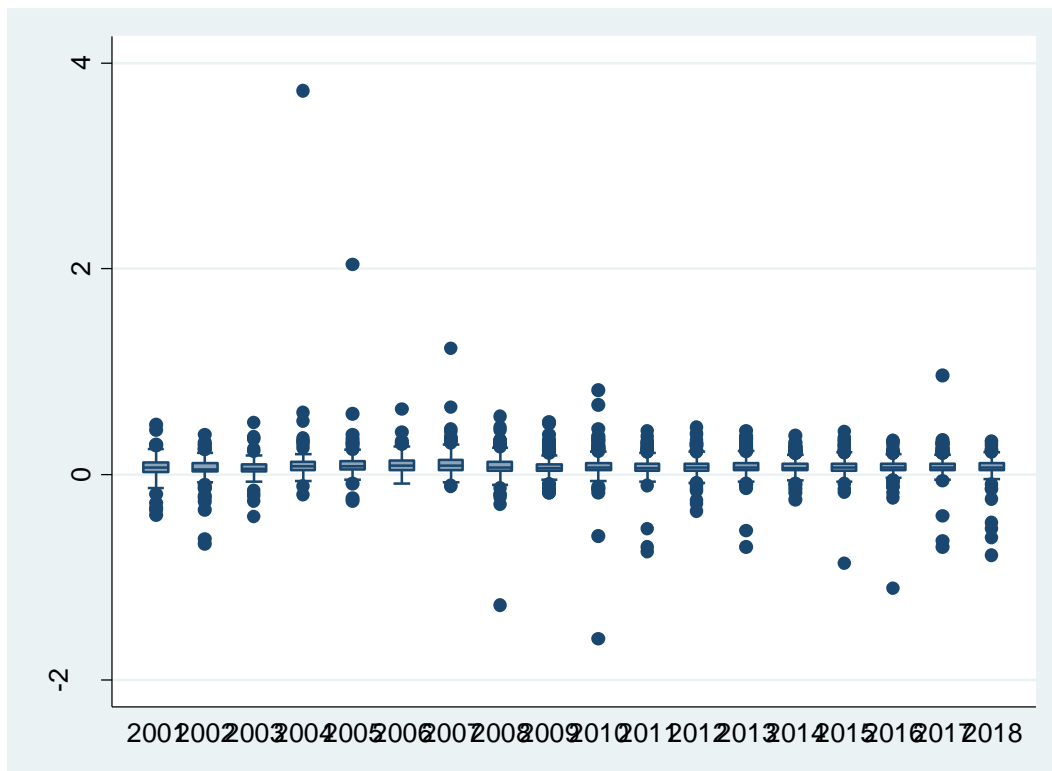
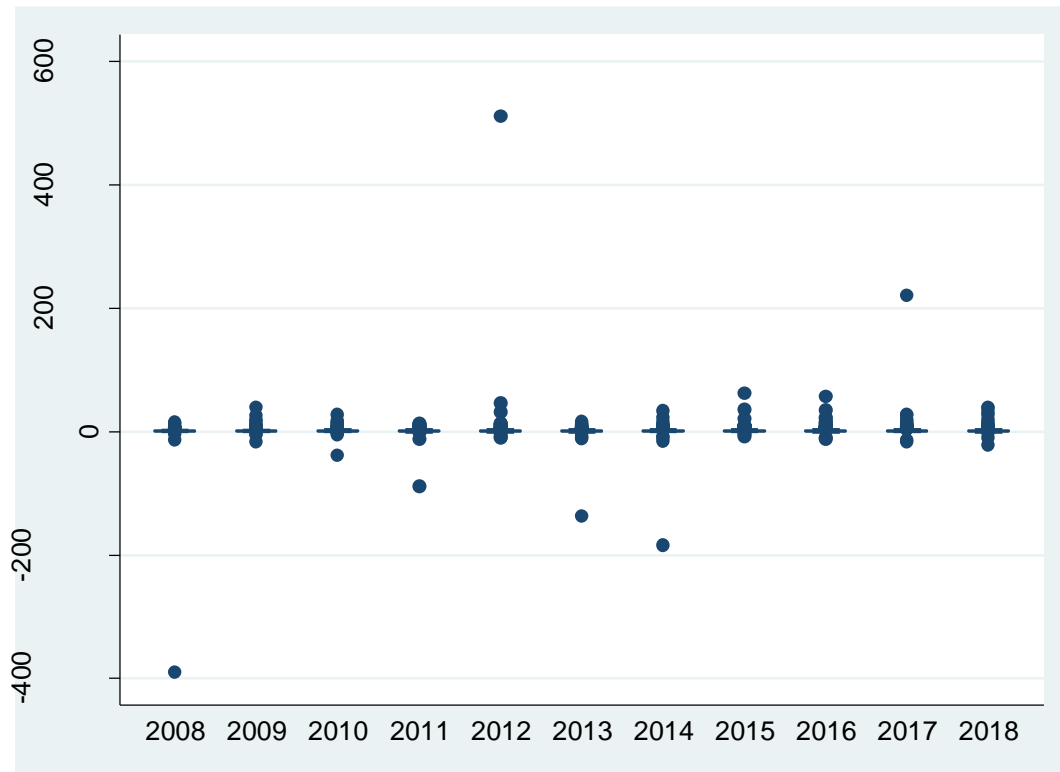
Παράρτημα

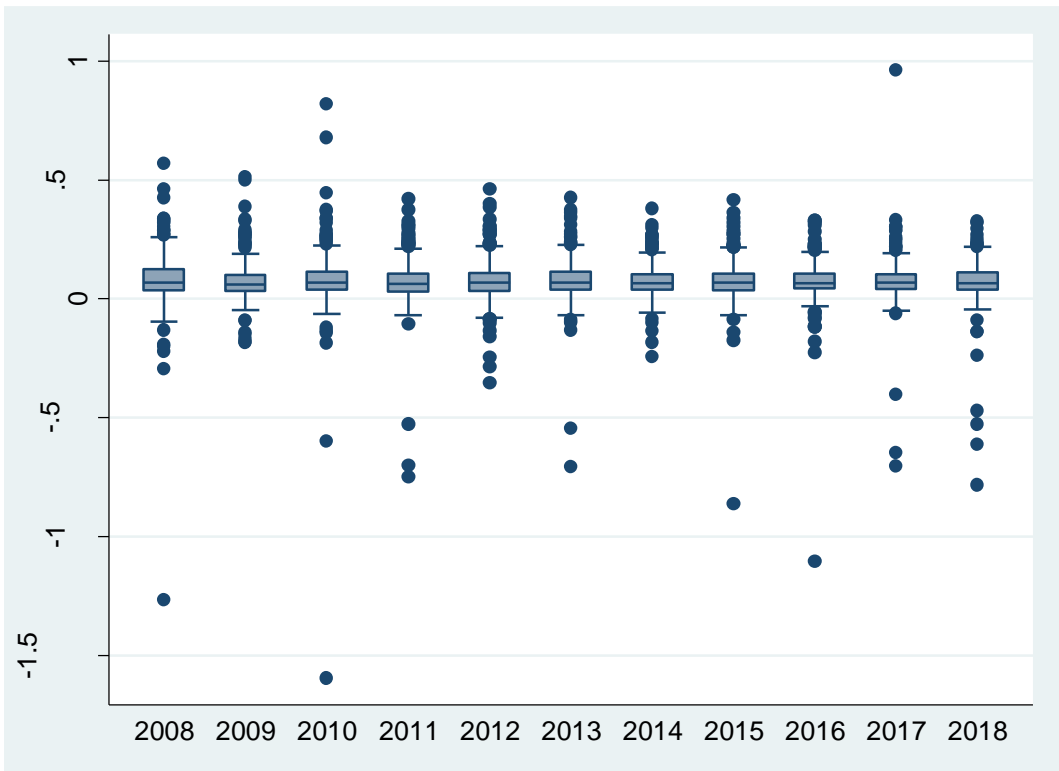
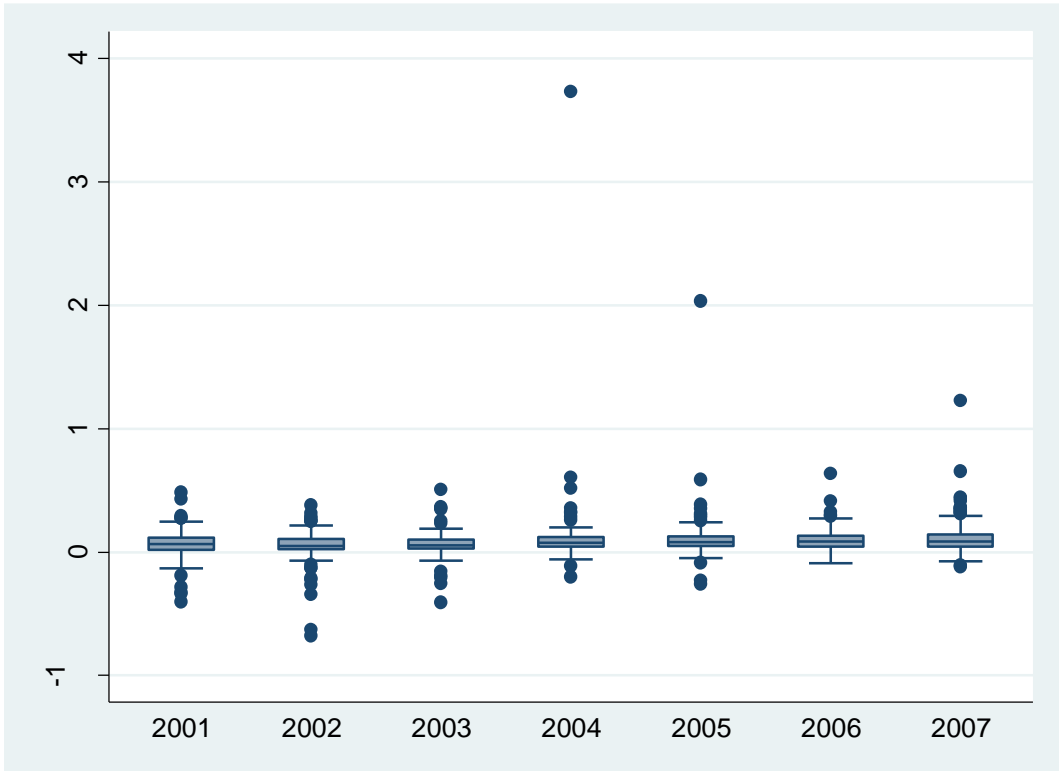


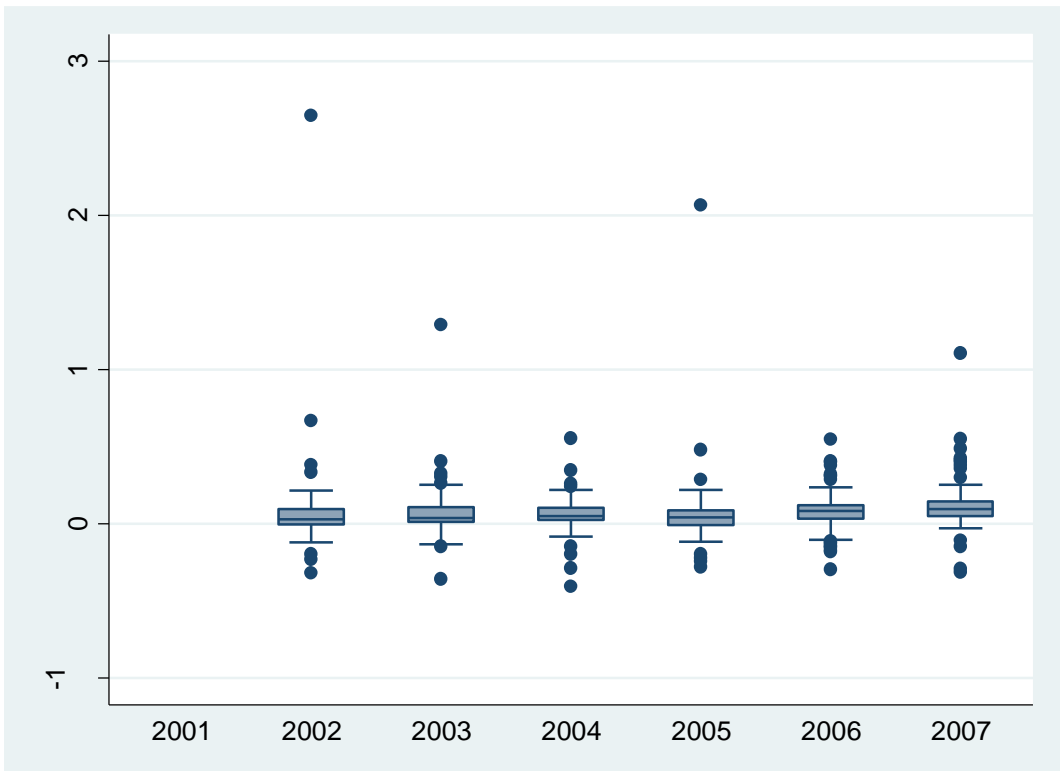
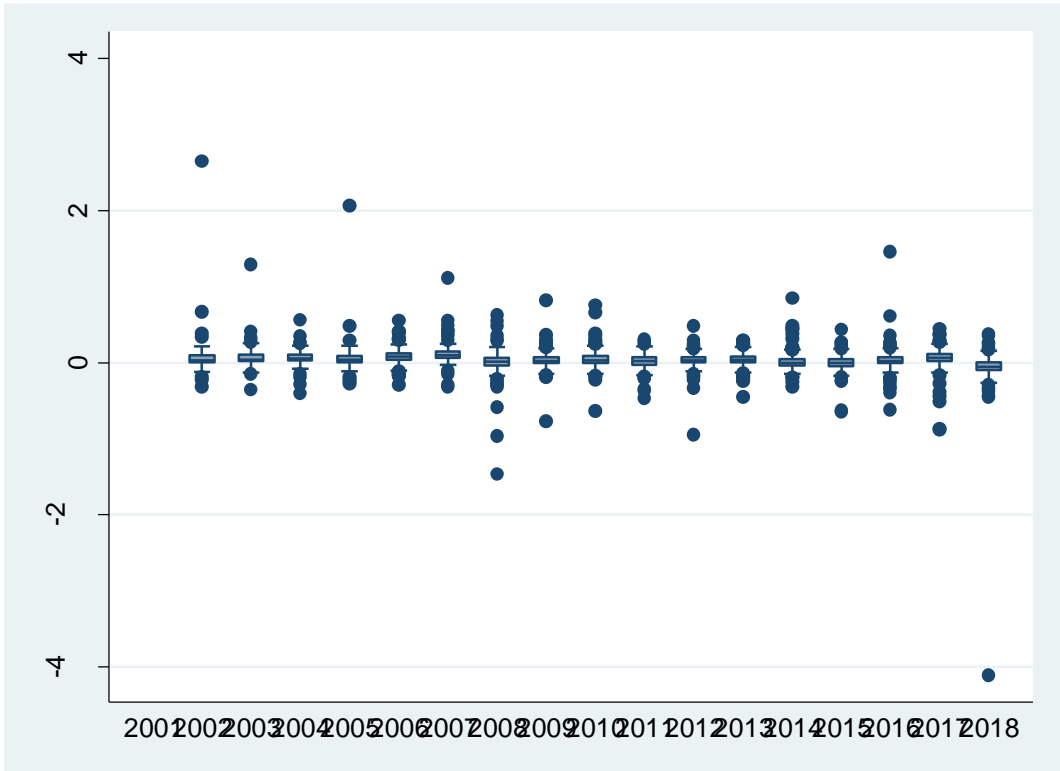


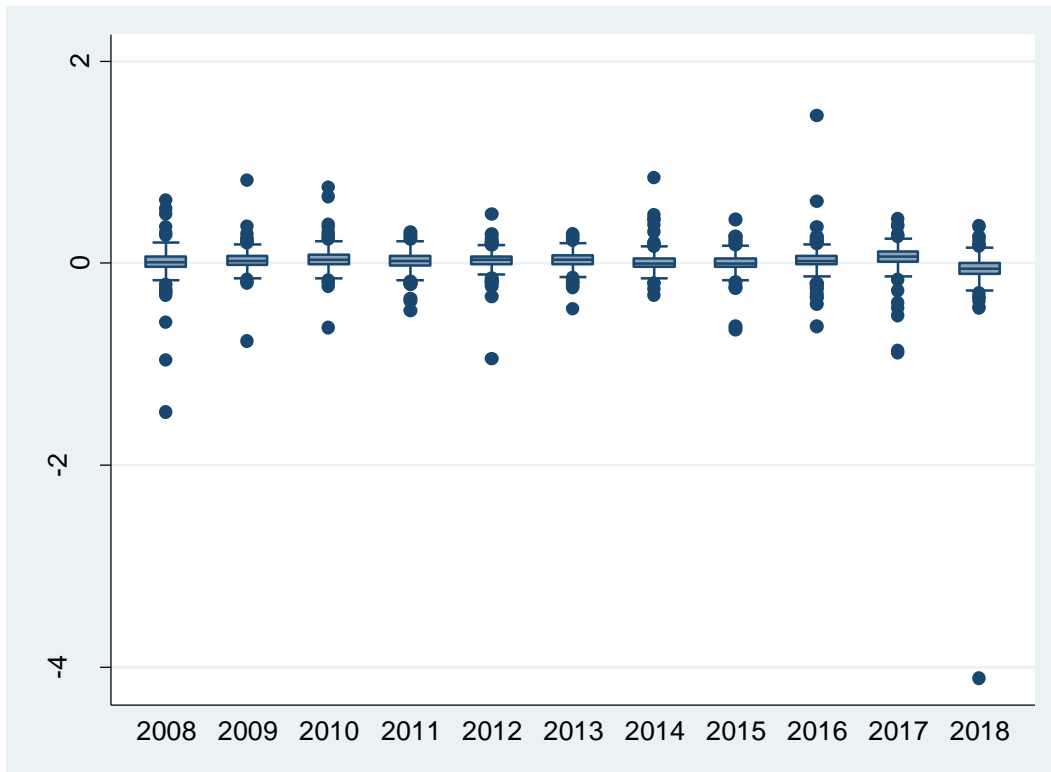












Βιβλιογραφία

- Morais, F. & Silva, P. (2013), “*Determinants of cash holdings in the accommodation industry*”, *Tourism and Hospitality International Journal*, 1, 95-136.
- Afza, T., Adnan, S.S.M. (2007), “*Determinants of corporate cash holdings: A case study of Pakistan*”, In *Proceedings of Singapore Economic Review Conference*. Singapore. p164-184.
- Alles, L., Lian, Y., Xu, C.Y. (2012), “*The determinants of target cash holdings and adjustment speeds: An empirical analysis of Chinese firms*”, *SSRN Electronic Journal*. Available from: <http://www.ssrn.com/abstract=1981818>.
- Al-Najjar, B. (2011), “*Corporate cash holdings and dividend payments: Evidence from simultaneous analysis*”, *Managerial and Decision Economics*, 32(4), 231-241.
- Azmat, Q. (2014), “*Firm value and optimal cash level: Evidence from Pakistan*”, *International Journal of Emerging Markets*, 9(4), 488-504.
- Bates, T.W., Kahle, K.M. (2009), “*Why do U.S.firms hold so much more cash than they used to?*”, *The Journal of Finance*, LXIV(5), 1985-2021.
- Brenes, E.R., Madrigal, K., Requena, B. (2011), “*Corporate governance and family business performance*”, *Journal of Business Research*, 64(3), 280-285.
- Chang-Soo, K., Mauer, D.C., Sherman, A.E., Kim, C.S. (1998), “*The determinants of corporate liquidity: Theory and evidence*”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 33(3), 335-359.
- Chen, N., Mahajan, A. (2010), “*Effects of macroeconomic conditions on corporate liquidity: International evidence*”, *International Research Journal of Finance and Economics*, 35(35), 112-129.
- Dittmar, A., Mahrt-Smith, J., Servaes, H. (2003), “*International corporate governance and corporate cash holdings*”, *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 38(1), 111-133.
- Duchin, R. (2010). “*Cash Holdings and Corporate Diversification*”, *Journal of Finance*, 65(3), 955-992.

- Faulkender M, Wang R, 2006. “*Corporate Financial Policy and the Value of Cash*”, The Journal of Finance, (4), 1957-1990.
- Ferreira, M. A., & Vilela, A. S. (2004). “*Why Do Firms Hold Cash?*”, Evidence from EMU Countries. European Financial Management, 10(2), 295-319. <http://dx.doi.org/10.1111/j.1354-7798.2004.00251.x>
- Fresard, L. (2010). “*Financial Strength and Product Market Behavior: The Real Effects of Corporate Cash Holdings*”, Journal of Finance, 65(3), 1097-1122.
- Kalcheva, I., & Lins, K. V. (2003) “*International Evidence on Cash Holdings and Expected Managerial Agency Problems*”, Review of Finance, 20, 1087-1112.
- Kim, C. S., Mauer, D. C., & Sherman, A. E. (1998). “*The determinants of corporate liquidity: Theory and evidence*”, Journal of Financial and Quantitative Analysis, 33, 335-359.
- Kusnadi, Y., & Wei, K. C (2011). “*The determinants of Corporate Cash management policy: Evidence from around the world*”, Journal of Corporate Finance, 17(3), 725-740.
- Lee, C., & Lee, K. W. (2010). “*Cash Holdings, Corporate Governance Structure and Firm Valuation*”, Retrieved <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1536481>
- Lee, Y., & Song, K. (2007). “*Why have East Asian Firms Increased Cash Holdings so much after the Asian Financial Crisis?*”, 20th Australian Finance & Banking Conference 2007.
- Opler, T., Pinkowitz, L., Stulz, R., & Williamson, R. (1999). “*The determinants and implications of corporate cash holdings*”, Journal of Financial Economics, 52, 3-46.
- Ozkan, A., & Ozkan, N. (2004). “*Corporate cash holdings: An empirical investigation of UK companies*”, Journal of Banking & Finance, 28(9), 2103-2134.
- Pinkowitz, L., Stulz, R., & Williamson, R. (2006). “*Does the contribution of corporate cash holdings and dividends to firm value depend on governance? A cross-country analysis*”, Journal of Finance, 61, 2725-2751.
- Qui, J., & Wan, C. (2014). “*Technology spill overs and cash holdings*”, Journal of Financial Economics, 2(1), 1-16

Riddick, L. A., & Whited, T. M. (2009). “*The corporate propensity to save*”, *The Journal of Finance*, 64(4), 1729-1766.

Rizwan, M. F., & Javed, T. (2011). “*Determinants of corporate cash holdings: evidence from Pakistani corporate sector*”, *Economics, Management and Financial Markets*, 6(1), 344.

Saddour, K. (2006). “*The determinants and the value of cash holdings: Evidence from French firm*”, *CEREG*, 1-33.

Sanchez, J. M., & Yurdagul, E. (2013). “*Why are US firms holding so much cash?*”, *An exploration of cross sectional variation. Federal Reserve Bank of St Louis Review* 95(4), 293-325