



ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ
ΣΧΟΛΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΚΑΙ ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΗΣ
ΤΜΗΜΑ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΚΑΙ ΤΡΑΠΕΖΙΚΗΣ ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΗΣ

ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ ΣΤΗ
«ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΑΙ ΤΡΑΠΕΖΙΚΗ» ΜΕ ΕΙΔΙΚΕΥΣΗ
«ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΑΙ ΤΡΑΠΕΖΙΚΗ ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΗ»

Μεταπτυχιακή Διπλωματική Εργασία

**ΑΥΛΑ ΠΑΓΙΑ ΚΑΙ ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ: ΜΙΑ ΣΥΓΚΡΙΣΗ
ΜΕΤΑΞΥ ΠΕΡΙΟΔΩΝ ΚΡΙΣΗΣ ΚΑΙ ΜΗ-ΚΡΙΣΗΣ**

της

ΓΕΩΡΓΙΟΥ ΜΑΡΙΑ

(Α.Μ.: ΜΧΡΗ2003)

ΕΠΙΒΛΕΠΩΝ ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ: **Εμμανουήλ Τσιριτάκης**

ΕΞΕΤΑΣΤΙΚΗ ΕΠΙΤΡΟΠΗ:

Καθηγητής Εμ. Τσιριτάκης,

Αν. Καθηγήτρια Σ. Αναγνωστοπούλου,

Αν. Καθηγητής Δ. Κυριαζής

(ΑΘΗΝΑ, ΑΥΓΟΥΣΤΟΣ 2022)

ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Σκοπός αυτής της μελέτης είναι να αξιολογηθεί η επίδραση των άυλων περιουσιακών στοιχείων στη διακράτηση μετρητών από τις επιχειρήσεις πριν και μετά την οικονομική κρίση. Λαμβάνοντας, λοιπόν, ένα δείγμα επιχειρήσεων (συνολικά 1600) από διάφορους κλάδους των Ηνωμένων Πολιτειών της Αμερικής για το χρονικό διάστημα 1980 έως 2020 και χρησιμοποιώντας δεδομένα σε ετήσια βάση καταλήξαμε στο συμπέρασμα ότι τα άυλα περιουσιακά στοιχεία επιδρούν αρνητικά στα ταμειακά διαθέσιμα των επιχειρήσεων. Στο ίδιο συμπέρασμα καταλήξαμε και όταν χρησιμοποιήσαμε το οργανωσιακό κεφάλαιο αντί για τα ασώματα πάγια. Σημαντική διαφοροποίηση όμως παρατηρήθηκε μετά το πέρας της παγκόσμιας χρηματοοικονομικής και οικονομικής κρίσης αφού διαπιστώθηκε ότι οι επιχειρήσεις διακρατούν, πλέον, υψηλότερα επίπεδα ταμειακών διαθεσίμων.

Λέξεις-Κλειδιά: Άυλα πάγια, Ρευστότητα, Ταμειακά διαθέσιμα, Οικονομική κρίση, Επιχειρήσεις

ABSTRACT

The aim of this study is to assess the effect of intangible assets on the liquidity of firms before and after the financial crisis. Taking a sample of companies (1600 in total) from various industries in the United States of America between 1980 - 2020 and using data on an annual basis we came to the conclusion that intangible assets have a negative effect on the cash holdings of companies. We reached the same conclusion when we used organizational capital instead of intangible assets. However, significant differentiation was observed after the end of the global financial and economic crisis, where it was established that companies hold high levels of cash reserves now.

Keywords: Intangible Assets, Liquidity, Cash Holdings, Financial Crisis, Companies

ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ

Στο σημείο αυτό θα ήθελα να ευχαριστήσω τον επιβλέποντα καθηγητή κ. Εμμανουήλ Τσιριτάκη για την ανάθεση του συγκεκριμένου θέματος αλλά και για την πολύτιμη βοήθεια του στην εκπόνηση της παρούσας διπλωματικής εργασίας. Επιπλέον, θα ήθελα να ευχαριστήσω την οικογένεια μου για την υποστήριξη τους.

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

ΠΕΡΙΛΗΨΗ	2
ABSTRACT	3
ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ	4
ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ	5
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1: ΕΙΣΑΓΩΓΗ	8
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2: ΑΥΛΑ ΠΑΓΙΑ	9
2.1 Εισαγωγή	9
2.2 Ορισμός Ασώματων Παγίων	10
2.3 Αναγνωρισιμότητα, Έλεγχος, Μελλοντικά Οικονομικά Οφέλη	11
2.4 Απόκτηση	12
2.4.1 Μεμονωμένη Απόκτηση	12
2.4.2 Απόκτηση κατά την εξαγορά επιχείρησης	13
2.4.3 Απόκτηση με ανταλλαγή	13
2.4.4 Απόκτηση με κρατική επιχορήγηση	14
2.4.5 Έρευνα και Ανάπτυξη	14
2.5 Αποτίμηση	15
2.6 Ωφέλιμη Ζωή	17
2.7 Αποσβέσεις	19
2.8 Διαγραφή	20
2.9 US-GAAP	21
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3: ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑ	23
3.1 Εισαγωγή	23
3.2 Ορισμός Ρευστότητας	23
3.3 Παράγοντες που επηρεάζουν τη Ρευστότητα	25
3.4. Μέθοδοι Εκτίμησης Ρευστότητας	27
3.5 Δείκτες Ρευστότητας	28
3.5.1 Δείκτης Γενικής Ρευστότητας	29
3.5.2 Δείκτης Άμεσης Ρευστότητας	29

3.5.3 Δείκτης Ταμειακής Ρευστότητας	30
3.6 Κεφάλαιο Κίνησης	31
3.7 Πηγές Άντλησης Ρευστότητας	33
3.7.1 Εσωτερικές Πηγές Χρηματοδότησης	33
3.7.2 Εξωτερικές Πηγές Χρηματοδότησης	33
3.8 Κίνδυνος Ρευστότητας	36
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4:ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΡΙΣΗ	37
4.1 Οικονομική Κρίση και Επιχειρήσεις	37
4.2 Οικονομική Κρίση και Άυλα Πάγια	39
4.3 Οικονομική Κρίση και Ρευστότητα	40
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5:ΑΥΛΑ ΠΑΓΙΑ ΚΑΙ ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑ	42
5.1 Εισαγωγή	42
5.2 Παρουσίαση Εμπειρικών Ερευνών	42
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6:ΕΜΠΕΙΡΙΚΗ ΕΡΕΥΝΑ	47
6.1 Εισαγωγή	47
6.2 Επιλογή Δείγματος	47
6.3 Επιλογή Οικονομετρικού Υποδείγματος	48
6.4 Επιλογή Μεταβλητών Υποδείγματος	48
6.5 Ερευνητικές Υποθέσεις	51
6.6 Στατιστικά Περιγραφικά Στοιχεία	52
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7: ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΕΡΕΥΝΑΣ	54
7.1 Αποτελέσματα Παλινδρομήσεων	54
7.2 Συμπεράσματα Παλινδρομήσεων	62
7.3 Προτάσεις για Περαιτέρω Έρευνα	65
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ	66

Ευρετήριο Πινάκων

Πίνακας 1: Στατιστικά Περιγραφικά Στοιχεία	σελ. 52
Πίνακας 2: Correlation Matrix	σελ. 53
Πίνακας 3: Αποτελέσματα Παλινδρομήσεων	σελ. 55

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1: ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Είναι γεγονός ότι τα τελευταία χρόνια η αναγκαιότητα των ασώματων παγίων έχει αυξηθεί, με τις επιχειρήσεις να δίνουν όλο και περισσότερη έμφαση στο χειρισμό και την αξιολόγηση τους. Πλέον, είναι από τα σπουδαιότερα περιουσιακά στοιχεία που μπορεί να έχει στη διάθεση της μια επιχείρηση και έχουν καθοριστικό ρόλο στην ανάπτυξης της.

Μετά την περίοδο της χρηματοοικονομικής κρίσης τα ταμειακά διαθέσιμα αποτελούν ακόμα ένα σημαντικό όπλο στη φαρέτρα των επιχειρήσεων. Αυτό οφείλεται στο γεγονός ότι μπορούν να βοηθήσουν τις επιχειρήσεις να ανταπεξέλθουν σε διάφορες δυσοίωνες καταστάσεις. Αρκετοί είναι οι ερευνητές που ασχολήθηκαν με τα κίνητρα και τους παράγοντες που ωθούν τις εταιρείες στη συσσώρευση μεγάλου ποσοστού μετρητών.

Σκοπός της παρούσας εργασία είναι η αναλυτική μελέτη των άυλων παγίων και η επίδραση τους στα ταμειακά διαθέσιμα των επιχειρήσεων πριν και μετά την χρηματοοικονομική κρίση. Στο 2^ο κεφάλαιο γίνεται αναφορά στα άυλα περιουσιακά στοιχεία, τον ορισμό τους, τον τρόπο απόκτησης και αποτίμησης τους. Στο 3^ο κεφάλαιο αναλύεται η έννοια της ρευστότητας, οι παράγοντες που την επηρεάζουν και οι πηγές από όπου αντλείται. Στο 4^ο κεφάλαιο αναφερόμαστε στην οικονομική κρίση και πως αυτή επηρέασε τα ασώματα πάγια και τη ρευστότητα των επιχειρήσεων. Στο 5^ο κεφάλαιο ακολουθούν οι εμπειρικές έρευνες που συνδέουν τα άυλα πάγια με τα ταμειακά διαθέσιμα. Στο 6^ο κεφάλαιο υπάρχουν πληροφορίες αναφορικά με το δείγμα, τις ερευνητικές υποθέσεις και τις μεταβλητές που θα χρησιμοποιηθούν στην παρούσα εργασία. Και τέλος, στο 7^ο κεφάλαιο παρουσιάζονται τα αποτελέσματα και τα συμπεράσματα της εμπειρικής μελέτης.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2: ΑΥΛΑ ΠΑΓΙΑ

2.1 Εισαγωγή

Αρχικά, είναι σημαντικό να αναφέρουμε πως τα πάγια περιουσιακά στοιχεία ανήκουν στο μη Κυκλοφορούν Ενεργητικό μιας επιχείρησης. Πρόκειται, δηλαδή, για στοιχεία που θα μετατραπούν σε μετρητά, θα πωληθούν ή θα καταναλωθούν στο χρονικό διάστημα που ξεπερνάει τον λειτουργικό κύκλο της εταιρείας. Καλούνται επίσης και ως Πάγιο Ενεργητικό. Τα πάγια περιουσιακά στοιχεία διακρίνονται σε δύο κατηγορίες:

- **Ενσώματα Πάγια ή Ενσώματες Ακινήτοποιήσεις**
Περιουσιακά στοιχεία με μεγάλη διάρκεια ζωής που χρησιμοποιούνται για τη λειτουργία της επιχείρησης. Κάποια παραδείγματα είναι τα γήπεδα, τα κτίρια, τα μηχανήματα, τα έπιπλα, τα σκεύη, ο εξοπλισμός κτλ.
- **Ασώματα ή Άυλα Πάγια**
Περιουσιακά στοιχεία που δεν είναι υλικά αγαθά, δηλαδή, δεν έχουν υλική υπόσταση. Όπως για παράδειγμα οι ευρεσιτεχνίες, τα πνευματικά δικαιώματα, τα εμπορικά σήματα, η φήμη και η πελατεία κτλ.

Τα άυλα ή ασώματα πάγια περιγράφονται από το Διεθνές Λογιστικό Πρότυπο 38 (ΔΛΠ 38) ή αλλιώς International Accounting Standards 38 (IAS 38), το οποίο εκδίδεται από τα Διεθνή Πρότυπα Χρηματοοικονομικής Πληροφόρησης (ΔΠΧΠ) ή αλλιώς International Financial Reporting Standards (IFRS). Η κύρια πρόθεση του Διεθνούς Λογιστικού Προτύπου 38 είναι να καθορίσει τη λογιστική δραστηριότητα των άυλων παγίων, με τα οποία δεν καταπιάστηκε κάποιο άλλο Διεθνές Πρότυπο. Επιπροσθέτως, το Πρότυπο προσδιορίζει τον υπολογισμό της λογιστικής αξίας των ασώματων παγίων και καθιστά αναγκαίες ορισμένες γνωστοποιήσεις σχετικά με τα άυλα περιουσιακά στοιχεία.

2.2 Ορισμός Ασώματων Παγίων

Ασώματα Πάγια (Intangible Assets) είναι περιουσιακά στοιχεία μεγάλης διάρκειας ζωής που δεν έχουν φυσική υπόσταση και είναι αναγνωρίσιμα δηλαδή, μπορούν να εντοπιστούν. Η αξία τους απορρέει απ' τα δικαιώματα ή τα προνόμια που αποδίδουν στους ιδιοκτήτες τους. Τα άυλα πάγια είναι ιδιαίτερα σημαντικά τόσο για εταιρείες υψηλής τεχνολογίας όσο και για εκείνες που εξαρτώνται απ' την έρευνα και ανάπτυξη.

Τέτοιου είδους πάγια είναι τα ακόλουθα:

- Πνευματικά δικαιώματα (copyrights)
- Ευρεσιτεχνίες (patents)
- Εμπορικά σήματα (trademarks)
- Εμπορικές επωνυμίες (trade names)
- Βάσεις δεδομένων (databases)
- Άδειες χρήσης (licenses)
- Ψηφιακά προγράμματα (software)
- Ιστοσελίδες (internet domains)
- Υπεραξία (goodwill)
- Δικαιώματα (franchise)

Υπεραξία

Υπεραξία είναι η αξία μιας επιχείρησης που υπερβαίνει τα καθαρά στοιχεία του ενεργητικού της. Αντανακλά την αξία των άυλων περιουσιακών στοιχείων όπως τη φήμη, το εμπορικό σήμα, τις καλές σχέσεις με τους πελάτες, τον επαγγελματισμό και την ηθική των υπαλλήλων της, καθώς και άλλους παράγοντες που βελτιώνουν την προς τα έξω εικόνα της επιχείρησης. Όλα αυτά τα στοιχεία δεν χάνουν την αξία τους με την πάροδο του χρόνου, αντίθετα μπορούν να

αποκτήσουν μεγαλύτερη αξία διαχρονικά. Για το λόγο αυτό, λοιπόν, η υπεραξία καταγράφεται στα βιβλία και δεν αποσβένεται .Διακρίνεται σε:

- **Συμφυή φήμη (inherent goodwill)**, η οποία αντανakλά τα θετικά χαρακτηριστικά της επιχείρησης και είναι δύσκολο να αποτιμηθεί. Αυτό το είδος φήμης δεν εμφανίζεται στον Ισολογισμό.
- **Εξ αγορασθείσα φήμη (purchased goodwill)**, η οποία είναι επί πλέον αξία πέρα του εύλογου τμήματος εξαγοράς των καθαρών περιουσιακών στοιχείων μιας επιχείρησης.

2.3 Αναγνωρισιμότητα, Έλεγχος, Μελλοντικά Οικονομικά Οφέλη

Σύμφωνα με το Διεθνές Λογιστικό Πρότυπο 38 ένα άυλο πάγιο θα αναγνωρίζεται μόνο όταν η οικονομική οντότητα προσδοκά πως θα εισπράξει τα αναμενόμενα μελλοντικά οικονομικά οφέλη που προέρχονται από αυτό το περιουσιακό στοιχείο και το κόστος του περιουσιακού στοιχείου μπορεί να αποτιμηθεί αξιόπιστα.

Προκειμένου να **αναγνωριστεί** ένα ασώματο πάγιο θα πρέπει:

- να μπορεί να διαχωριστεί από την επιχείρηση ώστε να πωληθεί, μεταβιβαστεί, εκμισθωθεί ή ανταλλαχθεί είτε μεμονωμένα είτε σε συνδυασμό με κάποιο συμβόλαιο, περιουσιακό στοιχείο ή υποχρέωση.
- να προκύπτει από κάποιο συμβόλαιο ή νομικό δικαίωμα ανεξάρτητα από το αν τα δικαιώματα είναι μεταβιβάσιμα ή διαχωρίσιμα από την οικονομική οντότητα ή από άλλα δικαιώματα και δεσμεύσεις της.

Σ' ένα περιουσιακό στοιχείο ασκείται **έλεγχος** από την επιχείρηση όταν έχει τη δυνατότητα να λαμβάνει τα μελλοντικά οικονομικά οφέλη που πηγάζουν από αυτό το πάγιο και ταυτόχρονα απαγορεύει την πρόσβαση άλλων σ' αυτά τα οφέλη. Ο έλεγχος των μελλοντικών οικονομικών οφελών πρέπει να πραγματοποιείται μέσω

νομικών δικαιωμάτων ώστε να μπορούν να σταθούν ως αποδεικτικά στοιχεία στις δικαστικές αγωγές. Χωρίς τα νομικά δικαιώματα είναι δύσκολο να αποδειχθεί ο έλεγχος.

Τα **μελλοντικά οικονομικά οφέλη** που προκύπτουν από ένα άυλο περιουσιακό στοιχείο μπορεί να είναι έσοδα από την πώληση προϊόντων ή υπηρεσιών ή άλλα οφέλη από τη χρήση του περιουσιακού στοιχείου ή και τη μείωση του κόστους. Η διοίκηση της οικονομικής οντότητας θα πρέπει να είναι σε θέση να εκτιμήσει τα αναμενόμενα μελλοντικά οικονομικά οφέλη που θα αποκομίσει, με τη χρήση λογικών και βάσιμων υποθέσεων που θα αναφέρονται στις οικονομικές καταστάσεις και θα ισχύουν για όλη την ωφέλιμη ζωή του παγίου. Τέλος, είναι σημαντικό να αναφέρουμε ότι ένα άυλο περιουσιακό στοιχείο θα πρέπει να αποτιμάται αρχικώς στο κόστος.

2.4 Απόκτηση

Προκειμένου μια οικονομική οντότητα να έχει στην κατοχή της ασώματα περιουσιακά στοιχεία αυτά πρέπει να αποτελούν μέρος της περιουσίας της με δύο κυρίως τρόπους. Ο πρώτος τρόπος αφορά την απόκτηση τους από τρίτους μέσω ανταλλαγής, εξαγοράς, κρατικής επιχορήγησης και έτσι προκύπτουν τα εξωτερικά δημιουργούμενα άυλα περιουσιακά στοιχεία. Ο δεύτερος τρόπος έχει να κάνει με αυτά που δημιουργούνται μέσω της διαδικασίας έρευνας και ανάπτυξης και αφορούν τα εσωτερικά δημιουργούμενα άυλα περιουσιακά στοιχεία.

2.4.1 Μεμονωμένη Απόκτηση

Σ' αυτή την περίπτωση το άυλο πάγιο αποκτάται με αγορά. Η τιμή που καταβάλει η επιχείρηση αντικατοπτρίζει τα αναμενόμενα μελλοντικά οικονομικά οφέλη που θα λάβει, καθώς επίσης αντανακλά και το κόστος του περιουσιακού

στοιχείου το οποίο αποτιμάται αξιόπιστα όταν η αγορά γίνεται με μετρητά ή άλλα χρηματικά περιουσιακά στοιχεία. Η αναγνώριση του στις οικονομικές καταστάσεις γίνεται στο κόστος αγοράς. Το κόστος ενός άυλου περιουσιακού στοιχείου συνήθως περιλαμβάνει:

- την τιμή αγοράς του, εμπεριέχοντας το ποσό των φόρων και των δασμών εισαγωγής, μείων τις εκπτώσεις καθώς και
- τα κόστη που αφορούν τη διαδικασία προετοιμασίας του παγίου ώστε να είναι έτοιμο για χρήση. Τέτοια κόστη είναι οι αμοιβές εργαζομένων, οι αμοιβές τρίτων και τα κόστη ελέγχου ορθής λειτουργίας.

2.4.2 Απόκτηση κατά την εξαγορά επιχείρησης

Τα ασώματα περιουσιακά στοιχεία αποκτώνται με την εξαγορά μιας άλλης επιχείρησης. Η αναγνώριση αυτών των παγίων στις οικονομικές καταστάσεις γίνεται στην εύλογη αξία τους κατά την ημερομηνία εξαγοράς.

2.4.3 Απόκτηση με ανταλλαγή

Στην περίπτωση αυτή η απόκτηση του άυλου περιουσιακού στοιχείου γίνεται μέσω της διαδικασίας ανταλλαγής με άλλα μη νομισματικά στοιχεία ή με συνδυασμό νομισματικών και μη νομισματικών περιουσιακών στοιχείων. Στις οικονομικές καταστάσεις η αναγνώριση τους γίνεται στην εύλογη αξία τους κατά την ημερομηνία ανταλλαγής.

2.4.4 Απόκτηση με κρατική επιχορήγηση

Στη συγκεκριμένη περίπτωση το άυλο πάγιο αποκτάται είτε δωρεάν είτε με τεκμαρτή αντιπαροχή όπως για παράδειγμα οι άδειες λειτουργίας, οι άδειες εισαγωγής. Η αναγνώριση του στις οικονομικές καταστάσεις γίνεται στην εύλογη αξία του.

2.4.5 Έρευνα και ανάπτυξη

Ένα εσωτερικώς δημιουργούμενο άυλο περιουσιακό στοιχείο πολλές φορές δεν μπορεί να αναγνωρισθεί εύκολα γιατί υπάρχουν αμφιβολίες για τα αναμενόμενα μελλοντικά οικονομικά οφέλη που θα αποφέρει και επιπλέον δεν γίνεται να αποτιμηθεί αξιόπιστα το κόστος του. Για το λόγο αυτό, λοιπόν, η οικονομική οντότητα έχει την υποχρέωση να διαχωρίσει τη δημιουργία του περιουσιακού στοιχείου σε δύο φάσεις ώστε να ελέγξει εάν πληροί τα κριτήρια για αναγνώριση. Η πρώτη ονομάζεται φάση έρευνας και η δεύτερη φάση ανάπτυξης. Η έρευνα και ανάπτυξη, είναι οι βασικοί παράγοντες που οδηγούν στις εφευρέσεις και στην ανάπτυξη νέων προϊόντων που προστατεύονται με προνόμια ευρεσιτεχνίας. Οι επιχειρήσεις που αποκτούν μονοπωλιακή δύναμη μέσω της δικής τους έρευνας ή έχουν αγοράσει τα δικαιώματα αυτά από τρίτους, μπορούν να τα χρησιμοποιούν ώστε να ενισχύσουν την θέση τους στην αγορά. Εάν ο διαχωρισμός αυτών των δύο φάσεων δεν μπορεί να πραγματοποιηθεί από την επιχείρηση τότε το άυλο περιουσιακό στοιχείο μεταχειρίζεται σαν να πραγματοποιήθηκε μόνο η φάση της έρευνας.

Φάση Έρευνας (Research)

Όλες οι διαδικασίες που έχουν ως σκοπό την απόκτηση νέας επιστημονικής ή τεχνολογικής γνώσης περιλαμβάνονται σ' αυτό το στάδιο. Κατά τη διάρκεια της φάσης έρευνας όλες οι δαπάνες που πραγματοποιούνται αναγνωρίζονται ως έξοδα γιατί δεν γίνεται να υφίσταται η δημιουργία του άυλου παγίου μόνο από αυτή τη

φάση. Δηλαδή η επιχείρηση δεν μπορεί να αποδείξει την ύπαρξη ενός ασώματου περιουσιακού στοιχείου από το οποίο θα καρπωθεί οικονομικά οφέλη στο μέλλον.

Φάση Ανάπτυξη (Development)

Στη φάση της ανάπτυξης περιλαμβάνονται όλες οι δραστηριότητες που θα βοηθήσουν στην παραγωγή νέων ή βελτιωμένων προϊόντων και υπηρεσιών, στον σχεδιασμό και έλεγχο τους. Ένα άυλο περιουσιακό στοιχείο που προέρχεται τη φάση της έρευνας θα αναγνωρίζεται μόνο όταν η οικονομική οντότητα μπορεί να αποδείξει τα παρακάτω:

- Δυνατότητα ολοκλήρωσης του άυλου παγίου ώστε να είναι έτοιμο για χρήση.
- Πρόθεση ολοκλήρωσης του άυλου παγίου.
- Δυνατότητα χρήσης ή πώλησης του άυλου παγίου.
- Δυνατότητα δημιουργίας μελλοντικών οικονομικών οφελών
- Διαθεσιμότητα πόρων και τεχνικών ώστε να ολοκληρωθεί η φάση της ανάπτυξης και να γίνει χρήση του άυλου περιουσιακού στοιχείου.
- Ικανότητα αξιόπιστου υπολογισμού των δαπανών του άυλου περιουσιακού στοιχείου.

Οι δαπάνες από τη φάση της ανάπτυξης με βάση το πρότυπο θα αναφέρονται στα αποτελέσματα χρήσης ως έξοδο. Επιπλέον, θα μπορούν να κεφαλαιοποιηθούν μόνο εάν πληρούνται τα προηγούμενα έξι κριτήρια.

2.5 Αποτίμηση

Η διαδικασία αποτίμησης των άυλων περιουσιακών στοιχείων μπορεί να πραγματοποιηθεί με δύο τρόπους, είτε στο κόστος κτήσης είτε στην εύλογη αξία

τους. Κάθε οικονομική οντότητα έχει το δικαίωμα να επιλέξει ποια από τις δύο μεθόδους προτιμάει όπως γίνεται και στα ενσώματα πάγια. Μια βασική διαφορά όμως σε ότι έχει να κάνει με τα ασώματα πάγια είναι πως εάν η αποτίμηση γίνει με μια εκ των δύο μεθόδων τότε θα πρέπει όλα τα υπόλοιπα όμοια περιουσιακά στοιχεία να αντιμετωπιστούν λογιστικά με την ίδια μέθοδο. Σύμφωνα με τα Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα 38 ένα περιουσιακό στοιχείο πρέπει να αποτιμάται αρχικά στο κόστος κτήσης. Το κόστος περιλαμβάνει την τιμή αγοράς συν οποιοδήποτε άλλο κόστος καταβλήθηκε από την οικονομική οντότητα καθ' όλη την διάρκεια προετοιμασίας του για τελική χρήση. Μετά την αρχική μέτρηση οι επιχειρήσεις μπορούν να επιλέξουν ποια μέθοδο θα χρησιμοποιήσουν για να αποτιμήσουν τα άυλα περιουσιακά τους στοιχεία.

Μέθοδος Κόστους

Σύμφωνα με το υπόδειγμα κόστους, η αποτίμηση ενός άυλου παγίου μετά την αρχική του αναγνώριση στο κόστος κτήσης θα εκφράζεται όταν από το κόστος απόκτησης ή δημιουργίας του αφαιρεθούν οι συσσωρευμένες αποσβέσεις και οι τυχόν συσσωρευμένες ζημίες απομείωσης.

Μέθοδος Αναπροσαρμογής

Αφορά την αποτίμηση με την οποία το περιουσιακό στοιχείο θα μπορούσε να ανταλλαχθεί μεταξύ δύο μερών, που ενεργούν με ελεύθερη βούληση και πλήρη γνώση των συνθηκών, σε μια ενεργό αγορά ομοιογενών αγαθών με ικανοποιητική διαθεσιμότητα αγοραστών-πωλητών και τιμών.

Σύμφωνα με το υπόδειγμα αναπροσαρμογής η αποτίμηση του άυλου παγίου γίνεται με βάση την εύλογη αξία γίνεται μείον τις μεταγενέστερες συσσωρευμένες αποσβέσεις και οι μεταγενέστερες συσσωρευμένες ζημίες

απομείωσης. Η εφαρμογή αυτής της μεθόδου γίνεται εφόσον η οικονομική οντότητα μπορεί να προσδιορίσει αξιόπιστα την εύλογη αξία του παγίου. Είναι σημαντικό να αναφέρουμε πως οι αναπροσαρμογές των άυλων περιουσιακών στοιχείων πρέπει να γίνονται έτσι ώστε η λογιστική αξία του παγίου να μην διαφέρει αρκετά από την εύλογη αξία του. Στην περίπτωση όμως που η εύλογη αξία ξεπερνάει τη λογιστική αξία η αύξηση αυτή αποτυπώνεται ως αποθεματικό αναπροσαρμογής στα Ίδια Κεφάλαια. Αντίθετα στην περίπτωση που η λογιστική αξία ξεπερνάει την εύλογη αξία τότε η μείωση αυτή καταγράφεται ως ζημία απομείωσης στην Κατάσταση Αποτελεσμάτων Χρήσης. Αν η επιχείρηση επιλέξει τη μέθοδο αναπροσαρμογής για την αποτίμηση του ασώματος παγίου τότε θα πρέπει όλα τα άυλα της ίδιας κατηγορίας να αποτιμηθούν με την ίδια μέθοδο, με μόνη εξαίρεση όταν δεν υπάρχει ενεργός αγορά για τα εν λόγω στοιχεία τότε θα πρέπει να αποτιμηθούν με τη μέθοδο κόστους.

2.6 Ωφέλιμη Ζωή

Η **ωφέλιμη ζωή** ενός ασώματος παγίου είναι το διάστημα κατά το οποίο το περιουσιακό στοιχείο αναμένεται να συμβάλει στις μελλοντικές ταμειακές ροές της επιχείρησης. Κάθε οικονομική οντότητα οφείλει να εκτιμά την ωφέλιμη ζωή των άυλων περιουσιακών της στοιχείων, η οποία διαχωρίζεται σε περιορισμένη και αόριστη.

Η περιορισμένη ωφέλιμη ζωή υπόκειται σε νομικό περιορισμό και η επιχείρηση πρέπει να εκτιμήσει τη διάρκεια ή τον αριθμό των παραγωγικών ή όμοιων μονάδων που την αποτελούν. Η εκτιμώμενη ωφέλιμη ζωή των άυλων αυτών στοιχείων είναι συχνά μικρότερη από τα νομικά τους όρια ανάλογα με τη διάρκεια της περιόδου που η οικονομική οντότητα αναμένει να κάνει χρήση του περιουσιακού στοιχείου. Αν τα νομικά δικαιώματα μεταβιβάζονται για περιορισμένη χρονική περίοδο και πρόκειται να ανανεωθούν τότε η ωφέλιμη ζωή

του στοιχείου αυτού θα εμπεριέχει αυτές τις περιόδους ανανέωσης μόνο αν υπάρχουν αποδείξεις από την οικονομική οντότητα.

Σε αντίθεση με την περιορισμένη ωφέλιμη ζωή η αόριστη δεν περιορίζεται από νομικούς, οικονομικούς, ρυθμιστικούς, συμβατικούς, ανταγωνιστικούς ή άλλους παράγοντες. Αυτό όμως δεν σημαίνει πως τα άυλα αυτά στοιχεία διαρκούν για πάντα. Η αόριστη ωφέλιμη ζωή επιλέγεται όταν δεν προβλέπεται η χρονική λήξη του οικονομικού οφέλους που θα αποκομίσει η επιχείρηση από τη χρήση του ασώματος παγίου. Ένα παράδειγμα τέτοιου στοιχείου είναι τα εμπορικά σήματα που μπορούν να διαρκέσουν όσο η επιχείρηση μπορεί να τα χρησιμοποιεί επιτυχώς.

Κατά τον προσδιορισμό της ωφέλιμης ζωής ενός άυλου περιουσιακού στοιχείου η επιχείρηση θα πρέπει να λάβει υπόψη της τους ακόλουθους παράγοντες:

- την αναμενόμενη χρήση του περιουσιακού στοιχείου από την επιχείρηση και αν αυτό μπορεί να λειτουργεί τελεσφόρα από κάποια άλλη επιχείρηση,
- τον κύκλο ζωής του παγίου που προκύπτει από πληροφορίες άλλων παρόμοιων παγίων,
- τους τεχνικούς, τεχνολογικούς και εμπορικούς τύπους απαξίωσης του περιουσιακού στοιχείου,
- την σταθερότητα του κλάδου και τις μεταβολές της ζήτησης της αγοράς για προϊόντα ή υπηρεσίες που προκύπτουν απ' αυτό το πάγιο,
- τις προσδοκώμενες ενέργειες ανταγωνιστών,
- τις δαπάνες συντήρησης που απαιτούνται ώστε η επιχείρηση να λάβει τα αναμενόμενα μελλοντικά οικονομικά οφέλη αλλά και την ικανότητα και την πρόθεση της να φτάσει και να διατηρήσει αυτό το επίπεδο,

- την περίοδο κατά την οποία η οικονομική οντότητα κατέχει το πάγιο και του ασκεί έλεγχο καθώς επίσης και τα νομικά όρια της χρήσης του,
- την εξάρτηση της ωφέλιμης ζωής του περιουσιακού στοιχείου από άλλα στοιχεία της οικονομικής οντότητας.

2.7 Αποσβέσεις

Η μείωση της αξίας ενός περιουσιακού στοιχείου λόγω της φθοράς που έχει υποστεί ονομάζεται απόσβεση και οφείλεται είτε στη λειτουργική φθορά είτε στη τεχνολογική απαξίωση. Όπως αναφέραμε και προηγουμένως τα άυλα πάγια με περιορισμένη διάρκεια ζωής μπορούν να αποσβεστούν ενώ αυτά που έχουν αόριστη διάρκεια ζωής δεν αποσβένονται αλλά εξετάζονται για απομείωση.

Η απόσβεση ενός ασώματος περιουσιακού στοιχείου με περιορισμένη ωφέλιμη ζωή ξεκινάει όταν είναι διαθέσιμο προς χρήση και σταματάει όταν χαρακτηριστεί διαθέσιμο προς πώληση ή λήξει η ωφέλιμη ζωή του. Οι αποσβέσεις αυτών των παγίων στοιχείων καταχωρούνται κάθε χρόνο και πρέπει να αντανakλούν τα μελλοντικά οικονομικά οφέλη που θα καταναλωθούν από την οικονομική οντότητα.

Υπάρχουν τρεις βασικές μέθοδοι αποσβέσεων:

- Μέθοδος της Σταθερής Απόσβεσης
- Μέθοδος των Μονάδων Παραγωγής
- Μέθοδος της Επιταχυνόμενης ή Φθίνουσας Απόσβεσης

Οι αποσβέσεις των άυλων παγίων υπολογίζονται συνήθως με τη Σταθερή Μέθοδο και εμφανίζονται στη Κατάσταση Αποτελεσμάτων Χρήσεως. Σ' ένα άυλο πάγιο με περιορισμένη ωφέλιμη ζωή η υπολειμματική του αξία, δηλαδή η καθαρή

αξία που αναμένεται ότι θα εισπραχθεί σε περίπτωση πώλησής του στο τέλος της διάρκειας της ωφέλιμης ζωής του, συνήθως είναι μηδενική. Εξαιρέσεις υπάρχουν στην περίπτωση όπου κάποια άλλη οικονομική οντότητα έχει δεσμευτεί πως θα αγοράσει το πάγιο στο τέλος της ωφέλιμης ζωής του και όταν υπάρχει μια ενεργή αγορά όπου η υπολειμματική αξία μπορεί να μετρηθεί συναρτήσει της ενεργής αγοράς με την πεποίθηση ότι αυτή η αγορά θα υφίσταται και μετά το τέλος της ωφέλιμης ζωής του περιουσιακού στοιχείου.

Η αποσβεστέα αξία ενός παγίου προκύπτει όταν από το κόστος του αφαιρέσουμε την εκτιμώμενη υπολειμματική αξία. Αν η υπολειμματική αξία δεν είναι μηδενική αυτό σημαίνει πως η επιχείρηση θα διαθέσει το ασώματο περιουσιακό στοιχείο πριν τη λήξη της ωφέλιμης ζωής του.

Σε ότι έχει να κάνει τώρα με τα άυλα πάγια που έχουν αόριστη ωφέλιμη ζωή, κάθε επιχείρηση έχει την υποχρέωση να παρακολουθεί αυτά τα στοιχεία για απομείωση συγκρίνοντας τις εκτιμώμενες μελλοντικές ταμειακές ροές με τη λογιστική αξία. Η διαδικασία αυτή πραγματοποιείται κάθε χρόνο καθώς επίσης και όταν υπάρχουν υποψίες πως το άυλο περιουσιακό στοιχείο έχει υποστεί απομείωση αξίας. Από τον έλεγχο αυτό προκύπτει ότι οι μελλοντικές ταμειακές ροές είναι μικρότερες από την καθαρή λογιστική αξία τότε υπάρχει μείωση στην αξία του παγίου η οποία καταγράφεται ως ζημία.

2.8 Διαγραφή

Ένα άυλο περιουσιακό στοιχείο **διαγράφεται** κατά τη διάθεση ή όταν η οικονομική οντότητα δεν αναμένει πλέον μελλοντικά οικονομικά οφέλη από τη χρήση ή τη διάθεση του στοιχείου. Τα κέρδη ή οι ζημίες που προκύπτουν από την παύση της αναγνώρισης υπολογίζονται από τη διαφορά μεταξύ της αξίας εκποίησης του και της λογιστικής του αξίας. Η αναγνώριση του γίνεται στην

Κατάσταση Αποτελεσμάτων Χρήσης. Ένα ασώματο περιουσιακό στοιχείο λέμε ότι διατίθεται όταν πωλείται, μισθώνεται ή δωρίζεται και ως ημερομηνία διάθεσης ορίζεται η στιγμή που ο αγοραστής αποκτά το πάγιο. Τα έσοδα που προκύπτουν από τη διάθεση του περιουσιακού στοιχείου αναγνωρίζονται στην εύλογη αξία. Όταν ένα άυλο περιουσιακό στοιχείο με περιορισμένη ωφέλιμη ζωή σταματά να χρησιμοποιείται δεν σημαίνει πως σταματάει και η απόσβεσή του. Η απόσβεση σταματάει μόνο όταν το πάγιο έχει αποσβεστεί πλήρως ή είναι διαθέσιμο προς πώληση.

2.9 US-GAAP

Η πρακτική εφαρμογή της λογιστικής ορίζεται από επαγγελματικά σώματα και ρυθμιστικές αρχές. Στις ΗΠΑ οι Γενικές Παραδεκτές Λογιστικές Αρχές (US-GAAP) συντάσσονται από την Επιτροπή Χρηματοοικονομικών Λογιστικών Προτύπων (FASB), η οποία αποτελεί έναν ανεξάρτητο οργανισμό που εποπτεύεται από το Ίδρυμα Χρηματοοικονομικής Λογιστικής. Τα GAAP είναι ο “λογιστικός νόμος” των ΗΠΑ. Τα US-GAAP έχουν αρκετές ομοιότητες αλλά και διαφορές σε σχέση με τα Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα 38 (ΔΛΠ 38).

Μια από τις βασικές διαφορές μεταξύ των ΔΛΠ 38 και των US-GAAP αφορά την αναγνώριση των άυλων παγίων. Όπως αναφέραμε και προηγουμένως με βάση τα Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα τα άυλα περιουσιακά στοιχεία αναγνωρίζονται αν τα μελλοντικά οικονομικά οφέλη είναι πιθανά και αξιόπιστα μετρήσιμα, ανεξάρτητα από το αν αποκτώνται ή δημιουργούνται εσωτερικά. Με βάση τα US-GAAP τα άυλα πάγια αναγνωρίζονται μόνο κατά την απόκτηση τους ενώ τα εσωτερικώς δημιουργούμενα δεν αναγνωρίζονται.

Έτσι, λοιπόν, τα US-GAAP σε αντίθεση με τα ΔΛΠ 38 δεν αναγνωρίζουν τις δαπάνες για Έρευνα και Ανάπτυξη ως άυλα περιουσιακά στοιχεία που

αναμένεται να οδηγήσουν σε μελλοντικά οφέλη. Κατά συνέπεια, οι εταιρίες που ακολουθούν τα US-GAAP αντιμετωπίζουν τις δαπάνες για Έρευνα και Ανάπτυξη ως έξοδο στη Κατάσταση Αποτελεσμάτων Χρήσης και δεν κεφαλαιοποιούνται. Η αποτίμηση των άυλων περιουσιακών στοιχείων σύμφωνα με τα US-GAAP (ASC350-30-35-6 έως 35-19) μετά την αρχική αναγνώριση γίνεται στο ιστορικό κόστος μείον τις συσσωρευμένες αποσβέσεις και τις ζημίες απομείωσης, η μέθοδος της αναπροσαρμογής δεν επιτρέπεται.

Μοναδική εξαίρεση αποτελούν τα έξοδα ανάπτυξης λογισμικού που μπορούν τόσο να κεφαλαιοποιηθούν όσο και να αποσβεστούν. Σύμφωνα με τα US-GAAP (ASC985-20) οι δαπάνες ανάπτυξης λογισμικού αποτελούνται κυρίως από εσωτερικούς μισθούς και αμοιβές συμβούλων για την ανάπτυξη λογισμικών για πώληση. Κεφαλαιοποιείται το κόστος που σχετίζεται με την ανάπτυξη του λογισμικού καθώς πρόκειται να χρησιμοποιηθεί ως αναπόσπαστο κομμάτι ενός προϊόντος ή μιας διαδικασίας προς πώληση ή μίσθωση. Η κεφαλαιοποίηση πραγματοποιείται μόλις ολοκληρωθεί όλη η διαδικασία της Έρευνας και Ανάπτυξης. Το κόστος αυτό αποσβένεται με βάση τη σταθερή μέθοδο κατά τη διάρκεια της εκτιμώμενης ωφέλιμης ζωής του παγίου, που δεν υπερβαίνει τα τρία χρόνια, ξεκινώντας από την ημερομηνία που καθίσταται διαθέσιμο για χρήση.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3: ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑ

3.1 Εισαγωγή

Είναι γεγονός πως η αιτία ύπαρξης των επιχειρήσεων πηγάζει από τις ανάγκες της κοινωνίας και της αγοράς που πρέπει να ικανοποιηθούν μέσα από την προσφορά αγαθών και υπηρεσιών.

Καθ' όλη τη διάρκεια της ζωής τους οι επιχειρήσεις έχουν να αντιμετωπίσουν διάφορες προκλήσεις και κινδύνους που απειλούν την ομαλή λειτουργία τους. Για τον λόγο αυτό, λοιπόν, είναι σημαντικό κάθε επιχείρηση να φροντίζει για την ύπαρξη επαρκούς ρευστότητας. Εάν οι επιχειρήσεις δεν έχουν αρκετά ρευστά στοιχεία θα προκύψουν οι ανάλογες δυσμενείς συνέπειες από τη στιγμή που δεν θα είναι σε θέση να πληρώσουν τις υποχρεώσεις τους

Επομένως, η ρευστότητα αποτελεί τον σημαντικότερο παράγοντα για την λειτουργία και την βιωσιμότητα των επιχειρήσεων.

3.2 Ορισμός Ρευστότητας

Ο όρος **ρευστότητα** αναφέρεται στην ευκολία και την ταχύτητα με την οποία τα περιουσιακά στοιχεία μπορούν να μετατραπούν σε μετρητά χωρίς σημαντική απώλεια στην αξία τους. Η ρευστότητα επηρεάζεται άμεσα από την προσφορά και τη ζήτηση που υπάρχει για το συγκεκριμένο προϊόν ή περιουσιακό στοιχείο και έμμεσα από άλλους παράγοντες όπως τις πιθανές διαταραχές στην αγορά.

Στη Λογιστική ρευστότητα είναι η ικανότητα του κυκλοφορούντος Ενεργητικού να καλύψει τις τρέχουσες Υποχρεώσεις. Τα κυκλοφορούντα στοιχεία του Ενεργητικού είναι τα πιο ρευστά καθώς περιλαμβάνουν τα ταμειακά διαθέσιμα που μπορούν να χρησιμοποιηθούν άμεσα για όλες τις συναλλαγές μιας επιχείρησης. Το λιγότερο ρευστό είδος των περιουσιακών στοιχείων αποτελούν τα πάγια περιουσιακά στοιχεία. Στα ενσώματα πάγια περιλαμβάνονται τα ακίνητα, οι εγκαταστάσεις, ο εξοπλισμός τα οποία δεν μετατρέπονται σε μετρητά μέσα από την κανονική επιχειρηματική δραστηριότητα και συνήθως δεν χρησιμοποιούνται για να πληρώσουν τα έξοδα. Από την άλλη πλευρά, τα άυλα περιουσιακά στοιχεία παρόλο που δεν έχουν φυσική υπόσταση μπορεί να είναι πολύτιμα για τις επιχειρήσεις.

Οι περισσότερες επιχειρήσεις, φροντίζουν να διατηρούν πλεόνασμα κυκλοφοριακών στοιχείων, ανάλογα με τις τρέχουσες υποχρεώσεις. Η τοποθέτηση κεφαλαίων σε κυκλοφοριακά στοιχεία, δεν αποτελεί παραγωγική επένδυση, και ως εκ τούτου υπερβολικά υψηλά κυκλοφοριακά στοιχεία, μειώνουν την κερδοφορία. Το οικονομικό τμήμα πρέπει να λαμβάνει υπόψιν του:

- Την ύπαρξη επαρκών κυκλοφοριακών στοιχείων, καθώς και την συνέπεια της επιχείρησης στην εκπλήρωση των υποχρεώσεων.
- Την ύπαρξη επαρκών διαθεσίμων για την ομαλή λειτουργία της, αλλά και για την εκμετάλλευση τυχόν παρουσιαζόμενων ευκαιριών.
- Την ύπαρξη υπερβολικών αποθεματοποιήσεων.
- Το αν χορηγούνται μεγάλες πιστώσεις στους πελάτες της.
- Το αν οι απαιτήσεις της είναι υπέρογκες

Η πιθανότητα μια επιχείρηση να συναντήσει προβλήματα στην εκπλήρωση των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων της είναι ελάχιστη όταν τα περιουσιακά στοιχεία που διαθέτει είναι ρευστά. Μια τέτοια εταιρεία έχει γενικά περισσότερη οικονομική ευελιξία ώστε να αναλάβει νέες επενδυτικές ευκαιρίες. Επομένως, η πιθανότητα μια επιχείρηση να αποφύγει μια χρηματοοικονομική δυσχέρεια μπορεί να συνδέεται με την ρευστότητα της.

3.3 Παράγοντες που επηρεάζουν την ρευστότητα

Κάθε επιχείρηση για να μπορεί να ανταποκρίνεται στις υποχρεώσεις της οφείλει να διατηρεί ένα ύψος ρευστότητας. Ανάλογα με τη δραστηριοποίηση όμως της κάθε επιχείρησης το ύψος της ρευστότητας διαφέρει. Οι βασικοί παράγοντες που την επηρεάζουν είναι:

- **Η φύση και το μέγεθος της επιχείρησης**

Ανάλογα με τη μορφή που έχει η κάθε επιχείρηση υπάρχουν και οι αντίστοιχες απαιτήσεις για την ρευστότητα. Για παράδειγμα τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα και τα καταστήματα λιανικού εμπορίου έχουν υψηλές απαιτήσεις για ρευστότητα ενώ οι επιχειρήσεις κοινής ωφέλειας έχουν χαμηλές απαιτήσεις.

- **Κύκλος Παραγωγής**

Η αναγκαιότητα της επιχείρησης για ρευστά στοιχεία είναι ανάλογη με τον παραγωγικό της κύκλο. Όσο μεγαλύτερος αυτός ο κύκλος τόσο περισσότερη ρευστότητα απαιτείται. Ως παραγωγικός κύκλος ορίζεται όλη η διαδικασία παραγωγής προϊόντων που ξεκινάει με την αγορά πρώτων υλών.

- **Μεταβολές στη Ζήτηση**

Η ζήτηση σε μια επιχείρηση μπορεί να έχει διάφορες διακυμάνσεις. Σε περιόδους υψηλής ζήτησης η επιχείρηση αντιμετωπίζει και υψηλή παραγωγικότητα επομένως η ανάγκη για ρευστότητα που υπάρχει είναι αυξημένη. Αντίθετα, σε περιόδους που η ζήτηση δεν είναι τόσο υψηλή οι απαιτήσεις για ρευστότητα είναι και αυτές μικρές.

- **Πολιτική Παραγωγής**

Οι πολιτικές παραγωγής διαφέρουν από επιχείρηση σε επιχείρηση. Για παράδειγμα, μπορεί να ακολουθείται πολιτική σταθερής παραγωγής ή να παράγονται διαφορετικά τμήματα του προϊόντος, οπότε ανάλογα με τις περιστάσεις οι απαιτήσεις για ρευστότητα διαφέρουν.

- **Κύκλος Εργασιών Κυκλοφορούντος Κεφαλαίου**
Βασικό ρόλο για τις ανάγκες ρευστότητας μιας επιχείρησης παίζει η ταχύτητα με την οποία τα κεφάλαια επιστέφουν στην επιχείρηση. Όσο πιο μεγάλη διάρκεια έχει αυτός ο κύκλος τόσο μεγαλύτερη είναι η ανάγκη για ρευστότητα και το αντίστροφο.
- **Πιστωτική Πολιτική**
Όταν μια επιχείρηση παρέχει πίστωση σε πελάτες έχει ανάγκη για ρευστότητα ενώ όταν δέχεται πίστωση από τους προμηθευτές έχει μικρότερη ανάγκη για ρευστότητα.
- **Ανάπτυξη Δραστηριοτήτων**
Η ανάπτυξη και η επέκταση δραστηριοτήτων για μια επιχείρηση συνεπάγεται και αυξημένες απαιτήσεις για ρευστότητα.
- **Λειτουργική Αποδοτικότητα**
Η μέγιστη αξιοποίηση των πόρων από μια επιχείρηση οδηγεί στην μεγιστοποίηση της κερδοφορίας της και στην ελαχιστοποίηση της απαιτούμενης ρευστότητας.
- **Αλλαγές στα Επίπεδα Τιμών**
Το πόσο και αν θα επηρεάσουν οι αλλαγές στα επίπεδα τιμών εξαρτάται από το είδος της κάθε επιχείρησης. Η αύξηση των τιμών οδηγεί σε ταυτόχρονη αύξηση της ανάγκης ρευστότητας για μια επιχείρηση.

Διαπιστώνουμε, λοιπόν, μ' αυτό τον τρόπο πως η ρευστότητα έχει καθοριστικό ρόλο καθώς οι επιχειρήσεις μπορούν να ανταπεξέρχονται στις υποχρεώσεις τους και καταφέρνουν να λειτουργούν αποδοτικά και αποτελεσματικά.

3.4 Μέθοδοι Εκτίμησης Ρευστότητας

Υπάρχουν διάφοροι μέθοδοι, στα πλαίσια του ελεύθερου ανταγωνισμού, που μας δίνουν τη δυνατότητα να υπολογίσουμε την απαιτούμενη ρευστότητα των επιχειρήσεων. Αυτοί είναι οι ακόλουθοι:

- **Μέθοδος των πηγών και των χρήσεων των κεφαλαίων.**
Με βάση αυτή τη μέθοδο οι συνολικές πηγές και χρήσεις των κεφαλαίων αποτυπώνονται σ' ένα επιθυμητό ορίζοντα προγραμματισμού, και τα ελλείματα και πλεονάσματα ρευστότητας προκύπτουν από τη διαφορά μεταξύ των πηγών και χρήσεων κεφαλαίου.
- **Μέθοδος Διάρθρωσης Κεφαλαίου**
Η ταξινόμηση των χρήσεων και πηγών κεφαλαίων για κάθε χρηματοοικονομική επιχείρηση πραγματοποιείται σύμφωνα με την πιθανότητα της αύξησης ή μείωσης τους. Η πιθανότητα αυτή σχετίζεται με τις αλλαγές στα επιτόκια αναφοράς και ο προσδιορισμός της δίνει εκτιμήσεις για τις μελλοντικές ανάγκες ρευστότητας.
- **Προσέγγιση Εκτίμησης Ρευστότητας**
Η προσέγγιση εκτίμησης ρευστότητας εστιάζει στους χρηματοοικονομικούς δείκτες ρευστότητας των επιχειρήσεων που βοηθούν στον υπολογισμό της θέσης της ρευστότητας τους στον Ισολογισμό.

3.5 Δείκτες Ρευστότητας

Οι αριθμοδείκτες αποτελούν βασικό εργαλείο της χρηματοοικονομικής ανάλυσης. Αριθμοδείκτης είναι η μαθηματική έκφραση της σχέσεως ενός οικονομικού μεγέθους ως προς ένα άλλο και μπορεί να παρασταθεί είτε με τη μορφή πηλίκου είτε με τη μορφή ποσοστού.

Σχηματίζονται από αριθμητικά στοιχεία των λογαριασμών του Ισολογισμού και άλλων λογιστικών καταστάσεων ώστε να βοηθήσουν στην κατανόηση των σχέσεων μεταξύ των βασικών επιχειρηματικών μεγεθών της επιχείρησης. Η χρήση των αριθμοδεικτών παρέχει πληροφόρηση στους μετόχους, στη διοίκηση, στους επενδυτικούς συμβούλους, στο απασχολούμενο προσωπικό, στους προμηθευτές, στους πελάτες, στο κράτος, στο κοινωνικό σύνολο και στους δανειστές της εταιρείας για την πραγματική κατάσταση ολόκληρης της οικονομικής μονάδας ή γενικότερα του κλάδου στον οποίο ανήκει.

Σημαντική κατηγορία αριθμοδεικτών είναι αυτή που αφορά την ρευστότητα αφού προσδιορίζει τη βραχυχρόνια οικονομική θέση της επιχείρησης και την ικανότητα της να ανταποκριθεί στις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της. Με λίγα λόγια, οι δείκτες αυτοί συγκρίνουν τα άμεσα ρευστοποιήσιμα περιουσιακά στοιχεία της επιχείρησης με τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της. Χρησιμοποιώντας κάποιες σχέσεις μεταξύ των λογαριασμών του Κυκλοφορούντος Ενεργητικού και των Βραχυπρόθεσμων Υποχρεώσεων υλοποιείται ο υπολογισμός της ρευστότητας. Το Κυκλοφορούν Ενεργητικό περιλαμβάνει τα ταμειακά διαθέσιμα, τις απαιτήσεις από πελάτες και τα αποθέματα.

Οι σημαντικότεροι δείκτες είναι οι παρακάτω.

3.5.1 Δείκτης Γενικής Ρευστότητας

Ο πλέον συνήθης δείκτης για την αξιολόγηση του Κυκλοφορούντος Ενεργητικού και των Βραχυπρόθεσμων Υποχρεώσεων που υπολογίζεται διαιρώντας το Κυκλοφορούν Ενεργητικό με τις Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις.

Ο δείκτης αυτός εκφράζει την ικανότητα της επιχείρησης να καλύπτει τις Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις της με το Κυκλοφορούν Ενεργητικό. Επιπλέον, αντανακλά μια στατική αντίληψη του ποιοι παραγωγικοί πόροι είναι διαθέσιμοι σε μια δεδομένη χρονική στιγμή για να ικανοποιήσουν υποχρεώσεις της στιγμής αυτής χωρίς να παρέχει στοιχεία για την ρευστότητα καθ' όλη τη διάρκεια μιας διαχειριστικής περιόδου.

Αν ο δείκτης βγει μικρότερος της μονάδας υποδηλώνει πρόβλημα αφερεγγυότητας για την επιχείρηση ενώ αν βγει μεγαλύτερος του τρία είναι πιθανόν τα κεφάλαια να παραμένουν αδρανή αντί να χρησιμοποιούνται αποδοτικά. Ιδανικά ένας καλός δείκτης έμμεσης ρευστότητας θα πρέπει να κυμαίνεται μεταξύ του ενός και του τρία.

$$\text{Δείκτης Γενικής Ρευστότητας} = \frac{\text{Κυκλοφορούν Ενεργητικό}}{\text{Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις}}$$

3.5.2 Δείκτης Άμεσης Ρευστότητας

Ο δείκτης αυτός δείχνει την ικανότητα της επιχείρησης να αποπληρώνει τις Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις της ρευστοποιώντας τα αμέσως ρευστοποιήσιμα στοιχεία.

Ο συγκεκριμένος δείκτης έχει μια πιο στενή βάση από εκείνη του Δείκτη Γενικής Ρευστότητας. Προκύπτει από την πρόσθεση των ταμειακών διαθεσίμων, των βραχυπρόθεσμων επενδύσεων και των απαιτήσεων (μετά την αφαίρεση των προβλέψεων για επισφαλείς απαιτήσεις) διαιρώντας το με το άθροισμα των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων. Τα αποθέματα και τα προπληρωμένα έξοδα εξαιρούνται επειδή είναι λιγότερο ρευστοποιήσιμα.

Η αποδεκτή τιμή του δείκτη στους περισσότερους βιομηχανικούς κλάδους κυμαίνεται από 0.9 έως 1.0.

$$\text{Δείκτης Άμεσης Ρευστότητας} = \frac{\text{Κυκλοφορούν Ενεργητικό-Αποθέματα}}{\text{Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις}}$$

3.5.3 Δείκτης Ταμειακής Ρευστότητας

Με βάση αυτόν το δείκτη δηλώνεται η ικανότητα της οικονομικής οντότητας να ανταποκρίνεται στις ληξιπρόθεσμες και τρέχουσες υποχρεώσεις της κάνοντας χρήση των διαθέσιμων περιουσιακών της στοιχείων. Υπολογίζεται διαιρώντας τα διαθέσιμα της επιχείρησης με τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις.

Όσο μεγαλύτερος είναι ο δείκτης τόσο μεγαλύτερη είναι και η ρευστότητα της επιχείρησης. Βέβαια, η τιμή του δείκτη συνήθως είναι μικρότερη της μονάδας, το ίδιο ισχύει και για τις Τράπεζες που σπάνια εμφανίζουν ταμειακή ρευστότητα μεγαλύτερη της μονάδας.

$$\text{Δείκτης Ταμειακής Ρευστότητας} = \frac{\text{Ταμειακά Διαθέσιμα και Ισοδύναμα}}{\text{Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις}}$$

3.6 Κεφάλαιο Κίνησης

Ένα από τα βασικότερα ζητήματα που θα πρέπει να απασχολεί κάθε επιχείρηση είναι το απαιτούμενο ύψος του **κεφαλαίου κίνησης (working capital)**. Οι επιχειρήσεις για να καλύψουν τις τρέχουσες ανάγκες τους όπως την αγορά πρώτων υλών, την πληρωμή μισθών, την εξόφληση λειτουργικών εξόδων, τη διατήρηση αποθεμάτων και πρώτων υλών είναι απαραίτητο να κατέχουν ένα σημαντικό ποσό κεφαλαίου που καλείται κεφάλαιο κίνησης. Το κεφάλαιο κίνησης μπορεί να προσδιοριστεί με βάση την ερμηνεία του και με βάση το χρόνο.

Σε ότι έχει να κάνει με την ερμηνεία του όρου δίνεται έμφαση στη ρευστότητα και στη δημιουργία εισοδήματος (κέρδους). Η πιο διαδεδομένη είναι αυτή της ρευστότητας όπου συναντάμε δύο όρους το **Μικτό Κεφάλαιο Κίνησης (Gross Working Capital)** και το **Καθαρό Κεφάλαιο Κίνησης (Net Working Capital)**. Το Μικτό Κεφάλαιο Κίνησης ισούται με το σύνολο των κυκλοφορούντων περιουσιακών στοιχείων (αποθέματα, απαιτήσεις, χρεόγραφα και διαθέσιμα). Το Καθαρό Κεφάλαιο Κίνησης μετράει την ικανότητα αποπληρωμής των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων με στοιχεία του Κυκλοφορούντος Ενεργητικού. Με άλλα λόγια, είναι ένα μέτρο που αντιπροσωπεύει τη λειτουργική ρευστότητα. Ισούται με το σύνολο του Κυκλοφορούντος Ενεργητικού μείον το σύνολο των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων. Για να θεωρηθεί ικανοποιητικό αυτό το μέτρο θα πρέπει το Κυκλοφορούν Ενεργητικό της επιχείρησης να είναι αρκετά υψηλότερο από τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις.

Γενικά, όσο μεγαλύτερο το κεφάλαιο κίνησης τόσο μεγαλύτερη η ικανότητα αποπληρωμής των χρεών. Όταν το καθαρό κεφάλαιο κίνησης είναι θετικό σημαίνει πως η επιχείρηση δεν αντιμετωπίζει προβλήματα σχετικά με την κάλυψη των αναγκών της. Αντίθετα, όταν είναι αρνητικό αυτό υποδηλώνει πως η επιχείρηση αντιμετωπίζει προβλήματα ρευστότητας και υπάρχει κίνδυνος να κηρυχθεί σε κατάσταση πτώχευσης. Ωστόσο, όταν το καθαρό κεφάλαιο κίνησης ισούται με

μηδέν τότε η οικονομική οντότητα χρηματοδοτεί τα στοιχεία του Κυκλοφορούντος Ενεργητικού αποκλειστικά με βραχυπρόθεσμα ξένα κεφάλαια.

Όσον αφορά την ερμηνεία του κεφαλαίου κίνησης με βάση το χρόνο έχουμε το Σταθερό ή Μόνιμο Κεφάλαιο Κίνησης (Fixed or Permanent) και το Μεταβλητό ή Προσωρινό (Variable or Temporary). Στο Μόνιμο Κεφάλαιο Κίνησης το ύψος των στοιχείων του Κυκλοφορούντος Ενεργητικού και των Βραχυπρόθεσμων Υποχρεώσεων παραμένουν αμετάβλητα για μεγάλη χρονική περίοδο. Ισούται με το ελάχιστο ύψος κυκλοφοριακών στοιχείων που χρειάζεται η οικονομική οντότητα για να λειτουργήσει. Επιπλέον, οι κύριες πηγές αυτού του κεφαλαίου κίνησης είναι τα ξένα ή ίδια κεφάλαια όπως εκδόσεις μετοχών, παρακρατηθέντα κέρδη, μακροπρόθεσμα δάνεια και άλλα. Στο Μεταβλητό Κεφάλαιο Κίνησης τα στοιχεία του κυκλοφορούντος ενεργητικού και των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων παρουσιάζουν βραχυπρόθεσμες διακυμάνσεις. Το ύψος του κεφαλαίου εξαρτάται από τη φύση και τους λειτουργικές ανάγκες της κάθε επιχείρησης. Πηγάζει κυρίως από βραχείας διάρκειας κεφάλαια όπως βραχυπρόθεσμες πιστώσεις, βραχυπρόθεσμο τραπεζικό δανεισμό και άλλα.

Καταλήγουμε, λοιπόν, πως η επάρκεια του κεφαλαίου κίνησης προστατεύει την επιχείρηση από τυχόν συρρίκνωση της αξίας των κυκλοφοριακών της στοιχείων και βοηθάει στην άμεση αποπληρωμή όλων των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων. Επιπροσθέτως, της δίνει τη δυνατότητα να διατηρεί ένα ικανοποιητικό επίπεδο αποθεμάτων και να παρέχει μεγαλύτερες πιστώσεις στους πελάτες.

3.7 Πηγές Αντλησης Ρευστότητας

Είναι γεγονός πως ανάλογα με τον κλάδο στον οποίο δραστηριοποιείται κάθε επιχείρηση έχει και διαφορετικές ανάγκες ρευστότητας ώστε να μπορεί να ανταποκρίνεται στις υποχρεώσεις της και να λειτουργεί αποτελεσματικά. Η χρηματοδότηση των δραστηριοτήτων της επιχείρησης πραγματοποιείται με τη χρήση κεφαλαίων που αντλούνται είτε από εσωτερικές πηγές χρηματοδότησης είτε από εξωτερικές.

3.7.1 Εσωτερικές Πηγές Χρηματοδότησης

Η βασική μορφή εσωτερικής χρηματοδότησης πηγάζει από τον ίδιο τον επιχειρηματία. Όταν αυτό όμως δεν είναι εφικτό ή τα κεφάλαια που διαθέτει δεν επαρκούν τότε η κάλυψη των αναγκών της επιχείρησης γίνεται από το οικογενειακό ή φιλικό περιβάλλον του. Μια εναλλακτική πηγή χρηματοδότησης είναι τα εσωτερικά κεφάλαια της επιχείρησης. Δηλαδή, τα κεφάλαια που προκύπτουν από την παρακράτηση των κερδών της επιχείρησης προκειμένου να επανεπενδυθούν σ' αυτή. Με αυτό τον τρόπο διεκπεραιώνονται νέες επενδύσεις ή καλύπτονται οι ανάγκες της οικονομικής οντότητας.

3.7.2 Εξωτερικές Πηγές Χρηματοδότησης

Τραπεζικός Δανεισμός

Όσον αφορά στις εξωτερικές πηγές χρηματοδότησης των επιχειρήσεων η πιο σημαντική φαίνεται να είναι ο Τραπεζικός Δανεισμός καθώς είναι η πιο συνηθισμένη πηγή ρευστότητας. Οι τράπεζες προσφέρουν δύο κατηγορίες

επιχειρηματικών δανείων που είναι τα Δάνεια Κεφαλαίου Κίνησης και τα Μακροπρόθεσμα Δάνεια.

Τα Δάνεια Κεφαλαίου Κίνησης (μικρής διάρκειας) επικεντρώνονται στη βελτίωση της ρευστότητας της επιχείρησης ενώ τα Μακροπρόθεσμα Δάνεια (μακράς διάρκειας) περιλαμβάνουν τα δάνεια εγκατάστασης και επαγγελματικού εξοπλισμού.

Συνήθως το επιτόκιο των Μακροπρόθεσμων Δανείων είναι πιο χαμηλό από αυτό των Δανείων Κεφαλαίου Κίνησης, γεγονός που οφείλεται στη διαφορά της διάρκειας αποπληρωμής τους.

Χρηματοδοτική Μίσθωση (Leasing)

Σημαντικό ρόλο στη χρηματοδότηση των επιχειρήσεων κατέχει η Χρηματοδοτική Μίσθωση (Leasing). Αφορά έναν χρηματοδοτικό μηχανισμό μέσω του οποίου η επιχείρηση δημιουργεί ή επεκτείνει τον παραγωγικό εξοπλισμό της χωρίς να διαθέτει δικά της κεφάλαια.

Η εταιρεία χρηματοδοτικής μίσθωσης είναι εκείνη που αγοράζει τον εξοπλισμό και τον εκμισθώνει στην επιχείρηση για συγκεκριμένο χρονικό διάστημα και μίσθωμα. Κατά τη λήξη της σύμβασης η επιχείρηση έχει το δικαίωμα να ανανεώσει τη σύμβαση, να αγοράσει τον εξοπλισμό καταβάλλοντας κάποιο αντίτιμο ή να επιστρέψει το πάγια στη εταιρεία leasing.

Πρακτόρευση Απαιτήσεων (Factoring)

Αποτελεσματικός τρόπος χρηματοδότησης είναι η Πρακτόρευση Απαιτήσεων (Factoring) που αφορά μια σύμβαση μεταξύ του προμηθευτή και του πράκτορα (τράπεζα ή εταιρεία factoring) βάση της οποίας ο προμηθευτής εκχωρεί στον πράκτορα τις απαιτήσεις του έναντι πελατών-οφειλετών του.

Πρόκειται για έναν αποτελεσματικό τρόπο χρηματοδότησης που βελτιώνει τη ρευστότητα της επιχείρησης ενώ ταυτόχρονα μειώνει το λειτουργικό κόστος. Επιπλέον, μέσω του factoring αυξάνεται η παραγωγική ικανότητα των επιχειρήσεων αφού οι διαδικασίες διαχείρισης, λογιστικής παρακολούθησης και είσπραξης των απαιτήσεων αναλαμβάνονται από το πιστωτικό ίδρυμα που λειτουργεί ως πράκτορας

Κεφάλαια Επιχειρηματικών Συναλλαγών (Venture Capital)

Για τη χρηματοδότηση των επιχειρήσεων παίζουν σημαντικό ρόλο τα Κεφάλαια Επιχειρηματικών Συναλλαγών (Venture Capital). Οι εταιρείες venture capital χρηματοδοτούν με αντάλλαγμα την απόκτηση ενός ποσοστού των μετοχών της επιχείρησης.

Ωστόσο, δεν παρέχουν μόνο κεφάλαια αλλά συμβάλλουν στη διοίκηση, στο marketing, τη στελέχωση και το στρατηγικό σχεδιασμό της επιχείρησης. Βασικό πλεονέκτημα είναι πως σε περίπτωση αποτυχίας της επιχείρησης η εταιρεία venture capital δεν ζητάει επιστροφή των χρημάτων που επένδυσε καθώς δεν παρέχεται εγγύηση από την επιχείρηση.

3.8 Κίνδυνος Ρευστότητας

Ο κίνδυνος ρευστότητας είναι ουσιαστικά ένας χρηματοοικονομικός κίνδυνος που προκύπτει όταν μεμονωμένοι επενδυτές, επιχειρήσεις ή χρηματοοικονομικά ιδρύματα δεν μπορούν να ανταπεξέλθουν στις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις τους. Με άλλα λόγια, είναι ο κίνδυνος αδυναμίας ρευστοποίησης στοιχείων του ενεργητικού έγκαιρα με συνέπεια την ύπαρξη απωλειών για την επιχείρηση.

Μέσα από τη σύγκριση των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων και των ρευστών περιουσιακών στοιχείων, που αναφέρονται στις οικονομικές καταστάσεις μιας επιχείρησης, διαπιστώνουμε πως εάν υπάρξει υπερβολικά μεγάλος κίνδυνος ρευστότητας τότε η οικονομική οντότητα θα πρέπει να πουλήσει τα περιουσιακά στοιχεία ή να βρει άλλον τρόπο για να βελτιώσει τη διαφορά ανάμεσα στα διαθέσιμα μετρητά και τις υποχρεώσεις της.

Επομένως, η διαχείριση του κινδύνου ρευστότητας εξασφαλίζει ότι η επιχείρηση θα είναι πάντα σε θέση να αποπληρώνει τις υποχρεώσεις της όποτε αυτές είναι απαιτητές ή ληξιπρόθεσμες. Έτσι επιτυγχάνεται η αποτελεσματική και αποδοτική λειτουργία της οικονομικής οντότητας ενώ παράλληλα η σωστή διαχείριση συμβάλει και στην αποφυγή της χρεοκοπίας.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4: ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΡΙΣΗ

4.1 Οικονομική Κρίση και Επιχειρήσεις

Η παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίσης προκάλεσε σοβαρή επιβράδυνση της παγκόσμιας οικονομικής ανάπτυξης με αποτέλεσμα τη μείωση της ζήτησης των αγαθών, των υπηρεσιών και των βιομηχανικών προϊόντων. Η χρηματοοικονομική κρίση του 2008 προήλθε από τα προβλήματα που αντιμετώπισε ο χρηματοοικονομικός κλάδος στις αρχές του 21^{ου} αιώνα. Η κρίση που ξέσπασε στις Ηνωμένες Πολιτείες Αμερικής (Η.Π.Α.) είχε μεγάλη επιρροή στην ίδρυση, την ανάπτυξη και τη δραστηριοποίηση των επιχειρήσεων σε παγκόσμιο επίπεδο.

Είναι γεγονός ότι οι επιχειρήσεις κατά τη διάρκεια της οικονομικής κρίσης δέχτηκαν έντονες πιέσεις για να καταφέρουν να προσαρμοστούν όσο το δυνατόν πιο γρήγορα στις νέες συνθήκες της αγοράς. Κάθε επιχείρηση έχει τον δικό της τρόπο για να αντιμετωπίσει την κρίση. Από τη μια πλευρά, κάποιες μείωσαν το κόστος, επανεξέτασαν την στρατηγική τους, τις επενδύσεις και αναδιάρθρωσαν τις δραστηριότητες τους (Ulrich, Rogovsky & Lamotte, 2009). Από την άλλη, υπήρχαν επιχειρήσεις που μείωσαν τον αριθμό των προσλήψεων που πραγματοποιούσαν ενώ κάποιες άλλες προχώρησαν σε απολύσεις εργαζομένων.

Η παγκόσμια οικονομική κρίση άλλαξε ριζικά τις συνθήκες λειτουργίας των επιχειρήσεων, απειλώντας την ευημερία τους, τις δραστηριότητες τους και την παραγωγικότητα τους (Vergiliel Tüz, 2004). Η επίδραση της κρίσης ήταν τέτοια που δεν έπαιζε ρόλο ο κλάδος, το μέγεθος και η τοποθεσία των επιχειρήσεων. Προκειμένου να επιβιώσουν, όλες οι επιχειρήσεις, ήρθαν αντιμέτωπες με τη λήψη σημαντικών μέτρων. Η απόδοση των επιχειρήσεων επηρεάστηκε από την οικονομική κρίση αφού μειώθηκε η ζήτηση αγαθών και υπηρεσιών. Τα

σημαντικότερα προβλήματα με τα οποία ήρθαν αντιμέτωπες οι επιχειρήσεις αφορούσαν τη μείωση των πωλήσεων, τη δυσκολία είσπραξης απαιτήσεων, την περιορισμένη δυνατότητα δανεισμού και προσφοράς πίστωσης.

Με βάση τη βιβλιογραφία είναι γεγονός ότι η οικονομική κρίση σπάνια εμφανίζεται χωρίς να έχει δώσει προηγουμένως προειδοποιητικά σημάδια. Τα στελέχη των επιχειρήσεων έχουν την υποχρέωση να ανιχνεύουν γρήγορα τα σημάδια αυτά ώστε να είναι σε θέση να αντιμετωπίσουν αποτελεσματικά την κρίση και να αποφύγουν τη δημιουργία μιας νέας. (Calloway & Keen, 1996). Όσες επιχειρήσεις καταφέρνουν να δρουν αποφασιστικά και στρατηγικά ανταπεξέρχονται στις συνθήκες που δημιουργεί η κρίση ενώ όσες είναι πανικοβλημένες δεν τα καταφέρνουν τόσο καλά (Branstad, Jackson & Banerji, 2009). Η αποτελεσματικότητα με την οποία ανταποκρίνεται μια επιχείρηση στη κρίση αντανακλάται στην επιρροή που θα έχει στη φήμη της, την αξιοπιστία της, την ακεραιότητα της και την απόδοση της στην αγορά (Calloway & Keen, 1996).

Οι περισσότερες επιχειρήσεις έχουν βιώσει στο παρελθόν κρίσεις και για τον λόγο αυτό έχουν αναπτύξει στρατηγικές αντιμετώπισης της. Οι μεγάλες επιχειρήσεις με στρατηγικές αντιμετώπισης της κρίσης έχουν σημαντικό πλεονέκτημα αφού ανακάμπτουν γρηγορότερα σε σχέση μ' αυτές που δεν λαμβάνουν μέτρα αντιμετώπισης και δεν εκμεταλλεύονται ευκαιρίες που μπορεί να τους εμφανιστούν (Banerji, McArthur, Mainardi & Ammann, 2009).

Στην πρόσφατη οικονομική κρίση οι επιχειρήσεις, κατά την πλειοψηφία τους, ανταποκρίθηκαν αποτελεσματικά (Raghavan, 2009) μειώνοντας το κόστος σε περιττές δραστηριότητες και στα αποθέματα. Ωστόσο, η επίδραση της κρίσης και οι αντιδράσεις των επιχειρήσεων διαφέρουν από χώρα σε χώρα καθώς η κάθε μια έχει τον δικό της τρόπο για να την αντιμετωπίσει.

4.2 Οικονομική Κρίση και Άυλα Πάγια

Η ανάπτυξη των επιχειρήσεων στη σύγχρονη οικονομία έχει αρχίσει να λαμβάνει υπόψη της τη σημασία των άυλων περιουσιακών στοιχείων καθώς συμβάλουν στην προσαρμογή των επιχειρήσεων στις αλλαγές της αγοράς. Η παγκόσμια χρηματοοικονομική κρίση δεν επηρέασε σε μεγάλο βαθμό τα άυλα πάγια. Σύμφωνα με τους Lengnick-Hall & Beck (2005) τα άυλα πάγια σχετίζονται στενά με τη δεξιότητα της κάθε επιχείρησης να εναρμονίζεται με τις μεταβολές της αγοράς, όπως για παράδειγμα την οικονομική κρίση.

Τα άυλα περιουσιακά στοιχεία μπορούν να αποτρέψουν, έως ένα βαθμό, την επιχείρηση από την αποτυχία και να την καθιστούν πιο ισχυρή σε περιόδους οικονομικής κρίσης (Landiri, Arrighetti & Lasagni, 2015). Οι επιχειρήσεις που κατέχουν άυλα πάγια μπορούν να τα χειριστούν με τέτοιο τρόπο ώστε να αντιδρούν αποτελεσματικά στις οικονομικές αλλαγές. Με τον τρόπο αυτό, θα έχουν λιγότερες πιθανότητες να αποσυρθούν από την αγορά σε αντίθεση με αυτές τις επιχειρήσεις που έχουν περιορισμένα ή και καθόλου άυλα πάγια (Lengnick et al., 2011).

Οι επενδύσεις σε άυλα πάγια και συγκεκριμένα στα πάγια για Έρευνα και Ανάπτυξη (R&D) υποστηρίζεται ότι είναι επικίνδυνες και με αβέβαιες αποδόσεις (Schumpeter, 1939 & Freeman et al., 1982). Κατά τη διάρκεια μιας οικονομικής κρίσης είναι αρκετά πιθανό οι επιχειρήσεις να μειώσουν αυτές τις επενδύσεις. Από την άλλη, υπάρχουν έρευνες οι οποίες υποστηρίζουν ότι οι επενδύσεις σε πάγια Έρευνας και Ανάπτυξης (R&D) μειώνονται σε περιόδους ύφεσης καθώς μειώνεται η ζήτηση (Stiglitz, 1993 & Aghion & Saint-Paul, 1998).

Στη πρόσφατη χρηματοοικονομική κρίση ορισμένες οικονομίες παρουσιάζουν σημαντικά μειωμένες επενδύσεις σε άυλα πάγια ενώ κάποιες άλλες

μειωμένες δαπάνες για Έρευνα και Ανάπτυξη (R&D). Λόγω της μείωσης της κερδοφορίας των επιχειρήσεων, αυτές θα αναζητούν μέτρα ώστε να βελτιώσουν τη παραγωγικότητα και κατά συνέπεια να ανακατανέμουν τα πάγια τους από την παραγωγή στα άυλα πάγια αφού το κόστος ευκαιρίας θα είναι σε χαμηλά επίπεδα λόγω της μειωμένης ζήτησης.

4.3 Οικονομική Κρίση και Ρευστότητα

Στη χρηματοοικονομική και οικονομική βιβλιογραφία η ρευστότητα αποτελεί βασικό θέμα συζήτησης. Η έλλειψη ρευστότητας για τις επιχειρήσεις έχει σημαντικό αντίκτυπο στη μείωση του κέρδους τους, στη πιθανότητα ρευστοποίησης των πάγιων περιουσιακών στοιχείων τους αλλά και στη πτώχευση τους. Από την άλλη, η διακράτηση υψηλής ρευστότητας δίνει τη δυνατότητα στις επιχειρήσεις να επωφεληθούν από τυχόν ευκαιρίες που θα τους παρουσιαστούν και κατά συνέπεια να αυξήσουν τα κέρδη τους (Γκίκας, 2002).

Στην περίοδο της οικονομικής κρίσης, τα διαθέσιμα μετρητά μιας επιχείρησης παίζουν καθοριστικό ρόλο για την επίτευξη επενδύσεων (Joseph, Kneer, Van Horen & Saleheen, 2020). Το χάσμα που αναπτύχθηκε στην κρίση, ανάμεσα σε επιχειρήσεις με μεγάλα ταμειακά διαθέσιμα και σε εκείνες που έχουν περιορισμένα, ενισχύθηκε ακόμη περισσότερο κατά την περίοδο της ύφεσης αφού οι δεύτερες δεν κατάφεραν να αντιμετωπίσουν τις νέες απαιτήσεις της αγοράς. Αυτό δίνει σημαντικό πλεονέκτημα στις οικονομικές οντότητες με μεγάλη διακράτηση ρευστότητας, τόσο κατά τη διάρκεια της κρίσης όσο και μετά το πέρας της. Επιπλέον, είναι σημαντικό να αναφέρουμε ότι το χάσμα αυτό ανάμεσα στις επιχειρήσεις δεν υπήρχε πριν την εμφάνιση της κρίσης (Joseph et al., 2020).

Στην κρίση του 2008 υπήρχαν πολλές επιχειρήσεις που δεν μπορούσαν να αντλήσουν ρευστότητα από εξωτερικές πηγές χρηματοδότησης με αποτέλεσμα να

χάνουν τις επενδυτικές ευκαιρίες που τους παρουσιάζονταν. Έτσι, λοιπόν, οι επιχειρήσεις που βασίζονταν στην εξωτερική χρηματοδότηση τραυματίζονταν περισσότερο και αντιμετώπιζαν μεγαλύτερους οικονομικούς περιορισμούς με αντίκτυπο στη μείωση των επενδύσεων (Kaplan & Zingales, 1997). Οι επιχειρήσεις για να αντιδράσουν στη κρίση ξεκίνησαν να στηρίζουν τη χρηματοδότηση τους στα ίδια Κεφάλαια, που αποτελούν εσωτερική πηγή χρηματοδότησης. Αυτό όμως προκάλεσε ορισμένες αρνητικές επιπτώσεις στην παραγωγικότητα των επιχειρήσεων αφού θα υπήρχαν λιγότεροι διαθέσιμοι πόροι για επενδύσεις σε εξοπλισμό, στη μόρφωση των εργαζομένων και στον τομέα Έρευνας και Ανάπτυξης (R&D) (Campello, Graham & Harvey, 2010).

Οι επιχειρήσεις που αντιμετώπιζαν προβλήματα στην εύρεση πηγών χρηματοδότησης την περίοδο της οικονομικής κρίσης είχαν τα μεγαλύτερα προβλήματα, και κυρίως οι οικονομικά περιορισμένες επιχειρήσεις, καθώς δεν μπορούσαν να διατηρήσουν σε επιθυμητά επίπεδα τις επενδύσεις τους (Czarnitzki & Hottenrott 2011, European Commission 2011, Archibugi & Filippetti 2011, Pauvon 2012).

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5: ΑΥΛΑ ΠΑΓΙΑ ΚΑΙ ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑ

5.1 Εισαγωγή

Η βιβλιογραφία και η αρθρογραφία πάνω στο ζήτημα των άυλων περιουσιακών στοιχείων και της ρευστότητας είναι αρκετά εκτενείς. Μέσα από τις εμπειρικές μελέτες υποστηρίζεται ότι υπάρχει ισχυρή συσχέτιση ανάμεσα στα άυλα πάγια και στα διαθέσιμα μετρητά μιας επιχείρησης. Η σχέση αυτή έχει μελετηθεί από αρκετούς ερευνητές όπως τους Almeida, Campello & Weisbach (2004), Almeida & Campello (2007) και Falato, Kadyrzhanova & Sim (2013). Σημαντικό είναι επίσης το γεγονός ότι η ύπαρξη των επιχειρήσεων φαίνεται να εξαρτάται όλο και πιο έντονα από τα άυλα περιουσιακά στοιχεία, με το τεχνολογικό κεφάλαιο να αποτελεί αναπόσπαστο κομμάτι της σύγχρονης βιομηχανικής επιχείρησης.

5.2 Παρουσίαση Εμπειρικών Ερευνών

Κατά καιρούς έχουν πραγματοποιηθεί διάφορες έρευνες τόσο στις Ηνωμένες Πολιτείες Αμερικής όσο και σε άλλες χώρες της Ευρώπης και της Ασίας καθώς το θέμα των άυλων παγίων και της ρευστότητας έχει κεντρίσει το ενδιαφέρον σε πολλούς ερευνητές.

Μια σημαντική εμπειρική έρευνα είναι αυτή των Almeida, Campello & Weisbach (2004), που αφορά την επίδραση των χρηματοοικονομικών περιορισμών στις πολιτικές των επιχειρήσεων. Πιο συγκεκριμένα, οι χρηματοοικονομικοί περιορισμοί μπορούν να αποτυπωθούν από την ευαισθησία των ταμειακών ροών μιας επιχείρησης. Δηλαδή, οι εταιρείες που είναι πιο οικονομικά περιορισμένες εμφανίζουν σημαντική ευαισθησία ταμειακών ροών των

μετρητών, ενώ εταιρείες χωρίς οικονομικούς περιορισμούς όχι. Αποδείχτηκε, επιπλέον, ότι η ευαισθησία των περιορισμένων ταμειακών ροών αυξάνεται κατά τη διάρκεια της ύφεσης, ενώ από την άλλη πλευρά η ευαισθησία των μη περιορισμένων ταμειακών ροών δεν επηρεάζεται από τις μακροοικονομικές αλλαγές. Παράλληλα, διαπιστώθηκε ότι οι εταιρείες των οποίων οι επενδύσεις περιορίζονται από ατέλειες της κεφαλαιαγοράς διαχειρίζονται τη ρευστότητα για να μεγιστοποιήσουν την αξία τους.

Σε μεταγενέστερη έρευνα των Almeida & Campello (2007) διαπιστώθηκε ότι οι επιχειρήσεις που έχουν περισσότερα άυλα περιουσιακά στοιχεία έχουν μεγαλύτερη ανάγκη για επένδυση σε μετρητά. Επιπροσθέτως, επειδή τα άυλα πάγια δεν μπορούν να χρησιμοποιηθούν ως ενέχυρο, σε αντίθεση με τα ενσώματα πάγια, οι επιχειρήσεις που τα κατέχουν έχουν μεγαλύτερες πιθανότητες να υποστούν εξωτερικούς χρηματοοικονομικούς περιορισμούς.

Αξιοσημείωτη είναι και η εμπειρική έρευνα των Falato, Kadyrzhanova & Sim (2013) οι οποίοι ανέπτυξαν ένα δυναμικό μοντέλο διακράτησης μετρητών για τις επιχειρήσεις που σχετίζεται με τα ενσώματα και τα ασώματα κεφάλαια. Χρησιμοποιώντας δεδομένα για αμερικανικές επιχειρήσεις από το 1970 έως το 2000 υποστήριξαν πως η αύξηση του ασώματου κεφαλαίου είναι ικανή για να εξηγήσει την αύξηση των μετρητών μιας επιχείρησης. Πιο συγκεκριμένα, παρατήρησαν ότι τα διαθέσιμα μετρητά των επιχειρήσεων του δείγματος αυξήθηκαν από 8% το 1970 σε 22% το 2000 ενώ αντίστοιχη αύξηση εντοπίστηκε και στα άυλα περιουσιακά στοιχεία των επιχειρήσεων από 5% σε 60%.

Οι Bates, Kahle & Stultz (2009) μέσα από την εμπειρική τους έρευνα έδειξαν ότι τα ποσοστά των μετρητών προς τα περιουσιακά στοιχεία για τις βιομηχανικές επιχειρήσεις των Ηνωμένων Πολιτειών της Αμερικής υπερδιπλασιάστηκαν από το 1980 έως το 2006. Αυτό οφείλεται στο γεγονός ότι η

επιχείρηση μπορεί να αντιμετωπίσει όλες τις υποχρεώσεις του χρέους της με τη βοήθεια της διακράτησης των μετρητών. Επίσης, παρατηρήθηκε ότι οι ταμειακές ροές των επιχειρήσεων γίνονται πιο ριψοκίνδυνες, διατηρούν λιγότερα αποθέματα και επενδύουν σε άυλα πάγια και κυρίως στον κλάδο R&D. Τέλος, διαπιστώθηκε η αρνητική συσχέτιση μεταξύ της διακράτησης ταμειακών διαθεσίμων και επενδύσεων σε ενσώματα πάγια.

Σύμφωνα με την έρευνα των Pinkowitz, Stulz & Williamson (2012) παρατηρήθηκε ότι οι αμερικανικές εταιρείες διατηρούν περισσότερα μετρητά μετά την κρίση σε σχέση με επιχειρήσεις παρόμοιων χαρακτηριστικών στα τέλη του 1990, αλλά και με επιχειρήσεις του εξωτερικού. Πιο συγκεκριμένα, η διακράτηση μετρητών παρατηρήθηκε κυρίως σε πολυεθνικές επιχειρήσεις όπου το 1998 διατηρούσαν 157 δισεκατομμύρια δολάρια σε μετρητά, ενώ το 2010 κατείχαν 835 δισεκατομμύρια δολάρια. Η αύξηση αυτή των μετρητών που κατέχουν οι πολυεθνικές των Η.Π.Α. οφείλεται στην αυξημένη οικονομική σημασία τους. Δηλαδή, τα μετρητά τους αυξήθηκαν κατά 433%, ενώ τα περιουσιακά στοιχεία κατά 205%. Από την άλλη πλευρά, τα ταμειακά διαθέσιμα των εγχώριων επιχειρήσεων αυξήθηκαν μόνο κατά 66% και τα περιουσιακά στοιχεία κατά 40%. Ο λόγος που οι πολυεθνικές εταιρείες διακρατούν περισσότερα μετρητά είναι ότι αυτές οι εταιρείες είναι εταιρείες υψηλής E&A και με βάση τη βιβλιογραφία αυτές οι επιχειρήσεις διακρατούν περισσότερα μετρητά. Μέσα από την έρευνα διαπιστώθηκε ότι η σχέση μεταξύ E&A και ταμειακών διαθεσίμων είναι σημαντικά ισχυρή για τις πολυεθνικές επιχειρήσεις.

Οι Brown & Petersen (2015) υποστηρίζουν μέσα από την έρευνα τους ότι οι επιχειρήσεις διαχειρίζονται τα διαθέσιμα μετρητά ώστε να τα αξιοποιήσουν σε επενδύσεις για άυλα πάγια και όχι στα ενσώματα περιουσιακά στοιχεία, κατά τη διάρκεια της οικονομικής κρίσης.

Σε παρόμοια συμπεράσματα κατέληξαν και οι Baum, Caglayan & Talavera (2013), οι οποίοι χρησιμοποιώντας ένα δείγμα με επιχειρήσεις από το Ηνωμένο Βασίλειο, τη Γερμανία και τις Ηνωμένες Πολιτείες Αμερικής παρατήρησαν ότι οι εταιρείες και στις τρεις χώρες διακρατούσαν περισσότερα μετρητά όταν σχεδίαζαν μελλοντικές δαπάνες για E&A αντί για επενδύσεις σε πάγια κεφάλαια. Επιπλέον, συμπλήρωσαν ότι αυτή η συμπεριφορά είναι πιο διαδεδομένη σε επιχειρήσεις που είναι οικονομικά περιορισμένες.

Οι Baldi & Bodmer (2018) σε έρευνα τους ασχολήθηκαν για τον τρόπο με τον οποίο οι δαπάνες για E&A επηρεάζουν τα διαθέσιμα μετρητά των επιχειρήσεων χρησιμοποιώντας στο δείγμα τους ευρωπαϊκές χώρες με διαφορές στην ικανότητα καινοτομίας. Οι χώρες σύμφωνα με τους ερευνητές κατηγοριοποιήθηκαν σε τρεις ομάδες:

- i. Ηγέτες καινοτομίας (innovation leaders)
- ii. Οπαδοί καινοτομίας (innovation followers)
- iii. Μέτριοι καινοτόμοι (moderate innovators)

Μέσα από την εμπειρική ανάλυση προέκυψε ότι υπάρχει θετική συσχέτιση ανάμεσα στις επενδύσεις σε άυλα πάγια (κυρίως στον τομέα R&D) και των διαθέσιμων μετρητών στις χώρες που θεωρούνται ηγέτες και οπαδοί της καινοτομίας. Πιο αναλυτικά, η αύξηση στα διαθέσιμα μετρητά στις χώρες-ηγέτες καινοτομίας ήταν 13,8% και στις χώρες-οπαδούς καινοτομίας ήταν 13,3%. Παράλληλα, η αύξηση στα άυλα περιουσιακά στοιχεία ήταν 1,7% και 1,3% αντίστοιχα.

Σε έρευνα που πραγματοποιήθηκε από το 2000 έως το 2013 σε Ιαπωνικές επιχειρήσεις οι Hosono, Miyakawa & Takizawa (2017) εξέτασαν τη σχέση μεταξύ των άυλων περιουσιακών στοιχείων και της ρευστότητας μιας επιχείρησης. Από προηγούμενες μελέτες που έχουν γίνει υπέθεσαν ότι οι επιχειρήσεις πρέπει να διακρατούν ρευστότητα προκειμένου να αντιμετωπίσουν και να ελέγξουν διάφορες χρηματοοικονομικές τριβές. Έτσι, λοιπόν, διαπιστώθηκε θετική συσχέτιση μεταξύ

των άυλων περιουσιακών στοιχείων και της ρευστότητας που κατέχει μια επιχείρηση. Επιπλέον, επισήμαναν ότι η σχέση μεταξύ της ρευστότητας και των άυλων επενδύσεων εξαρτάται από ένα τεχνολογικό χαρακτηριστικό που λαμβάνει υπόψη του τον βαθμό συμπληρωματικότητας και δυνατότητας υποκατάστασης ανάμεσα στα ενσώματα και ασώματα πάγια. Η θετική συσχέτιση φαίνεται να είναι ισχυρότερη σε επιχειρήσεις που παρουσιάζουν μεγάλη συμπληρωματικότητα μεταξύ των δύο κατηγοριών των περιουσιακών στοιχείων (ενσώματα και ασώματα).

Στην έρευνα των Campello, John & Campbel (2010) οι εταιρείες του δείγματος λόγω του χρηματοοικονομικού περιορισμού κατά τη διάρκεια της παγκόσμιας χρηματοπιστωτικής κρίσης του 2008 διαπιστώθηκε ότι έκαναν περικοπές στις δαπάνες τεχνολογίας, την απασχόληση και τις κεφαλαιουχικές δαπάνες. Επιπλέον, οι περιορισμένες επιχειρήσεις πούλησαν περισσότερα ενσώματα περιουσιακά στοιχεία για να χρηματοδοτήσουν τις δραστηριότητές τους. Κατά τη διάρκεια της πιστωτικής κρίσης του 2008 η αδυναμία του δανεισμού οδήγησε πολλές εταιρείες να χάσουν ελκυστικές επενδυτικές ευκαιρίες. Τα φαινόμενα αυτά παρατηρήθηκαν ιδιαίτερα σε χώρες της Ευρώπης και της Ασίας.

Τέλος, η μελέτη των Brown, Martinsson & Petersen (2012) πραγματοποιήθηκε για ευρωπαϊκές επιχειρήσεις από το 1995 έως το 2007 κατέληξε στα ίδια συμπεράσματα όπως και οι προηγούμενες έρευνες. Πιο συγκεκριμένα, διαπιστώθηκε ισχυρή θετική συσχέτιση μεταξύ των διαθέσιμων μετρητών και των επενδύσεων σε άυλα περιουσιακά στοιχεία.

Λαμβάνοντας υπόψη τη διεθνή σύγχρονη βιβλιογραφία και παρατηρώντας τις σχετικές έρευνες με τα αντίστοιχα αποτελέσματα που προκύπτουν συμπεραίνουμε ότι υπάρχει ισχυρή θετική συσχέτιση ανάμεσα στα άυλα περιουσιακά στοιχεία και στα ρευστά εταιρικά διαθέσιμα μιας επιχείρησης.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6: ΕΜΠΕΙΡΙΚΗ ΕΡΕΥΝΑ

6.1 Εισαγωγή

Λαμβάνοντας υπόψιν τις ήδη υπάρχουσες μελέτες για τη σύνδεση των άυλων περιουσιακών στοιχείων με τη ρευστότητα των επιχειρήσεων θα κατασκευαστεί ένα μοντέλο πολλαπλής γραμμικής παλινδρόμησης και χρησιμοποιώντας ένα δείγμα 1600 επιχειρήσεων από τις Ηνωμένες Πολιτείες Αμερικής θα προσπαθήσουμε να καταλήξουμε στην επαλήθευση των υποθέσεων μας.

6.2 Επιλογή Δείγματος

Το αρχικό δείγμα που χρησιμοποιήσαμε στην έρευνα μας συλλέχθηκε από τη βάση δεδομένων της Thomson DataStream στο Πανεπιστήμιο Πειραιώς. Το δείγμα μας αποτελείται από τις εισηγμένες επιχειρήσεις διαφόρων κλάδων των Ηνωμένων Πολιτειών της Αμερικής, για το χρονικό διάστημα 1980 έως 2020. Από το δείγμα εξαιρέθηκαν εταιρείες για τις οποίες εμφανιζόταν Error στη βάση δεδομένων καθώς και εταιρείες οι οποίες είχαν ελλιπή δεδομένα. Σημαντικό είναι να αναφέρουμε ότι στο δείγμα δεν συμπεριλαμβάνονται καθόλου χρηματοπιστωτικά ιδρύματα καθώς ακολουθούν διαφορετικούς λογιστικούς κανόνες σε σχέση με τις υπόλοιπες επιχειρήσεις.

6.3 Επιλογή Οικονομετρικού Υποδείγματος

Το μοντέλο που θα χρησιμοποιήσουμε στην παρούσα εργασία είναι αυτό της Πολλαπλής Γραμμικής Παλινδρόμησης. Ο ρόλος της Πολλαπλής Γραμμικής Παλινδρόμησης είναι να μας βοηθήσει να καταλάβουμε τη σχέση μεταξύ της εξαρτημένης και των ανεξάρτητων μεταβλητών του υποδείγματος. Η μορφή της είναι η ακόλουθη:

$$Y=b_0+b_1X_1+b_2X_2+b_3X_3+\dots+b_nX_n+\varepsilon$$

όπου:

Y: είναι η εξαρτημένη μεταβλητή του υποδείγματος που ερευνούμε κατά πόσο επηρεάζεται από τις ανεξάρτητες μεταβλητές

X_i: είναι οι ανεξάρτητες μεταβλητές που μπορούν να εξηγήσουν έως ένα βαθμό τις μεταβολές της εξαρτημένης μεταβλητής

b₀: είναι η σταθερά του υποδείγματος

b_i: είναι οι συντελεστές του υποδείγματος

ε: είναι τα κατάλοιπα ή αλλιώς ο διαταρακτικός όρος

6.4 Επιλογή Μεταβλητών Υποδείγματος

Όπως αναφέραμε και παραπάνω το δείγμα μας αποτελείται από 1600 επιχειρήσεις για το χρονικό διάστημα 1980-2020. Επόμενο βήμα ήταν να καταλήξουμε στην επιλογή των μεταβλητών που θα εξετάσουμε.

Η κύρια εξαρτημένη μεταβλητή που χρησιμοποιείται στο οικονομετρικό μας υπόδειγμα είναι τα **ταμειακά διαθέσιμα (CASH)**. Ορίζονται ως ο λόγος των συνολικών ρευστών διαθεσίμων και ρευστοποιήσιμων περιουσιακών στοιχείων προς το συνολικό ενεργητικό της κάθε επιχείρησης.

Οι ανεξάρτητες μεταβλητές που θα χρησιμοποιήσουμε είναι οι ακόλουθες:

Άυλα περιουσιακά στοιχεία (INTANGIBLE):

είναι τα περιουσιακά στοιχεία της επιχείρησης που δεν έχουν φυσική υπόσταση και για τον υπολογισμό της χρησιμοποιήθηκε η κεφαλαιοποιημένη δαπάνη (Intangible Capital) με βάση τη φόρμουλα του Taylor.

Οργανωσιακό Κεφάλαιο (ORG_CAP):

είναι ένα άυλο περιουσιακό στοιχείο που για την μέτρηση του χρησιμοποιείται η συσσωρευμένη αξία των δαπανών πωλήσεων, γενικών και διοικητικών εξόδων (SG&A).

Κέρδη προ φόρων τόκων και αποσβέσεων (EBITDA):

είναι ένα μέτρο της συνολικής οικονομικής απόδοσης μια επιχείρησης.

Μόχλευση (LEVERAGE):

υπολογίζεται διαιρώντας τον συνολικό δανεισμό με το σύνολο των περιουσιακών στοιχείων της επιχείρησης.

Ελεύθερες ταμειακές ροές (FREE CASH FLOW-FCF):

αντιπροσωπεύει τα μετρητά που δημιουργεί μια επιχείρηση μετά τη λογιστικοποίηση των ταμειακών εκροών για να υποστηρίξει τις δραστηριότητες της και να διατηρεί τα κεφαλαιουχικά περιουσιακά της στοιχεία.

Βαθμός συγκέντρωσης πωλήσεων (HHI_SALES)

μετράει κατά πόσο μια εταιρεία βρίσκεται σε μια αγορά υψηλής συγκέντρωσης ή χαμηλής.

Μέγεθος της εταιρείας (FIRM SIZE):

για τον υπολογισμό αυτής της μεταβλητής χρησιμοποιήθηκε ο φυσικός λογάριθμος των συνολικών περιουσιακών στοιχείων.

Αγοραία υπεραξία (TOBIN'S_Q):

για τον υπολογισμό χρησιμοποιήθηκε ο λόγος της αγοραίας αξίας των ιδίων κεφαλαίων και της λογιστικής αξίας των δανείων προς την ονομαστική αξία των μετοχών και της λογιστικής αξίας των δανείων.

Μεταβλητότητα ταμειακών ροών (CASH FLOW VOLATILITY-CF_VOL):

είναι ο συντελεστής διακύμανσης στις λειτουργικές ταμειακές ροές μιας επιχείρησης.

Στην παρούσα εργασία θα πραγματοποιηθούν τέσσερις γραμμικές παλινδρομήσεις, επομένως τα οικονομετρικά υποδείγματα θα πάρουν τις ακόλουθες μορφές:

Πρώτο Υπόδειγμα

$$\text{CASH}_{i,t} = b_0 + b_1 \text{INTANGIBLE}_{i,t} + b_2 \text{EBITDA}_{i,t} + b_3 \text{LEVERAGE}_{i,t} + b_4 \text{FCF}_{i,t} + b_5 \text{HHI_SALE}_{i,t} + b_6 \ln_ \text{FIRMSIZE}_{i,t} + b_7 \text{TOBIN'S_Q}_{i,t} + b_8 \text{CF_VOL}_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

Δεύτερο Υπόδειγμα

$$\text{CASH}_{i,t} = b_0 + b_1 \text{ORG_CAP}_{i,t} + b_2 \text{EBITDA}_{i,t} + b_3 \text{LEVERAGE}_{i,t} + b_4 \text{FCF}_{i,t} + b_5 \text{HHI_SALE}_{i,t} + b_6 \ln_ \text{FIRMSIZE}_{i,t} + b_7 \text{TOBIN'SQ}_{i,t} + b_8 \text{CF_VOL}_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

Τρίτο Υπόδειγμα

$$\text{CASH}_{i,t} = b_0 + b_1 \text{INTANGIBLE}_{i,t} + b_2 \text{EBITDA}_{i,t} + b_3 \text{LEVERAGE}_{i,t} + b_4 \text{FCF}_{i,t} + b_5 \text{HHI_SALE}_{i,t} + b_6 \ln_ \text{FIRMSIZE}_{i,t} + b_7 \text{TOBIN'SQ}_{i,t} + b_8 \text{CF_VOL}_{i,t} + \text{dummy_crisis} + \varepsilon_{i,t}$$

Τέταρτο Υπόδειγμα

$$\text{CASH}_{i,t} = b_0 + b_1 \text{ORG_CAP}_{i,t} + b_2 \text{EBITDA}_{i,t} + b_3 \text{LEVERAGE}_{i,t} + b_4 \text{FCF}_{i,t} + b_5 \text{HHI_SALE}_{i,t} + b_6 \ln_ \text{FIRMSIZE}_{i,t} + b_7 \text{TOBIN'SQ}_{i,t} + b_8 \text{CF_VOL}_{i,t} + \text{dummy_crisis} + \varepsilon_{i,t}$$

Επειδή το εξεταζόμενο χρονικό διάστημα (1980-2020) συμπεριλαμβάνει και έτη στα οποία υπήρχε η παγκόσμια χρηματοπιστωτική και οικονομική κρίση, θεωρήθηκε απαραίτητο να χρησιμοποιηθεί μια ψευδομεταβλητή χρόνου (*dummy_crisis*) για την εκτίμηση του οικονομετρικού μας υποδείγματος. Η ψευδομεταβλητή αυτή αφορά τα έτη πριν και μετά το 2008 και μας βοηθάει να ερευνήσουμε την επίδραση των μεταβλητών στην διακράτηση χρηματικών διαθεσίμων κατά τη διάρκεια της χρηματοπιστωτικής και οικονομικής κρίσης.

6.5 Ερευνητικές Υποθέσεις

Οι ερευνητικές υποθέσεις με τις οποίες θα ασχοληθεί η παρούσα εργασία είναι οι εξής:

1^η Υπόθεση

Τα άυλα περιουσιακά στοιχεία συνδέονται θετικά με τη διακράτηση διαθέσιμων μετρητών από τις επιχειρήσεις.

Όπως είναι γνωστό μέσα από τη βιβλιογραφία οι επιχειρήσεις που κατέχουν άυλα πάγια δεν μπορούν να τα ρευστοποιήσουν εύκολα καθώς είναι πιο δύσκολη η διαδικασία αποτίμησης τους και είναι αδύνατον να χρησιμοποιηθούν ως εγγύηση σε δάνεια. Επομένως, η ρευστότητα της επιχείρησης εξαρτάται από τον τραπεζικό ή τον ομολογιακό δανεισμό από την στιγμή που τα περιουσιακά στοιχεία της εταιρείας δεν την βοηθούν να διακρατήσει ρευστό.

2^η Υπόθεση

Τα ταμειακά διαθέσιμα επηρεάζονται θετικά/αρνητικά από τον οικονομικό κύκλο (ύφεση/ανάπτυξη).

Σύμφωνα με τη βιβλιογραφία και με έρευνες που έχουν πραγματοποιηθεί οι επιχειρήσεις που προβλέπουν ύφεση αυξάνουν τα ταμειακά τους διαθέσιμα προκειμένου να καταφέρουν να ανταποκριθούν στις υποχρεώσεις τους. Από την άλλη, όταν υπάρχει ανάπτυξη στην αγορά τα ταμειακά διαθέσιμα αυξάνονται.

6.6 Στατιστικά Περιγραφικά Στοιχεία

Στον παρακάτω πίνακα παρουσιάζονται τα Στατιστικά Περιγραφικά Στοιχεία των εξαρτημένων και ανεξάρτητων μεταβλητών. Στον πίνακα υπάρχουν στοιχεία για την μέση τιμή, την τυπική απόκλιση, την διάμεσο, την ελάχιστη τιμή, την μέγιστη τιμή και τέλος για το πλήθος των παρατηρήσεων.

Πίνακας 1: Στατιστικά Περιγραφικά Στοιχεία

Μεταβλητές	Πλήθος Παρατηρήσεων	Μέσος Όρος	Διάμεσο	Τυπική Απόκλιση	Ελάχιστη Τιμή	Μέγιστη Τιμή
CASH	64,750	0.189	0.093	0.225	0	0.934
INTANGIBLE	64,750	0.108	0.021	0.169	-0.042	1
EBITDA	64,750	0.025	0.096	0.806	-218	10.699
LEVERAGE	64,750	0.188	0.136	0.199	0	0.807
FREE CASH FLOW	64,750	-0.13	-0.071	0.21	-0.992	0.117
HHI SALES	64,750	0.113	0.074	0.126	0	1
FIRM SIZE	64,750	5.215	5.11	2.306	0.469	10.872
TOBIN'S Q	64,750	2.017	1.405	1.776	0.561	11.643
CASH FLOW VOLATILITY	64,750	0.1	0.049	0.143	0.003	0.894

Ο επόμενος πίνακας μας δείχνει την συσχέτιση των μεταβλητών κατά Pearson (Correlation Matrix) χρησιμοποιώντας τα δεδομένα που έχουμε συλλέξει. Πιο αναλυτικά, οι μεταβλητές CASH και INTANGIBLE εμφανίζουν συσχέτιση σε ποσοστό 28,3%. Επιπλέον, η μεταβλητή CASH φαίνεται να παρουσιάζει συσχέτιση με τις μεταβλητές LEVERAGE και FREE CASH FLOW σε ποσοστά 40,1% και 47,6% αντίστοιχα. Τέλος, η μεταβλητή INTANGIBLE φαίνεται να έχει συσχέτιση με τη μεταβλητή LEVERAGE και FIRM SIZE σε ποσοστά 20% και 24% αντίστοιχα

Πίνακας 2: Correlation Matrix

Μεταβλητές	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
(1) CASH	1.000								
(2) INTANGIBLE	-0.283	1.000							
(3) EBITDA	-0.150	0.048	1.000						
(4) LEVERAGE	-0.401	0.200	0.047	1.000					
(5) FREE CASH FLOW	-0.476	0.171	0.334	0.132	1.000				
(6) HHI SALES	-0.194	-0.080	0.038	0.088	0.141	1.000			
(7) FIRM SIZE	-0.342	0.240	0.175	0.339	0.494	0.102	1.000		
(8) TOBIN'S Q	0.370	-0.069	-0.135	-0.169	-0.245	-0.117	-0.154	1.000	
(9) CASH FLOW VOLATILITY	0.380	-0.064	-0.200	-0.151	-0.513	-0.130	-0.419	0.261	1.000

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7: ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΕΜΠΕΙΡΙΚΗΣ ΕΡΕΥΝΑΣ

7.1 Αποτελέσματα Παλινδρομήσεων

Η εφαρμογή των τεσσάρων παλινδρομήσεων έγινε με τη χρήση του στατιστικού προγράμματος Stata. Στον παρακάτω πίνακα βλέπουμε τα αποτελέσματα αυτών των παλινδρομήσεων. Πριν προχωρήσουμε στην επεξήγηση αυτού του πίνακα είναι σημαντικό να υπενθυμίσουμε κάποιες βασικές γνώσεις οικονομετρίας.

Όπου συναντάμε αστερίσκο σημαίνει ότι η αντίστοιχη μεταβλητή είναι στατιστικά σημαντική. Από την άλλη, όταν κάποια μεταβλητή δεν συνοδεύεται από αστερίσκο σημαίνει ότι δεν είναι στατιστικά σημαντική. Πιο συγκεκριμένα, όπου βλέπουμε έναν αστερίσκο σημαίνει ότι η αντίστοιχη μεταβλητή είναι στατιστικά σημαντική σε επίπεδο σημαντικότητας 10%. Όταν η μεταβλητή εμφανίζει δύο αστερίσκους σημαίνει ότι η αντίστοιχη μεταβλητή είναι στατιστικά σημαντική σε επίπεδο σημαντικότητας 5%. Τέλος, όπου συναντάμε τρεις αστερίσκους μας δείχνουν ότι η αντίστοιχη μεταβλητή είναι στατιστικά σημαντική σε επίπεδο σημαντικότητας 1%.

Επιπλέον, στον πίνακα οι παρενθέσεις που εμφανίζονται υποδηλώνουν τις τυπικές αποκλίσεις της εκτίμησης του συντελεστή. Διαιρώντας τα αποτελέσματα των παλινδρομήσεων με τα νούμερα στις παρενθέσεις προκύπτει το t-statistic που μου δείχνει την στατιστική σημαντικότητα της κάθε μεταβλητής.

Ο συντελεστής προσδιορισμού R^2 μας δείχνει το ποσοστό μεταβλητότητας της εξαρτημένης μεταβλητής που εξηγείται από τις ανεξάρτητες μεταβλητές. Δηλαδή, κατά πόσο οι ανεξάρτητες μεταβλητές του υποδείγματος συνδέονται και επηρεάζουν την εξαρτημένη μεταβλητή. Υπολογίζεται ως εξής:

$$R^2=1-(SSE/SST)$$

όπου:

SSE= Total Sum of Errors

SST= Total Sum of Squares

Ο συντελεστής προσδιορισμού R^2 λαμβάνει τιμές από το μηδέν (κανένα ποσοστό προσαρμοστικότητας) μέχρι το ένα (άριστη προσαρμοστικότητα). Όσο υψηλότερη είναι η τιμή του συντελεστή προσδιορισμού R^2 τόσο μεγαλύτερη είναι η επεξηγηματική ικανότητα του υποδείγματος.

Πίνακας 3: Αποτελέσματα Παλινδρομήσεων

Variables	(1) CASH	(2) CASH	(3) CASH	(4) CASH
INTANGIBLE	-0.469*** (0.006)		-0.482*** (0.007)	
ORGANIZATION CAPITAL		-0.071*** (0.005)		-0.075*** (0.006)
INTANGIBLE#dummy_crisis			0.022*** (0.005)	
ORGANIZATION CAPITAL#dummy_crisis				0.008* (0.004)
EBITDA	-0.000 (0.001)	-0.000 (0.001)	-0.000 (0.001)	-0.000 (0.001)
LEVERAGE	-0.108*** (0.005)	-0.155*** (0.006)	-0.108*** (0.005)	-0.155*** (0.006)
FREE CASH FLOW	0.047*** (0.006)	0.053*** (0.006)	0.047*** (0.006)	0.052*** (0.006)
HHI SALES	-0.042*** (0.012)	-0.019 (0.012)	-0.041*** (0.012)	-0.020 (0.012)
FIRM SIZE	0.014*** (0.001)	-0.026*** (0.002)	0.014*** (0.001)	-0.026*** (0.002)
TOBIN'S Q	0.008*** (0.001)	0.010*** (0.001)	0.008*** (0.001)	0.010*** (0.001)
CASH FLOW VOLATILITY	0.057*** (0.009)	0.062*** (0.010)	0.057*** (0.009)	0.062*** (0.010)
Constant	0.209*** (0.008)	0.396*** (0.011)	0.210*** (0.008)	0.394*** (0.011)
Observations	64,750	61,921	64,750	61,921
R-squared	0.856	0.822	0.856	0.822
firm	YES	YES	YES	YES

Robust standard errors in parentheses, *** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

Λαμβάνοντας υπόψιν τα αποτελέσματα των τεσσάρων παλινδρομήσεων τα υποδείγματα θα έχουν τις ακόλουθες μορφές:

Πρώτο Υπόδειγμα

$$\text{CASH}=0,209-0,469\text{INTANGIBLE}-0,00\text{EBITDA}-0,108\text{LEVERAGE}+0,047\text{FCF}-0,042\text{HHI_SALE}+0,014\text{FIRMSIZE}+0,008\text{TOBIN'S_Q}+0,057\text{CF_VOL}$$

Δεύτερο Υπόδειγμα

$$\text{CASH}=0,396-0,071\text{ORG_CAP}-0,00\text{EBITDA}-0,155\text{LEVERAGE}+0,053\text{FCF}-0,019\text{HHI_SALE}-0,026\text{FIRMSIZE}+0,010\text{TOBIN'S_Q}+0,062\text{CF_VOL}$$

Τρίτο Υπόδειγμα

$$\text{CASH}=0,210-0,482\text{INTANGIBLE}-0,00\text{EBITDA}-0,108\text{LEVERAGE}+0,047\text{FCF}-0,041\text{HHI_SALE}+0,014\text{FIRMSIZE}+0,008\text{TOBIN'S_Q}+0,057\text{CF_VOL}+0,022$$

Τέταρτο Υπόδειγμα

$$\text{CASH}=0,394-0,075\text{ORG_CAP}-0,00\text{EBITDA}-0,155\text{LEVERAGE}+0,052\text{FCF}-0,020\text{HHI_SALE}-0,026\text{FIRMSIZE}+0,010\text{TOBIN'S_Q}+0,062\text{CF_VOL}+0,008$$

Για την **πρώτη παλινδρόμηση** με εξαρτημένη μεταβλητή τα ταμειακά διαθέσιμα (CASH) παρατηρούμε θετική συσχέτιση με τις ελεύθερες ταμειακές ροές (FREE CASH FLOW-FCF), το μέγεθος της επιχείρησης (FIRM SIZE), την αγοραία υπεραξία (TOBIN'S Q) και την μεταβλητότητα των ταμειακών ροών (CASH FLOW VOLATILITY-CFV). Αρνητική συσχέτιση ως προς τα ταμειακά διαθέσιμα (CASH) φαίνεται να έχουν τα άυλα περιουσιακά στοιχεία (INTANGIBLE), τα κέρδη προ φόρων, τόκων και αποσβέσεων (EBITDA), η μόχλευση (LEVERAGE) και ο βαθμός συγκέντρωσης πωλήσεων (HHI SALES).

Σε ότι αφορά την στατιστική σημαντικότητα των μεταβλητών παρατηρούμε ότι στατιστικά σημαντικές είναι οι μεταβλητές INTANGIBLE, LEVERAGE, FREE CASH FLOW, HHI SALES, FIRM SIZE, TOBIN'S Q και CASH FLOW VOLATILITY σε επίπεδο σημαντικότητας 1%. Ενώ ως μη στατιστικά σημαντική βρέθηκε να είναι η μεταβλητή EBITDA.

Επιπλέον, η σταθερά 0,209 δείχνει ότι εάν όλες οι ανεξάρτητες μεταβλητές πάρουν την τιμή μηδέν τότε η εξαρτημένη μεταβλητή, δηλαδή τα ταμειακά διαθέσιμα (CASH), θα είναι 0,209 μονάδες.

Ο συντελεστής των άυλων περιουσιακών στοιχείων (INTANGIBLE) -0,469 δείχνει ότι για κάθε μονάδα αύξησης των άυλων περιουσιακών στοιχείων τα ταμειακά διαθέσιμα (CASH) θα μειωθούν κατά 0,469 μονάδες δεδομένου ότι οι υπόλοιπες μεταβλητές θα παραμείνουν σταθερές.

Ο συντελεστής προσδιορισμού R^2 της πρώτης παλινδρόμησης λαμβάνει τιμή 0,856 δηλαδή 85,6% που είναι αρκετά υψηλός. Το ποσοστό αυτό μας δείχνει ότι το υπόδειγμα ερμηνεύει το 85,6% της συνολικής μεταβλητότητας της εξαρτημένης μεταβλητής CASH.

Για την **δεύτερη παλινδρόμηση** με εξαρτημένη μεταβλητή τα ταμειακά διαθέσιμα (CASH) παρατηρούμε θετική συσχέτιση με τις ελεύθερες ταμειακές ροές (FREE CASH FLOW-FCF), την αγοραία υπεραξία (TOBIN'S Q) και την μεταβλητότητα των ταμειακών ροών (CASH FLOW VOLATILITY-CFV). Αρνητική συσχέτιση ως προς τα ταμειακά διαθέσιμα (CASH) φαίνεται να έχουν το οργανωσιακό κεφάλαιο (ORGANIZATION CAPITAL), τα κέρδη προ φόρων, τόκων και αποσβέσεων (EBITDA), η μόχλευση (LEVERAGE), ο βαθμός συγκέντρωσης πωλήσεων (HHI SALES) και το μέγεθος της εταιρείας (FIRM SIZE).

Σε ότι αφορά την στατιστική σημαντικότητα των μεταβλητών παρατηρούμε ότι στατιστικά σημαντικές είναι οι μεταβλητές ORGANIZATION CAPITAL, LEVERAGE, FREE CASH FLOW, FIRM SIZE, TOBIN'S Q και CASH FLOW VOLATILITY σε επίπεδο σημαντικότητας 1%. Ενώ ως μη στατιστικά σημαντική βρέθηκε να είναι οι μεταβλητές EBITDA και HHI SALES.

Επιπλέον, η σταθερά 0,396 δείχνει ότι εάν όλες οι ανεξάρτητες μεταβλητές πάρουν την τιμή μηδέν τότε η εξαρτημένη μεταβλητή, δηλαδή τα ταμειακά διαθέσιμα (CASH), θα είναι 0,396 μονάδες.

Ο συντελεστής του οργανωσιακού κεφαλαίου (ORGANIZATION CAPITAL) -0,071 δείχνει ότι για κάθε μονάδα αύξησης του οργανωσιακού κεφαλαίου τα ταμειακά διαθέσιμα (CASH) θα μειωθούν κατά 0,071 μονάδες δεδομένου ότι οι υπόλοιπες μεταβλητές θα παραμείνουν σταθερές.

Ο συντελεστής προσδιορισμού R^2 της πρώτης παλινδρόμησης λαμβάνει τιμή 0,822 δηλαδή 82,2% που είναι αρκετά υψηλός. Το ποσοστό αυτό μας δείχνει ότι το υπόδειγμα ερμηνεύει το 82,2% της συνολικής μεταβλητότητας της εξαρτημένης μεταβλητής CASH.

Για την **τρίτη παλινδρόμηση** με εξαρτημένη μεταβλητή τα ταμειακά διαθέσιμα (CASH) παρατηρούμε θετική συσχέτιση με τις ελεύθερες ταμειακές ροές (FREE CASH FLOW-FCF), το μέγεθος της επιχείρησης (FIRM SIZE), την αγοραία υπεραξία (TOBIN'S Q), την μεταβλητότητα των ταμειακών ροών (CASH FLOW VOLATILITY-CFV) καθώς και με την ψευδομεταβλητή (INTANGIBLE#dummy crisis) όπου λαμβάνει την τιμή 1 για τα έτη μετά την χρηματοοικονομική και οικονομική κρίση, δηλαδή από το 2008 και μετά, και την τιμή 0 για τα υπόλοιπα έτη πριν το 2008. Αρνητική συσχέτιση ως προς τα ταμειακά διαθέσιμα (CASH) φαίνεται να έχουν τα άυλα περιουσιακά στοιχεία (INTANGIBLE), τα κέρδη προ φόρων, τόκων και αποσβέσεων (EBITDA), η μόχλευση (LEVERAGE) και ο βαθμός συγκέντρωσης πωλήσεων (HHI SALES).

Σε ότι αφορά την στατιστική σημαντικότητα των μεταβλητών παρατηρούμε ότι στατιστικά σημαντικές είναι οι μεταβλητές INTANGIBLE, LEVERAGE, FREE CASH FLOW, HHI SALES, FIRM SIZE, TOBIN'S Q, CASH FLOW VOLATILITY και η ψευδομεταβλητή INTANGIBLE#dummy crisis σε επίπεδο σημαντικότητας 1%. Ενώ ως μη στατιστικά σημαντική βρέθηκε να είναι η μεταβλητή EBITDA.

Επιπλέον, η σταθερά 0,210 δείχνει ότι εάν όλες οι ανεξάρτητες μεταβλητές πάρουν την τιμή μηδέν τότε η εξαρτημένη μεταβλητή, δηλαδή τα ταμειακά διαθέσιμα (CASH), θα είναι 0,210 μονάδες.

Ο συντελεστής των άυλων περιουσιακών στοιχείων (INTANGIBLE) -0,482 δείχνει ότι για κάθε μονάδα αύξησης των άυλων περιουσιακών στοιχείων τα ταμειακά διαθέσιμα (CASH) θα μειωθούν κατά 0,482 μονάδες δεδομένου ότι οι υπόλοιπες μεταβλητές θα παραμείνουν σταθερές.

Ο συντελεστής προσδιορισμού R^2 της πρώτης παλινδρόμησης λαμβάνει τιμή 0,856 δηλαδή 85,6% που είναι αρκετά υψηλός. Το ποσοστό αυτό μας δείχνει

ότι το υπόδειγμα ερμηνεύει το 85,6% της συνολικής μεταβλητότητας της εξαρτημένης μεταβλητής CASH.

Για την **τέταρτη παλινδρόμηση** με εξαρτημένη μεταβλητή τα ταμειακά διαθέσιμα (CASH) παρατηρούμε θετική συσχέτιση με τις ελεύθερες ταμειακές ροές (FREE CASH FLOW-FCF), την αγοραία υπεραξία (TOBIN'S Q), την μεταβλητότητα των ταμειακών ροών (CASH FLOW VOLATILITY-CFV) και την ψευδομεταβλητή (ORGANIZATION CAPITAL#dummy crisis) όπου λαμβάνει την τιμή 1 για τα έτη μετά την χρηματοοικονομική και οικονομική κρίση, δηλαδή από το 2008 και μετά, και την τιμή 0 για τα υπόλοιπα έτη πριν το 2008. Αρνητική συσχέτιση ως προς τα ταμειακά διαθέσιμα (CASH) φαίνεται να έχουν το οργανωσιακό κεφάλαιο (ORGANIZATION CAPITAL), τα κέρδη προ φόρων, τόκων και αποσβέσεων (EBITDA), η μόχλευση (LEVERAGE), ο βαθμός συγκέντρωσης πωλήσεων (HHI SALES) και το μέγεθος της εταιρείας (FIRM SIZE).

Σε ότι αφορά την στατιστική σημαντικότητα των μεταβλητών παρατηρούμε ότι στατιστικά σημαντικές είναι οι μεταβλητές ORGANIZATION CAPITAL, LEVERAGE, FREE CASH FLOW, FIRM SIZE, TOBIN'S Q και CASH FLOW VOLATILITY σε επίπεδο σημαντικότητας 1%. Επίσης, στατιστικά σημαντική φαίνεται να είναι και η ψευδομεταβλητή ORGANIZATION CAPITAL#dummy crisis σε επίπεδο σημαντικότητας 10%. Ενώ ως μη στατιστικά σημαντική βρέθηκε να είναι η μεταβλητή EBITDA και HHI SALES.

Επιπλέον, η σταθερά 0,394 δείχνει ότι εάν όλες οι ανεξάρτητες μεταβλητές πάρουν την τιμή μηδέν τότε η εξαρτημένη μεταβλητή, δηλαδή τα ταμειακά διαθέσιμα (CASH), θα είναι 0,394 μονάδες.

Ο συντελεστής του οργανωσιακού κεφαλαίου (ORGANIZATION CAPITAL) -0,075 δείχνει ότι για κάθε μονάδα αύξησης του οργανωσιακού κεφαλαίου τα

ταμειακά διαθέσιμα (CASH) θα μειωθούν κατά 0,075 μονάδες δεδομένου ότι οι υπόλοιπες μεταβλητές θα παραμείνουν σταθερές.

Ο συντελεστής προσδιορισμού R^2 της πρώτης παλινδρόμησης λαμβάνει τιμή 0,822 δηλαδή 82,2% που είναι αρκετά υψηλός. Το ποσοστό αυτό μας δείχνει ότι το υπόδειγμα ερμηνεύει το 82,2% της συνολικής μεταβλητότητας της εξαρτημένης μεταβλητής CASH.

7.2 Συμπεράσματα Παλινδρομήσεων

Η παρούσα διπλωματική εργασία είχε ως σκοπό να μελετήσει κατά πόσο η διακράτηση ταμειακών διαθεσίμων επηρεάζεται και σχετίζεται από τα άυλα περιουσιακά στοιχεία μιας επιχείρησης. Επιπλέον, εξετάστηκε αν η συσχέτιση αυτή επηρεάζεται από την παγκόσμια χρηματοοικονομική κρίση.

Πραγματοποιήθηκαν στο σύνολο τέσσερις πολλαπλές γραμμικές παλινδρομήσεις με εξαρτημένη μεταβλητή τα ταμειακά διαθέσιμα. Στην πρώτη και τρίτη παλινδρόμηση ως βασικές ανεξάρτητες μεταβλητές ήταν τα άυλα περιουσιακά στοιχεία και μια ψευδομεταβλητή (dummy variable) πολλαπλασιασμένη με τα άυλα περιουσιακά στοιχεία. Στη δεύτερη και τέταρτη παλινδρόμηση βασικές ανεξάρτητες μεταβλητές ήταν το οργανωσιακό κεφάλαιο (που αντικαθιστά τα ασώματα πάγια) και μια ψευδομεταβλητή πολλαπλασιασμένη με το οργανωσιακό κεφάλαιο. Ως βασικές ανεξάρτητες μεταβλητές ελέγχου σε όλες τις παλινδρομήσεις είναι τα κέρδη προ φόρων, τόκων και αποσβέσεων, η μόχλευση, οι ελεύθερες ταμειακές ροές, ο βαθμός συγκέντρωσης των πωλήσεων, το μέγεθος της εταιρείας, η αγοραία υπεραξία και η μεταβλητότητα των ταμειακών ροών. Αξίζει να σημειωθεί ότι όλες οι μεταβλητές είναι σταθμισμένες με το σύνολο των περιουσιακών στοιχείων των επιχειρήσεων (Total Assets).

Μέσα από την ανάλυση των δεδομένων μας προκύπτει ότι υπάρχει αρνητική συσχέτιση των άυλων περιουσιακών στοιχείων και του οργανωσιακού κεφαλαίου με τα ταμειακά διαθέσιμα της εταιρείας, με στατιστική σημαντικότητα 1% και για τις δύο μεταβλητές. Πιο συγκεκριμένα, βρέθηκε ότι μεγαλύτερη συμβολή στη μείωση των ταμειακών διαθεσίμων έχουν τα άυλα περιουσιακά στοιχεία σε σχέση με το οργανωσιακό κεφάλαιο. Το αποτέλεσμα αυτό αντιτίθεται στη πλειοψηφία των εμπειρικών ερευνών αλλά συμβαδίζει με αυτό του (Diaw A.,2021). Σε δείγμα με επιχειρήσεις από αναπτυσσόμενες χώρες για το χρονικό διάστημα 2010-2018 κατέληξε στο ίδιο συμπέρασμα, ότι δηλαδή τα άυλα πάγια

επηρεάζουν αρνητικά την ύπαρξη των ταμειακών διαθεσίμων. Τόνισε ότι οι εταιρίες επενδύουν σε Έρευνα και Ανάπτυξη, κατά συνέπεια κάνουν πολλές δαπάνες, γι' αυτό το λόγο μεγάλες επιχειρήσεις σε ανεπτυγμένες χώρες τείνουν να μειώνουν τα ταμειακά τους διαθέσιμα. Επομένως, δεν ισχύει η πρώτη ερευνητική υπόθεση που είχαμε θέσει, από την άλλη πλευρά με τη χρήση μιας ψευδομεταβλητής τα αποτελέσματα διαφοροποιούνται. Μετά το 2008 και με δεδομένη τη χρηματοοικονομική κρίση όσο πιο πολλά άυλα περιουσιακά στοιχεία και οργανωσιακό κεφάλαιο έχουν οι επιχειρήσεις τόσο πιο πολύ αυξάνουν τα ταμειακά τους διαθέσιμα. Αντίστοιχα το ίδιο ισχύει και για το οργανωσιακό κεφάλαιο. Καταλήγουμε, λοιπόν, στο συμπέρασμα ότι η χρηματοοικονομική κρίση δημιούργησε μεγαλύτερη ανάγκη διακράτησης ταμειακών διαθεσίμων για κάθε μονάδα άυλων περιουσιακών στοιχείων και οργανωσιακού κεφαλαίου. Δηλαδή, αν τα άυλα πάγια ή το οργανωσιακό κεφάλαιο αυξηθούν κατά 1% μετά την κρίση τότε τα ταμειακά διαθέσιμα θα αυξηθούν κατά 2,2% ή 0,8% αντίστοιχα. Αυτό όμως δεν συνεπάγεται απαραίτητα ότι επιχειρήσεις με υψηλό επίπεδο άυλων περιουσιακών στοιχείων και οργανωσιακού κεφαλαίου θα κατέχουν και πολλά ταμειακά διαθέσιμα.

Σε ότι έχει να κάνει με τις υπόλοιπες στατιστικά σημαντικές μεταβλητές και την σχέση τους με τα ταμειακά διαθέσιμα των επιχειρήσεων τα αποτελέσματα έδειξαν ότι οι ελεύθερες ταμειακές ροές, η αγοραία υπεραξία και η μεταβλητότητα των ταμειακών ροών επιδρούν θετικά στα ταμειακά διαθέσιμα. Όπως έχουμε ήδη αναφέρει οι ελεύθερες ταμειακές ροές είναι μια μεταβλητή που μας βοηθάει να κατανοήσουμε την απόδοση μια επιχείρησης επομένως είναι απολύτως λογικό οι εταιρίες που έχουν υψηλά επίπεδα free cash flows να έχουν και υψηλά επίπεδα ταμειακών διαθεσίμων. Σε σχέση με την αγοραία υπεραξία, εταιρίες που έχουν σημαντικές προοπτικές ανάπτυξης, έχουν δηλαδή υψηλό Tobin's Q, κατέχουν μεγάλα αποθέματα ταμειακών διαθεσίμων. Σύμφωνα με την θεωρία των Pecking Order οι επιχειρήσεις που έχουν προοπτικές ανάπτυξης χρησιμοποιούν τα ταμειακά διαθέσιμα για να επωφεληθούν από ευκαιρίες επένδυσης. Τέτοιες επιχειρήσεις είναι κυρίως όσες ανήκουν στον κλάδο της τεχνολογίας αφού έχουν στη διάθεση τους αρκετά άυλα περιουσιακά στοιχεία, όπως πατέντες, άρα κατά

συνέπεια έχουν και αρκετά μετρητά. Τέτοιου είδους επιχειρήσεις αναγκάζονται να έχουν ταμειακά διαθέσιμα για να αντιμετωπίσουν οποιαδήποτε αντίξοχη μεταβολή στη τεχνολογία, όπως για παράδειγμα μια “αντίπαλη” εταιρεία να τους κλέψει κάποια ιδέα με συνέπεια να υπάρξει μεγάλη μεταβλητότητα στις πωλήσεις της επιχείρησης. Με βάση τη βιβλιογραφία, εταιρείες που έχουν αρκετή ρευστότητα επωφελούνται από ευκαιρίες επένδυσης σε καινούργιες και καινοτόμες ιδέες μέσω της εξαγοράς. Επιπλέον, σε σχέση με τη μεταβλητότητα των ταμειακών ροών όσο πιο υψηλό το cash flow volatility μιας επιχείρησης τόσο περισσότερη ρευστότητα διακρατεί.

Αρνητική συσχέτιση ως προς την ρευστότητα εμφανίστηκαν να έχουν η μόχλευση και ο βαθμός συγκέντρωσης των πωλήσεων. Η επίδραση του δανεισμού μειώνει τα ταμειακά διαθέσιμα. Επιχειρήσεις με καλή πιστοληπτική ικανότητα που δεν υπόκεινται σε οικονομικούς περιορισμούς τείνουν να συγκεντρώνουν λιγότερα μετρητά, καθώς έχουν μεγαλύτερη πρόσβαση σε εξωτερικό δανεισμό. Επομένως, οι επιχειρήσεις για να αποφύγουν τις σπατάλες χρημάτων αναγκάζονται να διακρατούν λιγότερα μετρητά. Σχετικά με τη μεταβλητή h_{11} sales όταν μια εταιρεία βρίσκεται σε μια αγορά όπου υπάρχουν λίγοι ανταγωνιστές τότε ο βαθμός συγκέντρωσης των πωλήσεων είναι υψηλός. Όσο πιο μικρός ο βαθμός συγκέντρωσης των πωλήσεων τόσο πιο ανταγωνιστική είναι η αγορά. Άρα, το αρνητικό αποτέλεσμα εξηγείται από το γεγονός ότι οι εταιρείες που έχουν μονοπωλιακή δύναμη δεν χρειάζεται να έχουν διαθέσιμη αρκετή ρευστότητα. Η χρήση της ρευστότητας είναι για προστασία και για επενδύσεις σε ευκαιρίες για το λόγο αυτό είναι ιδιαίτερα χρήσιμη για επιχειρήσεις που ανήκουν σε αγορές χαμηλής συγκέντρωσης.

Σύμφωνα με τα αποτελέσματα η μεταβλητή που μετράει το μέγεθος της εταιρείας βρέθηκε να έχει στατιστικά σημαντική θετική επίδραση ως προς τα ταμειακά διαθέσιμα και μάλιστα σε επίπεδο σημαντικότητας 1%. Αυτό το αποτέλεσμα προκύπτει στις παλινδρομήσεις που έχουν ως βασική ανεξάρτητη μεταβλητή τα άυλα περιουσιακά στοιχεία. Με βάση την αντισταθμιστική θεωρία

(Ferreira & Vilela, 2004) οι μεγάλες σε μέγεθος επιχειρήσεις τείνουν να διακρατούν υψηλότερο ποσοστό ταμειακών διαθεσίμων. Το αποτέλεσμα αυτό όμως διαφοροποιείται στις παλινδρομήσεις όπου τα άυλα πάγια αντικαθίστανται από το οργανωσιακό κεφάλαιο. Παρατηρήθηκε, δηλαδή, ότι το μέγεθος της επιχείρησης και τα ταμειακά διαθέσιμα εμφανίζουν στατιστικά σημαντική αρνητική συσχέτιση, γεγονός που είναι περίεργο και ανεξήγητο.

7.3 Προτάσεις για Περαιτέρω Έρευνα

Στην παρούσα εργασία χρησιμοποιήθηκε δείγμα από διάφορους κλάδους των Ηνωμένων Πολιτειών της Αμερικής για τη χρονική περίοδο 1980 έως 2020. Παρακάτω αναφέρονται προτάσεις για περαιτέρω έρευνα στο μέλλον προκειμένου να εξεταστεί πιο διεξοδικά η επίδραση των άυλων περιουσιακών στοιχείων στα ταμειακά διαθέσιμα των επιχειρήσεων. Μια αρκετά ενδιαφέρουσα πρόταση για μελλοντική διερεύνηση θα ήταν η συλλογή δεδομένων από εταιρείες που ανήκουν σε διαφορετικές χώρες προκειμένου να διενεργηθεί μια συγκριτική μελέτη. Μια εναλλακτική πρόταση θα ήταν να πραγματοποιηθεί η μελέτη των επιχειρήσεων ανά τον κλάδο δραστηριότητας ώστε να δούμε σε ποιους τομείς ασκούν μεγαλύτερη επίδραση τα άυλα περιουσιακά στοιχεία. Τέλος, θα μπορούσε να πραγματοποιηθεί μια έρευνα για τις συσχετίσεις των μεταβλητών ανά χρονικές περιόδους, δηλαδή πριν τη χρηματοοικονομική κρίση, κατά την διάρκεια της αλλά και την περίοδο μετά από αυτή.

Βιβλιογραφία

Άρθρα

Aghion P., Saint-Paul G., 1998. Virtues of bad times: interaction between productivity growth and economic fluctuations. *Macroeconomic Dynamics* 2,322-344.

Almeida, H. and Campello, M. (2007) “Financial Constraints, Asset Tangibility, and Corporate Investment”, *Review of Financial Studies*, Vol. 20 (5), pp. 1429-1460.

Almeida, H., Campello, M. and Weisbach, M. S. (2004) “The cash flow sensitivity of cash”, *The Journal of Finance*, Vol. 59(4), pp. 1777-1804.

Antoine Godin and Stephen Kinsella (January 2012), *Leverage, liquidity and crisis: A simulation study*.

Archibugi D.,Filipetti A., Frenz M., 2013b. The of economics crisis on innovation: evidence from Europe. *Technological Forecasting Social Change* 80,1247-1260.

Banerji, S., McArthur, N., Mainardi, C. & Ammann, C. (2009): *Recession Response Why Companies Are Making The Wrong Moves*, Booz & Company Inc.

Bates, T.W., Kahle, K.M. and Stultz, R.M. (2009) “Why Do US Firms Hold So Much More Cash than They Used to Be?”, *Journal of Finance*, Vol. 64 (5), pp. 1985-2021.

Branstad, P., Jackson, B. & Banerji, S. (2009): *Rethink Your Strategy An Urgent Memo To the CEO*, by Booz & Company Inc.

Brown, J. R. and Petersen, B. C. (2015) “Which investments do firms protect? Liquidity management and real adjustments when access to finance falls sharply”, *Journal of Financial Intermediation*, Vol. 24(4), pp. 441- 465.

Calloway, L. & Keen, P. (1996): Organizing for crisis response, *Journal of Information Technology* Vol. 11, pp.13-26.

Campello, M., Graham, J. R. and Harvey, C. R. (2010) "The real effects of financial constraints: evidence from a financial crisis", *Journal of Financial Economics*, Vol. 97(3), pp. 470-487.

Chahine S, F. I. (2007). Venture capitalists, business angles and performance of entrepreneurial IPDs in the UK and France. *Journal of Business Finance and Accounting* vol. 34 issue 3.

Czarnitzki, D., Hottenrott, H., 2011. R&D investment and financing 48 constraints of small and medium-sized firms. *Small Business Economics* 36, 65–83.

Diaw, A. (2021) "Corporate cash holdings in emerging markets", *Borsa Istanbul Review*, Vol. 21(2), pp. 139-148.

Eisfeldt, A. L., and Papanikolaou, D. (2013) "Organization Capital and the Cross-Section of Expected Returns", *The Journal of Finance*, Vol. 68(4), pp. 1365-1406.

European Commission, 1996. *Community Frame for Public R&D Subsidies*, Brussels.

Falato, A., Kadyrzhanova, D. and Sim, J. W. (2013) "Rising Intangible Capital. Shrinking Debt Capacity, and the US Corporate Savings Glut", *Federal Reserve Board Discussion Paper*, pp. 2013-2067.

Ferreira, M. and A. Vilela, A. (2004) "Why Do Firms Hold Cash? Evidence from EMU Countries", *European Financial Management*, Vol. 10 (2), pp. 295- 319.

Joseph, A., Kneer, C., Van Horen, N. and Saleheen, J. (2020) All you need is cash: Corporate cash holdings and investment after the financial crisis.

Kaplan, S., Zingales, L., 1997. Do financing constraints explain why 49 investment is correlated with cash flow? *Quarterly Journal of Economics* 112, 169– 215.

Klapper, M. (2006). The role of factoring for financing small and medium enterprises. *Journal of Banking and Finance* vol. 30 issue 11.

Lei, J., Qiu, J. & Wan, C. (2018): Asset tangibility, cash holdings, and financial development, *Journal of Corporate Finance*, Vol. 50, pp. 223-242.

Lengnick-Hall, C. A. and Beck, T. E. (2005) “Adaptive fit versus robust transformation: How organizations respond to environmental change”, *Journal of Management*, Vol. 31(5), pp. 738-757.

Lengnick-Hall, C. A., Beck, T. E. and Lengnick-Hall, M. L. (2011) “Developing a capacity for organizational resilience through strategic human resource management”, *Human Resource Management Review*, Vol. 21(3), pp. 243-255.

Paunov, 2012 C. Paunov The global crisis and firms' investments in innovation *Research Policy*, 41, 24-35.

Pinkowitz, L., Stulz, R. M. and Williamson, R. (2012) Multinationals and the High Cash Holdings Puzzle, (No. 18120), National Bureau of Economic Research.

Raghavan, A. (2009): The Economic Downturn: Coping Strategies and the Way Forward, *VIKALPA*, Vol. 34 , No 3, pp. 67-7.

Sahlman, W. (1990). The structure of governance of venture-capital organizations. *Journal of Financial Economics* vol. 27 issue 2.

Schumpeter, J., 1939. *Business Cycles: A Theoretical, Historical, and Statistical Analysis of the Capitalist Process*, McGraw-Hill, New York.

Stiglitz, J., 1993. *Endogenous Growth and Cycles*. NBER Working Papers 4286, Cambridge.

Ulrich, S., Rogovsky, N. & Lamotte, D. (2009): Promoting Responsible and Sustainable Enterprise-Level Practices at Times of Crisis: A Guide for Policy-Makers 105 and Social Partners, by International Labour Organizatio.

Vergiliel Tüz, M., (2004): Kriz Yönetimi: İşletmelerde Uygulama için Temel Adımlar (Crisis Management), Alfa, Istanbul.

Weingartner, M. (1987). Leasing asset livesand uncertainty:Guides to decision making. financial managment Vol 16No2.

Βιβλία

Berman, K., Knight, J., & Case, J. (2008). Χρηματοοικονομική νοημοσύνη. Αθήνα: Κρητική Α.Ε.

Bierman H, S. S. (1990). Financial management for decision making. Beard Books, Washington.

Gompers P, L. J. (2004). The venture capital cycle 2nd edition. Massachusetts Institute of Technology.

Harrison W., Horngren Ch. & Thomas C. (2015), 10th Edition: Financial Accounting.

K. R. Subramanyam (2014), 11th Edition: Financial Statement Analysis.

Needles B., Powers M. & Crosson S. (2014): Principles of Accounting.

Pandi I.M. (2005), Financial Management, Vikas Publishing House, New Delhi.

Ross S.A., Westerfield R.W. & Jaffe J. (2013), 10th Edition: Corporate Finance.

Γαλάνης, Β. (1994). Leasing, forfeiting, franchising, venture capital. Η λειτουργία των σύγχρονων χρηματοοικονομικών θεσμών στη χώρα μας. Αθήνα: Σταμούλη.

Γκίκας, Δ. (2002): Η Ανάλυση και οι Χρήσεις των Λογιστικών Καταστάσεων, Εκδόσεις Γ. Μπένου, Αθήνα

Ευθύμογλου Πρόδρ. (2000), Χρηματοοικονομική Ανάλυση Λογιστικών Καταστάσεων, Εκδόσεις. Σταμούλης

Κάντζος Κωνσταντίνος, (2002), Ανάλυση Χρηματοοικονομικών Καταστάσεων, 3η Έκδοση, Εκδόσεις Interbooks.

Λαζαρίδης Γ.Τ, Π. Δ. (2005). Χρηματοοικονομική διοίκηση Τεύχος Α, Β΄ Έκδοση, Θεσσαλονίκη.

Νιάρχος Ν. Α. (2004), *Χρηματοοικονομική ανάλυση* (7η έκδοση), Αθήνα: Σταμούλης Αθ.

Παπάς Α. (2013), Εισαγωγή στη χρηματοοικονομική λογιστική, Αθήνα: Μπένου Ευγενία.

Προβόπουλος Γ., Καπόπουλος Π., (2001) «Η Δυναμική του Χρηματοοικονομικού Συστήματος», Εκδόσεις Κρητική.

Τακόπουλος Α. (2021, Νοέμβριος), Μορφές χρηματοδότησης μικρομεσαίων επιχειρήσεων.

Ιστοσελίδες

<https://en.wikipedia.org/wiki>

<https://www.e-forologia.gr>

<https://www.euretirio.com>

<https://www.investopedia.com>

<https://www.mikrometoxos.gr>

<https://www.specisoft.gr>

<https://www.taxheaven.gr>