

ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΜΕΣΟΓΕΙΑΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ



ΣΧΟΛΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΚΑΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ

Τμήμα Λογιστικής και Χρηματοοικονομικής

ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ

«ΛΟΓΙΣΤΙΚΗ ΚΑΙ ΕΛΕΓΚΤΙΚΗ»

Ρευστά διαθέσιμα, κεφάλαιο κίνησης και κερδοφορία επιχειρήσεων

Διπλωματική Εργασία

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

Εμμανουήλ Καλλέργης

Ηράκλειο

ΠΙΝΑΚΑΣ ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΩΝ

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1 ^ο : ΕΙΣΑΓΩΓΗ	8
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2 ^ο : ΘΕΩΡΙΑ ΡΕΥΣΤΩΝ ΔΙΑΘΕΣΙΜΩΝ ΚΑΙ ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΚΙΝΗΣΗΣ	9
2.1 ΡΕΥΣΤΑ ΔΙΑΘΕΣΙΜΑ	9
2.1.1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ	9
2.1.2 ΘΕΩΡΙΕΣ ΔΙΑΤΗΡΗΣΗΣ ΡΕΥΣΤΩΝ ΔΙΑΘΕΣΙΜΩΝ	10
2.1.3 ΠΡΟΣΔΙΟΡΙΣΤΙΚΟΙ ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ ΡΕΥΣΤΩΝ ΔΙΑΘΕΣΙΜΩΝ	14
2.2 ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΚΙΝΗΣΗΣ	23
2.2.1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ	23
2.2.2 ΟΡΙΣΜΟΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ ΚΙΝΗΣΗΣ	24
2.2.3 ΠΡΟΣΔΙΟΡΙΣΤΙΚΟΙ ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ ΤΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ ΚΙΝΗΣΗΣ	24
2.2.4 ΔΙΑΚΡΙΣΕΙΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ ΚΙΝΗΣΗΣ	30
2.2.5 ΜΕΤΑΒΟΛΕΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ ΚΙΝΗΣΗΣ	32
2.2.6 ΜΕΓΕΘΟΣ ΚΑΙ ΕΠΑΡΚΕΙΑ ΤΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ ΚΙΝΗΣΗΣ	33
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3ο: ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΚΗ ΕΠΙΣΚΟΠΗΣΗ	38
3.1 CASH HOLDINGS	39
3.1.1 ΑΝΑΣΚΟΠΗΣΗ ΤΩΝ ΣΧΕΤΙΚΩΝ ΘΕΩΡΙΩΝ ΚΑΙ ΤΩΝ ΕΜΠΕΙΡΙΚΩΝ ΜΕΛΕΤΩΝ	41
3.2 WORKING CAPITAL MANAGMENT	48
3.2.1 ΘΕΩΡΗΤΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ ΚΑΙ ΥΠΟΘΕΣΕΙΣ	57
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4 ^ο : ΕΜΠΕΙΡΙΚΗ ΔΙΕΡΕΥΝΙΣΗ	61
4.1. ΔΕΙΓΜΑΤΑ ΚΑΙ ΔΕΔΟΜΕΝΑ	61
4.2. ΜΕΤΑΒΛΗΤΕΣ	63
4.3. ΑΝΑΛΥΣΗ ΣΥΣΧΕΤΙΣΗΣ PEARSON	70
ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ	76
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ	78

«Ο μεταπτυχιακός φοιτητής 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 copyright, και των πιθανών συνεπειών της χρήσης αυτής στην αγορά ή την γενικότερη αξία του υπό copyright κειμένου»

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

- Καθηγητής Αρβανίτης Σ.(Επιβλέπων)
- Καθηγητής Σταματόπουλος Θ.(Μέλος)
- Καθηγητής Τερζάκης Δ. (Μέλος)

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

ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Η διοίκηση του κεφαλαίου κίνησης αποτελεί μία από τις σημαντικότερες αρμοδιότητες του χρηματοοικονομικού μάντζερ. Ειδικά τα τελευταία χρόνια, μετά το ξέσπασμα της κρίσης των Η.Π.Α. στα μέσα του έτους 2007 και της κρίσης χρέους στη χώρα μας στα μέσα του έτους 2010, η έλλειψη ρευστότητας και η αβεβαιότητα που επικρατούν στις αγορές έχουν καταστήσει πιο επιτακτική την ανάγκη για αποτελεσματική διοίκηση του κεφαλαίου κίνησης.

Σκοπός της παρούσας εργασίας είναι να προσδιορίσει την επίδραση της διοίκησης κεφαλαίου κίνησης στην κερδοφορία των επιχειρήσεων.

Εξετάζουμε τα στοιχεία 118 αεροπορικών επιχειρήσεων που ήταν εισηγμένες σε Διεθνή Χρηματιστήρια κατά τη χρονική περίοδο 2005-2018. Χρησιμοποιούμε ένα ισορροπημένο υπόδειγμα πάνελ 1.116 .

Με βάση τα εμπειρικά ευρήματά μας, η κερδοφορία έχει θετική και στατιστικά σημαντική σχέση με τη μέση διάρκεια είσπραξης των απαιτήσεων, τη μέση περίοδο εξόφλησης των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων, τη μέση διάρκεια του καθαρού κύκλου εμπορίου, το μέγεθος της εταιρίας, το λόγο των πάγιων χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων προς το σύνολο του ενεργητικού, τον αριθμοδείκτη άμεσης ρευστότητας και το λόγο του κυκλοφορούντος ενεργητικού προς το σύνολο του ενεργητικού. Επιπρόσθετα, υπάρχει αρνητική και στατιστικά σημαντική σχέση της κερδοφορίας με τη μέση διάρκεια του κύκλου μετατροπής μετρητών, τη μόχλευση και τον αριθμοδείκτη κυκλοφοριακής ή γενικής ρευστότητας. Επιπλέον, η κερδοφορία δεν έχει στατιστικά σημαντική σχέση με τη μέση περίοδο παραμονής των αποθεμάτων στην αποθήκη, τη μεγέθυνση των πωλήσεων και το λόγο των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων προς το σύνολο του ενεργητικού. Τέλος, βρίσκουμε ότι ο κύκλος μετατροπής μετρητών έχει θετική συσχέτιση με τους αριθμοδείκτες ρευστότητας.

Η δομή της εργασίας είναι η ακόλουθη. Το πρώτο κεφάλαιο αποτελεί την εισαγωγή. Στο δεύτερο κεφάλαιο αναπτύσσεται σε δύο ενότητες. Αρχικά αναλύεται το θεωρητικό υπόβαθρο των ρευστών διαθεσίμων και η ανάλυσή συνεχίζεται με την ανάλυση του κεφαλαίου κίνησης καθώς επίσης και των προσδιοριστικών του παραγόντων. Στο τρίτο κεφάλαιο επιχειρείται η επισκόπηση των εμπειρικών μελετών που εξετάζουν την επίδραση της διοίκησης κεφαλαίου κίνησης στην κερδοφορία των επιχειρήσεων. Στο τέταρτο κεφάλαιο παρουσιάζονται τα δεδομένα, οι

χρησιμοποιούμενες μεταβλητές και η μεθοδολογία της παρούσας εμπειρικής μελέτης καθώς επίσης και τα εμπειρικά ευρήματα με τα αποτελέσματά τους. Στο τέλος παρατίθεται η βιβλιογραφία.

Λέξεις κλειδιά: Trade-off, Κερδοφορία, Κεφάλαιο Κίνησης, Μόχλευση, Κεφαλαιακή Διάρθρωση

ABSTRACT

Working capital management is one of the most important responsibilities of the financial manager. Especially in recent years, after the outbreak of the US crisis. In mid-2007 and the debt crisis in our country in mid-2010, the lack of liquidity and uncertainty in the markets have made the need for effective working capital management more urgent.

The purpose of the present work is to determine the impact of working capital management on the profitability of businesses.

We are looking at the data of 118 airlines listed on International Exchanges during the period 2005-2018. We use a balanced panel model 1.116.

Based on our empirical findings, profitability has a positive and statistically significant relationship with the average duration of receivables, the average repayment of short-term liabilities, the average duration of the net trading cycle, the size of the company, the ratio of fixed assets. total assets, direct liquidity ratio and the ratio of current assets to total assets. In addition, there is a negative and statistically significant relationship of profitability with the average cash conversion cycle duration, leverage and traffic or general liquidity index. In addition, profitability has no statistically significant relationship with the average period of storage in the warehouse, sales growth and the ratio of short-term liabilities to total assets. Finally, we find that the cash conversion cycle has a positive correlation with the liquidity ratios.

The structure of the work is as follows. The first chapter is the introduction. The second chapter is divided into two sections. First, the theoretical background of cash flows is analyzed and the analysis proceeds with the analysis of working capital as well as its determinants. The third chapter reviews the empirical studies examining the impact of working capital management on business profitability. Chapter 4 presents the data, the variables used and the methodology of the present empirical study, as well as the empirical findings with their results. At the end listed the bibliography

Key Words: Trade-off, Profitability, Working Capital, Leverage, Capital Structure

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1^Ο: ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Σύμφωνα με τον Dewing (1941), το κεφάλαιο κίνησης, μαζί με τα πάγια περιουσιακά στοιχεία, είναι ένα από τα βασικά στοιχεία (key elements) της επιχείρησης (Ding et al., 2012). Ο Sagan (1955) τόνισε τη σπουδαιότητα της διοίκησης του κεφαλαίου κίνησης αναφέροντας ότι είναι ζωτικής σημασίας (vital) για ολόκληρη την επιχείρηση (Sagan, 1955, σελ. 129).

Ο Lamberson (1995) υποστήριξε ότι η διοίκηση του κεφαλαίου κίνησης έχει γίνει ένα από τα πιο σημαντικά θέματα για τις επιχειρήσεις και ότι τα χρηματοοικονομικά στελέχη προσπαθούν να προσδιορίσουν τους βασικούς οδηγούς (drivers) του κεφαλαίου κίνησης και το κατάλληλο επίπεδο του (Nazir and Afza, 2009, σελ. 19).

Οι Van Horne and Wachowicz (2005) ανέφεραν συνοπτικά κάποιους λόγους για τους οποίους η διοίκηση του κεφαλαίου κίνησης είναι τόσο σημαντική. Πέρα από το γεγονός ότι μεγάλο τμήμα του χρόνου των στελεχών αφιερώνεται σε αποφάσεις σχετικά με τα στοιχεία του κεφαλαίου κίνησης, το ύψος και η διάρθρωση του κεφαλαίου κίνησης επιδρά τόσο στον κίνδυνο όσο και στην απόδοση της επιχείρησης και κατ' επέκταση, στην τιμή της μετοχής της. (Van Horne and Wachowicz, 2005, σελ. 202)

Μάλιστα, η κρίση που περνά το παγκόσμιο χρηματοπιστωτικό σύστημα μετά το ξέσπασμα της κρίσης στις Ηνωμένες Πολιτείες της Αμερικής έχει κάνει πιο επιτακτική την αποτελεσματική διαχείριση του κεφαλαίου κίνησης, καθώς η ζήτηση θα αργήσει να ανακάμψει και η βραχυπρόθεσμη πίστωση είναι δύσκολα προσβάσιμη και ακριβή (CFO research services, 2010b, σελ. 2). ¹ Τόσο στις Η.Π.Α. όσο και στην Ευρώπη οι επιχειρήσεις υιοθετούν πιο συντηρητικές πολιτικές κεφαλαίου κίνησης και δίνουν μεγάλη έμφαση στην ύπαρξη ρευστότητας και τη διατήρηση μετρητών (CFO research services, 2010a, σελ. 2 και CFO research services, 2010b, σελ. 2).

Είναι, λοιπόν, προφανής η σπουδαιότητα του κεφαλαίου κίνησης για τις επιχειρήσεις.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2^ο: ΘΕΩΡΙΑ ΡΕΥΣΤΩΝ ΔΙΑΘΕΣΙΜΩΝ ΚΑΙ ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΚΙΝΗΣΗΣ

2.1 ΡΕΥΣΤΑ ΔΙΑΘΕΣΙΜΑ

2.1.1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Δύο οικονομικές θεωρίες εξηγούν γιατί οι εταιρείες διατηρούν υπερβάλλον μετρητά:

- θεωρίες περί αντιστάθμισης και
- θεωρίες οικονομικής ιεραρχίας.

Αυτές οι δύο θεωρίες διαφέρουν κυρίως στη σχέση μεταξύ των επενδύσεων και των ταμειακών διαθεσίμων και στην ύπαρξη του ενός εκ των δύο.

Επιπροσθέτως, μπορεί να υπάρχει και εταιρική διακράτηση μετρητών.

Επειδή η πολιτική κατοχύρωσης μετρητών μιας εταιρείας υπόκειται στην διαχειριστική διακριτική ευχέρεια, το ύψος των ρευστών διαθεσίμων δημιουργεί ανησυχίες για το κόστος του οργανισμού ως προς την ταμειακή ροή, όταν οι διαχειριστές ενεργούν αντίθετα προς το συμφέρον των μετόχων, ιδίως στις εταιρείες με ευρεία βάση μετοχών και χαμηλή διαχειριστική ικανότητα

(Papaioannou, Strock and Travlos, 1992, Myers and Rajan, 1998).

Την ίδια άποψη συμμερίζεται ο Jensen (1986) στο συμπέρασμα του πως σε εταιρείες που κατέχουν υπερβάλλοντα μετρητά, οι διευθυντές είναι σε θέση να επιδιώκουν τα δικά τους συμφέροντα σχετικά με τις περιττές δαπάνες και τις μη κερδοφόρες επενδύσεις.

Η θεωρία αντιστάθμισης κυριαρχεί στη θεωρία της οικονομικής ιεραρχίας εξηγώντας την εταιρική ταμειακή πολιτική. Η εταιρική διακυβέρνηση ως εκ τούτου, μετριάζει αυτό το πρόβλημα της υπηρεσίας των ελεύθερων ταμειακών ροών μειώνοντας το ύψος των διαθεσίμων. Για τις επιχειρήσεις **υψηλής έντασης κεφαλαίου** με ευκαιρίες για επενδύσεις υψηλής απόδοσης, είναι δύσκολο να προσδιοριστεί το βέλτιστο επίπεδο μετρητών. Λόγω του υψηλότερου επιχειρηματικού τους κινδύνου, οι επιχειρήσεις αυτές αντιμετωπίζουν περισσότερη δυσκολία στην απόκτηση εξωτερικής χρηματοδότησης, η οποία θα μπορούσε να τους εξαναγκάσει να αποποιηθούν πολύτιμες επενδυτικές ευκαιρίες. Έτσι, έχουν ισχυρά κίνητρα για να διατηρήσουν υψηλά επίπεδα μετρητών προκειμένου να επιδιωχθεί η δημιουργία σταθερής αξίας μέσω έντονου κεφαλαίου επένδυσης, που εξυπηρετεί καλύτερα τους μετόχους τους. Αναλόγως, η **θεωρία αντιστάθμισης** μπορεί να μην εξηγεί τις πολιτικές μετρητών σε αυτές επιχειρήσεις. Η αποτελεσματική εταιρική διακυβέρνηση

σε αυτή την περίπτωση δεν σημαίνει αναγκαστικά τη μείωση του ύψους των διαθεσίμων. Αντ' αυτού, οι μέτοχοι μπορεί να είναι πρόθυμοι να δεχτούν υψηλά επίπεδα διαθεσίμων μετρητών για κεφαλαιουχικές επενδύσεις, εάν υπάρχει αποτελεσματική εταιρική διακυβέρνηση ώστε να προστατεύσουν τα συμφέροντά τους.

Στις μέρες μας όλες οι επιχειρήσεις επιλέγουν να διατηρήσουν περισσότερα μετρητά από ό, τι στο παρελθόν. Στην πραγματικότητα, ενώ η μόχλευση δεν άλλαξε στις αμερικανικές επιχειρήσεις τις τελευταίες τρεις δεκαετίες, τα μετρητά τους έγιναν αρκετά ογκώδη ώστε να δημιουργήσουν αρνητικά καθαρά χρέη.

(Bates et al., 2009).

2.1.2 ΘΕΩΡΙΕΣ ΔΙΑΤΗΡΗΣΗΣ ΡΕΥΣΤΩΝ ΔΙΑΘΕΣΙΜΩΝ

Από εμπειρικές αναλύσεις οι Modigliani και Miller (1958,1963) υποστηρίζουν ότι με την παρουσία τέλει κεφαλαιακής αγοράς οποιαδήποτε οικονομική απόφαση που λαμβάνει μια επιχείρηση, όπως π.χ. τα ταμειακά διαθέσιμα, θα έχουν καθαρή παρούσα αξία (NPV) ίση με μηδέν. Η βιβλιογραφία σχετικά με τους καθοριστικούς παράγοντες του cash holding έχει κάνει χρήση της θεωρίας των Modigliani-Miller στην κατάσταση των τέλει κεφαλαιαγορών. Αυτό επιτρέπει, παράγοντες όπως το κόστος πτώχευσης, οι τριβές της κεφαλαιαγοράς και η φορολογία να διαδραματίσουν μεγαλύτερο ρόλο στην κατανόηση της κατοχής μετρητών.

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

i. *Trade-off theory*

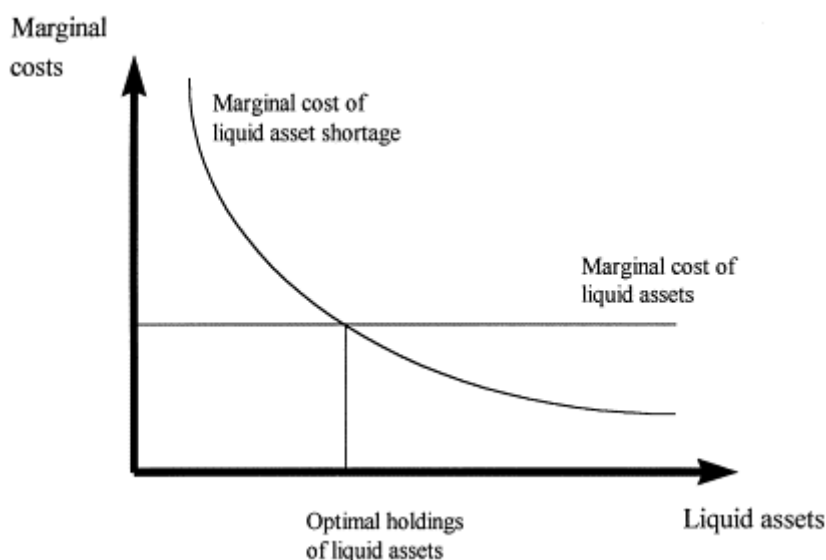
Οι εταιρείες έρχονται αντιμέτωπες με το κόστος συναλλαγών (transaction cost) που σχετίζεται με την άντληση κεφαλαίων και το κόστος ευκαιρίας από την κατοχή μετρητών σε μη τοκοφόρες επενδύσεις. Οι εταιρείες πρέπει συνεπώς να καθορίσουν το βέλτιστο επίπεδο διακράτησης μετρητών μέσω της αντιστάθμισης του περιθωριακού κόστους εκμετάλλευσης των ρευστών περιουσιακών στοιχείων, όπως οι χαμηλότερες αποδόσεις σε μετρητά με το οριακό όφελος από το ρευστά

περιουσιακά στοιχεία, η ελαχιστοποίηση του κόστους των συναλλαγών και τα προβλήματα υπο-επενδύσεων.(Miller and Orr,1966, Kim, Mauer and Sherman,1998). Η θεωρία αντιστάθμισης (trade-off theory) προβλέπει μια θετική σχέση μεταξύ του κόστους της εξωτερικής χρηματοδότησης και των επενδύσεων σε ρευστά περιουσιακά στοιχεία. Επίσης προκαλεί αρκετές προβλέψεις σχετικά με συγκεκριμένα χαρακτηριστικά της εταιρείας και τη ζήτηση για ταμειακές συμμετοχές επιχειρήσεων. Η προϋπόθεση της θεωρίας Trade-Off είναι ότι οι επιχειρήσεις διαθέτουν τη βέλτιστη διαθεσιμότητα μετρητών, εξετάζοντας την αγορά μεταξύ των οριακών οφελών και του κόστους των μετρητών (Kim et al., 1998, Opler et al., 1999).

Τα οριακά οφέλη χαρακτηρίζονται από την μείωση της πιθανότητας εμφάνισης οικονομικών δυσχερειών, αποζημίωση για την άσκηση επενδυτικής πολιτικής όταν πληρούνται οι οικονομικοί περιορισμοί και από την ελαχιστοποίηση του κόστους της συγκέντρωσης εξωτερικών κεφαλαίων ή την εκκαθάριση περιουσιακών στοιχείων. Ομοίως, το περιθωριακό κόστος(marginal cost) της διακράτησης μετρητών είναι το χαμηλό ποσοστό απόδοσης αυτών των περιουσιακών στοιχείων και τα πιθανά φορολογικά μειονεκτήματα. Ο Koshio (2003) αναφέρει δύο ακόμα μειονεκτήματα, τον κίνδυνο που μπορεί να προκύψει από τον υψηλό πληθωρισμό μιας χώρας, ο οποίος μειώνει την αγοραστική αξία των διαθεσίμων που διατηρεί μια επιχείρηση, καθώς και τον κίνδυνο που εμφανίζεται σε περιόδους οικονομικής ύφεσης στα κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία που συγκαταλέγονται στα ρευστά διαθέσιμα, όπως τα κρατικά ομόλογα. Το συγκεκριμένο κόστος βρίσκει εφαρμογή στην ελληνική πραγματικότητα σε σχέση με τα ελληνικά κρατικά ομόλογα. Στο πλαίσιο αυτό, η θεωρία Trade-Off υποδηλώνει την ύπαρξη ενός βέλτιστου επίπεδου διαθεσίμων το οποίο είναι διαφορετικό για κάθε επιχείρηση αφού εξαρτάται από πολλούς παράγοντες όπως ο κλάδος δραστηριότητας, η οικονομική κατάσταση της επιχείρησης ή και της αγοράς γενικότερα όπως θα αναλύσουμε παρακάτω.

Το παρακάτω διάγραμμα αντικατοπτρίζει αυτό το άριστο επίπεδο ρευστών διαθεσίμων.

Διάγραμμα 2.1: Άριστο επίπεδο ρευστών διαθεσίμων



Πηγή: Journal of Financial Economics (1999)

ii. The Pecking Order Theory ή Financial Hierarchy Theory

Η θεωρία της οικονομικής ιεραρχίας των διαθεσίμων μετρητών, ή αλλιώς Pecking Order Theory, υποδηλώνει ότι δεν υπάρχει βέλτιστο επίπεδο διακράτησης μετρητών. Λόγω της ασύμμετρης πληροφόρησης, το κόστος των εξωτερικών χρηματοδοτήσεων των επενδυτικών σχεδίων είναι υψηλότερο από το κόστος της εσωτερικής χρηματοδότησης. Έτσι, οι επιχειρήσεις τείνουν να χρησιμοποιούν χρήματα από το εσωτερικό της επιχείρησης πριν ζητήσουν εξωτερική χρηματοδότηση. Αυτό δείχνει ότι προτιμάται η διατήρηση όσο το δυνατόν περισσότερων μετρητών στο χέρι για επιχειρήσεις με πολλές επενδυτικές ευκαιρίες, ιδιαίτερα για εκείνους που αντιμετωπίζουν μεγαλύτερες προκλήσεις για την απόκτηση εξωτερικής χρηματοδότησης. Η Θεωρία Pecking-Order ορίζει πως για να μειώσουν το ασύμμετρο κόστος πληροφόρησης και το κόστος χρηματοδότησης, οι επιχειρήσεις πρέπει πρώτα να χρηματοδοτήσουν τις επενδύσεις τους με τα αδιανέμητα κέρδη (cash), κατόπιν με το χρέος (debt) και τέλος με ίδια κεφάλαια (equity) (Myers 1984). Περαιτέρω, οι Opler et al.(1999) υποστηρίζουν ότι στην Θεωρία Pecking-Order δεν υφίσταται κάποιο βέλτιστο επίπεδο για την κατοχή μετρητών, καθώς επίσης και τα ποσοστά συμμετοχής σε μετρητά κυμαίνονται με βάση ένα την περιουσία της επιχείρησης. Ακόμα τονίζουν ότι οι εμπειρικές επιπτώσεις των καθοριστικών παραγόντων του ταμειακών διαθεσίμων σε σχέση με την θεωρία Trade-off και

Pecking-Order δεν είναι πάντοτε εύκολα να διαφοροποιηθούν όταν το κόστος του εξωτερικού κεφαλαίου επιτρέπεται να διαδραματίσει μεγαλύτερο ρόλο ως Trade-Off.

iii. Agency theory

Αναφέρεται ως θεωρία της αντιπροσώπευσης, του Jensen (1986), η οποία υποστηρίζει ότι οι διοικήσεις των εταιριών με τις ελάχιστες επενδυτικές ευκαιρίες τείνουν να διατηρούν μετρητά παρά να τα ξοδεύουν. Σύμφωνα με τον Daher (2010), η θεωρία αντιπροσώπευσης στο θέμα της διατήρησης ρευστών διαθεσίμων στηρίζεται σε δύο υποθέσεις.

a) υπόθεση των ελεύθερων ταμειακών ροών.

Σύμφωνα με αυτή την υπόθεση, οι managers έχουν κίνητρο να αυξάνουν το ύψος των περιουσιακών στοιχείων υπό τον έλεγχό τους και να αποκτούν ιδιαίτερη δύναμη σε σχέση με τις επενδυτικές αποφάσεις της επιχείρησης. Η διαθεσιμότητα μετρητών για επένδυση ωθεί τους διοικούντες να αναλαμβάνουν επενδυτικά σχέδια χωρίς να δίνουν λεπτομερείς αναφορές στην αγορά αφού δεν χρειάζεται να αντλήσουν εξωτερικά κεφάλαια. Αποτέλεσμα αυτού είναι να αναλαμβάνονται επενδύσεις που έχουν αρνητική επίδραση στην περιουσία των μετόχων. Οι Ferreira και Vilela (2004) αναφέρουν ότι σύμφωνα με αυτή τη θεωρία, η ύπαρξη επενδυτικών ευκαιριών σχετίζεται αρνητικά με τη διατήρηση ρευστών διαθεσίμων. Επιπλέον, οι λιγότερο μοχλευμένες επιχειρήσεις υπόκεινται σε πιο χαλαρό έλεγχο με αποτέλεσμα οι διοικήσεις να δρουν κατά το δοκούν, όσον αφορά τις επενδύσεις και να επιθυμούν να διατηρούν περισσότερα μετρητά.

b) Μείωση του κινδύνου.

Τα ρευστά διαθέσιμα θεωρούνται επενδύσεις χωρίς κίνδυνο με αποτέλεσμα ένας επιφυλακτικός μάνατζερ να τα αυξάνει ώστε να μειώνει την έκθεση της επιχείρησης σε διάφορες μορφές κινδύνου θυσιάζοντας επενδύσεις με θετική παρούσα αξία. Σύμφωνα με τον Chen (2008) όταν οι επιχειρήσεις έχουν περιορισμένες επενδυτικές δυνατότητες, η διατήρηση υψηλών ποσών ρευστών διαθεσίμων αυξάνει τον κίνδυνο για διοικητική αυθαιρεσία και υπερεπένδυση με συνέπεια να θιγούν τα συμφέροντα των μετόχων. Η πληρωμή μέρους των ρευστών με τη μορφή μερισμάτων μειώνει αυτόν τον κίνδυνο αφού μειώνει το ύψος των ρευστών διαθεσίμων. Από την άλλη,

όταν υπάρχουν επενδυτικές ευκαιρίες, οι επιχειρήσεις πρέπει να έχουν διαθέσιμα μετρητά ώστε να αποφεύγουν τον υψηλό εξωτερικό δανεισμό που προσθέτει κόστος στη συνολική επένδυση.

iii. The Free Cash Flow Hypothesis

Μια κρίσιμη παραδοχή της Θεωρίας Trade-off και Pecking Order είναι ότι η διοίκηση ενεργεί πάντα προς το συμφέρον των μετόχων. Ο Jensen (1986) τονίζει ότι με την παρουσία μεγάλων ελεύθερων ταμειακών ροών το πρόβλημα μεταξύ των μετόχων και των διαχειριστών μπορεί να είναι μεγάλο. Οι Opler et al. (1999) υποστήριξαν ότι η διοίκηση μπορεί να κρατήσει υπερβολικά ταμειακά αποθέματα επειδή επιθυμεί να μειώσει τους ατομικούς κινδύνους της και να επιδιώξει τους δικούς της στόχους. Οι Opler et al. (1999), καθώς ο Ozkan (2004) υποστηρίζουν ότι η υπόθεση της ελεύθερης ταμειακής ροής υπογραμμίζει τους καθοριστικούς παράγοντες που παρέχουν ένα κίνητρο για τη συσσώρευση μεγάλων ρευστών διαθεσίμων κάτι που μπορεί να μην είναι συμβατό με την μεγιστοποίηση της αξίας της επιχείρησης.

2.1.3 ΠΡΟΣΔΙΟΡΙΣΤΙΚΟΙ ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ ΡΕΥΣΤΩΝ ΔΙΑΘΕΣΙΜΩΝ

Εμπειρικές μελέτες έχουν καταλήξει στο συμπέρασμα ότι υπάρχουν κάποιες μεταβλητές οι οποίες συστηματικά επηρεάζουν την κεφαλαιακή διάρθρωση, αλλά δεν διακρίνουν μεταξύ των ανωτέρω θεωριών. Στο μέρος αυτό παρατίθεται μια παρουσίαση των χαρακτηριστικών που διάφορες θεωρίες της κεφαλαιακής διάρθρωσης, προτείνουν ότι επηρεάζουν τις χρηματοδοτικές αποφάσεις των εταιριών.

Διάρθρωση Του Ενεργητικού(Asset Structure):

Οι περισσότερες θεωρίες κεφαλαιακής διάρθρωσης, ισχυρίζονται ότι ο τύπος του Ενεργητικού μιας εταιρίας επηρεάζει άμεσα την επιλογή χρηματοδότησης. Στο βαθμό που οι επιχειρήσεις διαθέτουν πάγια περιουσιακά στοιχεία, έχουν μεγαλύτερη ρευστοποιήσιμη αξία (Harris and Raviv 1991, Titman and Wessels 1988). Μελέτες έχουν δείξει ότι η χρηματοοικονομική μόγλευση σχετίζεται θετικά με τα πάγια περιουσιακά στοιχεία των επιχειρήσεων(Titman and Wessels, 1988; Rajan and

Zingales, 1995; Jandik and Makhija, 2001; Pandron et al., 2005). Τα αποτελέσματα των μελετών συνάδουν με τον ισχυρισμό του Myers (1977) ότι τα πάγια στοιχεία μπορούν να υποστηρίξουν ένα υψηλότερο επίπεδο μόχλευσης σε σύγκριση με τα άυλα περιουσιακά στοιχεία (όπως οι ευκαιρίες ανάπτυξης). Ο Scott (1977) υποστηρίζει ότι οι επιχειρήσεις αυξάνουν την αξία των μετόχων τους όταν εκδίδουν χρέος με εξασφάλιση. Τα πάγια περιουσιακά στοιχεία μπορούν να χρησιμοποιηθούν ως ενέχυρο (collateral) για να περιορίσουν το κόστος αντιπροσώπευσης που σχετίζεται με τη χρησιμοποίηση του χρέους. (Smith and Warner, 1979; Stulz and Johnson, 1985).

Επομένως, οι εταιρίες που έχουν στην κατοχή τους πάγια περιουσιακά στοιχεία, αναμένεται ότι θα εκδίδουν περισσότερο χρέος για να επωφεληθούν από τη μείωση του κόστους χρηματοδότησης (Myers and Majluf, 1984). Οι Feri and Jones (1979), Marsh (1982), Long and Malitz (1985) και Allen (1995) παρέχουν εμπειρικές ενδείξεις για μια θετική σχέση μεταξύ του επιπέδου χρηματοοικονομικής μόχλευσης και των παγίων περιουσιακών στοιχείων της εταιρίας. Επιπλέον, εμπειρικά αποτελέσματα δείχνουν μια θετική σχέση η οποία συνάδει με τη θεωρητική σχέση της διάρθρωσης του Ενεργητικού και της χρηματοοικονομικής μόχλευσης των μεγάλων σε μέγεθος επιχειρήσεων (Van der Wijst and Thurik, 1993; Chittenden et al., 1996; Michaelas et al 1999).

Μέγεθος Εταιρείας (Firm size)

Ένας από τους παράγοντες που αναφέρεται σχεδόν σε όλες τις ερευνητικές μελέτες είναι το μέγεθος της εταιρίας. Το μέγεθος ορίζεται με μια σειρά από μεταβλητές ανάλογα με τις ανάγκες του ερευνητή.

Πολλοί συγγραφείς έχουν προτείνει ότι οι δείκτες χρηματοοικονομικής μόχλευσης σχετίζονται με το μέγεθος των εταιριών. Ερευνητές υποστηρίζουν ότι οι σχετικά μεγαλύτερες εταιρίες τείνουν να είναι περισσότερο διαφοροποιημένες σε σχέση με μικρότερου μεγέθους εταιρίες και είναι λιγότερο επιρρεπείς στη χρεοκοπία (Smith and Warner, 1979; Ang and McConnell, 1982). Τα δεδομένα αυτά υποδηλώνουν ότι οι μεγάλες επιχειρήσεις αναμένεται να είναι περισσότερο μοχλευμένες, άποψη η οποία συμφωνεί με την Trade-off Theory. Επιπλέον, όσο μεγαλύτερη είναι η εταιρία, τόσο περισσότερη πληροφόρηση είναι διαθέσιμη για αυτήν, με αποτέλεσμα να περιορίζεται η έκταση της ασύμμετρης πληροφόρησης στην αγορά και να καθίσταται

ευκολότερη η άντληση κεφαλαίων από την εξωτερική αγορά. Δεδομένου ότι το μέγεθος θεωρείται ότι αντιπροσωπεύει την ικανότητα της εταιρίας να αντλεί κεφάλαια μέσω των κεφαλαιαγορών, υποστηρίζεται ότι οι μεγάλες εταιρίες έχουν καλύτερη πρόσβαση στην εξωτερική χρηματοδότηση (Titman and Wessels, 1988). Ο Daher (2010) αναφέρει ότι, σύμφωνα με την θεωρία αντιστάθμισης (trade-off), το μέγεθος της επιχείρησης είναι αντιστρόφως ανάλογο με το ύψος των ρευστών διαθεσίμων που διατηρείται στα ταμεία της. Οι λόγοι είναι ότι οι μεγάλες εταιρίες επωφελούνται από οικονομίες κλίμακας, οι δραστηριότητές τους είναι διαφοροποιημένες, οπότε θεωρητικά έχουν πιο σταθερές και σίγουρες χρηματικές ροές, η πιθανότητα οικονομικών δυσχερειών είναι μικρότερη και έχουν ευκολότερη και φθηνότερη πρόσβαση σε εξωτερικές πηγές χρηματοδότησης.

Αναμένεται λοιπόν μια θετική σχέση μεταξύ του μεγέθους της εταιρίας και της χρησιμοποίησης του χρέους σαν πηγή χρηματοδότησης (Crutchley and Hansen, 1989; Gaver and Gaver, 1993). Σύμφωνα με τον Berryman (1982), ο δανεισμός σε μικρές εταιρίες είναι περισσότερο επικίνδυνος, λόγω της μεγάλης αρνητικής συσχέτισης μεταξύ του μεγέθους και της πιθανότητας χρεοκοπίας. Οι Marsh (1982) και Titman and Wessels (1988), αναφέρουν μια αρνητική σχέση μεταξύ του μεγέθους των εταιριών και του δείκτη μόχλευσης. Ο Marsh (1982) υποστηρίζει ότι οι μικρές επιχειρήσεις στηρίζονται περισσότερο στον εξωτερικό δανεισμό για τις ανάγκες χρηματοδότησής τους, λόγω της περιορισμένης πρόσβασης τους στην αγορά μετοχικών τίτλων. Οι Titman and Wessels (1988) συμπληρώνουν ότι οι μικρές εταιρίες στηρίζονται λιγότερο σε χρηματοδότηση μέσω αύξησης μετοχικού κεφαλαίου, διότι αντιμετωπίζουν πολύ υψηλά κόστη έκδοσης μετοχικών τίτλων. Για το λόγο αυτό οι μικρές εταιρίες ενδεχομένως να είναι περισσότερο μοχλευμένες σε σχέση με τις μεγαλύτερες εταιρίες, και να προτιμούν τη χρηματοδότηση με βραχυπρόθεσμο χρέος (τραπεζικά δάνεια) έναντι της έκδοσης μακροπρόθεσμου χρέους.

Οι Kim et al. (1998) μελέτησαν τους παράγοντες που επηρεάζουν την ρευστότητα μιας επιχείρησης. Ένας από τους πρώτους παράγοντες ήταν το μέγεθος της εταιρίας όπως αυτό εκφράζεται από τη συνολική περιουσία της και ανέμεναν ότι θα διαπιστωθεί αρνητική συσχέτιση κάτι το οποίο επιβεβαιώθηκε. Όπως παρατηρείται, η πλειοψηφία των ερευνητών ακολουθεί τη θεωρία αντιστάθμισης (trade-off), όσον αφορά την επίδραση του μεγέθους της εταιρίας, στο ύψος των ρευστών διαθεσίμων

μιας επιχείρησης. Σε κάθε περίπτωση, η σχέση μεταξύ του μεγέθους των εταιριών και του δείκτη χρηματοοικονομικής μόχλευσης, αποτελεί θέμα περαιτέρω διερεύνησης.

Κλάδος Δραστηριοποίησης (Industry):

Οι Myers (1977) και Harris and Raviv (1991), ήταν οι πρώτοι που υποστήριξαν ότι εφόσον ο κίνδυνος και το είδος των περιουσιακών στοιχείων που χρησιμοποιούν οι εταιρίες και οι ανάγκες για εξωτερική χρηματοδότηση ποικίλλουν από κλάδο σε κλάδο, είναι αναμενόμενο ο μέσος δείκτης μόχλευσης να διαφέρει ανάλογα με τον κλάδο δραστηριοποίησης των εταιριών. Σύμφωνα με τον Miao (2005), τα επιμέρους χαρακτηριστικά του κλάδου (όπως βαθμός συγκέντρωσης, εμπόδια εισόδου και εξόδου, τεχνολογικές αλλαγές) και η δυναμική του, επηρεάζουν σημαντικά το επίπεδο χρέους. Ένα μεγάλο πλήθος μελετών έχουν διερευνήσει την κεφαλαιακή διάρθρωση των εταιριών σε διάφορους κλάδους της οικονομίας. Οι Long and Malitz (1985) και Titman and Wessels (1988) μελέτησαν τις βιομηχανικές εταιρίες, οι Wedig et al. (1988) τα μη κερδοσκοπικά νοσηλευτικά ιδρύματα, οι Jensen and Langemeir (1996) τις αγροτικές εταιρίες, ενώ ο Amidu (2007) εστίασε στον τραπεζικό κλάδο. Κοινό συμπέρασμα των εμπειρικών ερευνών είναι ότι η κατηγοριοποίηση στους διάφορους βιομηχανικούς κλάδους, αποτελεί έναν από τους σημαντικότερους προσδιοριστικούς παράγοντες της κεφαλαιακής διάρθρωσης. Οι Bowen et al. (1982) και Bradley et al. (1984) σημειώνουν ότι οι εταιρίες που ανήκουν στον ίδιο κλάδο παρουσιάζουν παρόμοια χαρακτηριστικά, ενώ οι επιμέρους κλάδοι τείνουν να διατηρούν στο ίδιο επίπεδο τους δείκτες χρηματοοικονομικής μόχλευσης διαχρονικά. Οι κλάδοι των φαρμάκων, ηλεκτρονικών και τροφίμων έχουν συστηματικά χαμηλό επίπεδο μόχλευσης, ενώ οι κλάδοι των αερομεταφορέων και βιομηχανικών υλικών έχουν συστηματικά υψηλή μόχλευση. Ο Titman (1984) προτείνει ότι για τις επιχειρήσεις που παράγουν προϊόντα τα οποία απαιτούν εξειδικευμένες υπηρεσίες και επιμέρους τμήματα, η ρευστοποίηση είναι μια ιδιαίτερος ακριβή διαδικασία. Ως αποτέλεσμα, οι επιχειρήσεις που παράγουν μηχανές και εξοπλισμό θα χρηματοδοτούνται χρησιμοποιώντας χαμηλά επίπεδα χρέους.

Ανάπτυξη (Growth):

Όπως ήδη έχουμε αναφέρει παραπάνω, οι μέτοχοι μιας μοχλευμένης εταιρίας συνηθίζουν να μην αναλαμβάνουν τις βέλτιστες επενδύσεις, με αποτέλεσμα να υπάρχει ένα πρόβλημα αντιπροσώπευσης μεταξύ των μετόχων και των δανειστών της εταιρίας. Τα κόστη αντιπροσώπευσης αναμένεται ότι θα είναι υψηλότερα για τις επιχειρήσεις που δραστηριοποιούνται σε αναπτυσσόμενους κλάδους, διότι έχουν μεγάλη ευελιξία στις επενδυτικές τους επιλογές. Η εκτιμώμενη μελλοντική ανάπτυξη αναμένεται ότι θα σχετίζεται αρνητικά με το επίπεδο μακροπρόθεσμου χρέους. Ωστόσο, ο Myers (1977) υποστηρίζει ότι το πρόβλημα αντιπροσώπευσης μετριάζεται όταν οι επιχειρήσεις εκδίδουν βραχυπρόθεσμο έναντι μακροπρόθεσμου χρέους. Ως εκ τούτου, οι δείκτες βραχυπρόθεσμου δανεισμού ενδέχεται να συσχετίζονται θετικά με τους δείκτες ανάπτυξης. Οι Smith and Warner (1979) και Green (1984) υποστηρίζουν ότι τα κόστη αντιπροσώπευσης περιορίζονται όταν η εταιρία εκδίδει μετατρέψιμο σε μετοχές χρέος.

Οι εταιρίες με μεγάλες αναπτυξιακές προοπτικές, θα τείνουν να στρέφονται προς το δανεισμό από εξωτερικά κεφάλαια για να χρηματοδοτήσουν την ανάπτυξή τους. Συνεπώς, θα αναζητούν κατά προτεραιότητα βραχυπρόθεσμο δανεισμό με μειωμένη ή χωρίς εξασφάλιση, και εν συνεχεία μακροπρόθεσμο δανεισμό με μεγαλύτερη εξασφάλιση για την κάλυψη των χρηματοδοτικών τους αναγκών (Myers, 1977). Ο Auerbach (1985) υποστηρίζει ότι η μόχλευση σχετίζεται αντιστρόφως με τους ρυθμούς ανάπτυξης, διότι το όφελος από τους φορολογικά εκπιπτόμενους τόκους του χρέους δεν έχει μεγάλη αξία για μια ραγδαία αναπτυσσόμενη εταιρία, η οποία συνήθως διαθέτει λοιπά φορολογικά οφέλη που δεν σχετίζονται με το χρέος. Οι Michaelas et al. (1999) έδειξαν ότι η μελλοντική ανάπτυξη σχετίζεται θετικά με το χρέος και δη με το μακροπρόθεσμο χρέος.

Υπαρξη επενδυτικών ευκαιριών

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

Οι δύο βασικές θεωρίες συμφωνούν ως προς την επίδραση των επενδυτικών ευκαιριών πάνω στα ρευστά διαθέσιμα. Ένα περιβάλλον με πολλές επενδυτικές ευκαιρίες ωθεί τις επιχειρήσεις σε διακράτηση υψηλών ποσών ρευστών διαθεσίμων με στόχο την εκμετάλλευση των καλύτερων και πιο επικερδών ευκαιριών χωρίς να απαιτείται η προσφυγή σε εξωτερικό δανεισμό που κατά κανόνα είναι πιο ακριβός και πιο δυσπρόσιτος. Αρκετοί ερευνητές υιοθετούν αυτή την άποψη. Για παράδειγμα, οι Prenker και Kuck (2009) υποστηρίζουν ότι αν μια επιχείρηση που δραστηριοποιείται σε ένα πλούσιο σε ευκαιρίες περιβάλλον και δεν διατηρεί κάποια ποσά ως δικλείδες ασφαλείας, κινδυνεύει να απορρίψει επικερδείς επενδύσεις ώστε να αναλάβει κάποιες άλλες. Ενδιαφέρον παρουσιάζει ακόμα μία σχετική ερευνά των Kim et al. (1998), οι οποίοι χρησιμοποιούν ως μέτρο αξιολόγησης των μελλοντικών επενδυτικών ευκαιριών τους δείκτες της οικονομίας, θεωρώντας ότι όσο καλύτερη προβλέπεται η μελλοντική κατάσταση μιας οικονομίας τόσο περισσότερες και ποιοτικότερες θα είναι οι επενδυτικές ευκαιρίες που θα παρουσιαστούν. Τα αποτελέσματα έδειξαν θετική συσχέτιση μεταξύ επενδυτικών ευκαιριών και ρευστών διαθεσίμων. Το ίδιο συμπέρασμα εξέθεσαν και οι Guney et al. (2003) οι οποίοι όμως έδωσαν διαφορετικές εξηγήσεις για τη θετική συσχέτιση που παρατηρείται. Υποστήριξαν ότι υπάρχουν δύο βασικοί λόγοι.:

Ο πρώτος είναι ότι οι επιχειρήσεις που αναπτύσσονται, αντιμετωπίζουν υψηλότερα κόστη αντιπροσώπευσης επειδή όταν εμφανίζονται επενδυτικές ευκαιρίες ανάπτυξης, οι επιχειρήσεις με πιο επισφαλές χρέος δεν μπορούν να δανειστούν εκ νέου και απορρίπτουν μερικές καλές επενδύσεις. Δεύτερον, ένας υψηλός βαθμός ασυμμετρίας πληροφοριών κάνει τον εξωτερικό δανεισμό ιδιαίτερα ακριβό. Έτσι, οι επιχειρήσεις συγκεντρώνουν ρευστά διαθέσιμα ώστε να αποφύγουν τον εξωτερικό δανεισμό και να καταφέρουν να εκμεταλλευτούν τις πιθανές ευκαιρίες. Ένας άλλος παράγοντας που έλαβαν υπόψη τους οι παραπάνω ερευνητές είναι το γεγονός ότι εταιρίες που αναλαμβάνουν πολλές επενδύσεις αντιμετωπίζουν υψηλότερο κίνδυνο χρεοκοπίας αφού οι επενδύσεις αυτές συνήθως δεν αποφέρουν άμεσα έσοδα. Έτσι, είναι απαραίτητο να διατηρούν διαθέσιμα ώστε να ανταπεξέρχονται στις υποχρεώσεις τους. Τέλος, μία ακόμα έρευνα που πραγματοποίησαν οι Hardin et al. (2005) και αφορά τις επιχειρήσεις real estate έδειξε θετική συσχέτιση. Υποστήριξαν ότι οι εταιρίες που έχουν καλές προοπτικές ανάπτυξης λόγω πολλών επενδυτικών ευκαιριών γίνονται αντικείμενο εκμετάλλευσης από τις χρηματοδοτικές αγορές με αποτέλεσμα να δανείζονται με ιδιαίτερα υψηλά επιτόκια. Έτσι, είναι προτιμότερο να

συντηρούν υψηλά ρευστά διαθέσιμα ώστε να μειώνουν όσο το δυνατόν την εξάρτησή τους από εξωτερικές πηγές χρηματοδότησης.

Η δεύτερη άποψη κυριαρχεί στην τρίτη θεωρία, την θεωρία αντιπροσώπευσης. Σύμφωνα με αυτή, η ύπαρξη επενδυτικών ευκαιριών μπορεί να οδηγήσει τις διοικήσεις εταιριών με υψηλά αποθεματικά να επενδύσουν σε ζημιογόνα προγράμματα (projects) με αποτέλεσμα να θιγεί η περιουσία των μετόχων.

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

Ρευστότητα (Liquidity):

Οι δείκτες ρευστότητας μπορεί να επηρεάζουν με δύο τρόπους τις αποφάσεις για την κεφαλαιακή διάρθρωση. Οι εταιρίες με υψηλούς δείκτες ρευστότητας, αναμένεται ότι θα υποστηρίζουν μεγαλύτερα επίπεδα χρέους εξαιτίας της ικανότητάς τους να ανταποκρίνονται στις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις τους (σύμφωνα με την Trade-Off Theory). Οι Myers and Majluf (1984) υποστηρίζουν ότι εάν οι εταιρίες προτιμούν να χρηματοδοτούνται με εσωτερικούς πόρους, τείνουν να δημιουργούν ρευστοποιήσιμα αποθεματικά για τη χρηματοδότηση των μελλοντικών τους επενδύσεων. Ως αποτέλεσμα, οι εταιρίες με υψηλή ρευστότητα εκτιμάται ότι θα έχουν περιορισμένες ανάγκες για άντληση κεφαλαίων από εξωτερικές πηγές (σύμφωνα με την Pecking Order Theory), γεγονός που υποδηλώνει μια αρνητική σχέση μεταξύ ρευστότητας και κεφαλαιακής διάρθρωσης (Ozkan, 2001).

Κίνδυνος –Μεταβλητότητα(Risk –Variability):

Η υψηλότερη μεταβλητότητα συνεπάγεται ένα περιβάλλον μεγαλύτερης αβεβαιότητας, στο οποίο είναι περιορισμένη η πρόβλεψη των ενεργειών της Διοίκησης και αυξάνει τα κόστη αντιπροσώπευσης. Μια μεγαλύτερη διακύμανση στα κέρδη, αποτελεί ένδειξη μεγαλύτερης πιθανότητας πτώχευσης και αυξάνει τα συνεπαγόμενα κόστη χρεοκοπίας (Warner, 1977; Scott, 1977; Weiss, 1990).

Δεδομένου ότι οι εταιρίες εκτίθενται σε κόστη αντιπροσώπευσης και χρεοκοπίας, έχουν ισχυρά κίνητρα για να μειώσουν τη συμμετοχή του εξωτερικού χρέους στην κεφαλαιακή τους διάρθρωση. Αναμένεται λοιπόν μια αρνητική σχέση μεταξύ της χρηματοοικονομικής μόχλευσης και της μεταβλητότητας των κερδών (Amidu, 2007). Μια μεταβλητή η οποία σχετίζεται με αυτή την έκθεση στον κίνδυνο είναι ο λειτουργικός κίνδυνος της επιχείρησης. Ο Amidu (2007) αναφέρει στην έρευνά του ότι όσο πιο ευμετάβλητα είναι τα λειτουργικά κέρδη της εταιρίας, τόσο μεγαλύτερη είναι η πιθανότητα να χρεοκοπήσει ή να εκτεθεί σε αυτού του είδους τα κόστη (αντιπροσώπευσης και χρεοκοπίας). Εταιρίες με σχετικά υψηλότερο επίπεδο λειτουργικού κινδύνου, θα έχουν κίνητρα να μειώσουν το επίπεδο της χρηματοοικονομικής μόχλευσης, σε σύγκριση με τις εταιρίες που έχουν σταθερότητα στα κέρδη τους.

Πολλοί είναι οι συγγραφείς οι οποίοι ισχυρίζονται ότι το βέλτιστο επίπεδο χρέους μιας εταιρίας είναι μια φθίνουσα συνάρτηση της μεταβλητότητας των κερδών. Εμπειρικά αποτελέσματα υποστηρίζουν ότι υπάρχει αρνητική σχέση μεταξύ του κινδύνου και της χρηματοοικονομικής μόχλευσης των μικρών εταιριών (Ooi, 1999; Titman and Wessels, 1988).

Κερδοφορία (Profitability):

Η παρελθούσα κερδοφορία (επίδοση) της εταιρίας έχει αναγνωριστεί ως ένας δυνητικός προσδιοριστικός παράγοντας της τρέχουσας κεφαλαιακής διάρθρωσης. Ο Myers (1977) υποστηρίζει ότι οι εταιρίες που έχουν δυναμική ανάπτυξης, θα τείνουν να έχουν χαμηλό επίπεδο μόχλευσης. Ο Myers (1984) ισχυρίζεται ότι το γεγονός ότι οι εταιρίες ακολουθούν την πολιτική της ιεράρχησης των δυνητικών τρόπων χρηματοδότησής τους, ερμηνεύεται από τα κόστη που σχετίζονται με την αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου. Ο ίδιος αναγνωρίζει μια αρνητική σχέση μεταξύ χρέους και κερδοφορίας, στη βάση ότι οι επιτυχημένες εταιρίες δεν έχουν την ανάγκη εξάρτησης από εξωτερική χρηματοδότηση, αλλά στηρίζονται στους εσωτερικούς πόρους που σχηματίστηκαν από τα παρακρατηθέντα κέρδη. Οι Titman και Wessels (1988), και οι Barton et al. (1989) συμφωνούν ότι οι εταιρίες με υψηλούς δείκτες κερδοφορίας, θα τείνουν να διατηρούν σχετικά χαμηλούς δείκτες μόχλευσης, στο βαθμό που δύνανται να διατηρούν εσωτερικά κεφάλαια.

Τα εμπειρικά ευρήματα προηγούμενων μελετών (Chittenden et al., 1996; Coleman and Cole, 1999; Al-Sakran, 2001) συνάδουν με την Pecking Order Theory. Δηλαδή, οι εταιρίες που παράγουν σημαντικά υψηλά κέρδη, αναμένεται ότι θα χρησιμοποιούν λιγότερη μόχλευση σε σχέση με τις λιγότερο κερδοφόρες εταιρίες. Οι Kester (1986), Friend and Lang (1988), Rajan and Zingales (1995) και Wald (1999) σημειώνουν ότι υπάρχει μια σημαντική αρνητική σχέση μεταξύ της κερδοφορίας και της χρηματοοικονομικής μόχλευσης.

Μόχλευση (leverage)

Τέλος, ένας ακόμα σημαντικός παράγοντας είναι η χρηματοοικονομική μόχλευση. Ως χρηματοοικονομική μόχλευση μπορεί να οριστεί ο βαθμός στον οποίο ένας επενδυτής ή μια επιχείρηση χρησιμοποιεί δανειακά κεφάλαια. Η μόχλευση, εκτιμάται με τον υπολογισμό κάποιων δεικτών με χαρακτηριστικότερο το λόγο του χρέους προς τα ίδια κεφάλαια (μακροπρόθεσμο χρέος/ίδια κεφάλαια). Όσο υψηλότερος ο συγκεκριμένος δείκτης, τόσο περισσότερα μακροπρόθεσμα κεφάλαια υπάρχουν και τόσο μεγαλύτερος είναι ο κίνδυνος πτώχευσης της εταιρίας. Μια χαρακτηριστική έρευνα πάνω στην επίδραση της μόχλευσης στο ύψος των ρευστών διαθεσίμων έγινε από τους Guney et al. (2006), οι οποίοι μελέτησαν τη μη γραμμική επίδραση της μόχλευσης. Υποστήριξαν ότι η μόχλευση παίζει έναν σημαντικό ρόλο στη διαμόρφωση της στρατηγικής μιας επιχείρησης. Στον βαθμό που η μόχλευση δρα ως καθοριστικός παράγοντας στη δυνατότητα της επιχείρησης να εκδώσει ομόλογα (να δανειστεί) αναμένεται αρνητική συσχέτιση. Αυτό οφείλεται στο γεγονός ότι τα ρευστά δρουν ως υποκατάστατα του εξωτερικού δανεισμού. Έτσι ένας υψηλός βαθμός χρηματοοικονομικής μόχλευσης εμποδίζει την πρόσβαση της επιχείρησης σε εξωτερική χρηματοδότηση. Ισχύει και το αντίστροφο, δηλαδή όσο περισσότερα ρευστά διαθέσιμα διαθέτει η επιχείρηση τόσο λιγότερες ανάγκες εξωτερικού δανεισμού θα έχει άρα και μικρότερο βαθμό χρηματοοικονομικής μόχλευσης. Σύμφωνα όμως με τους Hovakimian και Titman (2003), τα παραπάνω ισχύουν μόνο ως προς κάποιο συγκεκριμένο επίπεδο χρηματοοικονομικής μόχλευσης. Όταν ο βαθμός αυτός φτάσει σε ιδιαίτερα υψηλά επίπεδα, ο κίνδυνος πτώχευσης είναι μεγάλος με αποτέλεσμα η επιχείρηση να προσπαθεί να διατηρεί όσο το δυνατόν περισσότερα ρευστά διαθέσιμα ώστε να προσπαθήσει να αντιμετωπίσει τις αρνητικές επιπτώσεις. Επίσης, σε τέτοιες περιπτώσεις είναι ουσιαστικά αδύνατη η εξωτερική

χρηματοδότηση. Τα στατιστικά αποτελέσματα των Guney et al. (2006) επιβεβαίωσαν αυτή τη θεωρία. Οπότε φαίνεται ότι η συσχέτιση αλλάζει από αρνητική σε θετική από κάποιο βαθμό μόχλευσης και πάνω. Αρνητική συσχέτιση προβλέπει και η θεωρία αντιπροσώπευσης και πιο συγκεκριμένα η υπόθεση των ελεύθερων ταμειακών ροών που αναφέρθηκε σε προηγούμενο κεφάλαιο. Σύμφωνα με αυτή την άποψη, οι λιγότερο μοχλευμένες εταιρίες υπόκεινται σε ελαστικότερο έλεγχο από την αγορά με αποτέλεσμα να επιτρέπεται μεγαλύτερη ελευθερία κινήσεων στα διοικητικά συμβούλια γεγονός που έχει ως συνέπεια αυξημένα επίπεδα μετρητών. Η συγκεκριμένη άποψη υποστηρίζεται σε μια σειρά από εργασίες όπως είναι αυτή των Bigelli και Vidal (2009) και των Teruel και Solano (2008) που θεωρούν ότι ένας υψηλός βαθμός μόχλευσης οδηγεί σε αύξηση του κόστους διατήρησης ρευστών διαθεσίμων.

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

2.2 ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΚΙΝΗΣΗΣ

2.2.1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Η διαχείριση κεφαλαίου είναι ίσως ένα από τα πιο βασικά και λιγότερο μελετημένα θέματα της εταιρικής χρηματοδότησης. Θα πρέπει να περιλαμβάνει την ανάλυση των επενδύσεων σε λειτουργικά περιουσιακά στοιχεία και την αντίστοιχη χρηματοδότησή τους. Παρ' όλα αυτά, η επένδυση πραγματοποιείται, τις περισσότερες φορές χωρίς να ακολουθεί επίσημη ανάλυση των επενδύσεων, και οι εναλλακτικές λύσεις χρηματοδότησης δεν αξιολογούνται επαρκώς. Στο κεφάλαιο αυτό αποτυπώνεται το θεωρητικό υπόβαθρο του κεφαλαίου κίνησης. Σκοπός της ενότητας αυτής είναι η ορθή κατανόηση της έννοιας του κεφαλαίου κίνησης καθώς και η διασαφήνιση των στοιχείων που το αποτελούν. Η ανάλυση αυτή εστιάζεται στον ορισμό, τον σκοπό και την λειτουργία του κεφαλαίου κίνησης, με βάση την διεθνή βιβλιογραφία.

2.2.2 ΟΡΙΣΜΟΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ ΚΙΝΗΣΗΣ

Ως κεφάλαιο κίνησης ορίζεται το σύνολο των στοιχείων του κυκλοφορούντος Ενεργητικού. Στην πράξη η έννοια του «κεφαλαίου κίνησης» αναφέρεται στα χρηματικά ποσά που ενδεχομένως δανείζεται η επιχείρηση από πιστωτικά ιδρύματα (τράπεζες κ.λπ.), ή εξοικονομεί από μη διανομή κερδών, ή συγκεντρώνει από αύξηση των ιδίων κεφαλαίων της. Σε κάθε περίπτωση, ο «δείκτης» Κεφάλαιο Κίνησης, όπως καταρτίζεται από τον συνδυασμό στοιχείων του Ενεργητικού και του Παθητικού, είναι το σημείο που θα καθορίσει τα δεδομένα για την λήψη της απόφασης χρηματοδότησης της επιχείρησης.

2.2.3 ΠΡΟΣΔΙΟΡΙΣΤΙΚΟΙ ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ ΤΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ ΚΙΝΗΣΗΣ.

Σε τέλειες κεφαλαιαγορές, οι επενδυτικές αποφάσεις είναι ανεξάρτητες από τις αποφάσεις για χρηματοδότηση και, κατά συνέπεια, η επενδυτική πολιτική εξαρτάται μόνο από την ύπαρξη επενδυτικές ευκαιρίες με θετική καθαρή παρούσα αξία (Modigliani και Miller, 1958), διότι οι εταιρείες έχουν απεριόριστη πρόσβαση σε πηγές χρηματοδότησης και τα εξωτερικά κεφάλαια αποτελούν ένα τέλειο υποκατάστατο των εσωτερικών πόρων. Σε αυτή την κατάσταση, ένα μεγαλύτερο Κύκλο Μετατροπής Μετρητών (CCC) δεν θα είχε κόστος ευκαιρίας, επειδή οι επιχειρήσεις θα μπορούσαν να αποκτήσουν εξωτερικά κεφάλαια χωρίς προβλήματα και σε λογική τιμή. Ωστόσο, η εσωτερική και η εξωτερική χρηματοδότηση δεν είναι τέλεια υποκατάστατα στην πράξη. Εξωτερική χρηματοδότηση, χρέος ή μια αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου, μπορεί να είναι πιο δαπανηρή από την εσωτερική χρηματοδότηση λόγω του ότι δεν υπάρχουν τέλειες αγορές. Υπό τις συνθήκες αυτές, οι αποφάσεις για επένδυση και χρηματοδότηση μιας επιχείρησης είναι αλληλένδετες και οι επιχειρήσεις μπορεί να έχουν ένα βέλτιστο CCC που ισορροπεί το κόστος και τα οφέλη και μεγιστοποιεί την αξία τους. Συγκεκριμένα, ένα μεγάλο CCC μπορεί να αυξήσει τις πωλήσεις μιας επιχείρησης και, συνεπώς, τη δική της κερδοφορία για διάφορους λόγους. Πρώτον, τα μεγαλύτερα αποθέματα μπορούν να αποτρέψουν τις διακοπές στη διαδικασία παραγωγής και την απώλεια επιχειρηματικών δραστηριοτήτων λόγω της έλλειψης αποθεμάτων και μπορεί να μειώσει το κόστος εφοδιασμού και τις διακυμάνσεις των τιμών (Blinder and Maccini, 1991). Δεύτερον, με την επέκταση μεγαλύτερης εμπορικής πίστωσης, η επιχείρηση μπορεί να αυξήσει

τις πωλήσεις της (Petersen and Rajan, 1997), διότι επιτρέπει στους πελάτες να ελέγχουν ότι τα εμπορεύματα που λαμβάνουν είναι όπως έχει συμφωνηθεί (ποσότητα και ποιότητα) (Smith, 1987).

Αυτό το επιχείρημα υποστήριζαν επίσης οι Deloof και Jegers (1996), οι οποίοι ανέφεραν ότι η χορήγηση εμπορικής πίστωσης διεγείρει τις πωλήσεις, διότι επιτρέπει στους πελάτες να αξιολογήσουν την ποιότητα του προϊόντος πριν από την αγορά του. Βοηθά επίσης τις επιχειρήσεις να ενισχύσουν τις μακροχρόνιες σχέσεις με τους πελάτες και τους ενθαρρύνει να αποκτήσουν εμπορεύματα σε περιόδους χαμηλής ζήτησης (Emery, 1987). Επιπλέον, από την πλευρά των αγορών, οι εταιρείες ενδέχεται να λάβουν σημαντικές εκπτώσεις από τις άμεσες αποπληρωμές των προμηθευτών τους (Ng et al., 1999, Wilner, 2000). Ωστόσο, οι υψηλές επενδύσεις σε κεφάλαιο κίνησης έχουν επίσης ένα κόστος ευκαιρίας εάν η επιχείρηση παραιτείται από άλλες πιο παραγωγικές επενδύσεις για να διατηρήσει αυτό το επίπεδο και, όπως ανέφερε ο Soenen (1993), τα μακρά CCCs μπορεί να είναι ένας πρωταρχικός λόγος για τον οποίο οι επιχειρήσεις οδηγούνται στη χρεοκοπία. Λαμβάνοντας υπόψη τις θεωρίες που περιγράφονται παραπάνω, προκύπτουν κάποια χαρακτηριστικά που θα μπορούσαν να καθορίσουν το CCC και πώς αυτό μπορεί να επηρεάσει το μέγεθος της.

Ικανότητα δημιουργίας εσωτερικών πόρων

Οι ασύμμετρες πληροφορίες συνεπάγονται με υψηλότερο κόστος για τις εξωτερικές πηγές κεφαλαίων και τη χορήγηση πιστώσεων για τις επιχειρήσεις, επειδή οδηγούν σε σύγκρουση συμφερόντων μεταξύ των μετόχων και των πιστωτών (Myers, 1977). Αυτή η σύγκρουση μπορεί να οδηγήσει σε πρόβλημα, ελλείψει επενδύσεων, δεδομένης της προτεραιότητας των πιστωτών σε περίπτωση πτώχευσης. Εξάλλου, οι μέτοχοι έχουν επίσης κίνητρα να εκδίδουν νέα χρέη, γεγονός που αυξάνει τον κίνδυνο και μειώνεται την αξία του υπάρχοντος χρέους. Κατά συνέπεια, οι πιστωτές απαιτούν μεγαλύτερο ασφάλιστρο κινδύνου.

Η ασύμμετρη πληροφόρηση μεταξύ των εμπλεκομένων στην επιχείρηση και των δυνητικών επενδυτών συνεπώς οδηγούν σε υψηλότερο κόστος για τις εξωτερικές πηγές ενέργειας για κεφάλαια, έτσι ώστε οι επιχειρήσεις να δίνουν προτεραιότητα στους πόρους που δημιουργούνται εσωτερικά για το χρέος και νέες μετοχές, σύμφωνα με τη θεωρία της τάξης του ζευγαρώματος (Myers, 1984). Στην

πραγματικότητα, Οι Fazzari και Petersen (1993) απέδειξαν ότι οι επενδύσεις κεφαλαίου κίνησης είναι ευαίσθητες σε ταμειακές ροές για αμερικανικές επιχειρήσεις παραγωγής. Τα ευρήματά τους δείχνουν ότι οι επιχειρήσεις με μεγαλύτερη ικανότητα δημιουργίας εσωτερικών πόρων έχουν υψηλότερα τρέχοντα επίπεδα ενεργητικού, κάτι που μπορεί να οφείλεται στο χαμηλότερο κόστος των κεφαλαίων που επενδύονται στο κεφάλαιο κίνησης για αυτές τις εταιρείες. Αργότερα, οι Chiou et al. (2006) δείχνουν επίσης την επίδραση των ταμειακών ροών στη διαχείριση κεφαλαίου κίνησης για εταιρείες από την Ταϊβάν. Βρήκαν ότι η ταμειακή ροή έχει θετική επίδραση στο καθαρό ισοζύγιο ρευστότητας αλλά αρνητική επιρροή στις απαιτήσεις κεφαλαίου κίνησης και κατέληξαν ότι οι επιχειρήσεις με μεγαλύτερες ταμειακές ροές έχουν καλύτερη διαχείριση του κεφαλαίου κίνησης

Μόχλευση

Σύμφωνα με τη βιβλιογραφία, η επίπτωση της μόχλευσης στα ρευστά διαθέσιμα μπορεί να είναι διφορούμενη. Πρώτα απ' όλα, ο Baskin (1987) υποστηρίζει ότι το κόστος ευκαιρίας των ρευστών διαθέσιμων αυξάνεται όταν αυξάνεται η μόχλευση. Επιχειρήσεις με υψηλότερο επίπεδο ανεξόφλητων χρεών μπορεί επίσης να έχουν υψηλότερη ικανότητα αύξησης του εξωτερικού κεφαλαίου (Ferreira & Vilela, 2004). Ως εκ τούτου, επιχειρήσεις με μεγαλύτερη μόχλευση θα κρατούν λιγότερα μετρητά. Αντίθετα, τα υψηλότερα επίπεδα μόχλευσης αυξάνουν επίσης τη δυνατότητα οικονομικής δυσφορίας. Για να μειωθεί ο κίνδυνος πτώχευσης, οι επιχειρήσεις ενδέχεται να αυξάνουν τα επίπεδα των ταμειακών ροών όταν αυξάνεται η μόχλευση, γεγονός που υποδηλώνει ότι εταιρείες με υψηλότερη μόχλευση κατέχουν περισσότερα μετρητά (Ferreira & Vilela, 2004).

Το κόστος των κεφαλαίων που επενδύονται στο CCC είναι υψηλότερο στις επιχειρήσεις με μεγαλύτερη μόχλευση, επειδή, σύμφωνα με τις θεωρίες που αναφέρθηκαν παραπάνω, πρέπει να πληρώσουν υψηλότερα ασφάλιστρα κινδύνου. Στην πραγματικότητα, τα εμπειρικά στοιχεία καταδεικνύουν μείωση της διαχείρισης κεφαλαίου κίνησης, όταν οι επιχειρήσεις αυξάνουν τη μόχλευση τους (Chiou κ.ά., 2006). Ως εκ τούτου, είναι δυνατόν να προβλεφθεί μια αρνητική σχέση μεταξύ του δείκτη μόχλευσης και του CCC. Η μόχλευση (LEV) μετρήθηκε χρησιμοποιώντας την αναλογία του χρέους προς το συνολικό ενεργητικό.

Ευκαιρίες ανάπτυξης

Οι ευκαιρίες ανάπτυξης θα μπορούσαν επίσης να επηρεάσουν τη διαχείριση του κεφαλαίου κίνησης της επιχείρησης. Αυτή η μεταβλητή μπορεί να επηρεάσει την εμπορική πίστωση που έχει χορηγηθεί και λάβει από τις επιχειρήσεις, καθώς και την επένδυσή τους σε αποθέματα. Οι Kieschnich et al. (2006) έδειξε ότι η μελλοντική αύξηση των πωλήσεων έχει θετική επίδραση στο CCC μιας επιχείρησης, και καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι οι επιχειρήσεις θα μπορούσαν να δημιουργήσουν αποθέματα εν αναμονή της μελλοντικής αύξησης των πωλήσεων. Μετά από αυτή την πρόταση, οι Blazenko και Vandezande (2003) απέδειξαν ότι τα αποθέματα σχετίζονται θετικά με τις αναμενόμενες πωλήσεις. Ωστόσο, οι εταιρείες με υψηλότερες επιλογές ανάπτυξης ενδέχεται να έχουν μικρότερο CCC για δύο λόγους: Πρώτον, σύμφωνα με τον Cun (2007), οι εταιρείες υψηλής ανάπτυξης τείνουν να χρησιμοποιούν περισσότερες εμπορικές πιστώσεις ως πηγή χρηματοδότησης για την ανάπτυξή τους, επειδή έχουν περισσότερες δυσκολίες πρόσβασης σε άλλες μορφές χρηματοδότησης.

Δεύτερον, ο Emery (1987) επισήμανε ότι οι εταιρείες ενδέχεται να διευκολύνουν με μεγαλύτερες πιστώσεις τους πελάτες τους, ώστε να αυξήσουν τις πωλήσεις τους σε περιόδους χαμηλής ζήτησης. Επομένως, παρατηρούμε ότι αυτές οι διαφορετικές εκτιμήσεις οδηγούν σε αντίθετα συμπεράσματα

Μέγεθος

Το μέγεθος είναι μια άλλη μεταβλητή που επηρεάζει τη διαχείριση του κεφαλαίου κίνησης. Τα μοντέλα κόστους συναλλαγής δείχνουν την ύπαρξη οικονομιών κλίμακας στην διαχείριση μετρητών (π.χ., Baumol, 1952). Επίσης, οι μικρότερες επιχειρήσεις αντιμετωπίζουν υψηλότερα επίπεδα δανεισμού και, πιθανότατα, να υποφέρουν από οικονομικές δυσχέρειες σε υψηλότερες ασυμμετρίες πληροφόρησης (Berger, Klapper, & Udell, 2001; Fazzari & Petersen, 1993; Kim et al., 1998). Τα επιχειρήματα αυτά συνεπάγονται ότι οι μικρότερες επιχειρήσεις κρατούν μετρητά για να μπορέσουν να χρηματοδοτήσουν τις δραστηριότητές τους.

Οι Kieschnich et al. (2006) κατέληξαν μια θετική σχέση μεταξύ μεγέθους και CCC για αμερικανικές εταιρείες. Οι Chiu et al. (2006) επίσης έδειξαν ότι η απαίτηση

κεφαλαίου κίνησης αυξήθηκε ανάλογα με το μέγεθος της επιχείρησης. Αυτό μπορεί να δημιουργήθηκε επειδή το κόστος των κεφαλαίων που χρησιμοποιούνται για επενδύσεις σε κυκλοφορούν ενεργητικό μειώνεται ανάλογα με το κόστος της επιχείρησης, καθώς οι μικρότερες επιχειρήσεις έχουν μεγαλύτερη ασυμμετρία στις πληροφορίες (Jordan et al., 1998; Berger et al., 2001), μεγαλύτερη αδιαφάνεια πληροφοριών (Berger and Udell, 1998) και ακολουθούνται λιγότερο από τους αναλυτές. Επιπλέον, σύμφωνα με τη θεωρία αντιστάθμισης, έχουν μεγαλύτερη πιθανότητα πτώχευσης, καθώς οι μεγαλύτερες εταιρείες τείνουν να είναι πιο διαφοροποιημένες και αποτυγχάνουν λιγότερο συχνά. Αυτό μπορεί να επηρεάσει την χορηγούμενη πίστωση, επειδή, σύμφωνα με τους Petersen και Rajan (1997) και Niskanen και Niskanen (2006), οι επιχειρήσεις με καλύτερη πρόσβαση στις κεφαλαιαγορές τείνουν να έχουν περισσότερες εμπορικές πιστώσεις. Οι Whited (1992) και οι Fazzari και Petersen (1993) έδειξαν ότι και οι μικρότερες επιχειρήσεις αντιμετωπίζουν μεγαλύτερους οικονομικούς περιορισμούς, οι οποίοι μπορούν επίσης να αυξήσουν την εμπορική τους πίστωση επειδή έκαναν χρήση αυτής της μορφής πίστωσης όταν δεν υπήρχαν άλλες μορφές (Petersen and Rajan, 1997) ή είχαν ήδη εξαντληθεί (Walker, 1991; Petersen and Rajan, 1995; Cunat, 2007). Εν ολίγοις, το κόστος των κεφαλαίων που επενδύονται σε κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία είναι υψηλότερο για τις μικρότερες επιχειρήσεις, οπότε ενδέχεται να έχουν χαμηλότερους εισπρακτέους λογαριασμούς και αποθέματα. Επιπλέον, οι επιχειρήσεις αυτές χρησιμοποιούν περισσότερες εμπορικές πιστώσεις από τους προμηθευτές. Ως εκ τούτου, αναμένεται ότι το μέγεθος δρα θετικά ως προς το CCC που διατηρούν οι εταιρείες. Ο συντελεστής αυτός μετράται από το μεταβλητή SIZE, που ορίζεται ως ο φυσικός λογάριθμος των περιουσιακών στοιχείων.

Ηλικία

Αυτή η μεταβλητή σχετίζεται άμεσα με το χρονικό διάστημα που η επιχείρηση μπορεί να γνώριζε τους πελάτες της καθώς επίσης με την ποιότητα και τη φήμη της επιχείρησης (Petersen and Rajan, 1997), με το εύρος της σχέσης μεταξύ προμηθευτών και πελατών (Cunat, 2007) και την πιστοληπτική ικανότητα της επιχείρησης ως προς τους προμηθευτές και τους μετόχους (Niskanen και Niskanen, 2006). Οι Chiou et al. (2006) κατέληξαν ότι η ηλικία έχει θετική επίδραση στο κεφάλαιο, και αυτό μπορεί να εξηγηθεί από το γεγονός ότι οι μεγαλύτερες επιχειρήσεις μπορούν να

αποκτήσουν εξωτερική χρηματοδότηση ευκολότερα και υπό καλύτερες συνθήκες (Berger & Udell, 1998), οπότε το κόστος των κεφαλαίων που χρησιμοποιούνται σε αυτή την επένδυση είναι χαμηλότερο σε αυτές τις εταιρείες. Έτσι, υπάρχει μια θετική σχέση μεταξύ ηλικίας (AGE) και του CCC.

Ενσώματα πάγια περιουσιακά στοιχεία

Τα εμπειρικά στοιχεία δείχνουν ότι η επένδυση σε ενσώματα πάγια περιουσιακά στοιχεία είναι ένας άλλος παράγοντας που θα μπορούσε να επηρεάσει τη διαχείριση κεφαλαίου κίνησης της εταιρείας, για δύο λόγους. Από τη μία πλευρά, οι Fazzari και Petersen (1993) απέδειξαν ότι οι επενδύσεις ανταγωνίζονται τα κεφάλαια με επίπεδα κεφαλαίου κίνησης όταν οι επιχειρήσεις έχουν οικονομικούς περιορισμούς, ένα εύρημα το οποίο υποστηρίχθηκε αργότερα από τους Kieschnich et al. (2006), οι οποίοι έδειξαν επίσης ότι τα πάγια περιουσιακά στοιχεία συνδέονται αρνητικά με το CCC. Από την άλλη πλευρά, τα άυλα περιουσιακά στοιχεία παράγουν περισσότερες ασύμμετρες πληροφορίες από αυτές που παράγουν τα ενσώματα πάγια. Έτσι, οι επιχειρήσεις με περισσότερα ενσώματα πάγια περιουσιακά στοιχεία ενδέχεται να έχουν χαμηλότερα επίπεδα κόστους κατά τη συγκέντρωση κεφαλαίων για επενδύσεις σε κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία και, ως εκ τούτου, σε αυτή την κατάσταση θα μπορούσαν να αυξήσουν το CCC τους.

Return

Οι Chiou et al. (2006) και Wu (2001) έδειξαν ότι η απόδοση της επιχείρησης επηρεάζει επίσης τα μέτρα διαχείρισης των κεφαλαίων κίνησης. Πρώτον, ο Wu (2001) έδειξε ότι η απαίτηση του κεφαλαίου κίνησης και οι επιδόσεις της επιχείρησης έχουν κοινά χαρακτηριστικά. Στη συνέχεια, οι Chiou et al. (2006) διαπίστωσε ότι το ROA έχει αρνητική επιρροή στα μέτρα διαχείρισης του κεφαλαίου κίνησης.

Αυτό μπορεί να εξηγηθεί με δύο τρόπους:

Πρώτον, καθώς οι εταιρείες με καλύτερες επιδόσεις μπορούν να πάρουν δανειστών πιο εύκολα, μπορούν να επενδύσουν σε άλλες πιο επικερδείς επενδύσεις (Chiou κ.ά., 2006). Δεύτερον, σύμφωνα με τους Shin και Soenen (1998), οι επιχειρήσεις με

υψηλότερες αποδόσεις έχουν καλύτερη διαχείριση του κεφαλαίου κίνησης, εξαιτίας της κυριαρχίας τους στην αγορά, επειδή έχουν μεγαλύτερη διαπραγματευτική ισχύ σε προμηθευτές και πελάτες. Οι Petersen και Rajan (1997) έδειξαν επίσης ότι οι εταιρείες με υψηλότερη κερδοφορία λαμβάνουν σημαντικά περισσότερες πιστώσεις από τους προμηθευτές. Έτσι, η μεταβλητή απόδοση των περιουσιακών στοιχείων (ROA), η οποία μετράται με το ποσοστό των κερδών προ φόρων και φόρων επί του συνόλου των περιουσιακών στοιχείων και αναμένεται να έχει αρνητικές επιπτώσεις στο CCC.

2.2.4 ΔΙΑΚΡΙΣΕΙΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ ΚΙΝΗΣΗΣ

Υπάρχουν δύο διακρίσεις του κεφαλαίου κίνησης. Η πρώτη γίνεται με βάση την ερμηνεία (concept) του κεφαλαίου κίνησης και η δεύτερη με βάση το χρόνο (time). Όσον αφορά την πρώτη διάκριση, στη βιβλιογραφία συναντούμε την ερμηνεία του όρου κεφαλαίου κίνησης που δίνει έμφαση στη ρευστότητα (liquidity), καθώς και την ερμηνεία που δίνει έμφαση στη δημιουργία εισοδήματος – κέρδους (profitability). (Λαζαρίδης και Παπαδόπουλος, 2005, σελ. 399-400)

Η πρώτη ερμηνεία είναι η πλέον διαδεδομένη. Στα πλαίσια αυτής συναντούμε τους όρους μικτό κεφάλαιο κίνησης (gross working capital) και καθαρό κεφάλαιο κίνησης (net working capital). Το μικτό κεφάλαιο κίνησης ή απλά κεφάλαιο κίνησης ισούται με το σύνολο των κυκλοφορούντων περιουσιακών στοιχείων (current assets). Το καθαρό κεφάλαιο κίνησης ισούται με το σύνολο των κυκλοφορούντων περιουσιακών στοιχείων μείον το σύνολο των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων (current liabilities). Τα κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία (ή κυκλοφορούν ενεργητικό) αποτελούνται από τα αποθέματα, τις απαιτήσεις, τα χρεόγραφα και τα διαθέσιμα, δηλαδή από λογαριασμούς οι οποίοι μπορούν να ρευστοποιηθούν εντός του λογιστικού έτους. Οι βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις αποτελούνται από τους πληρωτέους λογαριασμούς και τα βραχυπρόθεσμης διάρκειας δάνεια, σε αντίθεση με τα μακροπρόθεσμα χρέη και τα ίδια κεφάλαια που αναφέρονται συνήθως ως μακροπρόθεσμο κεφάλαιο.

Με βάση τα παραπάνω καταλήγουμε στο συμπέρασμα ότι και το κεφάλαιο κίνησης θεωρείται επίσης ως βραχυπρόθεσμη έννοια.

**.Καθαρό κεφάλαιο κίνησης = Κυκλοφορούν Ενεργητικό – Βραχυπρόθεσμες
Υποχρεώσεις**

ή

$$\text{ΚΚΚ} = \text{Αποθέματα} + \text{Απαιτήσεις} + \text{Χρεόγραφα} + \text{Διαθέσιμα} - \text{Βραχυπρόθεσμες} \\ \text{Υποχρεώσεις}$$

Κατά τη δεύτερη ερμηνεία το κεφάλαιο κίνησης ορίζεται ως «τα κεφάλαια (funds) που χρησιμοποιούνται κατά τη διάρκεια μίας λογιστικής χρήσεως για να δημιουργήσουν (induce) ένα εισόδημα – κέρδος της μορφής που είναι συνεπές με το κύριο αντικείμενο δραστηριότητας της επιχείρησης» (Λαζαρίδης και Παπαδόπουλος, 2005, σελ .400). Συνεπώς, σε αυτήν την περίπτωση είναι δυνατό κατά τον υπολογισμό του κεφαλαίου κίνησης να μη συμπεριληφθούν κάποια στοιχεία του κυκλοφορούντος ενεργητικού και να συμπεριληφθούν κάποια πάγια περιουσιακά στοιχεία.

Ο υπολογισμός του κεφαλαίου κίνησης με βάση την παραπάνω ισότητα, είναι και ο πιο συνηθισμένος. Παρόλα αυτά θα μπορούσαμε να πούμε ότι είναι ταυτόχρονα και ελλιπής και παραπλανητική καθώς οι επιχειρηματικοί διευθυντές συχνά μιλούν για τις απαιτήσεις κεφαλαίου κίνησης των επιχειρήσεών τους, αλλά η πρώτη διαίσθηση που έρχεται στο μυαλό τους συνηθίζεται να συνδέεται με μια επενδυτική συνιστώσα, τη λειτουργική επένδυση της επιχείρησης. Για να λειτουργήσει, η επιχείρηση χρειάζεται όχι μόνο το κεφάλαιο κίνησης (δηλαδή τα κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία μείον τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις), αλλά τη συνολική επένδυση σε κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία. Μια ακριβέστερη διαίσθηση του κεφαλαίου κίνησης εμφανίζεται όταν ορίζουμε το κεφάλαιο κίνησης από την πλευρά του παθητικού ως:

$$\text{Κεφάλαιο κίνησης} = \text{Μακροπρόθεσμο Κεφάλαιο-Πάγια Περιουσιακά Στοιχεία}$$

το οποίο είναι μαθηματικά ισοδύναμο. Το καθαρό αποτέλεσμα, ακόμα στη δεξιά πλευρά του ισολογισμού, μπορεί να ερμηνευτεί ως χρηματοοικονομική συνιστώσα και ως εκ τούτου ως μέρος της απόφασης για την κεφαλαιακή διάρθρωση μιας επιχείρησης. Πιο συγκεκριμένα, το κεφάλαιο κίνησης μπορεί να θεωρηθεί ως το ποσό των μακροπρόθεσμων κεφαλαίων που προορίζονται για τη χρηματοδότηση των κυκλοφορούντων περιουσιακών στοιχείων

2.2.5 ΜΕΤΑΒΟΛΕΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ ΚΙΝΗΣΗΣ

Η ανάλυση των πηγών και των χρήσεων των κεφαλαίων μιας επιχείρησης παρέχει πληροφορίες για τις πηγές προέλευσης των κεφαλαίων της καθώς και για τον τρόπο με τον οποίο αυτά χρησιμοποιήθηκαν ή θα χρησιμοποιηθούν σε μια συγκεκριμένη χρονική περίοδο. Οι πληροφορίες αυτές μπορούν να δείξουν εάν η επιχείρηση αναπτύσσεται ομαλά ή εάν αυτή εμφανίζει χρηματοοικονομικά προβλήματα, ενώ βοηθά σημαντικά στον προγραμματισμό των χρηματοδοτικών αναγκών. Με την ευρύτερη έννοια, σε μια δεδομένη χρονική στιγμή πηγές κεφαλαίου είναι το παθητικό της επιχείρησης, δηλαδή η καθαρή της περιουσία, καθώς και οι υποχρεώσεις της, ενώ χρήσεις κεφαλαίων είναι τα ενεργητικά στοιχεία της επιχείρησης.

Για την κατάρτιση ενός πίνακα πηγών και χρήσεων κεφαλαίου υπολογίζουμε την μεταβολή μεταξύ δύο χρήσεων, ενώ γίνεται ταξινόμηση των λογαριασμών σε πηγές και χρήσεις κεφαλαίου. Μια πηγή κεφαλαίου δημιουργείται από την μείωση των στοιχείων (λογαριασμών) του ενεργητικού και από την αύξηση των στοιχείων του παθητικού, αντίθετα μία χρήση κεφαλαίου δημιουργείται από την αύξηση των στοιχείων (λογαριασμών) του ενεργητικού και από την μείωση των στοιχείων (λογαριασμών) του παθητικού.

Πίνακας 2.1

Μεταβολές στο Κεφάλαιο Κίνησης

Χρέωση	Πίστωση	
Λογαριασμοί	Κυκλοφοριακών στοιχείων Τρεχουσών Υποχρεώσεων (α)	Μη κυκλοφ/κών στοιχείων Μη τρεχουσών υποχρεώσεων Ιδίων Κεφαλαίων (β)
Κυκλοφοριακών στοιχείων Τρεχουσών υποχρεώσεων (α)	Ουδεμία επιρροή	Αύξηση Κεφαλαίου Κίνησης
Μη κυκλοφ/κών στοιχείων Μη τρεχουσών υποχρεώσεων Ιδίων Κεφαλαίων (β)	Μείωση Κεφαλαίου Κίνησης	Ουδεμία επιρροή

Πηγή: Δ.Ε. Κακούρας και Β.Α. Ριζούλης, 2010

Οι αυξομειώσεις του κεφαλαίου κίνησης που περιγράψαμε παραπάνω προέρχονται από πηγές και χρήσεις του. Η αύξηση του κεφαλαίου κίνησης, σε μια δεδομένη χρονική περίοδο, προέρχεται από κάποια πηγή. Ως κυριότερες πηγές του κεφαλαίου κίνησης αναφέρονται (Κακούρας και Ριζούλης, 2010) :

- Οι συνήθειες (τρέχουσες) επιχειρηματικές συναλλαγές
- Η πώληση μη κυκλοφοριακών στοιχείων
- Ο μακροπρόθεσμος δανεισμός
- Η αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου

Από την άλλη μεριά, η μείωση του κεφαλαίου κίνησης προέρχεται από κάποια χρήση. Ως κυριότερες χρήσεις κεφαλαίου κίνησης αναφέρονται:

- Οι συνήθειες (τρέχουσες) επιχειρηματικές συναλλαγές
- Η αγορά μη κυκλοφοριακών στοιχείων.
- Η εξόφληση μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων.
- Η μείωση του μετοχικού κεφαλαίου ή εξαγορά ιδίων μετοχών.
- Η διανομή (αναγγελία) και όχι η πληρωμή μερισμάτων.

2.2.6 ΜΕΓΕΘΟΣ ΚΑΙ ΕΠΑΡΚΕΙΑ ΤΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ ΚΙΝΗΣΗΣ

Κατά την ανάλυση των χρηματοοικονομικών καταστάσεων, η επάρκεια και το μέγεθος του κεφαλαίου κίνησης αποτελούν τους σημαντικότερους παράγοντες, γιατί

επιτρέπουν σε μια επιχείρηση να διατηρεί επαρκή αποθέματα, να ικανοποιεί τις τρέχουσες υποχρεώσεις της, να επωφελείται ταμειακές εκπτώσεις, να παρέχει ευνοϊκούς όρους πωλήσεων στους πελάτες της και να καλύπτει τα λειτουργικά της έξοδα. Ακόμα, της επιτρέπει να διατηρεί την πιστοληπτική της ικανότητα, καθώς και τη δυνατότητα να αντιμετωπίζει δύσκολες καταστάσεις, ειδικά σε περιόδους ύφεσης. Τέλος, με την ορθή διαχείριση του κεφαλαίου κίνησης, η επιχείρηση λειτουργεί αποτελεσματικά, χωρίς καθυστερήσεις στην απόκτηση εμπορευμάτων, πρώτων υλών ή υπηρεσιών, καθώς επίσης επιτυγχάνει πιστωτικές διευκολύνσεις εκ μέρους των προμηθευτών της. Σε αντίθετη περίπτωση η επιχείρηση βρίσκεται αντιμέτωπη με σοβαρές δυσλειτουργίες σε όλα τα παραγωγικά της στάδια, γίνεται λιγότερο ανταγωνιστική και ρισκάρει ακόμα και την φήμη της, με αποτέλεσμα να οδηγηθεί σε σταδιακή συρρίκνωση.

Ο βασικός στόχος της διαχείρισης του κεφαλαίου κίνησης είναι, να επιτυγχάνεται μια βέλτιστη ισορροπία μεταξύ των στοιχείων του κεφαλαίου κίνησης.

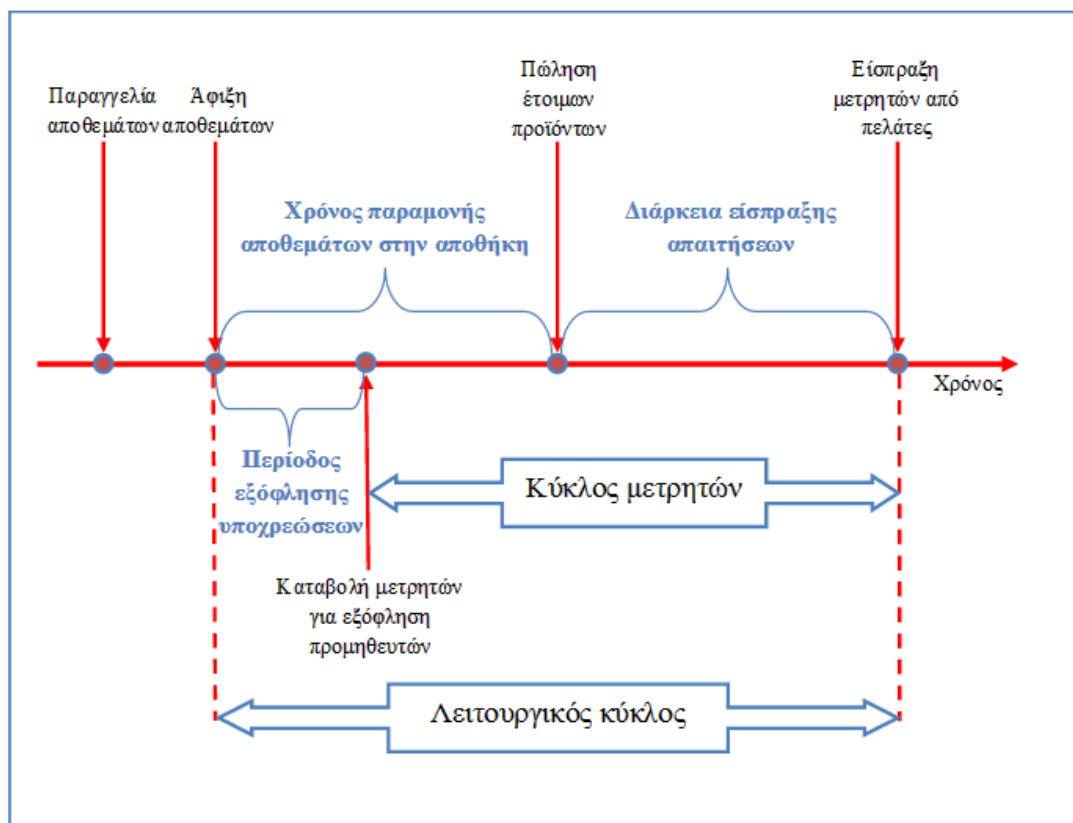
Μια επιχείρηση πρέπει να έχει επαρκή κεφάλαια κίνησης, προκειμένου να είναι σε θέση να αντιμετωπίζει τις τρέχουσες υποχρεώσεις (όπως πληρωμή ληξιπρόθεσμων τόκων, εξόφληση συγκεκριμένων υποχρεώσεων, φόρων κ.λπ.), οι οποίες είναι ανεξάρτητες από τις τρέχουσες συναλλαγές της. Επιπλέον, θα πρέπει να διαθέτει ένα ελάχιστο ύψος αποθεμάτων, για να εξασφαλίζει την εξυπηρέτηση των πελατών της και την ομαλή λειτουργία της, ακόμη και σε περιόδους ύφεσης. Το ύψος του κεφαλαίου κίνησης θεωρείται δεδομένο και σταθερό, όταν απαιτείται για τη ομαλή λειτουργία της επιχείρησης ή και για συγκεκριμένες πληρωμές. Σε περιόδους έντονης δραστηριότητας όπου οι πωλήσεις αυξάνονται, απαιτητέ παράλληλα η αύξηση των αποθεμάτων, των απαιτήσεων και των ρευστών για την παραγωγική διαδικασία. Αυτές οι προσωρινά αυξημένες ανάγκες σε κεφάλαια κίνησης αποτελούν το μεταβλητό τμήμα, το οποίο μπορεί να μειωθεί σε περιόδους ύφεσης.

Σημαντικό στοιχείο αποτελεί ότι, η όλη πορεία του κεφαλαίου κίνησης είναι κυκλική. Το πρώτο στάδιο αρχίζει με τα μετρητά που έχει στην κατοχή της η επιχείρηση και στην συνέχεια τα επενδύει σε αποθέματα, σε υλικά και σε υπηρεσίες που παρέχονται στην επιχείρηση με πιστώσεις και θα απαιτηθούν αργότερα με μετρητά για την εξόφλησή τους. Εδώ σημαντικό ρόλο παίζει ο αριθμός των ημερών που κατέχονται για μεταπώληση. Ακολουθεί το στάδιο της πώλησης των προϊόντων της επιχείρησης

είτε με μετρητά, είτε με ανοικτή πίστωση δηλαδή ο αριθμός των ημερών που χρειάζεται για τη συλλογή μετρητών, καθώς με τη εξόφληση των απαιτήσεων των πελατών της αρχίζουν να επιστρέφουν τα μετρητά στην επιχείρηση, δηλαδή ο αριθμός των ημερών που η επιχείρηση περιμένει πριν για την εκκαθάριση των λογαριασμών της προμηθευτές και για να επανεπενδύσει ένα μέρος του κέρδους, ακολουθώντας και πάλι την ίδια κυκλική διαδικασία.

Inventory days + Receivables days - Payables days

Σχήμα 2.1: Κύκλος μετατροπής μετρητών



Τροποποίηση από: Richards and Laughlin (1980), σελ. 35

Είναι πιθανό να δημιουργηθεί "αρνητικό" κεφάλαιο κίνησης. Στην περίπτωση αυτή τα επίπεδα αποθέματος είναι χαμηλά, οι πωλήσεις εισπράττονται σε μετρητά (δημιουργώντας έτσι απαίτηση) και λαμβάνεται πίστωση από τους προμηθευτές.

Αυτή η δομή συναντάται στους λιανοπωλητές τροφίμων και παράγει μετρητά για την επιχείρηση, η οποία μπορεί να τα χρησιμοποιήσει για χρηματοδότηση ακινήτων και εξοπλισμού. Σε περιπτώσεις αυτοκινητοβιομηχανιών το κεφάλαιο είναι θετικό γιατί δεν υπάρχει αυτός ο όγκος μετρητών όπως στο λιανικό εμπόριο και οι απαιτήσεις δεν αποπληρώνονται άμεσα.

Πιο συγκεκριμένα οι λόγοι για τους οποίους το κεφάλαιο κίνησης θα πρέπει να είναι επαρκές σε ποσότητα, είναι ότι (Λαζαρίδης & Παπαδόπουλος, 2005):

Προστατεύει την επιχείρηση από δυσμενή αποτελέσματα μείωσης της αξίας των κυκλοφορούντων στοιχείων, όπως είναι οι επισφαλείς απαιτήσεις και οι υποτιμήσεις αποθεμάτων.

Δίνει την δυνατότητα στην επιχείρηση να πληρώνει έγκαιρα όλες της τρέχουσες υποχρεώσεις της και να μπορεί να επωφελείται των εκπτώσεων τοις μετρητοίς.

Εξασφαλίζει την διατήρηση της πιστοληπτικής ικανότητας της επιχείρησης και παρέχει στην επιχείρηση, τα αναγκαία μέσα για την αντιμετώπιση έκτακτων αναγκών, όπως τις συνέπειες φυσικών φαινομένων.

Επιτρέπει τη διατήρηση αποθεμάτων σε επαρκή επίπεδα, ώστε η επιχείρηση να βρίσκεται σε θέση να εξυπηρετεί ικανοποιητικά τις ανάγκες των πελατών της.

Δίνει την δυνατότητα παροχής ευνοϊκών όρων πίστωσης στους πελάτες της.

Δίνει την δυνατότητα στη διοίκηση να συντονίζει τις ενέργειες της σχετικά με τις απαιτήσεις των αγαθών ή των υπηρεσιών της, με αποτελεσματικό τρόπο, αποφεύγοντας καθυστερήσεις στην παραλαβή υλικών ή υπηρεσιών.

Η ύπαρξη επαρκούς κεφαλαίου κίνησης δίνει την ικανότητα στην επιχείρηση να αντεπεξέρχεται σε περιόδους οικονομικής ύφεσης ή κρίσης.

Παράλληλα, οι επιπτώσεις του υπερβάλλον κεφαλαίου κίνησης, είναι οι εξής (Λαζαρίδης & Παπαδόπουλος, 2005):

Το υπερβολικό κεφάλαιο κίνησης σημαίνει αδράνεια κεφαλαίων, τα οποία δεν αποφέρουν όφελος, καθώς δεν κερδίζουν την ορθή απόδοση των επενδύσεων τους. Όταν υπάρχει υπερβάλλον ποσό κεφαλαίου κίνησης, αυτό μπορεί να οδηγήσει σε περιττές αγορές και σε συσσώρευση αποθεμάτων, προκαλώντας περιπτώσεις απωλειών, κλοπών και καταστροφών.

Το υπερβολικό κεφάλαιο κίνησης συνεπάγεται, με αδρανή πιστωτική πολιτική συσσωρεύοντας υπερβολικά ποσά επισφαλών απαιτήσεων. Μπορεί να οδηγήσει σε συνολική αναποτελεσματικότητα των επιχειρήσεων. Επίσης, δημιουργεί κερδοσκοπικές συναλλαγές.

Ενώ οι επιπτώσεις για ανεπαρκές ποσό κεφαλαίου κίνησης, είναι οι εξής:

Το ποσοστό απόδοσης των επενδύσεων μειώνεται, με την έλλειψη του κεφαλαίου κίνησης, με αποτέλεσμα στασιμότητα ανάπτυξης της επιχείρησης. Οι επιχειρήσεις δύσκολα, αξιοποιούν τις ευνοϊκές συνθήκες της αγοράς, λόγω της μη διαθεσιμότητας των κεφαλαίων κίνησης.

Οι κίνδυνοι μικρών ή ανεπαρκών κεφαλαίων κίνησης, δημιουργούν προβλήματα στις επιχειρήσεις, μη μπορώντας να πληρώσουν τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις τους, στο απαιτητό χρόνο, κινδυνεύοντας να χάσουν τη φήμη τους και μη μπορώντας να πάρουν πιστωτικές διευκολύνσεις.

Γίνεται αδύνατο να χρησιμοποιήσουν αποτελεσματικά τα πάγια περιουσιακά στοιχεία λόγω μη διαθεσιμότητας των ρευστών διαθεσίμων.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3ο: ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΚΉ ΕΠΙΣΚΟΠΗΣΗ

Η βιβλιογραφία για την εταιρική χρηματοδότηση επικεντρώνεται παραδοσιακά στη μελέτη των μακροπρόθεσμων οικονομικών αποφάσεων όπως η δομή του κεφαλαίου, οι επενδύσεις, τα μερίσματα και η εταιρική αποτιμήσεις. Ωστόσο, ο Smith (1980) αναφέρει ότι η διαχείριση του κεφαλαίου κίνησης είναι σημαντική λόγω των επιπτώσεών της στην κερδοφορία και τους κινδύνους μιας επιχείρησης και κατά συνέπεια στην αξία της. Μετά από αυτή την επιχειρηματολογία, αρκετές μελέτες έχουν επικεντρωθεί στο πώς η μείωση των μέτρων του κεφαλαίου κίνησης βελτιώνει την επιχείρηση. Ωστόσο, σε αυτές τις μελέτες δόθηκε πολύ λιγότερη προσοχή στους καθοριστικούς παράγοντες της εργασίας. Το μεγαλύτερο μέρος των περιουσιακών στοιχείων μιας μικρομεσαίας επιχείρησης βρίσκεται στην πλευρά των κυκλοφορούντων περιουσιακών στοιχείων, ενώ οι τρέχουσες υποχρεώσεις αποτελούν μία από τις κύριες πηγές της εξωτερικής χρηματοδότησης, λόγω των οικονομικών περιορισμών που αντιμετωπίζουν (Whited, 1992; Fazzari and Petersen, 1993) και τις δυσκολίες που αντιμετωπίζουν για την απόκτηση χρηματοδότησης στο πλαίσιο του προγράμματος μακροπρόθεσμων κεφαλαιαγορών (Petersen and Rajan, 1997). Το αποκορύφωμα αυτής της επιχειρηματολογίας είναι ότι η διαχείριση του κεφαλαίου κίνησης μπορεί να είναι κρίσιμη για την επιβίωση και την ανάπτυξη των μικρών επιχειρήσεων, όπως παρατίθενται από τους Grablowsky (1984) και Kargar and Blumental (1994).

Για τη μέτρηση της διαχείρισης του κεφαλαίου κίνησης, αρκετές μελέτες έχουν χρησιμοποιήσει μέτρα με βάση τον Κύκλο Μετατροπής Μετρητών (Cash Conversion Cycle - CCC) (Soenen, 1993, Deloof, 2003, Padachi, 2006; Garcia-Teruel και Martinez-Solano, 2007a). Μεγαλύτερα CCC μπορούν να αυξήσουν τις πωλήσεις της εταιρείας και, κατά συνέπεια, την αποδοτικότητά τους, λόγω της μεγαλύτερων επενδύσεων σε αποθέματα, με αποτελέσματά να χορηγηθεί και μεγαλύτερη εμπορική πίστωση. Επιπλέον, οι εταιρείες μπορούν να λαμβάνουν σημαντική έκπτωση εάν προβούν σε άμεση αποπληρωμή των προμηθευτών τους.

Ωστόσο, η διατήρηση υψηλού CCC ενέχει επίσης και το λεγόμενο κόστος ευκαιρίας αν οι εταιρείες μειώσουν ή καταργήσουν κάποιες άλλες πιο παραγωγικές επενδύσεις για τη διατήρηση αυτού του επιπέδου.

Έχουν γίνει μελέτες σε Ισπανικές επιχειρήσεις όπου οι κεφαλαιαγορές είναι λιγότερο ανεπτυγμένες και οι τράπεζες διαδραματίζουν σημαντικό ρόλο (Schmidt and Tyrell, 1997). Σε αυτήν την περίπτωση, οι επιχειρήσεις χορηγούν περισσότερες εμπορικές πιστώσεις στους πελάτες τους και ταυτόχρονα να λαμβάνουν περισσότερα χρήματα από την τους προμηθευτές τους (Demiguc-Kunt and Maksimovic, 2002). Αυτό δείχνει ότι οι ισπανικές μικρομεσαίες επιχειρήσεις έχουν λιγότερες εναλλακτικές πηγές εξωτερικής χρηματοδότησης, πράγμα το οποίο τους καθιστά περισσότερο εξαρτημένους από τη βραχυπρόθεσμη χρηματοδότηση (García-Teruel και Martí'nez-Solano, 2007β), και ειδικότερα για τις εμπορικές πιστώσεις.

Τα ευρήματα αυτής της μελέτης δείχνουν ότι οι μικρομεσαίες επιχειρήσεις έχουν θέσει κάποιους στόχους ως προς το CCC και προσπαθούν να κάνουν τις κατάλληλες ενέργειες ώστε να προσαρμόσουν όσον το δυνατό πιο γρήγορα. Τα αποτελέσματα δείχνουν επίσης ότι παλαιότερα οι επιχειρήσεις και οι εταιρείες με μεγαλύτερες ταμειακές ροές διατηρούν μεγαλύτερο CCC, ενώ οι επενδύσεις σε πάγια περιουσιακά στοιχεία, οι ευκαιρίες ανάπτυξης, η μόχλευση και απόδοση των περιουσιακών στοιχείων (ROA) οδηγεί σε μικρότερη διάρκεια.

3.1 CASH HOLDINGS

Εμπειρικές μελέτες σχετικά με τους καθοριστικούς παράγοντες των ρευστών διαθεσίμων έχουν καταλάβει κεντρική θέση στη βιβλιογραφία εταιρικών οικονομικών. Η κατοχή μετρητών, σύμφωνα με τον Gill and Shah (2012) ορίζεται ως *μετρητά στο χέρι ή άμεσα διαθέσιμο για επενδύσεις σε φυσικά περιουσιακά στοιχεία και για διανομή στους επενδυτές*. Ρευστά διαθέσιμα ως εκ τούτου, θεωρούνται τα μετρητά ή ισοδύναμα τα οποία μπορούν εύκολα να μετατραπούν σε μετρητά. Στο πλαίσιο αυτό, η κατοχή μετρητών θα περιλαμβάνει μετρητά στο χέρι και την τράπεζα, σύντομη επένδυση σε χρήμα χρηματοπιστωτικού μέσου όπως τα έντοκα γραμμάτια του δημοσίου. Λόγω της σημασίας των μετρητών και της σημασίας τους στη διαχείριση του κεφαλαίου κίνησης, χρησιμοποιούνται διαφορετικές προσεγγίσεις για τον προσδιορισμό των παραγόντων που το επηρεάζουν. Η κατοχή μετρητών είναι με κόστος, το οποίο είναι το κόστος ευκαιρίας του κεφαλαίου που επενδύεται σε

ρευστοποιήσιμα στοιχεία ενεργητικού. Το πιθανό κέρδος που χάσαμε από την κατοχή μεγάλου ταμειακού υπολοίπου είναι ένα κόστος ευκαιρίας της εταιρεία.

Ο Adetifa (2005) παρατηρεί ότι το κόστος της κατοχής μετρητών είναι δύο κατηγοριών: το κόστος κατοχής υπερβολικών ρευστών διαθεσίμων, όπως το κόστος ευκαιρίας του διαφυγόντος τόκου, το κόστος αγοραστικής δύναμης μεταξύ άλλων και το κόστος ανεπαρκούς κατοχής μετρητών, συμπεριλαμβανομένου του κόστους της εταιρικής εικόνας, απώλεια μετρητών, έκπτωση στις αγορές και απώλεια επιχειρηματικών ευκαιριών.

Οι καθοριστικοί παράγοντες της εταιρικής διακράτησης μετρητών έχουν αποτελέσει αντικείμενο επεξήγησης στο πλαίσιο τριών θεωριών, συγκεκριμένα:

1. το μοντέλο ανταλλαγής απόψεων (Trade-off Model),
2. τη θεωρία των παραγγελιών (Pecking Order Theory) και
3. τη θεωρία της ελεύθερης ταμειακής ροής (Free Cash Flow Theory)

Σύμφωνα με τη θεωρία Trade-off, ορίστηκαν το βέλτιστο επίπεδο κατοχής μετρητών σταθμίζοντας το οριακό κόστος και τα οριακά οφέλη της κατοχής μετρητών (Afza & Adnan, 2007). Τα κύρια πλεονεκτήματα που συνδέονται με την κατοχή μετρητών περιλαμβάνουν τη μείωση της πιθανότητας χρηματοδότησης- αγωνία, επιδίωξη της βέλτιστης επενδυτικής πολιτικής, ακόμη και όταν πληρούνται οι οικονομικοί περιορισμοί, και - τη συμβολή της στην ελαχιστοποίηση του κόστους άντλησης εξωτερικών κεφαλαίων ή εκκαθάρισης των υπάρχοντων περιουσιακών στοιχείων.

Σύμφωνα με τους Ferreira και Vilela (2004), τα οφέλη από την κατοχή μετρητών είναι:

- i) η μείωση της πιθανότητας οικονομικής δυσπραγίας (financial distress) ,
- ii) να επιτρέπεται η άσκηση επενδυτικής πολιτικής όταν είναι χρηματοοικονομική οι περιορισμοί ικανοποιούνται και
- iii) να ελαχιστοποιούν το κόστος συγκέντρωσης εξωτερικών κεφαλαίων ή εκκαθάρισης υφιστάμενων.

Ενώ το οριακό κόστος της κατοχής μετρητών συνδέεται με το κόστος ευκαιρίας του κεφαλαίου λόγω της χαμηλής απόδοσης των ρευστών στοιχείων ενεργητικού.

Σύμφωνα με τη θεωρία της παραγγελίας (pecking order theory), ο Myers (1984) θεωρεί ότι οι επιχειρήσεις χρηματοδοτούν επενδύσεις με βάση την εξής σειρά: πρώτα διατηρώντας τα κέρδη, μετά με ασφαλές χρέος και επικίνδυνο χρέος, και τέλος με ίδια κεφάλαια. Όταν οι τωρινές λειτουργικές ταμειακές ροές επαρκούν για τη χρηματοδότηση νέων επενδύσεων, οι επιχειρήσεις ξεπληρώνουν τα χρέη και συσσωρεύουν μετρητά. Όταν τα αδιανέμητα κέρδη δεν επαρκούν για τη χρηματοδότηση των τρεχουσών επενδύσεων, οι επιχειρήσεις χρησιμοποιούν τη συσσώρευση μετρητών και, αν χρειαστεί, την έκδοση χρέους, ενώ η θεωρία των ελεύθερων ταμειακών ροών όπως εξηγείται από τον Jensen (1986) ότι τα διευθυντικά στελέχη έχουν κίνητρο να κατακρατήσουν μετρητά για να αυξήσουν το ποσό των περιουσιακών στοιχείων υπό τον έλεγχό τους και να αποκτήσουν διακριτική ευχέρεια ως προς την απόφαση επένδυσης. Με τα ρευστά διαθέσιμα, δεν χρειάζεται να αντλούν εξωτερικά κεφάλαια και να πραγματοποιούν επενδύσεις που έχουν αρνητικό αντίκτυπο στον πλούτο των μετόχων. Το συμπέρασμα των προτάσεων του έχει αποκλείσει την ανάγκη διατήρησης της βέλτιστης κατοχής μετρητών. Ο Pandey (2006) τονίζει ότι η επιχείρηση θα πρέπει να διατηρεί τη βέλτιστη κατοχή μετρητών.

Έχουν καταβληθεί προσπάθειες για τον εντοπισμό των καθοριστικών παραγόντων της κατοχής μετρητών, έχοντας κατά νου κάποια χαρακτηριστικά της επιχείρησης όπως το μέγεθος, οι δυνατότητες ανάπτυξης, οι χρηματιστηριακές ροές, οι ταμειακές ροές, η πληρωμή μερισμάτων, και οι λογαριασμοί εισπρακτέοι και πληρωτέοι, μεταξύ άλλων. Ως εκ τούτου, η μελέτη αυτή εξετάζει την συσχέτιση μεταξύ της μεταβλητής μετρητών ως εξαρτημένης μεταβλητής και των χαρακτηριστικών των επιχειρήσεων ως επεξηγηματικών μεταβλητών..

3.1.1 ΑΝΑΣΚΟΠΗΣΗ ΤΩΝ ΣΧΕΤΙΚΩΝ ΘΕΩΡΙΩΝ ΚΑΙ ΤΩΝ ΕΜΠΕΙΡΙΚΩΝ ΜΕΛΕΤΩΝ

Αρκετές μελέτες, που πραγματοποιήθηκαν στην αναπτυγμένη οικονομία και πρόσφατα σε δείγματα αναδύομένων αγορών, προσπάθησαν να απαντήσουν στο εξής ερώτημα: Γιατί οι επιχειρήσεις κρατούν μετρητά και τι καθορίζει τον όγκο τους χρησιμοποιώντας τα θεωρητικά μοντέλα του μοντέλου αντιστάθμισης (trade-off); (Myers 1977), το μοντέλο pecking order (Myers and Majluf 1984) και η θεωρία των ελεύθερων ταμειακών ροών (Free cash flow theory)(Jensen 1986). Χρησιμοποιώντας

τη θεωρία αντισταθμιστικών συναλλαγών (trade-off theory) στην περίπτωση κράτησης μετρητών, συνήχθη το συμπέρασμα ότι υπάρχει το βέλτιστο επίπεδο μετρητών που προκύπτει από τη στάθμιση των οριακών οφελών και δαπανών. Η κατοχή μετρητών παράγει κόστος και οφέλη και είναι πολύ σημαντική για τη χρηματοδότηση των ευκαιριών ανάπτυξης της επιχείρησης. Το σημαντικό όφελος της κατοχής μετρητών είναι ότι αποτελούν ένα ρυθμιστή ασφαλείας που επιτρέπει στις επιχειρήσεις να αποφύγουν το κόστος της εξωτερικής ανάληψης κεφαλαίων ή την εκκαθάριση υφιστάμενων περιουσιακών στοιχείων και η οποία επιτρέπει στις επιχειρήσεις να χρηματοδοτούν τις ευκαιρίες ανάπτυξής τους. Το ανεπαρκές ταμείο αναγκάζει τις επιχειρήσεις να εγκαταλείψουν επικερδή επενδυτικά σχέδια ή να υποστηρίξουν ασυνήθιστα υψηλά κόστη χρηματοδότησης.

Δύο βασικά κόστη συνδέονται με την κατοχή μετρητών. Αυτά τα κόστη εξαρτώνται από το αν οι διαχειριστές μεγιστοποιούν τον πλούτο των μετόχων ή όχι. Εάν οι αποφάσεις των διαχειριστών συμφωνούν με τα συμφέροντα των μετόχων, το μόνο κόστος της κατοχής μετρητών είναι η χαμηλότερη απόδοση σε σχέση με άλλες επενδύσεις του ίδιου κινδύνου. Εάν οι διαχειριστές δεν μεγιστοποιήσουν τον πλούτο των μετόχων, αυξάνουν την περιουσία τους σε μετρητά για να αυξήσουν τα περιουσιακά στοιχεία που είναι υπό τον έλεγχό τους έτσι ώστε να είναι σε θέση να αυξήσουν τα διευθυντικά τους στελέχη. Στην περίπτωση αυτή, το κόστος της κατοχής μετρητών θα αυξηθεί και θα συμπεριληφθεί το διαχειριστικό κόστος (agency cost).

Η θεωρία **Pecking order** (Myers and Majluf 1984) παρέχει εξηγήσεις σχετικά με τους καθοριστικούς παράγοντες των μετρητών, οδηγώντας στο συμπέρασμα ότι υπάρχει το βέλτιστο επίπεδο μετρητών. Χρησιμοποιείται ως ρυθμιστής μεταξύ διατηρούμενων κερδών και τις επενδυτικές ανάγκες. Σύμφωνα με αυτή τη θεωρία, το επίπεδο μετρητών θα ήταν απλώς το αποτέλεσμα της χρηματοδότησης και οι επενδυτικές αποφάσεις. Η έκδοση νέων μετοχών είναι πολύ δαπανηρή για τις επιχειρήσεις λόγω της ασυμμετρίας των πληροφοριών. Έτσι, οι επιχειρήσεις χρηματοδοτούν τις επενδύσεις τους κυρίως με εσωτερικά κεφάλαια, κατά δεύτερον με χρέος και τέλος με μετοχές. Έτσι, όταν οι λειτουργικές ταμειακές ροές είναι υψηλές, οι επιχειρήσεις τις χρησιμοποιούν για να χρηματοδοτήσουν νέα κερδοφόρα έργα, να εξοφλήσουν χρέη, να πληρώσουν μερίσματα και τελικά να συσσωρεύσουν μετρητά. Όταν τα αδιανέμητα κέρδη είναι ανεπαρκή για τη χρηματοδότηση νέων

επενδύσεων, οι επιχειρήσεις χρησιμοποιούν τα μετρητά τους, και στη συνέχεια στρέφονται στο δανεισμό.

Η Θεωρία **Ελεύθερων Ταμειακών Ροών** (Free Cash Flow Theory) (Jensen, 1986) εξηγεί ότι τα διευθυντικά στελέχη έχουν κίνητρο να αποταμιεύουν τα μετρητά για να αυξήσουν την ποσότητα των περιουσιακών στοιχείων που είναι υπό τον έλεγχό τους και να αποκτήσουν διακριτική εξουσία στην επιχείρηση για επενδυτικές αποφάσεις. Με την κατοχή μετρητών, δεν χρειάζεται να αντλούν εξωτερικά κεφάλαια και θα μπορούσαν αναλαμβάνουν επενδύσεις που έχουν αρνητικό αντίκτυπο στον πλούτο των μετόχων. Έτσι, η διαχείριση μπορεί να κρατήσει τα υπερβάλλον μετρητά απλώς και μόνο επειδή είναι αντίθετο προς τον κίνδυνο. Η πιθανότητα η διοίκηση να χρησιμοποιεί μετρητά για τους δικούς του στόχους, αυξάνει το κόστος των εξωτερικών κεφαλαίων, διότι οι ξένοι δεν γνωρίζουν αν η διοίκηση συγκεντρώνει μετρητά για να αυξήσει την αξία της επιχείρησης ή να επιδιώξει τους δικούς της στόχους. Τελικά, η διοίκηση μπορεί να συσσωρεύει μετρητά επειδή δεν επιθυμεί να κάνει πληρωμές στους μετόχους και θέλει να κρατήσει κεφάλαια μέσα στην επιχείρηση. Έχοντας τα μετρητά, ωστόσο, η διοίκηση πρέπει να βρει τρόπους να τα ξοδέψει και, κατά συνέπεια, επιλέγουν κακά έργα όταν δεν υπάρχουν αντίστοιχα καλά έργα (Opler, 1999).

Ο Nadiri (1969) πρωτοστάτησε στη μελέτη των χρηματικών διαθεσίμων με τη συλλογή στοιχείων από τον κατασκευαστικό τομέα των ΗΠΑ από το 1948 έως το 1964 για την εκτίμηση ενός μοντέλου σχετικά με το επιθυμητό επίπεδο των πραγματικών ταμειακών υπολοίπων. Τα αποτελέσματα έδειξαν ότι η ζήτηση για πραγματικά ρευστά διαθέσιμα καθορίζεται από την παραγωγή, το επιτόκιο, τον αναμενόμενο ρυθμό μεταβολής του γενικού επιπέδου τιμών και των τιμών συντελεστών. Campbell και Brendsel (1977), επεκτείνοντας τα ευρήματα του Nadiri (1969), πραγματοποίησε μια εμπειρική μελέτη με τη συλλογή δεδομένων από τις ΗΠΑ από διάφορες κατασκευαστικές εταιρείες από το 1953-1963 χρησιμοποιώντας την ανάλυση παλινδρόμησης Ordinary Least Square (OLS) για να εξετάσει τον αντίκτυπο των απαιτήσεων αντιστάθμισης της ισορροπίας στην κατοχή μετρητών. Κατέληξαν στο συμπέρασμα 'ότι οι απαιτήσεις αντισταθμιστικής ισορροπίας δεν είναι δεσμευτικές. Ακόμη στις ΗΠΑ, Opler et al. (1999) συγκέντρωσαν δεδομένα

κατά την περίοδο 1971 έως 1994, από 1048 αμερικανικές εταιρείες που διαπραγματεύονται στο Ηνωμένο Βασίλειο για να βρουν τους καθοριστικούς παράγοντες και τις επιπτώσεων των εταιρικών διαθεσίμων. Μέσω δοκιμών χρονικής σειράς, βρήκαν ότι οι επιχειρήσεις με ισχυρές ευκαιρίες ανάπτυξης και πιο επικίνδυνες ταμειακές ροές διατηρούν σχετικά υψηλές αναλογίες σε μετρητά σε σύνολο μη χρηματικών περιουσιακών στοιχείων. Οι επιχειρήσεις που έχουν τη μεγαλύτερη πρόσβαση στις κεφαλαιαγορές τείνουν να κατέχουν χαμηλότερες αναλογίες μετρητών σε σύνολο μη χρηματικών περιουσιακών στοιχείων. Ο Opler et al. (1999) διαπίστωσε επίσης ότι οι επιχειρήσεις οι οποίες έχουν ανοδική πορεία τείνουν να συγκεντρώνουν περισσότερα μετρητά.

Οι Ferreira και Vilela (2004) διερεύνησαν τους καθοριστικούς παράγοντες των εταιρικών διαθεσίμων με τη χρήση δείγματος από 400 επιχειρήσεις σε 12 χώρες της Οικονομικής και Νομισματικής Ένωσης (ONE) για την περίοδο 1987-2000. Τα αποτελέσματά τους υποδεικνύουν ότι η κατοχή μετρητών επηρεάζεται θετικά από την επενδυτική ευκαιρία που έχει τεθεί και τις ταμειακές ροές και επηρεάζονται αρνητικά από τη ρευστότητα, τη μόχλευση και το μέγεθος του περιουσιακού στοιχείου. Τραπεζικό χρέος και μετρητά συνδέονται αρνητικά, γεγονός που υποστηρίζει ότι μια στενή σχέση με τις τράπεζες επιτρέπει σε μια επιχείρηση να κρατήσει λιγότερα μετρητά για προληπτικούς λόγους. Ο Nguyen (2005) διερεύνησε την υπόθεση ότι τα ταμειακά διαθέσιμα έχουν προληπτικό κίνητρο και χρησιμεύουν για την άμβλυνση της μεταβλητότητας των λειτουργικών κερδών. Συγκέντρωσε δείγμα 9.168 παρατηρήσεων από το Χρηματιστήριο του Τόκιο για την περίοδο 1992-2003 και διαπίστωσε ότι οι τοποθετήσεις μετρητών συνδέονται θετικά με τον κίνδυνο της επιχείρησης, αλλά σχετίζονται αρνητικά με τον βιομηχανικό κίνδυνο. Επίσης, διαπίστωσε ότι η κατοχή μετρητών μειώνεται με το μέγεθος της επιχείρησης και του δείκτη χρέους και αυξάνεται με την κερδοφορία, τις προοπτικές ανάπτυξης και τη σχέση αποπληρωμής μερισμάτων. Στη Νέα Ζηλανδία, ο Hofmann (2006) εξέτασε τους καθοριστικούς παράγοντες των εταιρικών διαθεσίμων μη χρηματοοικονομικών επιχειρήσεων. Τα ευρήματά του υποδηλώνουν ότι οι κύριοι καθοριστικοί παράγοντες των εταιρικών ταμειακών διαθεσίμων εξαρτώνται από τις ευκαιρίες ανάπτυξης των επιχειρήσεων, τη μεταβλητότητα των ταμειακών τους ροών, τη μόχλευση, τις πληρωμές μερισμάτων, και τη διαθεσιμότητα του υποκατάστατου υγρού ενεργητικού. Ενώ οι δυνατότητες ανάπτυξης και η ποικιλομορφία των ταμειακών ροών σχετίζονται

θετικά με ταμειακά διαθέσιμα, μεγάλες πληρωμές μερισμάτων και ρευστά περιουσιακά στοιχεία ενώ τα υποκατάστατα δείχνουν χαμηλότερα διαθέσιμα μετρητών.

Ο Saddour (2006) χρησιμοποίησε ανάλυση παλινδρόμησης για να διερευνήσει τους καθοριστικούς παράγοντες της κατοχής μετρητών συλλέγοντας στοιχεία από 297 γαλλικές εταιρίες για μια περίοδο (1998-2002) με βάση τη θεωρία αντιστάθμισης και η Θεωρία Παραγγελιών.. Διαπίστωσε ότι οι γαλλικές επιχειρήσεις αυξάνουν το ύψος των μετρητών όταν οι δραστηριότητες τους είναι επικίνδυνες και τα επίπεδα της ταμειακής τους ροής είναι υψηλά και μειώνουν την αξία τους όταν είναι υψηλή η μόχλευση. Οι αναπτυσσόμενες εταιρείες διατηρούν υψηλότερα επίπεδα μετρητών από τις ώριμες εταιρείες. Για τις ανεπτυγμένες εταιρείες, υπάρχει μια αρνητική σχέση μεταξύ μετρητών και των ακόλουθων χαρακτηριστικών της εταιρείας: το μέγεθος, το επίπεδο των ρευστών διαθέσιμων και το βραχυπρόθεσμο χρέος. Το επίπεδο μετρητών των ανεπτυγμένων εταιρειών αυξάνεται ανάλογα με το μέγεθός τους, το ύψος των επενδύσεών τους και την καταβολή στους μετόχους τους με τη μορφή μερισμάτων ή επαναγοράς μετοχών και μειώνεται με την εμπορική πίστωση και τις δαπάνες τους για την έρευνα και ανάπτυξη.

Οι Afza και Adnan (2007) επικεντρώθηκαν στον προσδιορισμό του επιπέδου των εταιρικών διαθέσιμων μη χρηματοοικονομικών Πακιστανικών επιχειρήσεων, σε διαφορετικά μεγέθη επιχειρήσεων και σε διαφορετικές βιομηχανίες. Χρησιμοποίησαν σύνολο δεδομένων για την περίοδο 1998 έως 2005 για το μέγεθος της επιχείρησης, τις ευκαιρίες ανάπτυξης, τις ταμειακές ροές, το καθαρό κεφάλαιο κίνησης, τη μόχλευση, την αβεβαιότητα των ταμειακών ροών και τις πληρωμές μερισμάτων. Βρήκαν αρνητικές σχέσεις μεταξύ του δείκτη market-to-book, του καθαρού κεφαλαίου κίνησης, της μόχλευσης, των μερισμάτων και των διαθέσιμων και θετικές σχέσεις μεταξύ μεγέθους επιχείρησης, ταμειακών ροών και διαθέσιμων. Τα ευρήματά τους δείχνουν ότι το μέγεθος της επιχείρησης, οι ταμειακές ροές, η αβεβαιότητα των ταμειακών ροών, το καθαρό κεφάλαιο κίνησης και η μόχλευση επηρεάζουν σημαντικά τα μετρητά των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων στο Πακιστάν.

Οι Drobetz και Grüninger (2007) διερεύνησαν τους καθοριστικούς παράγοντες της διακράτησης μετρητών για ένα δείγμα 156 ελβετικών μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων μεταξύ 1995 και 2004. Μέσω της ανάλυσης παλινδρόμησης,

διαπίστωσαν ότι η εμπιστοσύνη των περιουσιακών στοιχείων και το μέγεθος της επιχείρησης σχετίζονται αρνητικά με τα εταιρικά διαθέσιμα. Οι πληρωμές μερίσματος και οι λειτουργικές ταμειακές ροές σχετίζονται θετικά με τα ταμειακά αποθέματα.

Επιπλέον, οι Drobetz και Grüninger βρήκαν μια θετική σχέση μεταξύ i) της δυαδικότητας του CEO και των συμμετοχών σε εταιρικά μετρητά και ii) μια μη σημαντική σχέση μεταξύ του μεγέθους του διοικητικού συμβουλίου και των εταιρικών ρευστών διαθεσίμων. Δηλαδή, η δυαδικότητα του Διευθύνοντος Συμβούλου οδηγεί σε σημαντικά υψηλότερα διαθέσιμα μετρητών και το μέγεθος του διοικητικού συμβουλίου δεν έχει επίδραση στις συμμετοχές σε εταιρικά διαθέσιμα.

Οι Hardin III et al. (2009) χρησιμοποίησαν δείγμα 1.114 παρατηρήσεων για 194 μετοχές ακίνητης περιουσίας επενδυτικών εταιρειών (REIT) από τις ΗΠΑ για την περίοδο 1998-2006. Μέσα από την ανάλυση παλινδρόμησης, διαπίστωσαν ότι οι χρηματιστηριακές συμμετοχές της REIT συνδέονται αντιστρόφως με τα κεφάλαια από εσωτερικές λειτουργίες, τη μόχλευση και την εσωτερική συμβουλή και συνδέονται άμεσα με το κόστος της εξωτερικής χρηματοδότησης και ευκαιρίες ανάπτυξης. Οι τοποθετήσεις σε μετρητά συνδέονται επίσης αρνητικά με την πρόσβαση στην πιστωτική γραμμή και χρήση. Τα αποτελέσματα υποδηλώνουν ότι οι διαχειριστές της REIT προτιμούν να κρατούν λίγα μετρητά για να μειώσουν τα προβλήματα της υπηρεσίας των ταμειακών ροών αυξάνοντας έτσι τη διαφάνεια και μειώνοντας το μελλοντικό κόστος του εξωτερικού κεφαλαίου.

Οι Isshaq, Bokrin και Onumah (2009) εξετάζουν την αλληλεπίδραση μεταξύ εταιρικής διακυβέρνησης, τη δομή της ιδιοκτησίας, τα μετρητά και την σταθερή αξία στο Χρηματιστήριο της Γκάνα. Το μέγεθος της εταιρείας διαπιστώθηκε ότι είναι θετικά και στατιστικά σημαντικά συνδεδεμένα με την τιμή των μετοχών μεταξύ των εταιρικών μεταβλητών διακυβέρνησης. Ωστόσο, δεν βρέθηκε μια σημαντική σχέση μεταξύ της ιδιοκτησίας και της τιμής της μετοχής. Τα αποτελέσματα δείχνουν επίσης ότι οι πρόσθετες μονάδες ταμειακών διαθεσίμων δεν έχουν στατιστικά σημαντική επίδραση στην τιμή της μετοχής. Τέλος, διαπιστώνεται ότι η μόχλευση και η μεταβλητότητα του εισοδήματος μπορεί να είναι σημαντικοί καθοριστικοί παράγοντες της τιμής των μετοχών.

Οι Megginson και Wei (2010) μελέτησαν τους καθοριστικούς παράγοντες της κατοχής μετρητών και την αξία των μετρητών σε ευρώ. Το μερίδιο αγοράς της Κίνας

ιδιωτικοποίησε τις επιχειρήσεις από το 1993 έως το 2007. Μέσα από την ανάλυση παλινδρόμησης, διαπίστωσαν ότι οι μικρότερες, πιο κερδοφόρες και υψηλής ανάπτυξης επιχειρήσεις κρατούν περισσότερα μετρητά. Χρέος και καθαρό κεφάλαιο κίνησης σχετίζονται αρνητικά με ταμειακά διαθέσιμα, ενώ τα μετρητά μειώνονται καθώς αυξάνεται η κρατική ιδιοκτησία.

Οι Chen και Mahajan (2010) διερεύνησαν την εταιρική ρευστότητα (cash holdings) σε 15 χώρες της Ευρωπαϊκής Ένωσης(ΕΕ) και 31 χώρες εκτός ΕΕ από το 1994 έως το 2004. Τα ευρήματά τους είναι τριπλάσια. Πρώτα, η εισαγωγή του ευρώ και η ίδρυση της Οικονομικής και Νομισματικής Ένωσης (ΟΝΕ) έχουν μειώσει την εταιρική ρευστότητα στην ΕΕ. Δεύτερον, τα μετρητά και τα χρέη είναι περισσότερο υποκατάστατα από την ΕΕ από ότι σε χώρες εκτός ΕΕ κατά τη μετάβαση στη νομισματική ένωση. Τέλος, οι μεταβλητές εταιρικής διακυβέρνησης όπως τα στενά κατοχυρωμένα μερίδια, τα δικαιώματα των αντιδιαχειριστών και τα δικαιώματα των πιστωτών είναι σημαντικοί καθοριστικοί παράγοντες για την επιχειρηματική ρευστότητα.

Οι Kim et al. (2011) εξέτασαν ένα πάνελ δεδομένων που συγκεντρώθηκε από 125 αμερικανικές εταιρείες εστιατορίων που διαπραγματεύονται στο Ηνωμένο Βασίλειο μεταξύ του 1997 και του 2008 και διαπίστωσε ότι οι επιχειρήσεις εστιατορίων με μεγαλύτερες επενδυτικές ευκαιρίες τείνουν να κρατούν περισσότερα μετρητά. Ταυτόχρονα, οι μεγάλες επιχειρήσεις εστιατορίων, οι επιχειρήσεις που διαθέτουν ρευστά περιουσιακά στοιχεία εκτός από τα μετρητά, οι επιχειρήσεις με υψηλότερες κεφαλαιουχικές δαπάνες και οι εταιρείες που πληρώνουν μερίσματα αποδείχθηκαν ότι κατέχουν λιγότερα μετρητά. Επίσης ανέφεραν ότι τόσο τα προληπτικά όσο και τα κίνητρα συναλλαγών διαδραματίζουν σημαντικό ρόλο εξηγώντας τους καθοριστικούς παράγοντες των χρηματικών διαθεσίμων για τις επιχειρήσεις εστιατορίων.

Οι Rizwan και Javed (2011) συγκέντρωσαν στοιχεία από 300 πακιστανικές επιχειρήσεις που είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο του Καράτσι (KSE) κατά την περίοδο 1998 έως 2007. Οι συντάκτες διαπίστωσαν ότι η κατοχή μετρητών των επιχειρήσεων αυξάνονται με την αύξηση της ταμειακής ροής και της σχέσης market-to-book. Βρήκαν επίσης ότι το καθαρό κεφάλαιο κίνησης και η μόχλευση συνδέονται αρνητικά με τις εταιρικές ταμειακές διακρατήσεις των Πακιστανικών επιχειρήσεων.

Σύμφωνα με τη βιβλιογραφία, η επίπτωση της μόχλευσης στα ρευστά διαθέσιμα μπορεί να είναι διφορούμενη. Πρώτα απ' όλα, ο Baskin (1987) υποστηρίζει ότι το κόστος ευκαιρίας των ρευστών διαθέσιμων αυξάνεται όταν αυξάνεται η μόχλευση. Επιχειρήσεις με υψηλότερο επίπεδο ανεξόφλητων χρεών μπορεί επίσης να έχουν υψηλότερη ικανότητα αύξησης του εξωτερικού κεφαλαίου (Ferreira & Vilela, 2004). Ως εκ τούτου, επιχειρήσεις με μεγαλύτερη μόχλευση θα κρατούν λιγότερα μετρητά. Αντίθετα, τα υψηλότερα επίπεδα μόχλευσης αυξάνουν επίσης τη δυνατότητα οικονομικής δυσφορίας. Για να μειωθεί ο κίνδυνος πτώχευσης, οι επιχειρήσεις ενδέχεται να αυξάνουν τα επίπεδα των ταμειακών ροών όταν αυξάνεται η μόχλευση, γεγονός που υποδηλώνει ότι εταιρείες με υψηλότερη μόχλευση κατέχουν περισσότερα μετρητά (Ferreira & Vilela, 2004).

3.2 WORKING CAPITAL MANAGMENT

Ο Jose et al. (1996) εξέτασε τη σχέση μεταξύ του CashCon-(Cycles) (κύκλος μετατροπής μετρητών) και την κερδοφορία της επιχείρησης σε εφτά(7) βιομηχανίες για περίπου είκοσι χρόνια μεταξύ 1974-1993. Συμπέραναν ότι η αποτελεσματική διαχείριση κεφαλαίου εργασίας (δηλαδή χαμηλότερο CCC) συνεπάγεται με υψηλότερη κερδοφορία σε ορισμένες βιομηχανίες (π.χ., φυσικοί πόροι, βιομηχανία, υπηρεσία, λιανική / χονδρική και επαγγελματικές υπηρεσίες) αλλά όχι σε όλες τις βιομηχανίες. Οι Shin and Soenen (1998) υποστηρίζουν επίσης την ισχυρή αρνητική σχέση μεταξύ του καθαρού κύκλου εργασιών μιας επιχείρησης, το οποίο είναι μικρότερο από το CCC, και της κερδοφορίας. Επιπλέον, ανέφεραν ότι ένας μικρότερος καθαρός κύκλος εργασιών μπορεί να προκαλέσει υψηλότερες αποδόσεις των μετοχών, τονίζοντας το σημασία της διαχείριση κεφαλαίου κίνησης για τη δημιουργία αξίας μετοχών.

Ακόμα οι García-Teruel και Martínez-Solano (2007) διατύπωσαν την ιδιαίτερη σημασία της διαχείρισης του κεφαλαίου κίνησης σε μικρομεσαίες επιχειρήσεις στον κλάδο της εστίασης και συγκεκριμένα σε αυτόν των εστιατορίων. Κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι οι μικρομεσαίες επιχειρήσεις διακρίνονται από οικονομικό περιορισμό, συγκριτικά με τη μέση επιχείρηση σε αυτό τον κλάδο. Τα ευρήματά τους έδειξαν ότι υπάρχει μεγάλη σχέση μεταξύ του CCC και της κερδοφορίας (Jose et al., 1996, Wang, 2002; García-Teruel και Martínez-Solano, 2007, DongandSu, 2010; Baúnos-Caballero et al., 2014), ενώ ο Deloof (2003), στην έρευνα του σε 1009 μεγάλες βελγικές επιχειρήσεις μεταξύ του 1992 και του 1996, δεν κατέληξε στο ίδιο

συμπέρασμα, δηλαδή ότι υπάρχει σημαντική σχέση μεταξύ CCC και της κερδοφορίας.

Περαιτέρω, ένα χαμηλό επίπεδο κεφαλαίου κίνησης μπορεί να επιδεινώσει την επιχείρηση (Blinder and Maccini, 1991). Για παράδειγμα, αν μια επιχείρηση διατηρεί ένα χαμηλό επίπεδο αποθεμάτων θα πρέπει να αγοράζει μικρές ποσότητες με μεγαλύτερη συχνότητα, γεγονός που αυξάνει τα έξοδα προμήθειας και η επιχείρηση δεν μπορεί να αποκτήσει επαρκή έκπτωση από τους προμηθευτές. Σε τέτοιες περιπτώσεις οι επιχειρήσεις έρχονται συνήθως αντιμέτωπες και με τον κίνδυνο να αγοράσουν πρώτες ύλες ή εμπορεύματα τα οποία δεν θα είναι τόσο καλής ποιότητας ή θα έχουν υψηλό κόστος αγοράς. Επιπλέον, είναι δύσκολο για την επιχείρηση να διατηρώντας υψηλά κέρδη που θα την καθιστούν αυτόματα και βιώσιμη, εξαιτίας των απροσδόκητων δυνητικών επιχειρηματικών ζημιών που προκύπτουν από τον κύκλο εργασιών της αλλά και λόγω έλλειψης προϊόντων (Blinder and Maccini, 1991). Ομοίως, ο Wang (2002) επεσήμανε το φαινόμενο αντισταθμίσεων. Πιο συγκεκριμένα ανέφερε ότι αν σε μια επιχείρηση τα επίπεδα των αποθεμάτων είναι πολύ χαμηλά, ενδέχεται να χάσει μέρος από τις επικείμενες πωλήσεις της, ή να φανεί αναξιόπιστη ως προς τον χρόνο παράδοσης των εμπορευμάτων λόγω εξαιτίας του χαμηλού αποθέματος πρώτων υλών που διατηρεί στις αποθήκες της.

Είναι επίσης γνωστό ότι οι πιστωτικές πολιτικές(πιστώσεις) είναι πολύ μικρές στις σχέσεις μεταξύ πελατών και προμηθευτών. Μια επιχείρηση μπορεί να επιτύχει υψηλότερες πωλήσεις και να ενισχύσει τις σχέσεις με τους πελάτες της, προσφέροντας γενναιόδωρες πιστωτικές πολιτικές (Long et al., 1993, DeLoof and Jegers, 1996, Shah, 2009). Πράγματι, πολλές εταιρείες, μέσω των πιστωτικών καρτών προσφέρουν ειδικές προσφορές που ενθαρρύνουν τους πελάτες να διαθέσουν περισσότερα χρήματα για την αγορά ενός προϊόντος. Ειδικότερα στον κλάδο των εστιατορίων, οι σχέσεις με τους προμηθευτές είναι σημαντικές και παίζουν καθοριστικό ρόλο, επειδή η ποιότητα των τροφίμων είναι ένας από τους κύριους λόγους για την καλή εξυπηρέτηση των πελατών τους. Οι προμηθευτές των επιχειρήσεων έχοντας ένα υψηλό απόθεμα σε μετρητά έχουν την δυνατότητα να προσφέρουν μεγαλύτερο όγκο σε αποθέματα στις επιχειρήσεις με τις οποίες συνεργάζονται και σαν κίνητρο προς τις επιχειρήσεις αυτές, να δίνουν μεγαλύτερες εκπτώσεις σε όποιους πελάτες πληρώσουν έγκαιρα το μεγαλύτερο μέρος του ποσού

οφειλής ή και αποπληρωμή του, χωρίς να υπερβαίνουν τις συμφωνηθείς ημερομηνίες καταβολής.

Σύμφωνα με τα παραπάνω καταλήγουμε στο συμπέρασμα ότι όταν οι εισπρακτέοι λογαριασμοί (AR) κινούνται σε χαμηλά επίπεδα και τα επίπεδα των πληρωτέων λογαριασμών είναι πολύ υψηλά τότε αυτόματα δημιουργούνται δυσκολίες στις λειτουργικές επιδόσεις μιας επιχείρησης.

Πρόσφατα, οι Banos-Caballero et al. (2014) υποστήριξαν ότι υπάρχει μια ανεστραμμένη σχέση του σχήματος U μεταξύ του καθαρού εμπορικού κύκλου της επιχείρησης

$$((\text{εισπρακτέοι λογαριασμοί} / \text{πωλήσεις}) \times 365 + (\text{αποθέματα} / \text{πωλήσεις}) \times 365 - (\text{πληρωτέοι λογαριασμοί} / \text{πωλήσεις}) \times 365)$$

και

$$(Q = (\text{αγοραία αξία μετοχών} + \text{λογιστική αξία χρέους}) / \text{λογιστική αξία του περιουσιακού στοιχείου}).$$

Πρότειναν ότι μια επιχείρηση πρέπει να αυξήσει τις επενδύσεις σε εισπρακτέους λογαριασμούς και αποθέματα για αυξήσει τις πωλήσεις όταν ο καθαρός κύκλος πωλήσεων είναι πολύ μικρός. Ωστόσο, η επίδραση του καθαρού κύκλου πωλήσεων στην εταιρική απόδοση μπορεί να γίνει αρνητικός σε κάποια χρονική στιγμή, όταν ο καθαρός κύκλος πωλήσεων είναι πολύ μεγάλος. Έτσι, οι διαχειριστές πρέπει να βρουν και να διατηρούν ένα βέλτιστο επίπεδο των εισπρακτέων λογαριασμών, των πληρωτέων λογαριασμών και των αποθεμάτων ώστε να μπορεί να μεγιστοποιήσει την αξία της επιχείρησης. Αυτή η διαπίστωση από τους Banos-Caballero et al. (2014) εστίασε κυρίως στον κλάδο των εστιατορίων όπου πολλές, οικονομικά περιορισμένες, εταιρείες εστιατορίων έχουν χαμηλό επίπεδο κεφαλαίου κίνησης, το οποίο μπορεί να επηρεάσει αρνητικά τις λειτουργικές επιδόσεις. Παρά τα ευρήματα αυτά, η μελέτη τους δεν μπορεί να περιγράψει τη συνολική εικόνα του κεφαλαίου κίνησης, δεδομένου ότι δεν συμπεριέλαβε τα επίπεδα των μετρητών των επιχειρήσεων στο καθαρό μοντέλο του κύκλου πωλήσεων. Για παράδειγμα, εάν οι επιχειρήσεις διατηρούν πολλά μετρητά με μικρό καθαρό κύκλο εργασιών, η σχέση μεταξύ καθαρού κύκλου εργασιών και των επιδόσεων των εταιρειών δεν θα είναι ίδια καθώς οι επιχειρήσεις κατέχουν μικρά ποσά μετρητών. Επιπλέον, η αγοραία αξία

μιας επιχείρησης δεν καθορίζεται μόνο από τα επιχειρησιακά αποτελέσματα με τη χρήση παραμέτρων όπως λογαριασμούς εισπρακτέους, λογαριασμούς πληρωτέους και αποθέματα.

Αντ' αυτού μπορεί να επηρεαστεί από πολλές άλλες μη επιχειρησιακές πτυχές, όπως π.χ. τα μερίσματα, την ιδιοκτησία, το R & D και τις συνθήκες της χρηματοπιστωτικής αγοράς. Δηλαδή, προκειμένου να καταγραφούν πλήρως οι άμεσες επιπτώσεις των λειτουργικών πτυχών (δηλ. λειτουργική αποτελεσματικότητα) και των πτυχών ρευστότητας (δηλ. οικονομικοί κίνδυνοι) σε συγκεκριμένες επιδόσεις, η μελέτη αυτή χρησιμοποίησε κεφάλαιο κίνησης και λειτουργική κερδοφορία (ROA) και όχι τον **καθαρό κύκλο συναλλαγών (ή Cash Κύκλος μετατροπής)** και την αγοραία αξία των επιχειρήσεων.

Με βάση το παραπάνω σκεπτικό είναι πιθανότερο να υπάρχει μια μη γραμμική σχέση μεταξύ του κεφαλαίου κίνησης μιας επιχείρησης και της κερδοφορίας. Συγκεκριμένα, η σχέση θα είναι θετική για τις επιχειρήσεις με αρνητικό κεφάλαιο κίνησης και η σχέση θα είναι αρνητική για επιχειρήσεις με θετικό κεφάλαιο κίνησης στον κλάδο των εστιατορίων. Σύμφωνα με τα αποτελέσματα προηγούμενων μελετών, όπως το Baños-Caballero et al. (2014), υποθέτουμε μια καμπυλόγραμμη (δηλ. ανεστραμμένη σχήματος U) σχέση μεταξύ του κεφαλαίου κίνησης των επιχειρήσεων εστιατορίων και της κερδοφορίας, γεγονός που υποδηλώνει την ύπαρξη βέλτιστου κεφαλαίου κίνησης επίπεδο.

Υπόθεση 1. Το κεφάλαιο κίνησης μιας επιχείρησης εστιατορίου η κερδοφορία της έχει μια ανεστραμμένη σχέση σχήματος U.

Υπόθεση 2. Εάν το κεφάλαιο κίνησης μιας επιχείρησης εστιατορίου είναι θετικό, το κεφάλαιο κίνησης της επιχείρησης θα έχει αρνητική επίδραση στο κεφάλαιό της κερδοφορία (ROA).

Υπόθεση 3. Εάν το κεφάλαιο κίνησης μιας επιχείρησης εστιατορίου είναι αρνητικό, το κεφάλαιο κίνησης της επιχείρησης θα επηρεάσει θετικά την κερδοφορία της (ROA).

Τα ρευστά διαθέσιμα αρκετών επιχειρήσεων είχαν τραβήξει μεγάλη προσοχή λόγω της πρόσφατης αύξησης της κατοχής μετρητών από εταιρείες των ΗΠΑ (Bates et al., 2009). Τα μετρητά από την μία έχουν την ιδιότητα του ρευστού που κάθε επιχείρηση

επιδιώκει να έχει, αλλά είναι το λιγότερο κερδοφόρο περιουσιακό στοιχείο. Εάν τα ρευστά μιας εταιρίας είναι σε καλό- υψηλό επίπεδο, δεν είναι σοφό να αποταμιεύονται επιπλέον μετρητά λόγω του κόστους ευκαιρίας το οποίο μπορεί σε αρκετές περιπτώσεις να είναι πολύ υψηλό, επομένως να αξίζει να γίνει μια επένδυση από το να υπάρχει το συγκεκριμένο ποσό με την μορφή μετρητών στα ταμεία τη επιχείρησης. Ενώ σε αντίθετες περιπτώσεις μπορεί να είναι καλύτερο σαν επιλογή να μην δαπανηθούν τα μετρητά, ώστε η επιχείρηση να είναι σε θέση να αντιμετωπίσει τυχόν κινδύνους που προκαλεί η οικονομική αβεβαιότητα. Με λίγα λόγια τα μετρητά είναι το κλειδί στη διαχείριση της ρευστότητας της κάθε επιχείρησης.

Η θεωρία του κόστους συναλλαγών εξηγεί ότι οι επιχειρήσεις κατέχουν επιπλέον μετρητά για περιορίσουν το κόστος συναλλαγών (Keynes, 1934). Εάν μια επιχείρηση δεν έχει αρκετά χρήματα για να πληρώσει τους λογαριασμούς της, πρέπει να δανειστεί χρήματα από εξωτερικές πηγές χρηματοδότησης έως ότου μπορεί να μετατρέψει τα μη χρηματικά περιουσιακά στοιχεία σε μετρητά, γεγονός που προκαλεί πρόσθετα έξοδα τόκων και έξοδα συναλλαγής. Γενικά, οι μικρότερες επιχειρήσεις είναι πιο πιθανό να κρατούν επιπλέον μετρητά από ό, τι μεγαλύτερες επιχειρήσεις δεδομένου ότι οι μικρότερες επιχειρήσεις εκτίθενται περισσότερο σε λειτουργικούς και χρηματοοικονομικούς κινδύνους (Opler et al., 1999, Kimetal., 1998, FazzariandPetersen, 1993). Εν ολίγοις, το κόστος συναλλαγής ποικίλλει ανάλογα με την ποσότητα των ρευστών διαθέσιμων (στοιχεία ενεργητικού) που κατέχει μια επιχείρηση, το κόστος συγκέντρωσης εξωτερικών κεφαλαίων, το μέγεθος του Κύκλου Μετατροπής Κεφαλαίων (CCC) και της οικονομικής ισχύος του (Opler et al., 1999). Αυτό εξηγεί και την κατοχή επιπλέον μετρητών ως στοιχείο μελλοντικών επενδύσεων (Bates et al., 2009; Han andQiu, 2007 · Almeidaetal., 2004 · Keynes, 1934).

Όταν μια επιχείρηση δεν διαθέτει αρκετά μετρητά ή ρευστοποιήσιμα περιουσιακά στοιχεία, κινδυνεύει όλο και περισσότερο να χάσει ευκαιρίες για επενδύσεις σε κερδοφόρα έργα. Έτσι, οι επιχειρήσεις τείνουν να κατέχουν επιπλέον μετρητά όταν οι διαχειριστές αναμένουν περισσότερες επενδυτικές ευκαιρίες στο κοντινό μέλλον. Η θεωρία του κόστους συναλλαγής και τα προληπτικά κίνητρα εξηγούν τα κίνητρα κατοχής ρευστών διαθέσιμων από τις εταιρείες ανάλογα με τις διαφορετικές προοπτικές που υπάρχουν στην αγορά. Τα μετρητά λειτουργούν ως ρυθμιστικό στοιχείο ενάντια στο μειονέκτημα της έλλειψης ρευστότητας. Οι Campbell και Shiller (2001) και οι Irvine και Pontiff (2009) διαπίστωσαν ότι οι επιχειρήσεις

κατέχουν περισσότερα ρευστά περιουσιακά στοιχεία όταν η μεταβλητότητα του cash flow είναι υψηλή. Οι Bates et al. (2009) διερεύνησαν τους κινδύνους που ενέχουν οι ταμειακές ροές σε επιχειρήσεις των ΗΠΑ μεταξύ 1980 και 2006. Απέδειξαν ότι το επίπεδο της ρευστότητας μιας επιχείρησης αυξάνεται όταν η ταμειακή της ροή έχει μεγαλύτερο ρίσκο ενώ τα αποθέματα και οι εισπρακτέοι λογαριασμοί μειώνονται. Οι Bates et al. (2009) αποκάλυψαν τις εξής τέσσερις σημαντικές μεταβλητές που εξηγούν τις αλλαγές στα ταμειακά διαθέσιμα μιας επιχείρησης: κεφάλαιο κίνησης, μεταβλητότητα ταμειακών ροών, τις κεφαλαιουχικές δαπάνες και το R&D.

Η σχέση μεταξύ της ικανότητας μιας επιχείρησης να παράγει μετρητά από την λειτουργία της και το επίπεδο των πραγματικών μετρητών είναι σημαντικό στην κατανόηση της διαχείρισης κεφαλαίου κίνησης μιας επιχείρησης. Ειδικότερα, αυτή η σχέση είναι σημαντική για τον κλάδο εστιατορίων δεδομένου ότι πολλές επιχειρήσεις είναι αντιμέτωπες με οικονομικούς περιορισμούς. Οι εταιρείες εστιατορίων μπορούν να μετατρέψουν μη-ταμειακά διαθέσιμα σε μετρητά σε μετρητά, με γρηγορότερους ρυθμούς συγκριτικά με άλλες βιομηχανίες, όπως οι κατασκευαστικές ή η λιανική / χονδρική πώληση. Επομένως, οι επιχειρήσεις εστιατορίων δεν πρέπει να κατέχουν επιπλέον μετρητά για να μειώσουν το κόστος ευκαιρίας εάν είναι σε θέση να δημιουργήσουν μετρητά από την λειτουργία τους. Αντίστροφα, οι επιχειρήσεις χρειάζονται επιπλέον μετρητά για να αποφύγουν τον κίνδυνο των απροσδόκητων βραχυπρόθεσμων ταμειακών διακυμάνσεων, αν και τα μετρητά αυξάνουν το κόστος ευκαιρίας. Με άλλα λόγια, οι δυνατότητες δημιουργίας εσωτερικών μετρητών για επιχειρήσεις εστιατορίων μπορούν να μειώσουν το ρόλο των μετρητών ως αποθεματικό έναντι του κινδύνου ρευστότητας. Έτσι, είναι δυνατόν να χρησιμοποιηθεί το επίπεδο μετρητών μιας επιχείρησης εστιατορίου ως γνώμονας για να διαπιστωθεί η ικανότητα των επιχειρήσεων τους να δημιουργούν μετρητά στο διαχείρισης κεφαλαίου κίνησης μέσα από την δραστηριότητα τους. Από αυτή την άποψη, εάν μια επιχείρηση εστιατορίου διατηρεί θετικό κεφάλαιο κίνησης με θετικά επίπεδα μετρητών, μπορεί να ερμηνευθεί ότι η επιχείρηση ενδεχομένως έχει μια μικρή ικανότητα να δημιουργεί μετρητά από άλλες λειτουργίες.

Σε τέτοιες περιπτώσεις, η επιχείρηση θα προσπαθήσει να κρατήσει και να αυξήσει επιπλέον μετρητά για την αποφυγή απροσδόκητων ταμειακών πτώσεων. Με άλλα λόγια, οι επιχειρήσεις αυτές δίνουν περισσότερη προσοχή σε μετρητά απ ότι σε μη ρευστά περιουσιακά στοιχεία, δεδομένου ότι τα μετρητά είναι πιο εύκολα

μετατρέψιμα και αξιόπιστα περιουσιακά στοιχεία. Ως εκ τούτου, όταν μια επιχείρηση έχει τόσο θετικό κεφάλαιο κίνησης όσο και θετικό επίπεδο ρευστότητας, το κεφάλαιο κίνησης θα επιβαρυνθεί με πρόσθετα έξοδα ευκαιρίας όσο αυξάνονται τα επίπεδα των μετρητών, το οποίο έχει αρνητική επίπτωση στην κερδοφορία. Έτσι, η αρνητική σχέση μεταξύ κεφαλαίου κίνησης και κερδοφορίας, που προτάθηκε στην Υπόθεση 2, θα είναι μεγαλύτερη. Αντίθετα, μια επιχείρηση εστιατορίου με θετικό κεφάλαιο κίνησης, αλλά αρνητικά επίπεδα μετρητών, σημαίνει θετικό επίπεδο μη χρηματικών περιουσιακών στοιχείων (π.χ. απογραφή) κεφαλαίου κίνησης. Τέτοιες εταιρείες εστιατορίων αναμένεται να έχουν μια καλή ικανότητα παραγωγής εσωτερικών ταμειακών ροών. Αυτό σημαίνει ότι ένα αρνητικό επίπεδο μετρητών δεν είναι προβληματικό, επειδή τα μη χρηματικά περιουσιακά στοιχεία μπορεί να μετατραπούν γρήγορα σε μετρητά για να αποπληρωθούν τα βραχυπρόθεσμα χρέη. Τέτοιες εταιρείες εστιατορίων θα κατέχουν περισσότερα αποθέματα και λογαριασμούς εισπρακτέους ή πληρωτέου ώστε να αυξήσουν την απόδοση της λειτουργίας, αντί να κρατάει περισσότερα μετρητά. Ως εκ τούτου, όταν μια επιχείρηση στον κλάδο των εστιατορίων με θετικό κεφάλαιο κίνησης και ένα αρνητικό επίπεδο μετρητών αποφασίζει να αυξήσει το κεφάλαιο κίνησης, αυξάνει τα μη χρηματικά διαθέσιμα αντί για μετρητά. Ως αποτέλεσμα, θα αυξηθεί το κεφάλαιο κίνησης επηρεάζοντας θετικά τις λειτουργικές επιδόσεις λόγω του οφέλους της από τις εκπτώσεις των προμηθευτών, τις γενναιόδωρες πιστωτικές πολιτικές και τις εκπτώσεις για πρόωρη πληρωμή. Έτσι, για μια επιχείρηση εστιατορίου με θετικό κεφάλαιο κίνησης και ένα αρνητικό επίπεδο μετρητών, έχει ως συνέπεια η αρνητική σχέση μεταξύ το κεφάλαιο κίνησης και κερδοφορίας (Υπόθεση 2) να βελτιωθεί ενώ αυξάνεται το κεφάλαιο κίνησης. Ως εκ τούτου, προέκυψε ότι το επίπεδο των μετρητών διαδραματίζουν έναν μετριοπαθές ρόλο στη σχέση εργασίας κεφαλαίου και κερδοφορίας όπως υποτίθεται παρακάτω: Υπόθεση 4. Εάν το κεφάλαιο εργασίας του εστιατορίου είναι θετικό, η αρνητική σχέση μεταξύ κεφαλαίου κίνησης και κερδοφορίας θα διαφέρει σημαντικά ανάλογα με το επίπεδο ρευστότητας (θετικό ή αρνητικό).

Ομοίως, όταν μια επιχείρηση εστιατορίου έχει αρνητικό κεφάλαιο κίνησης αλλά ένα θετικό επίπεδο ρευστότητας οι λειτουργίες της επιχείρησης έχουν αναποτελεσματικά μετρητά δημιουργώντας δυνατότητες. Αυτές οι επιχειρήσεις εστιατορίων πρέπει να είναι προσεκτικές όσον αφορά τη διατήρηση αποθεμάτων, τη διατήρηση αυστηρότερων πιστωτικών πολιτικών, ή βασίζοντας περισσότερο στην πίστωση των

προμηθευτών λόγω των υψηλών κινδύνων ρευστότητας από την μη ικανότητα δημιουργίας ταμειακών ροών. Συνεπώς, αν αυτές οι επιχειρήσεις μπορούν να αυξήσουν το κεφάλαιο κίνησης, είναι πολύ πιθανό να αυξήσουν μετρητά αντί για μη χρηματικά περιουσιακά στοιχεία. Αυτά τα αυξημένα μετρητά θα δημιουργήσουν πρόσθετο κόστος ευκαιρίας, το οποίο επηρεάζει αρνητικά την κερδοφορία. Ως εκ τούτου, για τις επιχειρήσεις εστιατορίων με αρνητικό κεφάλαιο κίνησης και θετικά επίπεδα μετρητών τη θετική σχέση μεταξύ κεφαλαίου κίνησης και κερδοφορίας, που αναφέρθηκε στην Υπόθεση 3, θα μειώνονται όσο αυξάνονται τα κεφάλαια κίνησης. Από την άλλη πλευρά, αν μια επιχείρηση εστιατορίου έχει αρνητικό κεφάλαιο κίνησης και αρνητικό επίπεδο ρευστότητας η λειτουργικότητα της επιχείρησης μπορεί να έχει είτε καλές είτε κακές δυνατότητες δημιουργίας ταμειακών ροών. Αρχικά, όταν μια επιχείρηση έχει καλές εσωτερικές ικανότητες δημιουργίας ταμειακών ροών θα προσπαθήσει να διατηρήσει επαρκείς επενδύσεις μη χρηματικών περιουσιακών στοιχείων. Εάν η επιχείρηση μπορεί να αυξήσει το κεφάλαιο κίνησης, θα αυξήσει τα μη χρηματικά περιουσιακά στοιχεία και όχι τα μετρητά. Με τον τρόπο αυτό, η αύξηση του κεφαλαίου κίνησης θα επηρεάσει θετικά την κερδοφορία. Ως εκ τούτου, η θετική σχέση μεταξύ κεφαλαίου κίνησης και κερδοφορίας, που προτείνεται στην Υπόθεση 3, θα βελτιωθούν. Ωστόσο, εάν μια επιχείρηση εστιατορίου έχει μικρές εσωτερικές ταμειακές ροές, τότε βρίσκεται σε σοβαρό πρόβλημα, πράγμα που σημαίνει ότι δεν είναι εύκολο να αυξήσει το κεφάλαιο κίνησης. Πιστεύουμε ότι αν μια επιχείρηση αντιμετωπίζει αυτό το είδος της κατάστασης, με το αρνητικό κεφάλαιο κίνησης, τα αρνητικά επίπεδα μετρητών και τις κακές εσωτερικές ικανότητες δημιουργίας ταμειακών ροών θα είναι δύσκολο να επιβιώσει στην ανταγωνιστική βιομηχανία εστιατορίων. Έτσι, βάσει των παραπάνω υποθέσεων για εστιατόρια με αρνητικό κεφάλαιο κίνησης, υποθέτουμε τα εξής: Υπόθεση 5. Εάν το κεφάλαιο κίνησης μιας επιχείρησης εστιατορίου είναι αρνητικό, η θετική σχέση μεταξύ κεφαλαίου κίνησης και κερδοφορίας θα διαφέρουν σημαντικά ανάλογα με το επίπεδο των μετρητών (θετικό ή αρνητικό).

Από την εργασία των Modigliani και Miller (1958), που δείχνει ότι η οικονομική δομή μιας επιχείρησης δεν συνδέεται με τις επενδύσεις, η βιβλιογραφία για τις επενδυτικές αποφάσεις επεκτάθηκε με πολλές θεωρητικές και εμπειρικές συνεισφορές. Έχει αποδειχθεί ότι στο σε μη τέλειες αγορές, οι επιχειρήσεις ενδέχεται να προτιμούν μία πηγή κεφαλαίων έναντι άλλων λόγω της μεγάλης κλίμακας κόστους

μεταξύ εσωτερικών και εξωτερικών πηγών χρηματοδότησης. Οι Myers και Majluf (1984) δείχνουν ότι οι επιχειρήσεις παρουσιάζουν προτίμηση για εσωτερικά εξωτερικά κεφάλαια, και στην περίπτωση των εξωτερικών κεφαλαίων, οι εταιρείες προτιμούν το χρέος έναντι της αύξησης στις μετοχές. Στην πραγματικότητα, οι Fazzari, Hubbard και Petersen, (1988) δοκιμάζουν την υπόθεση της οικονομικής ιεραρχίας στην χρηματοδότηση και προτείνουν ότι οι επενδύσεις των επιχειρήσεων μπορεί να εξαρτώνται από οικονομικούς παράγοντες όπως η διαθεσιμότητα εσωτερικής χρηματοδότησης, την πρόσβαση στις κεφαλαιαγορές ή το κόστος χρηματοδότησης.

Η επένδυση που πραγματοποιούν οι επιχειρήσεις στα κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία, καθώς και οι τρέχουσες υποχρεώσεις που χρησιμοποιούνται, αντιπροσωπεύει ένα σημαντικό μερίδιο των στοιχείων στον ισολογισμό της επιχείρησης. Αποφάσεις για το πόσα να επενδύσουν σε λογαριασμούς εισπρακτέους και τα αποθέματα, και πόση πίστωση να δεχτεί από τους προμηθευτές, αντικατοπτρίζονται στη διαχείριση του κεφαλαίου κίνησης των επιχειρήσεων. Αυτό μπορεί να έχει σημαντικό αντίκτυπο στην κερδοφορία και τη ρευστότητα της επιχείρησης (Shin and Soenen, 1998). Έτσι οι επιχειρήσεις πρέπει να αξιολογήσουν το αντιστάθμισμα μεταξύ αναμενόμενης κερδοφορίας και κινδύνου ρευστότητας πριν αποφασίσουν ποια πολιτική για το κεφάλαιο κίνησης θα υιοθετηθεί.

Αρκετές θεωρίες αποδεικνύουν ότι οι επιχειρήσεις θέτουν στόχους για ένα συγκεκριμένο επίπεδο κεφαλαίου κίνησης και προσαρμόζουν το σημερινό τους επίπεδο στο στόχο τους σταδιακά με την πάροδο του χρόνου λόγω του κόστους προσαρμογής. Επιπλέον, τα ευρήματά φαίνεται να δείχνουν ότι οι επιχειρήσεις έχουν καλύτερη πρόσβαση στη χρηματοδότηση και η μεγαλύτερη διαπραγματευτική ισχύς ρυθμίζεται πιο γρήγορα, υποδεικνύοντας ότι το κόστος προσαρμογής είναι χαμηλό σε σύγκριση με το κόστος απομάκρυνσης των στόχων τους.

Αφ' ετέρου, αρκετά αποτελέσματα μελετών δείχνουν ότι οι επιχειρήσεις που είναι ικανές να παράγουν περισσότερα εσωτερικά κεφάλαια έχουν μεγαλύτερη επένδυση στο κεφάλαιο κίνησης. Αντίθετα, αρκετά ευρήματά δείχνουν επίσης ότι το κόστος της εξωτερικής χρηματοδότησης, των ευκαιριών ανάπτυξης, του μεγέθους, των επενδύσεων σε σταθερά περιουσιακά στοιχεία, η πιθανότητα οικονομικής δυσπραγίας και η κερδοφορία την επηρεάζουν αρνητικά. Ωστόσο, λίγες είναι οι θεωρίες που

υποστηρίζουν ότι η μόχλευση επηρεάζει το κεφάλαιο κίνησης που κατέχουν οι επιχειρήσεις.

3.2.1 ΘΕΩΡΗΤΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ ΚΑΙ ΥΠΟΘΕΣΕΙΣ

Σε τέλειες κεφαλαιαγορές, οι επενδυτικές αποφάσεις μιας επιχείρησης είναι ανεξάρτητες από την οικονομική της κατάσταση (Modigliani and Miller, 1958). Δεδομένου ότι δεν υπάρχει κανόνας κατανομής κεφαλαίου, οι επιχειρήσεις μπορούν να αποκτήσουν πάντα εξωτερική χρηματοδότηση χωρίς πρόβλημα, επομένως οι επενδύσεις των επιχειρήσεων πρέπει να κατευθύνονται μόνο από την αναμενόμενη μελλοντική κερδοφορία και, ως εκ τούτου, δεν θα πρέπει να επηρεάζονται από την διαθεσιμότητα εσωτερικών πόρων. Ωστόσο, στις ατελείς αγορές, οι επενδύσεις των επιχειρήσεων μπορεί εξαρτώνται από οικονομικούς παράγοντες όπως η διαθεσιμότητα εσωτερικών χρηματοδοτήσεων, η πρόσβαση σε κεφάλαια, τις αγορές ή το κόστος χρηματοδότησης (Fazzari, Hubbard and Petersen, 1988). Σε αυτή την περίπτωση, το επίπεδο κεφαλαίου κίνησης που κατέχουν οι εταιρείες μπορεί επίσης να είναι ευαίσθητο σε αυτούς τους οικονομικούς παράγοντες.

Λόγω της κριτικής των στατικών μέτρων (Gitman, 1974), έχουν επικεντρωθεί πρόσφατες μελέτες στα δυναμικά μέτρα διαρκούς διαχείρισης της ρευστότητας, όπως ο κύκλος καθαρών συναλλαγών (NTC) προκειμένου να μετρηθεί η διαχείριση του κεφαλαίου κίνησης. Με βάση τους Shin και Soenen (1998), χρησιμοποιούμε τον Κύκλο Καθαρού Εμπορίου (NTC) ως μέτρο του διαχείρισης κεφαλαίου κίνησης, η οποία δείχνει τον αριθμό των "ημερών πωλήσεων" που πρέπει να κάνει η επιχείρηση (Shin and Soenen, 1998). Έτσι, όσο μεγαλύτερος είναι αυτός ο κύκλος, τόσο μεγαλύτερη είναι η επένδυση στο κεφάλαιο κίνησης. Η αύξηση αυτού του κύκλου μπορεί να επηρεάσει θετικά την κερδοφορία των επιχειρήσεων για δύο λόγους. Πρώτον, αυτό μπορεί να αυξήσει τις πωλήσεις των επιχειρήσεων (Blinder and Maccini, 1991, Smith, 1987, Emery, 1987, Deloof and Jegers, 1996. Petersen and Rajan, 1997; και Ng, Smith and Smith, 1999).

Αυτά τα έργα δείχνουν ότι οι πωλήσεις των επιχειρήσεων αυξάνονται όταν αυξάνουν τις επενδύσεις τους σε αποθέματα ή στην εμπορική πίστωση που έχει χορηγηθεί.

Δεύτερον, οι Ng et al., (1999) και Wilner (2000) επίσης αποδεικνύουν ότι οι επιχειρήσεις ενδέχεται να λαμβάνουν σημαντικές εκπτώσεις για τις πρόωρες πληρωμές όταν αυτές μειώσουν τη χρηματοδότηση των προμηθευτών τους. Ωστόσο,

αυτό το όφελος πρέπει να αντισταθμίσει το κόστος μιας μεγαλύτερης επένδυσης σε κεφάλαιο κίνησης όταν οι επιχειρήσεις λειτουργούν υπό ατελή κεφαλαιαγορά.

Πρώτα, οι επιχειρήσεις έχουν κόστος χρηματοδότησης. Δεύτερον, το κύριο κόστος της επιχείρησης είναι το επίπεδο κατοχής υψηλότερου κεφαλαίου κίνησης, δηλαδή κόστος ευκαιρίας, επειδή μια επιχείρηση μπορεί να παραιτηθεί από άλλες πιο παραγωγικές επενδύσεις προκειμένου να διατηρηθεί το επίπεδο αυτό. Τέλος, και σύμφωνα με το Soenen (1993), περισσότεροι NTC ενδέχεται να οδηγήσουν τις εταιρείες σε πτώχευση. Ως εκ τούτου, κάτω από ατελείς κεφαλαιαγορές, οι εταιρείες ενδέχεται να έχουν το βέλτιστο καθαρό εμπόριο. Επιπλέον, δεδομένου ότι ένας μεγαλύτερος κύκλος δείχνει την ανάγκη για πρόσθετο κεφάλαιο, μπορεί να εξαρτώνται από το κόστος των υπηρεσιών, την ασύμμετρη πληροφόρηση και την οικονομική δυσπραγία, διότι αυτά οδηγούν σε υψηλότερο κόστος χρηματοδότησης του εξωτερικού και του πιστωτικού μεριδίου.

Ασύμμετρες πληροφορίες και συγκρούσεις του Οργανισμού

Η ασύμμετρη πληροφόρηση και το κόστος αντιπροσωπείας θα μπορούσαν να οδηγήσουν είτε σε ανεπαρκείς επενδύσεις είτε σε επενδύσεις υπερπληροφόρησης. Αφενός, δεδομένης της περιορισμένης ευθύνης των μετόχων, θα μπορούσαν να πραγματοποιούν επενδυτικά σχέδια πιο επικίνδυνα (πρόβλημα υπερπληθωρισμού), διότι οι μέτοχοι θα επωφεληθούν από την υψηλότερη αξία της επιχείρησης, ενώ οι πιστωτές θα υποστούν τις πιθανές απώλειες (Jensen and Meckling, 1976). Από την άλλη πλευρά, η σύγκρουση μεταξύ μετόχων και πιστωτών, σύμφωνα με τη Myers (1977), μπορούν επίσης να οδηγήσουν σε ένα πρόβλημα λόγω της προτεραιότητας των πιστωτών σε περίπτωση πτώχευσης, οι μέτοχοι μπορούν να αποφασίσουν να μην πραγματοποιήσουν ή να εγκαταλείψουν επενδυτικά σχέδια με μια θετική παρούσα καθαρή αξία όταν η καθαρή παρούσα αξία της επένδυσης είναι μικρότερη από την παρούσα αξία του ποσού του χρέους που εκδόθηκε. Κατά συνέπεια, οι επιχειρήσεις πρέπει να πληρώσουν ένα ασφάλιστρο κινδύνου, το οποίο έχει ως αποτέλεσμα υψηλότερο κόστος για τις εξωτερικές πηγές κεφαλαίων. Υπό αυτή την έννοια, η θεωρία της τάξης του Myers (1984) δηλώνει ότι οι επιχειρήσεις δίνουν προτεραιότητα στους πόρους που δημιουργούνται εσωτερικά για το χρέος και σε νέα ίδια κεφάλαια. Αυτή η ιδέα έχει υποστηριχθεί από αρκετές προηγούμενες μελέτες που έχουν δείξει ότι το ύψος των εταιρικών επενδύσεων επηρεάζεται από την εσωτερική

οικονομία της επιχείρησης (Fazzari et al., 1988, Carpenter, 1995, Kadapakkam, Kumar and Riddick, 1998; Hoshi, Kashyap and Scharfstein, 1991. Hadlock, 1998; Cleary, 1999; Moyn, 2004). Οι Greenwald, Stiglitz και Weiss (1984), από την άλλη πλευρά, αναφέρουν ότι η ασύμμετρη πληροφόρηση μπορεί επίσης να οδηγήσει σε πιστώσεις σε ανταγωνιστικές αγορές, οι οποίες ενδέχεται επίσης να επηρεάσουν το επίπεδο των επενδύσεων των επιχειρήσεων. Ως εκ τούτου, και λαμβάνοντας υπόψη αυτές τις υποθέσεις, η ικανότητα παραγωγής εσωτερικών πόρων θα πρέπει επίσης να επηρεάζουν θετικά την επένδυση κεφαλαίου κίνησης των επιχειρήσεων, όπως αποδεικνύουν οι Fazzari και Petersen (1993), ενώ αναμένεται μια αρνητική σχέση μεταξύ του κόστους της εξωτερικής χρηματοδότησης και της κεφαλαίου κίνησης.

Οι ευκαιρίες ανάπτυξης (growth opportunities) είναι μια άλλη μεταβλητή που μπορεί να επηρεάσει τη διαχείριση του κεφαλαίου κίνησης, επειδή οι επιχειρήσεις με υψηλότερες προοπτικές ανάπτυξης έχουν πιο σοβαρές διενέξεις μεταξύ των πιστωτών και των μετόχων (Myers, 1977) και των μεγαλύτερων ασύμμετρων πληροφοριών επειδή η αξία τους καθορίζεται σε μεγάλο βαθμό από αυτές τις προοπτικές ανάπτυξης (Myers και Majluf, 1984). Έτσι, αναμένουμε από αυτές τις εταιρείες να έχουν μικρότερη επένδυση σε κεφάλαιο κίνησης. Ωστόσο, τα αποτελέσματα που προκύπτουν από τα εμπειρικά στοιχεία δεν είναι πειστικά. Από τη μία πλευρά, οι Kieschnick et al., (2006) δείχνουν ότι αυτή η μεταβλητή επηρεάζει θετικά την επένδυση στο κεφάλαιο κίνησης για αμερικανικές επιχειρήσεις, ενώ οι Hill et al., (2009) βρίσκουν μια αρνητική σχέση μεταξύ αυτών των μεταβλητών. Τέλος, οι Chiou et al., (2006) δεν βρίσκουν καμία σχέση μεταξύ του κεφαλαίου κίνησης και των προοπτικών ανάπτυξης.

Τα προβλήματα του Οργανισμού, από την άλλη πλευρά, είναι επίσης ευαίσθητα στη μόχλευση, σύμφωνα με την υπάρχουσα βιβλιογραφία. Τα αποτελέσματα που ελήφθησαν από Krishnawami, Spindt, και Subramaniam (1999) φαίνεται να δείχνουν ότι οι συγκρούσεις μεταξύ των μετόχων και των πιστωτών, οδηγούν σε μείωση του ιδιωτικού χρέους, το οποίο κυριαρχεί στην Ισπανία. Σε αυτό το σημείο, στο βαθμό ότι ο λόγος χρέους ενεργεί ως υποκατάστατο για την ικανότητα των επιχειρήσεων να αποκτήσουν χρέος θα ήταν αναμενόμενο ότι οι επιχειρήσεις με υψηλότερη μόχλευση (μεγαλύτερη δυνατότητα αύξησης του χρέους) θα κρατήσουν περισσότερες επενδύσεις σε κεφάλαια κίνησης.

Το μέγεθος της επιχείρησης (firm size) είναι ένας άλλος παράγοντας που επηρεάζει αυτά τα έξοδα. Το πρόβλημα της επιχείρησης μεταξύ μετόχων και πιστωτών αναμένεται να ελαττώνεται ανάλογα με το μέγεθος της. (Smith and Warner, 1979), δεδομένου ότι οι μικρότερες επιχειρήσεις υφίστανται πιο σοβαρές ασύμμετρες πληροφορίες μεταξύ των εμπλεκόμενων και των τρίτων (Jordan, Lowe και Taylor, 1998, και Berger, Klapper και Udell, 2001), λόγω του γεγονότος ότι έχουν στη διάθεσή τους λιγότερες δημόσιες πληροφορίες. Έτσι, το μέγεθος θα ήταν αναμένεται να επηρεάσει θετικά το ύψος του κεφαλαίου κίνησης.

Ωστόσο, αυτός ο παράγοντας μπορεί επίσης να επηρεάζει αρνητικά το κεφάλαιο κίνησης, καθώς, λόγω της μικρότερης φήμης τους, οι μικρότερες επιχειρήσεις πρέπει να επεκτείνουν περισσότερες πιστώσεις για να εγγυηθούν τα προϊόντα τους (Long, Malitz και Ravid, 1993 Lee και Stowe, 1993; και Pike, Cheng, Cravens και Lamminmaki, 2005) και προσφέρονται λιγότερες εμπορικές πιστώσεις (Niskanen και Niskanen, 2006).

Τέλος, αναμένουμε ότι οι επενδύσεις σε πάγια περιουσιακά στοιχεία θα επηρεάσουν το κεφάλαιο κίνησης. Στα προβλήματα ασύμμετρης πληροφόρησης και συγκρούσεων μεταξύ μετόχων και πιστωτών, οι πιστώσεις αναμένεται να είναι πιο σοβαρές για εταιρείες με χαμηλότερες επενδύσεις παγίων κεφαλαίων και μεγαλύτερα άυλα περιουσιακά στοιχεία, επειδή αυτά τα περιουσιακά στοιχεία δεν μπορούν εύκολα να αποτιμηθούν από τις πληροφορίες που έχουν οι εξωτερικοί επενδυτές. Πρέπει να αναμένουμε, συνεπώς, μια θετική σχέση μεταξύ αυτής της μεταβλητής και των επενδύσεων σε κεφάλαια κίνησης. Ωστόσο, όταν οι επιχειρήσεις λειτουργούν κάτω από ατελείς κεφαλαιαγορές, οι επενδύσεις σε πάγια περιουσιακά στοιχεία ενδέχεται να ανταγωνίζονται το κεφάλαιο κίνησης όπως αναφέρεται από τους Fazzari και Petersen (1993) και Kieschnick et al. (2006). Έτσι, μπορεί επίσης να αναμένεται μια αρνητική σχέση μεταξύ αυτών των μεταβλητών.

Οικονομική δυσχέρεια (Financial distress)

Επίσης, εισάγουμε τη μεταβλητή πιθανότητα οικονομικής δυσπραγίας λόγω του ότι οι συγκρούσεις που σχολιάστηκαν παραπάνω είναι πιο έντονες για τις επιχειρήσεις που αντιμετωπίζουν οικονομικές δυσχέρειες. Το κόστος της οικονομικής δυσπραγίας

προκύπτει όταν η επιχείρηση δεν μπορεί να εκπληρώσει τις υποχρεώσεις πληρωμής είτε βραχυπρόθεσμα ή μακροπρόθεσμα. Αυτό μπορεί να επηρεάσει το επίπεδο κεφαλαίου κίνησης των επιχειρήσεων, δεδομένου ότι οι επιχειρήσεις με μεγαλύτερη πιθανότητα οικονομικής δυσπραγίας έχουν περισσότερες δυσκολίες απόκτησης κεφαλαίου. Δεδομένου ότι ένας μεγαλύτερος κύκλος δείχνει την ανάγκη για πρόσθετο κεφάλαιο, αυτές οι επιχειρήσεις ενδέχεται να έχουν μικρότερο κύκλο καθαρών συναλλαγών.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4^ο : ΕΜΠΕΙΡΙΚΗ ΔΙΕΡΕΥΝΙΣΗ

4.1. ΔΕΙΓΜΑΤΑ ΚΑΙ ΔΕΔΟΜΕΝΑ

Η μελέτη αυτή χρησιμοποιεί τα οικονομικά στοιχεία 118 εισηγμένων, σε διεθνή χρηματιστήρια, αεροπορικών επιχειρήσεων για τη περίοδο 2005-2018, ήτοι 1116 παρατηρήσεις (firm-year observations). Θα εξετάσουμε την σύνθεση των επιχειρήσεων στον παγκόσμιο κλάδο αεροπορικών μεταφορών (προγραμματισμένη μεταφορά επιβατών και αεροπορικών υπηρεσιών ταχυμεταφορών) με κωδικό ΣΤΑΚΟΔ 4512. Εξαιρέσαμε τις επιχειρήσεις με σοβαρά ελλείποντα δεδομένα.

Τα στοιχεία αντλήθηκαν από την βάση δεδομένων Datastream(Reuters)

Για την αυτή θα χρησιμοποιήσουμε τις εξής υποθέσεις:

Υπόθεση 1. Το κεφάλαιο κίνησης μιας επιχείρησης (WC) και η κερδοφορία έχουν μια ανεστραμμένη σχέση σχήματος U.

Υπόθεση 2. Εάν το κεφάλαιο κίνησης μιας επιχείρησης είναι θετικό, το κεφάλαιο κίνησης της επιχείρησης θα έχει αρνητική επίδραση στην κερδοφορία (ROA).

Υπόθεση 3. Εάν το κεφάλαιο κίνησης μιας επιχείρησης είναι αρνητικό, το κεφάλαιο κίνησης της επιχείρησης θα επηρεάσει θετικά την κερδοφορία της (ROA).

Υπόθεση 4. Εάν το κεφάλαιο κίνησης μιας επιχείρησης είναι θετικό, η αρνητική σχέση μεταξύ κεφαλαίου κίνησης και κερδοφορίας θα διαφέρει σημαντικά ανάλογα με το επίπεδο των μετρητών (θετικό ή αρνητικό)

Ομοίως, όταν μια επιχείρηση έχει αρνητικό κεφάλαιο κίνησης αλλά σε θετικό επίπεδο ταμειακών διαθεσίμων η επιχείρηση έχει αναποτελεσματικά μετρητά

δημιουργώντας δυνατότητες. Τέτοιες εταιρείες πρέπει να είναι προσεκτικές όσον αφορά τη διατήρηση αποθεμάτων, τη διατήρηση αυστηρότερων πιστωτικών πολιτικών, ή εξαρτώνται περισσότερο από την πίστωση των προμηθευτών λόγω υψηλών κινδύνων ρευστότητας ή δεν έχουν τις ικανότητες δημιουργίας ταμειακών

ροών. Συνεπώς, αν αυτές οι επιχειρήσεις μπορούν να αυξήσουν το κεφάλαιο κίνησης είναι πιθανότερο να τις αυξήσουν σε μετρητά αντί για μη χρηματικά περιουσιακά στοιχεία.

Αυτά τα αυξημένα μετρητά θα δημιουργήσουν πρόσθετο κόστος ευκαιρίας, το οποίο επηρεάζει αρνητικά την κερδοφορία. Ως εκ τούτου, για τις επιχειρήσεις με αρνητικό κεφάλαιο κίνησης και τα θετικά επίπεδα μετρητών, η θετική σχέση κεφαλαίου κίνησης και η κερδοφορία, που προτάθηκε στην Υπόθεση 3, θα μειώνεται όσο αυξάνονται τα κεφάλαια κίνησης. Από την άλλη πλευρά, αν μια επιχείρηση έχει αρνητική κεφάλαιο κίνησης και το αρνητικό επίπεδο ρευστότητας, η πολιτική που θα ακολουθήσει μπορεί να φέρει θετικά ή αρνητικά αποτελέσματα στη δημιουργία ταμειακών ροών. Πρώτον, όταν μια επιχείρηση έχει καλές εσωτερικές ικανότητες δημιουργίας ταμειακών ροών, θα προσπαθήσει να διατηρήσει επαρκείς ποσότητες μη χρηματικών περιουσιακών στοιχείων. Εάν η επιχείρηση μπορεί να αυξήσει το κεφάλαιο κίνησης, θα αυξήσει τα μη ταμειακά περιουσιακά στοιχεία και όχι τα ταμειακά διαθέσιμα. Με τον τρόπο αυτό, η αύξηση του κεφαλαίου κίνησης θα επηρεάσει θετικά την κερδοφορία. Ως εκ τούτου, η θετική σχέση μεταξύ της εργασίας του κεφαλαίου και της κερδοφορίας, που προτείνεται στην Υπόθεση 3, θα βελτιωθούν. Ωστόσο, εάν μια επιχείρηση έχει ανεπαρκή δυνατότητα δημιουργίας εσωτερικών ταμειακών ροών, τότε βρίσκεται σε σοβαρό πρόβλημα, πράγμα που σημαίνει ότι δεν είναι εύκολο να αυξηθεί το κεφάλαιο κίνησης. Αν μια επιχείρηση αντιμετωπίζει αυτό το είδος της κατάστασης, με το αρνητικό κεφάλαιο κίνησης, τα αρνητικά επίπεδα μετρητών και τις κακές εσωτερικές ικανότητες δημιουργίας ταμειακών ροών θα είναι δύσκολο να επιβιώσει σε επίπεδα υψηλού ανταγωνισμού.

Επομένως, δεν χρειάζεται να εξετάσουμε τις επιχειρήσεις αυτής της κατηγορίας διερευνώντας τη σχέση μεταξύ κεφαλαίου κίνησης και κερδοφορίας. Έτσι, βάσει των παραπάνω λογικών για τις επιχειρήσεις εστιατορίων με αρνητικό κεφάλαιο κίνησης, υποθέτουμε το εξής:

Υπόθεση 5. Εάν το κεφάλαιο κίνησης μιας επιχείρησης είναι αρνητικό, η θετική σχέση μεταξύ κεφαλαίου κίνησης και κερδοφορίας θα διαφέρει σημαντικά ανάλογα με το επίπεδο ταμειακών διαθεσίμων (θετικά ή αρνητικά).

Στον παρακάτω πίνακα, παρουσιάζεται η κατανομή των παρατηρήσεων ανά γεωγραφικό διαμέρισμα.

Το 47% των παρατηρήσεων αφορά επιχειρήσεις που έχουν σαν έδρα την Ασία. Το 24% από το σύνολο των παρατηρήσεων αναφέρεται σε αεροπορικές επιχειρήσεις από την Αμερική. Οι επιχειρήσεις που προέρχονται από την Ευρώπη αντιπροσωπεύουν το 23% των παρατηρήσεων του δείγματος και τέλος το υπόλοιπο 6% του δείγματος προέρχεται από αεροπορικές επιχειρήσεις από την Αυστραλία.

Πίνακας 1: Κατανομή παρατηρήσεων

Γεωγραφικό διαμέρισμα	Απόλυτη συχνότητα	Σχετική συχνότητα	Αθροιστική συχνότητα
Australasia	68	6.09	6.09
Eastern Asia	235	21.06	27.15
Eastern Europe	36	3.23	30.38
Latin America	50	4.48	34.86
Northern America	220	19.71	54.57
Northern Europe	131	11.74	66.31
Southeastern Asia	138	12.37	78.67
Southern Asia	67	6.00	84.68
Southern Europe	24	2.15	86.83
Western Asia	87	7.80	94.62
Western Europe	60	5.38	100
Total	1,116	100	

Πηγή: Datastream, Ιδία επεξεργασία

4.2. ΜΕΤΑΒΛΗΤΕΣ

Ορισμός μεταβλητών

ΠΙΝΑΚΑΣ: Ορισμός μεταβλητών

PROFITABILITY	ROA	Ebidta/assets	Κέρδη προ τόκων, φόρων και αποσβέσεων/σύνολο περιουσιακών στοιχείων
---------------	-----	---------------	---

ACCOUNTS PAYABLE RATE	APR	Accounts payable / sales	Λογαριασμοί πληρωτέοι / πωλήσεις
WORKING CAPITAL RATE	WCR	Working capital/total revenue	Κεφάλαιο κίνησης / συνολικά έσοδα
ACCOUNTS RECEIVABLE RATES	ARR	Accounts receivable/sales	Λογαριασμοί εισπρακτέοι / πωλήσεις
INVENTORIES RATES	INVR	Inventories/sales	Αποθέματα/πωλήσεις
SIZE	SIZE	$\ln sales$	Λογάριθμος των πωλήσεων
AGE	AGE	$\ln age$	Λογάριθμος ηλικίας πωλήσεων
GROWTH OPPORTUNITIES	GROWTH	$(sales_t - sales_{t-1}) / sales_{t-1}$	Μεταβολή πωλήσεων
WORKING CAPITAL	WC	Cash and equivalent-current depts.+accounts receivable + investoriw – accounts payable	Μετρητά και ισοδύναμα – χρέος + εισπρακτέοι λογαριασμοί + επενδύσεις – πληρωτέοι λογαριασμοί
WORKING CAPITAL	WC		1=αν κεφάλαιο κίνησης >0 0= αν κεφάλαιο κίνησης<0
CASH LEVEL	CASH	Ψευδομεταβλητή	1= αν ρευστά διαθέσιμα >0, 0= αν ρευστά διαθέσιμα<0
CASH LEVEL RATE	CASHR	(Cash + cash equivalent-current depts.)/revenue	(Ταμειακά διαθέσιμα + ισοδύναμα ταμειακών διαθεσίμων – χρέος) / έσοδα

Το κεφάλαιο κίνησης (WC) προσδιορίζεται από τα (μετρητά + ταμειακά ισοδύναμα + τρέχοντα χρέη + λογαριασμοί εισπρακτέοι + αποθέματα - πληρωτέοι λογαριασμοί) και αποτελείται από δύο μέρη: α) ταμειακά διαθέσιμα (μετρητά + ταμειακά ισοδύναμα - τρέχοντα χρέη)

και β) μη ταμειακά περιουσιακά στοιχεία (εισπρακτέοι λογαριασμοί + αποθέματα-λογαριασμοί πληρωτέοι). Σε αυτή τη μελέτη, χρησιμοποιήσαμε το επίπεδο ταμειακών διαθεσίμων (CashLevel) (δηλαδή CASHR, το οποίο είναι (ταμείο + ταμειακά ισοδύναμα - τρέχοντα χρέη) / σύνολο εσόδων) ως απροσδιόριστο για το επίπεδο διατήρησης μετρητών της επιχείρησης. Για μη μετρητά στοιχεία ενεργητικού, χρησιμοποιήσαμε το CCR ((λογαριασμοί εισπρακτέοι + αποθέματα-λογαριασμοί πληρωτέοι) / συνολικά έσοδα) αντί για CCC, δεδομένου ότι το CCR είναι ανάλογο και βασικά ίσο με τον κύκλο μετατροπής μετρητών (CCC) εκτός από το ότι και οι τρεις συνιστώσες είναι ποσοστό επί τις % των πωλήσεων.

Για να μετρηθεί η απόδοση της επιχείρησης, χρησιμοποιήθηκε η απόδοση των περιουσιακών στοιχείων (ROA)σε αυτή τη μελέτη ως εξαρτημένη μεταβλητή. Ο ROA υπολογίζεται ως κέρδη προ φόρων, τόκων και αποσβέσεων (EBITDA) διαιρούμενο με το συνολικό ενεργητικό. Στη μελέτη αυτή, ερευνήσαμε τις αλλαγές στις λειτουργικές επιδόσεις των αεροπορικών επιχειρήσεων σύμφωνα με τα επίπεδα κεφαλαίου κίνησης των επιχειρήσεων. Με άλλα λόγια, μας ενδιαφέρει ο πραγματικός άμεσος αντίκτυπος των επιπέδων των επιχειρήσεων στους λογαριασμούς εισπρακτέους, τα αποθέματα, τους πληρωτέους λογαριασμούς, τα μετρητά και τα τρέχοντα χρέη για τις λειτουργικές επιδόσεις και όχι τις επιπτώσεις της αγοράς στην σταθερή τους αξία. Για τις αεροπορικές επιχειρήσεις, οι αποσβέσεις και οι τόκοι είναι ένα μεγάλο μέρος των εξόδων και μπορούν να ποικίλλουν σημαντικά μεταξύ των επιχειρήσεων ή από έτος σε έτος εντός μιας επιχείρησης. Έτσι, το EBITDA παρέχει μια καλύτερη σύγκριση της λειτουργίας, την απόδοση και την καλύτερη προσαρμογή για το σκοπό αυτής της μελέτης δεδομένου ότι εξαλείφει την επίδραση των τόκων και των εξόδων απόσβεσης.

Το ποσοστό κεφαλαίου κίνησης (WCR) είναι μια ανεξάρτητη μεταβλητή και μετράται από το κεφάλαιο κίνησης ως προς τις πωλήσεις.

Η μεταβλητή (ARR) αντιπροσωπεύει το ποσοστό των λογαριασμών εισπρακτέων και προκύπτει από το ηθικό των λογαριασμών εισπρακτέων ως προς τις πωλήσεις.

Το ποσοστό αποθεμάτων (INVR), υπολογίζεται ως ο λόγος των αποθεμάτων ως προς τις πωλήσεις. Οι λογαριασμοί πληρωτέοι (APR), προσδιορίζονται ως ο λόγος των λογαριασμών πληρωτέων ως προς τις πωλήσεις. Το (CCR) προκύπτει από το άθροισμα των λογαριασμών εισπρακτέων και των αποθεμάτων μείον τους λογαριασμούς πληρωτέους και το αποτέλεσμα αυτών διαιρεμένο ως προς τα έσοδα.

Για περαιτέρω ανάλυση, χρησιμοποιήσαμε το Cash Level και WCR ($\text{Cash Level} * \text{WCR}$) ως όροι αλληλεπίδρασης στα μοντέλα GMM αφού χωρίσαμε τις αεροπορικές επιχειρήσεις σε δύο τμήματα: θετικό κεφάλαιο κίνησης και το αρνητικό κεφάλαιο κίνησης. Προσθέσαμε τους όρους αλληλεπίδρασης (Cash Level και WCR) για να προσδιορίσουμε την επίδραση του Cash Level στη σχέση μεταξύ WCR και ROA. Χρησιμοποιήσαμε μια ψευδομεταβλητή για το επίπεδο μετρητών: 1 για θετικό επίπεδο μετρητών και 0 για αρνητικό επίπεδο μετρητών.

Για τις μεταβλητές ελέγχου χρησιμοποιήσαμε το μέγεθος της επιχείρησης (SIZE) ως λογάριθμο του συνολικού ενεργητικού, την αύξηση των πωλήσεων (GROWTH) ως το ποσό της διαφοράς των πωλήσεων από το προηγούμενο έτος διαιρούμενοι από τα υπόλοιπα προηγούμενα έτη ($(\text{Sales}_n - \text{Sales}_{n-1}) / \text{Sales}_{n-1}$) και Leverage (LEV) ως συνολικές υποχρεώσεις διαιρούμενες με το σύνολο των στοιχείων του ενεργητικού (συνολικές υποχρεώσεις / σύνολο στοιχείων ενεργητικού).

Επιπλέον, δεδομένου ότι οι οικονομικές συνθήκες επηρεάζουν τις επιδόσεις μιας επιχείρησης, χρησιμοποιήσαμε ετήσιο ρυθμό αύξησης του ΑΕΠ (GDP) υπολογιζόμενο ως $((\text{GDP}_n - \text{GDP}_{n-1}) / \text{GDP}_{n-1})$ ως μεταβλητή ελέγχου. Όλες οι παραπάνω μεταβλητές αναμένεται να επηρεάσουν τις επιδόσεις των επιχειρήσεων και σχετίζονται με τη διαχείριση του κεφαλαίου κίνησης.

Ο συντελεστής πληθωρισμού παραλλαγής (VIF) ελέγχθηκε για κάθε ανεξάρτητη μεταβλητή για να διασφαλιστεί ότι δεν υπήρχε σοβαρή πολυκεντρική ανάλυση. Δεδομένου ότι το VIF δεν ήταν μεγαλύτερο από 2 για οποιεσδήποτε μεταβλητές, καταλήξαμε στο συμπέρασμα ότι δεν υπάρχει στα μοντέλα πολυκεντρική ανάλυση.

Στην ανάλυση μας οι παραπάνω μεταβλητές παρουσιάζονται στον παρακάτω πίνακα ως εξής:

Σε ότι αφορά την μεταβλητή ARR, στις επιχειρήσεις του δείγματος παρατηρείτε ότι οι λογαριασμοί εισπρακτέοι αντιπροσωπεύουν το 10,5% των πωλήσεων κατά μέσο όρο. Επιπλέον παρατηρείτε μια απόκλιση των εισπρακτέων λογαριασμών από τον μέσο κατά 9,2%. Στο 25% του συνόλου των επιχειρήσεων, οι λογαριασμοί εισπρακτέοι αντιπροσωπεύουν το 5% των πωλήσεων, ενώ οι μισές (50%) έχουν λογαριασμούς εισπρακτέους που φτάνουν το 8,5% των πωλήσεων. Τέλος, στην ανάλυση του ARR παρατηρείτε ότι στο 75% των επιχειρήσεων οι λογαριασμοί

εισπρακτέοι φτάνουν το 13,4% των πωλήσεων. Το μέσο κεφάλαιο κίνησης των επιχειρήσεων του δείγματος ανέρχεται σε 686 εκατ. ευρώ με τις μισές επιχειρήσεις να έχουν κεφάλαιο κίνησης 210εκατ.ευρώ.

Βάση του παραπάνω πίνακα προκύπτει ότι για το INVR έχουμε τα παρακάτω συμπεράσματα: παρατηρείτε ότι τα αποθέματα αντιπροσωπεύουν το 2,6% των πωλήσεων κατά μέσο όρο με μία απόκλιση κατά μέσο όρο 5,8%. Παράλληλα διακρίνεται ότι το 50% των αεροπορικών επιχειρήσεων έχουν αποθέματα τα οποία τα οποία φτάνουν το 1,5% των πωλήσεων, ενώ στο 90% των επιχειρήσεων αυτών, τα αποθέματα φτάνουν το 4,5% των πωλήσεων.

Πίνακας 2α: Βασικές περιγραφικές στατιστικές

STATS	ARR	INVR	APR	CCR	WC	ASSETS	SALES
MEAN	0.105	0.026	0.084	0.047	686,000,000	6,370,000,000	5,060,000,000
SD	0.092	0.058	0.069	0.116	1,520,000,000	9,820,000,000	7,940,000,000
MIN	0.004	0.000	0.000	-0.781	-5,580,000,000	87,212,000	187,100,000
MAX	1.261	0.681	1.067	1.414	11,400,000,000	52,400,000,000	42,700,000,000
P10	0.030	0.000	0.024	-0.051	-29,500,000	99,900,000	153,000,000
P25	0.049	0.005	0.041	-0.004	23,800,000	501,000,000	618,000,000
P50	0.085	0.015	0.072	0.033	210,000,000	1,980,000,000	1,920,000,000
P75	0.134	0.027	0.105	0.083	822,000,000	7,100,000,000	5,490,000,000
P90	0.197	0.045	0.148	0.132	2,390,000,000	19,900,000,000	13,900,000,000
N	1116	1116	1116	1116	1116	1116	1116

Πίνακας 2β: Βασικές περιγραφικές στατιστικές

STATS	ROA	WCR	CASHR	SIZE	GROWTH	LEVERAGE	WCRDUM	CASH LEVEL	WCR CASH LEVEL	CRISIS
MEAN	0.100	0.166	0.119	21.210	0.118	0.737	0.854	0.789	0.173	0.143
SD	0.118	0.210	0.194	2.039	0.266	0.265	0.353	0.409	0.186	0.351
MIN	-1.137	-0.743	-1.203	11.376	-0.842	0.007	0	0	-0.484	0
MAX	0.967	1.158	1.086	24.681	3.051	2.660	1	1	1.158	1
P10	0.009	-0.048	-0.067	18.419	-0.112	0.459	0	0	0.000	0
P25	0.069	0.056	0.015	20.032	-0.013	0.594	1	1	0.013	0
P50	0.105	0.150	0.092	21.408	0.076	0.728	1	1	0.143	0
P75	0.149	0.252	0.208	22.683	0.204	0.855	1	1	0.251	0
P90	0.193	0.388	0.335	23.712	0.338	0.975	1	1	0.387	1
N	1116	1116	1116	1116	1116	1116	1116	1116	1116	1116

Με βάση τον παραπάνω πίνακα περιγραφικών στατιστικών διακρίνετε ότι στην στήλη του ROA, τα κέρδη προ φόρων, τόκων και αποσβέσεων αντιπροσωπεύουν κατά Μ.Ο. το 10% του ενεργητικού(assets) των επιχειρήσεων. Στο 25% του συνόλου των επιχειρήσεων τα κέρδη προ φόρων, τόκων και αποσβέσεων φτάνουν στο 7% του ενεργητικού, ενώ οι μισές επιχειρήσεις του δείγματος έχουν κέρδη προ φόρων, τόκων και αποσβέσεων που αντιπροσωπεύουν το 10,5% του ενεργητικού. Αντίστοιχα οι μισές επιχειρήσεις έχουν κεφάλαιο κίνησης που αντιπροσωπεύει το 15% των εσόδων. Η μεταβλητή size του δείγματος, δεν ερμηνεύεται γιατί είναι λογάριθμος, όπως επίσης δεν ερμηνεύονται το LEVERAGE, GROWTH, WCRDUM και CASHLEVEL διότι είναι ψευδομεταβλητές. Η WCR/CASHLEVEL είναι μεταβλητή αλληλεπίδρασης, επομένως ούτε και εκείνη μπορεί να ερμηνευτεί. Τέλος είναι σημαντικό να αναφέρουμε ότι η κρίση αναφέρεται στα έτη 2008-2009.

4.3. ΑΝΑΛΥΣΗ ΣΥΣΧΕΤΙΣΗΣ PEARSON

Οι συσχετισμοί μεταξύ των μεταβλητών παρουσιάζονται στον Πίνακα 3. Όπως παρουσιάζεται στον Πίνακα 3, για όλα τα δείγματα σε αυτή τη μελέτη υπήρξαν σημαντικές θετικές σχέσεις μεταξύ της WCR και ROA (0,05). Μεταξύ των στοιχείων WCR, μόνο το CASHR (0,04) σχετίζεται σημαντικά θετικά με την ROA, ενώ η οι ARR (-0,066), INVR (-0.034) και APR (- 0,17) ήταν σημαντικά αρνητικά συνδεδεμένες με ROA. Όλα τα συστατικά του WCR ήταν σημαντικά θετικά που σχετίζονται με την WCR, αλλά η CASHR (0,898) είχε τη μεγαλύτερη σχέση και το APR (-0,285) είχε την ασθενέστερη σχέση. Όσο για τις ψευδομεταβλητές, SIZE(0.03) και GROWTH(0.0098) θετικά με τη ROA, ενώ η LEV (- 0,35) σχετίζεται αρνητικά στο ROA. Η WCR είχε αρνητική σχέση με το LEV (-.0,34), αλλά σχετίζεται θετικά με το GROWTH (0.01). Ομοίως, το CASHR είχε αρνητική σχέση με το LEV (-.0,30), και με το GROWTH (-0,009)

Πίνακας 3: Συσχέτιση μεταβλητών Pearson

	roa	wcr	cashr	ccr	arr	invr	apr	size	growth	leverage
ROA	1									
WCR	0.0505	1								
CASHR	0.0448	0.8985*	1							
CCR	0.027	0.5110*	0.0818*	1						
ARR	0.0666*	0.3897*	0.0502	0.7867*	1					
INVR	-0.0346	0.0799*	0.1514*	0.4778*	0.2071*	1				
APR	0.1758*	0.2857*	0.1825*	0.2912*	0.2305*	0.1591*	1			
SIZE	0.0342	0.0627*	0.0312	0.2037*	0.3185*	0.0865*	0.1741*	1		
GROWTH	0.0098	0.0138	-0.0099	0.051	0.0741*	-0.0146	0.0031	-0.0716	1	
LEVERAGE	0.3509*	0.3420*	0.3005*	0.1880*	0.1156*	-0.0046	0.1654*	0.1056*	-0.0342	1

*επίπεδο σημαντικότητας 5%

Πίνακας 4

Dependent Variable ROA	(1) OLS estimator_ROA	(2) Fixed Effects estimator_ROA	(3) Fama-MacBeth estimator_ROA	(4) Blundell and Bond estimator - LSDVC_ROA
LROA				0.137*** (3.005)
WCR	0.127*** (3.190)	0.111*** (2.732)	0.0975** (2.254)	0.111*** (4.737)
WCRSQ	-0.193*** (-4.251)	-0.144** (-2.244)	-0.150*** (-3.510)	-0.139*** (-3.955)
SIZE	0.00275 (0.970)	-0.0376 (-1.355)	0.00283 (0.773)	-0.0388*** (-4.566)
GROWTH	0.0336 (1.559)	0.0385* (1.817)	0.0305 (1.217)	0.0427** (2.271)
LEVERAGE	-0.0986*** (-3.578)	-0.104 (-1.621)	-0.125*** (-3.667)	-0.0896*** (-3.433)
CRISIS	-0.0236*** (-2.598)	-0.0315*** (-3.654)		-0.0322*** (-3.690)
CONSTANT	0.107* (1.879)	0.967 (1.560)	0.120 (1.717)	
Observations	1,116	1,116	1,116	1,044
R-squared	0.109	0.110	0.224	
Number of id		108		108
Number of groups			12	

Robust t-statistics in parentheses
 *** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

Συνεχίζοντας την ανάλυση μας, παρατηρείτε στον πίνακα 4 ότι η απόδοση των επιχειρήσεων του προηγούμενου έτους επηρεάζει θετικά την απόδοση της τρέχουσας περιόδου. Δηλαδή αν αυξηθούν τα κέρδη της προηγούμενης περιόδου κατά 1% τότε αυξάνονται τα κέρδη της τρέχουσας περιόδου κατά 13,7% για την μεταβλητή GROWTH παρατηρείτε ότι υπάρχει θετική συσχέτιση του ρυθμού ανάπτυξης της επιχείρησης με την αποδοτικότητα τους. Ειδικότερα αν αυξηθεί ο ρυθμός ανάπτυξης κατά 1%, έχει σαν αποτέλεσμα να αυξηθεί η αποδοτικότητα κατά 4,3%. Επίσης κατά την περίοδο της κρίσης (2008-2009) παρατηρείτε μια μέση μείωση της αποδοτικότητας των επιχειρήσεων που έφτασε το 3,2% σε σχέση με την προ κρίση περίοδο.

$$ROA = 0.111wcr - 0.139wcr^2$$

$$(ROA)' = 0 \Rightarrow 0.111 - 0.278wcr = 0 \Rightarrow wcr = 0.111 / 0.278 = 0.399$$

$$ROA'' = -0.278 < 0 \text{ άρα μεγιστοποιείτε}$$

$$ROA = 0.11 * 0.399 - 0.139 * 0.399^2 = 0.0218$$

Τέλος η μόχλευση προκύπτει και αυτή στατιστικά σημαντική, σε επίπεδο σημαντικότητας 1% και αρνητικά συσχετιζόμενη με την αποδοτικότητα των επιχειρήσεων. Ειδικότερα αν η δανειακή επιβάρυνση (συνολικές υποχρεώσεις) αυξηθεί κατά 1% τότε η αποδοτικότητα των επιχειρήσεων μειώνεται κατά 9% περίπου. Η μη γραμμική σχέση κεφαλαίου κίνησης (WCR) και αποδοτικότητα (ROA) προκύπτει στατιστικά σημαντική, που σημαίνει ότι οι επιχειρήσεις του δείγματος μπορούν να φτάσουν στην μέγιστη αποδοτικότητα τους (46%) αν πετύχουν κεφάλαιο κίνησης σε σχέση με το συνολικό τους εισόδημα της τάξης του 39,9%.

Στον πίνακα 5, στο τρίτο υπόδειγμα, στήλη 3, παρατηρούμε ότι το κεφάλαιο κίνησης (WCR) είναι στατιστικά σημαντικό, που σημαίνει ότι επηρεάζει τη μεταβλητότητα της απόδοσης του ενεργητικού (ROA), δηλαδή αν το κεφάλαιο κίνησης αυξηθεί κατά 1% τότε η αποδοτικότητα αυξάνεται κατά 12,1%. Επίσης η μεταβλητή αλληλεπίδρασης $WCR * WCR_DUM * CASHLEVEL$ προκύπτει και αυτή στατιστικά σημαντική και συσχετίζεται αρνητικά με την απόδοση του ενεργητικού, δηλαδή της εξαρτημένης μεταβλητής. Ειδικότερα το αν μια επιχείρηση έχει θετικό κεφάλαιο

Πίνακας 5

Dependent Variable ROA	(1) Blundell and Bond estimator - LSDVC_ROA	(2) Blundell and Bond estimator - LSDVC_ROA	(3) Blundell and Bond estimator - LSDVC_ROA
L.ROA	0.142*** (3.282)	0.143*** (3.405)	0.139*** (3.247)
WCR			0.121** (2.319)
CASHLEVEL		0.0173*** (3.275)	0.0248*** (3.799)
WCR*WCR_DUM* CASHLEVEL			-0.136** (-2.044)
SIZE	-0.0403*** (-4.831)	-0.0411*** (-4.630)	-0.0402*** (-4.463)
GROWTH	0.0439** (2.294)	0.0437** (2.302)	0.0447** (2.357)
LEVERAGE	-0.0955*** (-4.059)	-0.0992*** (-4.028)	-0.0963*** (-3.743)
CRISIS	-0.0324*** (-3.711)	-0.0316*** (-3.544)	-0.0314*** (-3.519)
WCR_DUM	0.0272** (1.971)		
Observations	1,044	1,044	1,044
Number of id	108	108	108

z-statistics in parentheses *** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

κίνησης και θετικά ταμειακά διαθέσιμα, τότε παρατηρείτε μια αρνητική επίδραση στη σχέση κεφαλαίου κίνησης και αποδοτικότητας των επιχειρήσεων σε σχέση με το αν μια επιχείρηση έχει αρνητικό WCR και αρνητικό επίπεδο ρευστότητας. Επίσης το επίπεδο ρευστών διαθέσιμων των επιχειρήσεων (cash level) παρουσιάζεται και αυτό στατιστικά σημαντικό τόσο στο υπόδειγμα 2 και 3 και σχετίζεται θετικά με την απόδοση της επιχείρησης. Αυτό σημαίνει ότι οι επιχειρήσεις με θετικά ρευστά διαθέσιμα αυξάνουν την αποδοτικότητα τους κατά 1,7% έως 2,5% περίπου, έναντι των επιχειρήσεων με αρνητικά ρευστά διαθέσιμα. Τέλος το θετικό κεφάλαιο κίνησης επιδρά θετικά στην αποδοτικότητα κατά 2,72% έναντι των επιχειρήσεων με αρνητικό κεφάλαιο κίνησης. Και στα 3 υποδείγματα του πίνακα όλες οι μεταβλητές ελέγχου όπως SIZE, GROWTH, LEVERAGE και CRISIS προέκυψαν στατιστικά σημαντικές και με το ίδιο πρόσημο όπως στον προηγούμενο πίνακα.

ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Σκοπός της παρούσας εργασίας ήταν να προσδιορίσει την επίδραση της διοίκησης κεφαλαίου κίνησης και των ρευστών διαθεσίμων στην κερδοφορία των επιχειρήσεων. Στη διεθνή βιβλιογραφία, ο κύκλος μετατροπής μετρητών χρησιμοποιείται συνήθως για την περιγραφή της διοίκησης κεφαλαίου κίνησης.

Για το λόγο αυτό εξετάσαμε τη σχέση του κύκλου μετατροπής μετρητών (cash conversion cycle) και των συστατικών του στοιχείων με την κερδοφορία των εταιριών. Επιπλέον, εξετάσαμε την επίδραση του κύκλου καθαρού εμπορίου (net trade cycle) –ο οποίος δίνει περίπου την ίδια πληροφόρηση με τον κύκλο μετατροπής μετρητών– στην κερδοφορία.

Χρησιμοποιήσαμε ένα ισορροπημένο (balanced) υπόδειγμα πάνελ 118 εταιριών που ήταν εισηγμένες σε Διεθνή Χρηματιστήρια κατά τα έτη 2005-2018, οπότε καταλήξαμε με 1.116 παρατηρήσεις.

Επιλέξαμε να χρησιμοποιήσουμε εισηγμένες εταιρίες, διότι, σύμφωνα με τους Lazaridis and Tryfonidis (2006), τα στοιχεία των χρηματοοικονομικών τους καταστάσεων είναι πιο αξιόπιστα σε σύγκριση με εκείνα των μη εισηγμένων, καθώς οι τελευταίες προσπαθούν να κρύψουν κέρδη, ώστε να αποφύγουν τη φορολόγηση (Lazaridis and Tryfonidis, 2006, σελ. 3-4).

Το χρονικό διάστημα επίσης δεν επιλέχθηκε τυχαία. Τα χρηματοοικονομικά στοιχεία των εταιριών για τα έτη 2005-2018 είναι τα πιο πρόσφατα διαθέσιμα που εκφράζονται με βάση τις ίδιες λογιστικές αρχές (Διεθνή Πρότυπα Χρηματοοικονομικής Πληροφόρησης – Δ.Π.Χ.Π.).

Για την μέτρηση της κερδοφορίας χρησιμοποιήσαμε δύο δείκτες: το δείκτη απόδοσης του ενεργητικού (Return on Assets ratio–ROA). Ωστόσο, οι εκτιμήσεις που είχαν ως μεταβλητή κερδοφορίας το ROA είχαν μεγαλύτερη επεξηγηματική ισχύ, για αυτό και επικεντρωθήκαμε σε αυτές.

Τα ευρήματα της εμπειρικής μελέτης ήταν τα ακόλουθα:

- Η σχέση της μέσης περιόδου παραμονής των αποθεμάτων στην αποθήκη (DINV) και της κερδοφορίας είναι θετική, αλλά μη στατιστικά σημαντική.
- Η σχέση της μέσης περιόδου μετατροπής των πληρωτέων λογαριασμών και της κερδοφορίας είναι στατιστικά σημαντική σε επίπεδο σημαντικότητας 1% και θετική, όπως αναμενόταν. Επομένως, η κερδοφορία των επιχειρήσεων θα αυξηθεί εάν αυτές καθυστερούν την αποπληρωμή των υποχρεώσεών τους.
- Η μέση διάρκεια του κύκλου μετατροπής μετρητών (CCC) έχει στατιστικά σημαντική σε επίπεδο σημαντικότητας 1% και αντίστροφη σχέση με την κερδοφορία των επιχειρήσεων, όπως αναμενόταν. Όσο μικρότερη είναι η διάρκεια του κύκλου μετατροπής μετρητών τόσο μεγαλύτερη θα είναι η κερδοφορία και αντίστροφα.
- Το μέγεθος της εταιρίας (SIZE) –μετράται με τον λογάριθμο των πωλήσεων– έχει θετική και στατιστικά σημαντική σε επίπεδο σημαντικότητας 1% σχέση με την κερδοφορία, όπως αναμενόταν.
- Η μεγέθυνση (GROW) των εταιριών –μετράται με την ετήσια ποσοστιαία μεταβολή των πωλήσεων– έχει θετική, αλλά μη στατιστικά σημαντική σχέση με την κερδοφορία.
- Η μόχλευση (LEV) –μετράται με το λόγο του συνόλου των υποχρεώσεων προς το σύνολο του ενεργητικού– έχει αντίστροφη και στατιστικά σημαντική σε επίπεδο σημαντικότητας 1% σχέση με την κερδοφορία

BIBΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

- Afza, T., & Adnan, S.M., 2007. Determinants of corporate cash holdings: A case study of Pakistan. Proceedings of Singapore Economic Review Conference (SERC) 2007, August 01-04, Organized by Singapore Economics Review and The University of Manchester (Brooks World Poverty Institute), Singapore, pp. 164-165.
- Almeida, H.; Campello, M. and Weisbach, M., 2004. "The Cash flow Sensitivity of cash," *Journal of Finance* 59(4), pp. 1777–1804.
- Altman, E., 1968. Financial Ratios, Discriminant Analysis and the Prediction of the Corporate Bankruptcy, *Journal of Finance*, 23, pp. 589-609.
- Arellano, M., Bond, S., 1991. Some tests of specification for panel data: Monte Carlo evidence and an application to employment equations. *Rev. Econ. Stud.* 58 (2), pp. 277–297.
- Bates, T.W., Kahle, K.M., Stulz, R.M., 2009. Why do us firms hold so much more cash than they used to? *J. Financ.* 64 (5), pp. 1985–2021.
- Baños-Caballero, S., García-Teruel, P.J., Martínez-Solano, P., 2014. Working capital management, corporate performance, and financial constraints. *J. Bus. Res.* 67 (3), pp. 332–338.
- Begley, J., Mings, J. and Watts, S., 1996. Bankruptcy Classification errors in the 1980s: empirical analysis of Altman's and Ohlson's models, *Accounting Studies*, 1, pp. 267-284.
- Berger, A. N., and G. F. Udell, 1998. The economics of small business: the roles of private equity and debt markets in the financial growth cycle, *Journal of Banking and Finance* 22, pp. 613–673.
- Berger, A., Klapper, F. and Udell, G., 2001. The Ability of Banks to Lend to Informationally Opaque Small Business, *Journal of Banking and Finance*, 25, pp. 2127-2167.
- Bhattacharya, S., Nicodano, G., 2001. Insider trading, investment, and liquidity: a welfare analysis. *J. Financ.* 56 (3), pp. 1141–1156.
- Blazenko, G. and Vandezande, K., 2003. Corporate holdings of Finished Goods Inventories, *Journal of Economics and Business*, 55, pp. 291-328
- Blinder, A. S., 1986. More on the Speed of Adjustment in Inventory Models, *Journal of Money, Credit, and Banking*, 18, pp. 355-365.
- Blinder, A.S., Maccini, L.J., 1991. The resurgence of inventories research: what have we learned? *J. Econ. Surv.* 5 (4), pp. 291–328.
- Blundell, R. W. and Bond, S. R., 1998. Initial conditions and moment restrictions in dynamic panel data models, *Journal of Econometrics*, 87, pp. 115-143.
- Brown, G., Kapadia, N., 2007. Firm-specific risk and equity market development. *J. Financ. Econ.* 84 (2), pp. 358–388.
- Campbell, T. and Brendsel, L., 1977. The impact of compensating Balance Requirements on the Cash Balances of Manufacturing Corporations: An Empirical Study. *The Journal of Finance*, 32, pp. 31-40.
- Carpenter, R. E., 1995. Finance constraints of free cash flow? A new look at the life cycle model of the firm, *Empirica*, 22, pp. 185-209.
- Carpenter, R. E., Fazzari S. M. and Petersen, B. C., 1994. Inventory investment internal-finance fluctuations and business cycle, *Brooking Papers on Economic Activity*, 25, pp. 75-135.
- Chiou, J. R., Cheng, L. and Wu, H. W. (2006) The Determinants of Working capital Management, *Journal of American Academy of Business*, 10, pp. 149-155.
- Cleary, S., 1999. The relationship between firm investment and financial status,

- Journal of Finance, 54, pp. 673-691.
- Cuñat, V., 2007. Trade Credit: Suppliers as Debt Collectors and Insurance Providers, *Review of Financial Studies*, 20, pp. 491-527.
- Deloof, M., 2003. Does working capital management affect profitability of Belgian firms? *Journal of Business, Finance and Accounting* 30, pp. 573-587.
- Deloof, M., and M. Jegers, 1996. Trade credit, product quality, and intragroup trade: some European evidence, *Financial Management* 25, pp. 33-43.
- Dittmar, A., Mahrt-Smith, J., & Servaes, H., 2003. International corporate governance and corporate cash holdings. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 38(1), pp. 11-133
- Dong, H.P., Su, J.-T., 2010. The relationship between working capital management and profitability: a Vietnam case. *Int. Res. J. Financ. Econ.* 49 (49), pp. 62-71.
- Drobetz, W., & Grüninger, M.C., 2007. Corporate cash holdings: Evidence from Switzerland. *Financial markets Portfolio*, 21, pp. 293-324.
- Dunn, P., Cheatham, L., 1993. Fundamentals of small business financial management for start up, survival, growth, and changing economic circumstances. *Manag. Financ.* 19 (8), pp. 1-13.
- Eljelly, A.M., 2004. Liquidity-profitability tradeoff: an empirical investigation in an emerging market. *Int. J. Commerce Manag.* 14 (2), pp. 48-61.
- Emery, G. W., 1984. A Pure Financial Explanation for Trade Credit, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 9, pp. 271-285.
- Emery, G. W., 1987. An optimal financial response to variable demand, *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 22, pp. 209-225.
- Fazzari, S.M., Hubbard R. G. and Petersen, B. C., 1988. Financing Constraints and Corporate Investment, *Brookings Paper on Economic Activity*, 1, pp. 141-195.
- Fazzari, S. M. and Petersen, B., 1993. Working Capital and Fixed Investment: New Evidence on Financing Constraints, *Rand Journal of Economics*, 24, pp. 328-342.
- Ferreira, M.A., & Vilela, A.S., 2004. Why do firms hold cash? Evidence from EMU countries. *European Financial Management*, 10(2), pp. 295-319.
- Filbeck, G. and Krueger, T. M., 2005. An Analysis of Working Capital Management Results across Industries, *Mid-American Journal of Business*, 20, pp. 11-18.
- Garcia-Teruel, P. J., and P. Martinez-Solano, 2007a. Effects of working capital management on SME profitability, *International Journal of Managerial Finance* 3, pp. 164-177.
- Garcia-Teruel, P. J., and P. Martí'nez-Solano, 2007b. Short-term debt in Spanish SMEs, *Internacional Small Business Journal* 25, pp. 579-602.
- Gitman, L.J., 1974. Estimating corporate liquidity requirements: a simplified approach, *The Financial Review*, 9, pp. 79-88.
- Grablowsky, B. J., 1984, Financial management of inventory, *Journal of Small Business Management* 22, pp. 59-65.
- Greenwald, B., Stiglitz, J. and Weiss, A., 1984. Informational imperfections and macroeconomic fluctuations, *American Economic Review Papers and Proceedings*, 74, pp. 194-199.
- Hadlock, C. J., 1998. Ownership, liquidity and investment, *RAND Journal of Economics*, 29, pp. 487-508.
- Han, S., Qiu, J., 2007. Corporate precautionary cash holdings. *J. Corp. Financ.* 13 (1), pp. 43-57.
- Hardin III, W.G., Highfield, M.J., Hill, M.D., & Kelly, G.W., 2009. The determinants of REIT cash holdings. *Journal of Real Estate Finance and Economics*, 39(1), pp. 39-57.

- Harford, J., 1999. Corporate cash reserves and acquisitions. *Journal of Finance*, 54(6), pp. 1969-1997.
- Hawawini, G., Viallet, C. and Vora, A., 1986. Industry Influence on Corporate Working Capital Decisions, *Sloan Management Review*, 27, pp. 15-24.
- Hendel, I., 1996. Competition under financial distress, *Journal of Industrial Economics* 44, pp. 309–324.
- Hill, M.D., Kelly, G. and Highfield, M. J., 2009. Net operating working capital behaviour: a first look, Working Paper.
- Hoshi, T., Kashyap, A. and Scharfstein, D., 1991. Corporate structure, liquidity and investment: evidence from Japanese industrial groups, *Quarterly Journal of Economics*, 20, pp. 33-60.
- Hsiao, C., 1985. Benefits and Limitations of Panel Data, *Econometrics Review*, 4, pp. 121-174.
- Irvine, P.J., Pontiff, J., 2009. Idiosyncratic return volatility, cash flows, and product market competition. *Rev. Financ. Stud.* 22 (3), pp. 1149–1177.
- Isshaq, Z., & Bokpin, G.A., 2009. Corporate liquidity management of listed firms in Ghana. *Asia - Pacific Journal of Business Administration*, 1(2), pp. 189-198.
- Jensen, M. C. and Meckling, W. H., 1976. Theory of the firm: managerial behavior, agency cost and ownership structure, *Journal of Financial Economics*, 3, pp. 305-360.
- Jensen, M., 1986. Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers. *American Economic Review*, 76, pp.323-329.
- Jordan, J., J. Lowe, and P. Taylor, 1998. Strategy and financial policy in UK small firms, *Journal of Business Finance and Accounting* 25, pp. 1–27.
- Jose, M. L., C. Lancaster, and J. L. Stevens, 1996. Corporate return and cash conversion cycle, *Journal of Economics and Finance* 20, pp.33–46.
- Kadapakkam, P., Kumar, P. and Riddick, L., 1998. The impact of cash flows and firm size on investment: the international evidence, *Journal of Banking and Finance*, 22, pp. 293-320.
- Kargar, J., and R. A. Blumental, 1994. Leverage impact on working capital in small business, *TMA Journal* 14, pp. 46–53.
- Kashyap, A. K., Lamont, O. A. and Stein, J. C., 1994. Credit conditions and the cyclical behavior of inventories, *Quarterly Journal of Economics*, 109, pp. 565-592.
- Keynes, J.M., 1934. *The applied Theory of Money*, vol. 2. Macmillan and Co.
- Kim, C.-S., Mauer, D.C., Sherman, A.E., 1998. The determinants of corporate liquidity: theory and evidence. *J. Financ. Quant. Anal.* 33 (3), pp. 335–359.
- Kieschnich, R., LaPlante, M. and Moussawi, R., 2006. Corporate Working Capital management: Determinants and Consequences, Working Paper.
- Kim, J., Kim, H., & Woods, D., 2011. Determinants of corporate cash-holding levels: An empirical examination of the restaurant industry. *International Journal of Hospitality management*, 30(3), pp. 568-574.
- Krishnawami, S., Spindt, P. A. and Subramaniam, V., 1999. Information asymmetry, monitoring, and the placement structure of corporate debt, *Journal of Financial Economics*, 51, pp. 407-434.
- La Porta, R., Lopez de Silanes, F., Shleifer, A. and Vishny, R., 1997. Legal determinants of external finance, *Journal of Finance*, 52, pp. 1131-1150.
- La Porta, R., Lopez de Silanes, F., Shleifer, A. and Vishny, R., 1998. Law and Finance, *Journal of Political Economy*, 106, pp. 1113-1155.
- Lee, Y. W. and Stowe, J. D., 1993. Product risk, asymmetric information, and trade

credit, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 28, pp. 285-300.

Long, M. S., Malitz, I. B. and Ravid, S. A., 1993. Trade credit, quality guarantees, and product marketability, *Financial Management*, 22, pp. 117-127.

Meggison, W.L., & Wei, Z., 2010. Determinants and value of cash holdings: Evidence from China's privatized firms. SSRN Working Paper Series, pp. 1-37.

Michaelas, N., F. Chittenden, and P. Poutziouris, 1999. Financial policy and capital structure choice in UK SMEs: evidence from company panel data, *Small Business Economics* 12, pp. 113–130.

Modigliani, F. and Miller, M. H., 1958. The cost of capital, corporation finance and the theory of investment, *American Economic Review*, 48, pp. 261-297.

Molina, C. A. and Preve, L. A., 2006. Trade receivable policy of distressed firms and its effect on the cost of financial distress. Working Paper.

Moyen, N., 2004. Investment-cash flow sensitivities: constrained versus unconstrained firms, *Journal of Finance*, 59, pp. 2061-2092.

Myers, S. C., 1977. Determinants of corporate borrowing, *Journal of Financial Economics*, 5, pp. 147-175.

Myers, S. C., 1984. The capital structure puzzle, *Journal of Finance*, 39, pp. 575-592.

Myers, S. and Majluf, N. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have, *Journal of Financial Economics*, 13, pp. 187-221.

Nadiri, M. I., 1969. The determinants of Trade Credit in the U.S. Total Manufacturing Sector, *Econometrica*, 37, pp. 408-423.

Ng, C. K., J. K. Smith, and R. L. Smith, 1999. Evidence on the determinants of credit terms used in interfirm trade, *Journal of Finance* 54, pp. 1109–1129.

Nguyen, P., 2005. How sensitive are Japanese firms to earnings risk? Evidence from cash holdings. pp. 1-41.

Nilsen, J. (2002) Trade credit and the bank lending channel, *Journal of Money, Credit, and Banking*, 34, pp. 226-253.

Niskanen, J., and M. Niskanen, 2006. The determinants of corporate trade credit policies in a bank-dominated financial environment: the case of Finnish small firms, *European Financial Management* 12, pp. 81–102.

Nunn, K., 1981. The strategic determinants of working capital: a product-line perspective, *Journal of Financial Research* 4, pp. 207–219.

Opler, T., Pinkowitz, L., Stulz, R., Williamson, R., 1999. The determinants and implications of corporate cash holdings. *J. Financ. Econ.* 52 (1), pp. 3–46.

Ozkan, A. and N. Ozkan ,2004.. Corporate Cash Holdings: An Empirical Investigation of UK Companies. *Journal of Banking and Finance*, 28, pp. 2103–2134

Padachi, K., 2006. Trends in working capital management and its impact on firms' performance: an analysis of Mauritian small manufacturing firms, *International Review of Business Research Papers* 2, pp. 45–58.

Parsa, H.G., Self, J.T., Njite, D., King, T., 2005. Why restaurants fail. *Cornell Hotel Restaur. Adm. Q.* 46 (3), pp. 304–322.

Peel, M., and N. Wilson, 1996. Working capital and financial management practices in the small firm sector, *International Small Business Journal* 14, pp. 52–68.

Peel, M. J., N. Wilson, and C. Howorth, 2000. Late payment and credit management in the small firm sector: some empirical evidence, *International Small Business Journal* 18, pp. 17–37.

Petersen, M., and R. Rajan, 1995. The effect of credit market competition on lending relationships, *Quarterly Journal of Economics* 110, pp. 407–443.

- Petersen, M., and R. Rajan, 1997. Trade credit: theories and evidence, *Review of Financial Studies* 10, pp. 661–691.
- Pike, R., Cheng, N. S., Cravens, K. and Lamminmaki, D., 2005. Trade credits terms: asymmetric information and price discrimination evidence from three continents, *Journal of Business Finance and Accounting*, 32, pp. 1197-1236.
- Raheman, A., and M. Nasr, 2007. Working capital management and profitability – case of Pakistani firms, *International Review of Business Research Papers* 3, pp. 275–296.
- Rizwan, M.F., & Javed, T., 2011. Determinants of corporate cash holdings: Evidence from Pakistani public sector. *Economics, Management and Financial Markets*, 6(1), pp.344-358.
- Saddour, K., 2006. The determinants and the value of cash holdings: Evidence from French firms. *CEREG*, pp. 1-33.
- Sanchez, J.M., Yurdagul, E., 2013. Why are corporations holding so much cash? *Federal Reserve Bank of St. Louis' Reg. Econ.* 21(1), pp.5–8.
- Scherr, F. C., and H. M. Hulburt, 2001. The debt maturity structure of small firms, *Financial Management* 30, pp. 85–111.
- Schmidt, R., and M. Tyrell, 1997. Financial systems, corporate finance and corporate governance, *European Financial Management* 3, pp. 333–361.
- Shah, A., 2009. The impact of quality on satisfaction, revenue, and cost as perceived by providers of higher education. *J. Mark. High. Educ.* 19(2), pp.125–141.
- Shin, H.-H., Soenen, L., 1998. Efficiency of working capital management and corporate profitability. *Financ. Pract. Educ.* 8, pp. 37–45.
- Smith, K., 1980. Profitability versus liquidity tradeoffs in working capital management, in K.V. Smith (Eds) *Readings on the Management of Working Capital*, pp.549-562.
- Smith, J. K., 1987. Trade Credit and Informational Asymmetry. *Journal of Finance*, 42, pp. 863-872.
- Smith, C. W. and Warner, J. B., 1979. On financial contracting: an analysis of bond covenants, *Journal of Financial Economics*, 7, pp. 117-161.
- Soenen, L., 1993. Cash Conversion Cycle and corporate profitability, *Journal of Cash Management*, 13, pp. 53-57.
- Walker, D., 1991. An empirical analysis on financing the small firm, in: R. Yazdipour, ed., *Advances in Small Business Finance* (Kluwer Academic Publishers, Dordrecht), pp. 47–61.
- Wang, Y.J., 2002. Liquidity management, operating performance, and corporate value: evidence from Japan and Taiwan. *J. Multinat. Financ. Manag.* 12(2), pp. 159–169.
- Weinraub, H. J., and S. Visscher, 1998. Industry practice relating to aggressive conservative working capital policies, *Journal of Financial and Strategic Decision* 11, pp.11–18.
- Whited, T. M., 1992, Debt, liquidity constraints, and corporate investment: evidence from panel data, *Journal of Finance* 47, pp.1425–1460.
- Wilner, B. S., 2000, The exploitation of relationships in financial distress: the case of trade credit, *Journal of Finance* 55, pp. 153–178.
- Windmeijer, F., 2005. A finite sample correction for the variance of linear efficient two-step GMM estimators. *J. Econom.* 126(1), pp.25–51.
- Wooldridge, J.M., 1995/2002. *Econometric Analysis of Cross Section and Panel Data*, vol. 5(1). The MIT Press, pp.5.
- Adetifa S.B 2005. *Corporate Finance and Investment Strategy*. Lagos, The Chartered Institute of Bankers of Nigeria 1st edition

- Alam H.M., Ali, L., Rehman C.A. and Akram M, 2011. "The impact of working capital management on profitability and market valuation of Pakistani firms": European Journal of Economics, Finance & Administrative Sciences, vol. 32, 2011. viewed on 17 October, 2011,
- Campbell, J.Y., Shiller, R.J., 2001. Valuation Ratios and the Long-Run Stock Market Outlook: An Update. National Bureau of Economic Research.
- Chen, N., and Mahajan. A.(2010): Effects of Macroeconomic Conditions on Corporate Liquidity International Evidence International Research Journal of Finance and Economics. ISSN 1450- 2887, Issue35.
- Demigurc-Kunt, A., and V. Maksimovic, 2002. Firms as financial intermediaries: evidence from trade credit data, working paper (World Bank, Washington, DC).
- Gill. A and Shah, C, 2012. Determinants of Corporate Cash Holdings: Evidence from Canada International Journal of Economics and Finance.
- Hofmann, C.,2006. "Why New Zealand Companies hold cash: An empirical Analysis" Unpublished Thesis.
- Pandey, I.M. 2006. Financial Management. New Delhi Vikas publishing house PVT Ltd 9th Edition
- Studenmund, A. H., 1997, Using Econometrics: A Practical Guide (Addison-Wesley, NewYork).
- Wu, Q. S., 2001. The determinant of working capital management policy and its impact on performance, National Science Council Project, Project No. NSC 89-2416-H-224- 028.
- Baker, S.R., Bloom, N., Davis, S.J., 2012. Measuring Economic Policy Uncertainty, www.policyuncertainty.com