

## ΣΚΟΠΟΣ ΤΗΣ ΔΙΑΤΡΙΒΗΣ

Σκοπό της διατριβής αποτελεί η διερεύνηση της χρηματοοικονομικής ρευστότητας των ελληνικών εισηγμένων εταιρειών και των παραγόντων που επηρεάζουν την τελική διαμόρφωσή της, κυρίως πριν και μετά την μεγάλη άνοδο του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών το 1998.

Η διαμόρφωση της ρευστότητας των ελληνικών εισηγμένων εταιρειών αποτελεί ένα ενδιαφέρον θέμα, κυρίως γιατί η χρηματοοικονομική ρευστότητα σχετίζεται άμεσα με την παρούσα αλλά και την μελλοντική πορεία των εταιρειών. Η διακράτηση ρευστών στοιχείων συνήθως αποτελεί σημαντικό στοιχείο του ενεργητικού και μπορεί να επηρεάσει σημαντικά τόσο την κερδοφορία μιας εταιρείας (η διακράτηση ρευστότητας συνήθως έχει χαμηλότερη απόδοση συγκριτικά με πιθανές ευκαιρίες επενδύσεων που μπορεί να έχει η εταιρεία), όσο και τον χρηματοοικονομικό της κίνδυνο, (απομακρύνοντας τον κίνδυνο χρεοκοπίας).

Διεθνώς αποτελεί ένα μάλλον πρωτότυπο θέμα, με πολύ λίγες σχετικές εμπειρικές έρευνες. Ωστόσο εμπλέκεται σε μεγάλο φάσμα πτυχών της χρηματοοικονομικής διοίκησης, από την θεωρία συγχωνεύσεων και εξαγορών μέχρι την μορφή της αγοράς στην οποία δραστηριοποιείται η επιχείρηση.

Θεωρούμε πως η διερεύνηση της χρηματοοικονομικής ρευστότητας των ελληνικών εταιρειών παρουσιάζει ενδιαφέρον, και μπορεί να αποκαλύψει αξιόλογες πτυχές των χρηματοοικονομικών αποφάσεων που παίρνουν οι ελληνικές εισηγμένες επιχειρήσεις.

## ΓΙΑΤΙ ΜΑΣ ΕΝΔΙΑΦΕΡΕΙ ΤΟ ΘΕΜΑ

Σε απόλυτα νούμερα το δείγμα των 203 εταιρειών, που θα μελετήσουμε στην συνέχεια, διατήρησε για την περίοδο 1995-1997, 0,037% των στοιχείων του ενεργητικού του σε διαθέσιμα και χρεόγραφα, αγγίζοντας το ποσό των 118.839.669.832 δραχμών κατά μέσο όρο, ενώ τα αντίστοιχα μεγέθη για την περίοδο 1998-2000, ήταν 0,06% και 1.742.809.486.444, αντίστοιχα.

Πέρα όμως από τα ποσά που διατηρούνται ως ρευστά στοιχεία του ενεργητικού, η χρηματοοικονομική ρευστότητα αποτελεί σημαντική πτυχή της χρηματοοικονομικής διοίκησης γιατί:

- Η διακράτηση ρευστών στοιχείων συνήθως αποτελεί σημαντικό στοιχείο του ενεργητικού και μπορεί να επηρεάσει σημαντικά την κερδοφορία της εταιρείας, γιατί η διατήρηση ρευστότητας συνεπάγεται την διατήρηση κεφαλαίων σε στοιχεία όπως λογαριασμοί διαθεσίμων και χρεόγραφα, τα οποία κατά κανόνα έχουν σίγουρες μικρές αποδόσεις σε σχέση με τις αποδόσεις που μπορεί να επιτύχει η εταιρεία με την πραγματοποίηση επενδύσεων. Επομένως η διατήρηση ρευστότητας πέρα από το «άριστο» επίπεδο, λειτουργεί αφαιρετικά της καθαρής παρούσας αξίας που μπορεί να επιτύχει η εταιρεία μέσα από την πραγματοποίηση επενδύσεων.
- Η διατήρηση ρευστότητας μπορεί να επηρεάσει τον χρηματοοικονομικό κίνδυνο της εταιρείας. Η διατήρηση υψηλής ρευστότητας δίνει την δυνατότητα στην εταιρεία να καλύπτει εγκαίρως τις υποχρεώσεις της, απομακρύνοντας έτσι τον κίνδυνο μιας πιθανής χρεοκοπίας. Επιπρόσθετα, η διατήρηση υψηλής ρευστότητας, μπορεί να αποτελέσει αφορμή για πραγματοποίηση εξαγορών και συγχωνεύσεων με εταιρείες που δραστηριοποιούνται σε διαφορετικό κλάδο (conglomerate merger), διαφοροποιώντας και μειώνοντας έτσι τον χρηματοοικονομικό κίνδυνο της εταιρείας.
- Η διάρθρωση της ρευστότητας που διατηρεί μια εταιρεία μπορεί να συσχετίζεται με πιθανή μείωση των κερδών της, οπότε η διοίκηση να επιλέγει τοποθέτηση σε περιουσιακά στοιχεία που εύκολα μετατρέπονται σε μετρητά για την αποπληρωμή υποχρεώσεων<sup>1</sup> που θα καταστούν ληξιπρόθεσμες σύντομα.
- Η ρευστότητα έχει βρεθεί σε εμπειρικές μελέτες να επηρεάζεται σημαντικά<sup>2</sup> από τον ανταγωνισμό του κλάδου στον οποίο δραστηριοποιείται η επιχείρηση. Σε ένα ιδιαίτερα ανταγωνιστικό περιβάλλον, οι managers πιέζονται να εκμεταλλευτούν όσο το δυνατό αποδοτικότερα τους πόρους της εταιρείας σε σύγκριση με τους managers εταιρειών σε κλάδους με ολιγοπωλιακά χαρακτηριστικά.<sup>3</sup>
- Η συγκέντρωση υψηλής ρευστότητας εμπλέκεται σε εξαγορές - συγχωνεύσεις, με τις εμπειρικές μελέτες να δείχνουν ότι αυξάνει τον κίνδυνο επιθετικής εξαγοράς (hostile takeover)<sup>4</sup>, ή στην περίπτωση που οι manager αντιληφθούν απειλή εχθρικής εξαγοράς χρησιμοποιούν την υψηλή ρευστότητα για πραγματοποίηση συγχώ-

<sup>1</sup> DE ANGELO ET AL, "ASSET LIQUIDITY, DEBT COVENANTS, AND MANAGERIAL DISCRETION IN FINANCIAL DISTRESS: THE COLLAPSION OF LA GEAR", JOURNAL OF FINANCIAL ECONOMICS, ARTICLE IN PRESS, 2002

<sup>2</sup> THE REVIEW OF ECONOMICS AND STATISTICS, 64, (1987), PP 312 -319 BASKIN: "CORPORATE LIQUIDITY IN GAMES OF MONOPOLY POWER"

<sup>3</sup> BELL JOURNAL OF ECONOMICS, 14, (1983), PP 366-382, Q. HART: "THE MARKET MECHANISM AS AN INCENTIVE SCHEME".

<sup>4</sup> JOURNAL OF BANKING AND FINANCE, 9, (1985), J. HASBROUCK: "THE CHARACTERISTICS OF TAKEOVER TARGETS, Q AND OTHER MEASURES

νευσης με εταιρία άσχετου αντικειμένου (conglomerate merger), με απώτερο σκοπό να μεγαλώσει το μέγεθος της εταιρείας τους, άρα και το τίμημα που θα πρέπει να καταβληθεί από έναν «εχθρικό» αγοραστή, απομακρύνοντας έτσι το ενδεχόμενο της εχθρικής εξαγοράς.<sup>5</sup>

- Η ρευστότητα συνδέεται άμεσα με την πραγματοποίηση επενδύσεων.<sup>6</sup> Η απόφαση για τον αριθμό και το είδος των επενδύσεων που πρέπει να κάνει η εταιρεία λαμβάνεται στα πλαίσια ενός ευρύτερου προγραμματισμού με μεσομακροπρόθεσμα ορίζοντα. Κατά συνέπεια, η πραγματοποίηση επενδύσεων, ειδικά όταν αυτές πραγματοποιούνται με την χρήση κυρίως ιδίων κεφαλαίων, σχετίζεται με την διακράτηση ρευστότητας που θα χρησιμοποιηθεί για την ολοκλήρωση των επενδυτικών πλάνων της εταιρείας.
- Πιστεύουμε πως σημαντικό τμήμα των ελληνικών εισηγμένων θα αντιμετώπιζε σημαντικό πρόβλημα ρευστότητας χωρίς τα κεφάλαια που αντλήθηκαν από την χρηματιστηριακή αγορά. Ερευνώντας τις χρήσεις των αντληθέντων κεφαλαίων από τις νέες εισηγμένες των ετών 1999 – 2000, βρίσκουμε ότι όσες εταιρείες μπηκαν στο χρηματιστήριο κατά τα έτη αυτά χρησιμοποίησαν τα χρήματα που εισέπραξαν σε ποσοστό 24,53% σε μη επενδυτικούς σκοπούς, δηλαδή σε:
  - αποπληρωμή δανεισμού. Θεωρούμε μη επενδυτική δραστηριότητα την αποπληρωμή δανεισμού γιατί μια χρηματοοικονομικά υγιής εταιρεία είναι σε θέση να αποπληρώσει τις δανειακές τις υποχρεώσεις από την πορεία των εργασιών της και των επενδυτικών της σχεδίων, για τα οποία άλλωστε υποτίθεται ότι χρησιμοποίησε δανειακά κεφάλαια.
  - συμμετοχή σε ΑΜΚ θυγατρικών εταιρειών, την οποία θεωρούμε μη επενδυτική γιατί προκύπτει αβίαστα το ερώτημα γιατί μια εταιρεία δημιουργεί μια θυγατρική που δεν μπορεί να στηρίξει κεφαλαιακά (τουλάχιστον χωρίς την ΑΜΚ της μητρικής για να συμμετάσχει στην ΑΜΚ της θυγατρικής), αφετέρου αν οι επιχειρηματικές ευκαιρίες της θυγατρικής είναι τόσο καλές γιατί δεν δημιουργεί η μητρική νέο κλάδο; Στην πρώτη περίπτωση θεωρούμε ότι έχουμε να κάνουμε με κακό επιχειρηματικό σχεδιασμό, στην δεύτερη έχουμε να κάνουμε με την αναζήτηση κερδών από υπεραξίες (μέθοδος που ακολούθησαν για πολλά χρόνια εταιρείες όπως ο Όμιλος Πουλιάδη, Όμιλος Βιοχάλκο, Όμιλος Αθανασούλη) με την δημιουργία πυραμιδωτών σχημάτων εταιρειών, πρακτική διαδεδομένη ευρύτατα σε χώρες με παρόμοιο επιχειρηματικό περιβάλλον.<sup>7</sup>
  - αποπληρωμή μισθωμάτων leasing, θεωρούμε μια τέτοια χρήση απόλυτα μη επενδυτική. Μια εταιρεία που κάνει ΑΜΚ για να αποπληρώσει μισθώματα, υποδηλώνει σοβαρά προβλήματα χρηματοοικονομικής ρευστότητας.
  - αποπληρωμή προμηθευτών, θεωρούμε μη επενδυτική μια τέτοια χρήση, γιατί ουσιαστικά υποδηλώνει το μέγεθος της δυσκολίας που αντιμετωπίζει αυτή η εταιρεία για να καλύψει τις υποχρεώσεις της.

<sup>5</sup> JENSEN M., 1986, "AGENCY COSTS OF FREE CASH FLOW, CORPORATE FINANCE, AND TAKEOVERS", AMERICAN ECONOMIC ASSOCIATION, 76, 2, PP 324 – 329 & STULZ, 1988, "MANAGERIAL CONTROL OF VOTING RIGHTS, FINANCING POLICES AND THE MARKET FOR CORPORATE CONTROL", JOURNAL OF FINANCIAL ECONOMICS, 20, PP 25-54

<sup>6</sup> DEGRYSE, (2001), GOERGEN & RENNEBOOG (2001), Wang (2002)

<sup>7</sup> ο πυραμιδικός όμιλος εταιρειών δημιουργείται ως εξής: ο επιχειρηματίας έχει μια εταιρεία την βάζει στο χρηματιστήριο, παίρνει κάποια χρήματα, φτιάχνει μια νέα εταιρεία. Όταν η νέα εταιρεία αποκτήσει ικανά μεγέθη, την εισάγει στο χρηματιστήριο και με τα χρήματα που αποκτά δημιουργεί μια τρίτη εταιρεία την οποία και εισάγει στο χρηματιστήριο, με τα χρήματα που παίρνει φτιάχνει μία τέταρτη και σιγά σιγά δημιουργεί μια αλυσίδα εταιρειών ως φυσική απόρροια της εισαγωγής της πρώτης του εταιρείας στο χρηματιστήριο. σχετική μελέτη: EUROPEAN CORPORATE GOVERNANCE NETWORK, "OWNERSHIP, PYRAMIDIAL GROUPS AND SEPARATION BETWEEN OWNERSHIP AND CONTROL IN ITALY, 09/1997, BANCA D' ITALIA

Αξίζει να σημειωθεί ότι η χρήση των κεφαλαίων από ΑΜΚ που δημοσιεύονται στην επετηρίδα του ΧΑΑ, είναι αυτή που δήλωσε η εταιρεία ότι θα κάνει και όχι η τελική χρήση. Κατά συνέπεια είναι λογικό να υποθέσουμε ότι η χρήση που αναγράφεται είναι πιο «αισιόδοξη» από την τελική χρήση.

το παρακάτω σχεδιάγραμμα (σχήμα 2) είναι σαφές:

**Σχήμα 2**



ο παρακάτω πίνακας, χρησιμοποιώντας στοιχεία από την Επετηρίδα του ΧΑΑ για το 2000, μας δίνει τον μέσο όρο χρήσης κεφαλαίων σε μη επενδυτικούς σκοπούς, από τις εταιρείες που έκαναν αντίστοιχη χρήση (για την περίοδο 1999 –2000).

ΧΡΗΣΗ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ	ΑΠΟΠΛΗΡΩΜΗ ΔΑΝΕΙΣΜΟΥ	ΣΥΜΜΕΤΟΧΕΣ ΣΕ ΑΜΚ ΘΥΓΑΤΡΙΚΩΝ	ΑΠΟΠΛΗΡΩΜΗ ΜΙΣΘΩΜΑΤΩΝ LEASING	ΕΞΟΦΛΗΣΗ ΠΡΟΜΗΘΕΥΤΩΝ
ΠΟΣΟΣΤΟ ΧΡΗΣΗΣ (%)	29,37	18,98	2,57	30
ΑΡΙΘΜΟΣ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ ΠΟΥ ΕΚΑΝΑΝ ΑΝΤΙΣΤΟΙΧΗ ΧΡΗΣΗ	30 από 48	12 από 48	3 από 48	1 από 48

Η χρήση ΑΜΚ σε μη επενδυτικούς σκοπούς, όπως τουλάχιστον ορίστηκε παραπάνω, αποτελεί ένδειξη ότι ικανός αριθμός εταιρειών του Χ.Α.Α. μπορεί να αντιμετωπίζει προβλήματα ρευστότητας.

## ΔΙΑΦΟΡΕΣ ΣΕ ΕΛΛΑΔΑ ΚΑΙ ΑΛΛΕΣ ΧΩΡΕΣ

Η διερεύνηση της χρηματοοικονομικής ρευστότητας των εταιρειών εμπειρικά είναι γενικά περιορισμένη. Οι κύριες κατευθύνσεις ωστόσο της έρευνας που αφορούσε την χρηματοοικονομική ρευστότητα αφορούσαν την σχέση της ρευστότητας με την πραγματοποίηση εξαγορών αλλά και την σχέση της χρηματοοικονομικής ρευστότητας με το ιδιοκτησιακό καθεστώς της εταιρείας. Ακολουθεί μια σύντομη ανάλυση των δύο αυτών κατευθύνσεων για να δούμε ποιες πιθανές διαφορές μπορεί να έχει η μελέτη της ρευστότητας των ελληνικών εταιρειών.

Πρωτοπόρος στάθηκε ο Jensen<sup>8</sup> το 1986, όταν διατύπωσε την υπόθεση των ελευθέρων ταμειακών ροών (free cash flow hypothesis), σύμφωνα με την οποία το κόστος αντιπροσώπευσης (η ύπαρξη διαφορετικών και συχνά αντίθετων συμφερόντων μεταξύ manager και μετόχων), μπορεί να οδηγήσει σε χρήση των ελευθέρων ταμειακών ροών της επιχείρησης για την εξαγορά κάποιας άλλης εταιρείας, ως μηχανισμό μείωσης της σύγκρουσης συμφερόντων μεταξύ manager και μετόχων.

Η υπόθεση του Jensen, υποστηρίζει ότι η χρήση των ελευθέρων ταμειακών ροών της επιχείρησης μπορεί να διαδραματίσει σημαντικό ρόλο στην σύγκρουση συμφερόντων μεταξύ manager και μετόχων. Ορίζει τις ελεύθερες ταμειακές ροές ως την «πλεονασματική» ταμειακή ροή (cash flow in excess) που απομένει όταν η επιχείρηση έχει χρηματοδοτήσει όλα τα επενδυτικά σχέδια με θετική καθαρή παρούσα αξία (με χρήση του τρέχοντα συντελεστή προεξόφλησης). Αυτή η πλεονασματική ταμειακή ροή πρέπει να μοιραστεί στους μετόχους αν η εταιρεία θέλει να μεγιστοποιήσει την αξία της. Αν πραγματοποιηθεί όντως αυτή η πληρωμή, τότε τα κεφάλαια που διαχειρίζονται οι manager μειώνονται οπότε μειώνεται και η δύναμη τους. Επιπρόσθετα, αν χρειαστεί νέα κεφάλαια η εταιρεία, οι κινήσεις των manager θα ελέγχονται αποτελεσματικότερα από τις «δυνάμεις της αγοράς» (monitoring).

Πέρα όμως από αυτήν την προϋπόθεση ο Jensen θέτει και μια δεύτερη, ότι οι μάνατζερ θα συνεχίσουν και στο μέλλον να πληρώνουν στους μετόχους αυτήν την υπερβάλλουσα ρευστότητα. Ένας αποτελεσματικός τρόπος για να γίνει αυτό, είναι με την ανάληψη χρέους που μπορεί να μετατραπεί σε μετοχές. Δίνει ιδιαίτερη σημασία στην ανάληψη χρέους, ειδικά εταιρείες που εισπράττουν μεγάλα ποσά μετρητών αλλά οι προοπτικές ανάπτυξής τους είναι μικρές ή φθίνουσες και υπερτονίζει την σημασία του χρέους ακόμη και έναντι των ανακοινώσεων μερίσματος.

Ο Jensen επίσης αναγνωρίζει ότι και ο υψηλός δανεισμός συνεπάγεται κόστη και κινδύνους. Υπάρχει κόστος αντιπροσώπευσης και στα χρέη της εταιρείας, όπως για παράδειγμα η ανάληψη επενδυτικών σχεδίων με υψηλό κίνδυνο σε όφελος των μετόχων και σε βάρος όσων έχουν ομόλογα της εταιρείας. Για τον Jensen υπάρχει μία άριστη αναλογία χρέους προς ίδια κεφάλαια όπου τα οριακά όφελος και το οριακό κόστος του χρέους εξισώνονται.

Για να αποδείξει τους ισχυρισμούς του ο Jensen μελέτησε ένα ευρύ φάσμα περιπτώσεων, των μεταβολών της χρηματιστηριακής τιμής εταιρειών που έκαναν ανακοινώσεις σχετικά με αλλαγή της κεφαλαιακής τους διάρθρωσης ή την μερισματική τους πολιτική και βρήκε ότι η τιμή εταιρειών που άλλαζαν την κεφαλαιακή τους διάρθρωση, αυξάνοντας τον δανεισμό τους συμπεριφερόταν σύμφωνα με την θεωρία του. Η θεωρία του ωστόσο δεν ισχύει όταν μια εταιρεία έχει περισσότερα κερδοφόρα επενδυτικά πλάνα, από όσα μπορεί να πραγματοποιήσει, ή σε ώριμες, μεγάλες εταιρείες

<sup>8</sup> Jensen, 1986, "Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers", American Economic Review, 76

Θεωρούμε πως η θεωρία του Jensen δεν είναι εφαρμόσιμη στην χώρα μας, γιατί στην χώρα μας (όπως και στις περισσότερες χώρες της Ευρώπης), το κόστος αντιπροσώπευσης υφίσταται κυρίως με την μορφή της σύγκρουσης συμφερόντων μεταξύ μικρομετόχων και μεγαλομετόχων (minority shareholders vs majority shareholders) με τις παρακάτω εκδοχές:

- Εκμετάλλευση των μικρομετόχων από τους μεγαλομετόχους μέσω καταχρηστικών επιχειρηματικών συναλλαγών της επιχείρησης με επιχειρηματικά σχήματα που ελέγχει αποκλειστικά ο μεγαλομέτοχος.
- Ανάληψη δραστηριοτήτων άσχετων με τα συμφέροντα της επιχείρησης που ικανοποιούν προσωπικές επιδιώξεις του μεγαλομετόχου (π.χ. πολιτικές διασυνδέσεις, οικογενειακές διασυνδέσεις, κλπ)

Η δυνατότητα εκμετάλλευσης των μικρομετόχων είναι μεγαλύτερη στις περιπτώσεις που ο μεγαλομέτοχος είναι ταυτόχρονα και το ανώτατο διευθυντικό στέλεχος της επιχείρησης. Επίσης, είναι μεγαλύτερη εκεί που τα δικαιώματα ελέγχου της επιχείρησης, μέσω δικαιωμάτων ψήφου, ξεπερνούν τη συμμετοχή του μεγαλομετόχου στη διανομή κερδών, δηλαδή σε περίπτωση που υπάρχουν δυο σειρές μετοχών με διαφορετικά δικαιώματα ψήφου, ή εκεί που ο μεγαλομέτοχος ελέγχει την επιχείρηση μέσω πυραμιδοειδούς σχήματος<sup>9</sup>.

Γίνεται έτσι προφανές ότι η θεωρία του Jensen, ενώ μπορεί να αποτελεί ένα πολύ καλό πλαίσιο ανάλυσης για κάποιες περιπτώσεις εξαγορών επιχειρήσεων, σε χώρες όπου το κόστος αντιπροσώπευσης εκδηλώνεται ως σύγκρουση μεταξύ μετόχων και manager, δεν μπορεί να λειτουργήσει στην χώρα μας, όπου είναι τελείως διαφορετική η φύση του προβλήματος αντιπροσώπευσης.

Μια άλλη προσέγγιση στο θέμα της χρηματοοικονομικής ρευστότητας, προσπαθούσε να διερευνήσει αν η μετοχική συμμετοχή των manager στις εταιρείες τους, επηρεάζει την ρευστότητα των εταιρειών, κυρίως για την αποκόμιση παροχών και έμμεσων μορφών αμοιβής (perks). Αν και η υπόθεση που έκαναν, φαινόταν βάσιμη για κάποιες εταιρείες τουλάχιστον, δεν κατάφεραν να βρουν στατιστικά σημαντικά συμπεράσματα. Κυρίαρχη θέση ανάμεσα τους έχει και το άρθρο των Papaioannou, Strock, Travlos, (γίνεται εκτενής αναφορά στην έρευνα βιβλιογραφίας). Αντίστοιχη απόπειρα που έγινε στα πλαίσια της παρούσας διατριβής, δεν έδωσε στατιστικά σημαντικά αποτελέσματα.

<sup>9</sup> Για παράδειγμα, έστω ότι ο μεγαλομέτοχος κατέχει μετοχές της σειράς Α οι οποίες έχουν το αποκλειστικό δικαίωμα ψήφου. Έστω ότι οι μικρομέτοχοι κατέχουν μετοχές της σειράς Β οι οποίες δεν έχουν δικαίωμα ψήφου αλλά συμμετέχουν αναλογικά μαζί με τις μετοχές της σειράς Α στη διανομή κερδών. Σε αυτό το σχήμα ο μεγαλομέτοχος έχει το 100% των δικαιωμάτων ψήφου, άρα ελέγχει αποκλειστικά τη διοίκηση, ενώ η συμμετοχή του στα κέρδη είναι αναλογική (και οπωσδήποτε μικρότερη του 100%) του ποσοστού ιδιοκτησίας του. Στη περίπτωση πυραμιδοειδούς σχήματος, έστω ότι ο μεγαλομέτοχος της εταιρείας Α κατέχει το 60% των μετοχών, η Α κατέχει το 50% της Β, η Β κατέχει το 50% της Γ και η Γ κατέχει το 50% της Δ. Σε αυτή τη περίπτωση ο μεγαλομέτοχος της Α ουσιαστικά ελέγχει πλήρως (σε σχέση με δικαιώματα ψήφου) όλες τις επιχειρήσεις, ενώ η πραγματική συμμετοχή του στο μετοχικό κεφάλαιο, άρα και στη διανομή κερδών, βαίνει μειούμενη όσο μεταβαίνουμε από την επιχείρηση Α στην επιχείρηση Δ, όπου το ποσοστό συμμετοχής του στα κέρδη μειώνεται στο 7,5%.

## ΘΕΩΡΙΑ ΠΕΡΙ ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑΣ

Ανατρέχοντας στην βιβλιογραφία για τον ορισμό της ρευστότητας βρίσκουμε αρκετές προσεγγίσεις, όπως:

«η ικανότητα της εταιρείας να αυξάνει τις μελλοντικές της ταμειακές εισροές προκειμένου να μπορεί να καλύψει έκτακτες ανάγκες σε ρευστό ή να εκμεταλλευτεί απρόβλεπτες ευκαιρίες» ή «η ικανότητα της εταιρείας να διατηρεί πηγές χρηματοδότησης με χαμηλό κόστος έτσι ώστε να μπορεί να ανταποκρίνεται στις ληξιπρόθεσμες υποχρεώσεις της<sup>10</sup>».

Άλλος ορισμός που συναντάται, ορίζει ως ρευστότητα «την ταχύτητα και την ευκολία με την οποία ένα στοιχείο του ενεργητικού μπορεί να μετατραπεί σε μετρητά και έχει δύο διαστάσεις: την ευκολία μετατροπής ενάντια στην απώλεια αξίας». <sup>11</sup>

Άλλοι συγγραφείς περιορίζονται στο να τονίσουν «η αξία της είναι μεγάλη αλλά δύσκολο να μετρηθεί και η αξία της αποτελεί ένα από τα 10 άλυτα προβλήματα της χρηματοοικονομικής». <sup>12</sup>

Αξιοσημείωτη είναι η διάκριση μεταξύ διαχείρισης μετρητών (cash management) και διαχείρισης ρευστότητας (liquidity management). Πολλές φορές στην βιβλιογραφία ταυτίζονται ενώ αποτελούν διακριτές έννοιες: η διαχείριση μετρητών ασχολείται κυρίως με την εφαρμογή τεχνικών γρηγορότερης συλλογής των απαιτήσεων της επιχείρησης και πληρωμής των υποχρεώσεων της επιχείρησης, με οικονομικότερο τρόπο, ενώ η διαχείριση ρευστότητας αποσκοπεί στην εύρεση του «άριστου (optimal)» επιπέδου ρευστοποιήσιμων στοιχείων της επιχείρησης. <sup>13</sup> ή «στην κατανομή (allocation) ρευστών στοιχείων με χρονικό ορίζοντα τέτοιον που να επιτρέπει στην εταιρεία να πληρώνει τις υποχρεώσεις της και να πραγματοποιεί τα επενδυτικά σχέδια που μεγιστοποιούν τον πλούτο των μετόχων». <sup>14</sup> Αυτήν ακριβώς την έννοια της ρευστότητας θα διερευνήσουμε σε αυτήν την μελέτη.

## Η ΑΞΙΑ ΤΗΣ ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑΣ

Σε έναν κόσμο με τέλειες αγορές, η διακράτηση ρευστών στοιχείων ενεργητικού δεν επηρεάζει την αξία της επιχείρησης. Αν οι ταμειακές ροές μιας εταιρείας είναι ασυνήθιστα χαμηλές, σε βαθμό που η εταιρεία θα πρέπει να δανειστεί για να συνεχίσει να λειτουργεί, μπορεί να καταφύγει σε δανεισμό με μηδενικό κόστος. κατά συνέπεια αν η εταιρεία δανειστεί χρήματα για να τα τοποθετήσει σε ρευστά στοιχεία ενεργητικού, ο πλούτος των μετόχων παραμένει αμετάβλητος.

Αν ωστόσο δημιουργεί κόστη στην εταιρεία το να μείνει χωρίς ρευστότητα (δηλαδή να πρέπει να περικόψει χρήματα από τις επενδύσεις της, να μειώσει τα διανεμόμενα μερίσματα, να πρέπει να αυξήσει το μετοχικό της κεφάλαιο ή να πρέπει να πουλήσει μέρος των ρευστοποιήσιμων στοιχείων του ενεργητικού της), η εταιρεία θα πρέπει να

<sup>10</sup> T. MANESS, J. ZIETLOW, "SHORT TERM FINANCIAL MANAGEMENT", pp 29

<sup>11</sup> ROSS, WESTERFIELD, JAFFE: "FUNDAMENTALS OF CORPORATE FINANCE", pp23

<sup>12</sup> BREALEY, MYERS: "PRINCIPLES OF CORPORATE FINANCE," MC GRAW HILL, pp 1015

<sup>13</sup> ROSS, WESTERFIELD, JAFFE: "FUNDAMENTALS OF CORPORATE FINANCE.» pp 588

<sup>14</sup> GALLINGER, HEALEY, "LIQUIDITY ANALYSIS AND MANAGEMENT", ADDISON WESLEY, 1991, pp 3

εξισώσει το οριακό κόστος διακράτησης ρευστότητας με το οριακό όφελος από την διακράτηση ρευστότητας.

Στην πραγματική ζωή ωστόσο η ρευστότητα έχει κόστος. Η διατήρηση ρευστών στοιχείων ενεργητικού – περισσότερα από το ιδανικό, μπορεί να συνεπάγεται σημαντικό κόστος για την επιχείρηση. Η διατήρηση μετρητών στο ταμείο είναι άτοκη, η διατήρηση χρημάτων σε τραπεζικό λογαριασμό συνεπάγεται πολύ χαμηλή απόδοση, η τοποθέτηση σε μετοχές, αμοιβαία κεφάλαια συνεπάγεται πέρα από τις προμήθειες και πιθανά κόστη με την μορφή κεφαλαιακής ζημιάς (capital loss), ανάλογα με την επιλογή χρονικής στιγμής ρευστοποίησης, η διατήρηση μεγάλων αποθεμάτων εμπορευμάτων συνεπάγεται κόστη πιθανής απαξίωσης ή κόστη διατήρησης, η χρήση των όρων αποπληρωμής των προμηθευτών π.χ. 90 ημέρες αποπληρωμή συνεπάγεται κόστος, από την αδυναμία εκμετάλλευσης των εκπτώσεων για πληρωμή τοις μετρητοίς. Σαφώς λοιπόν όλα τα παραπάνω ρευστά στοιχεία του ενεργητικού μπορούν να μετατραπούν σε μετρητά, αλλά με κόστος.

Η ρευστότητα ωστόσο συνεπάγεται κόστος και όταν δεν υπάρχει.. Αδυναμία αποπληρωμής των ληξιπρόθεσμων υποχρεώσεων της εταιρείας μπορεί να σημάνει και την κήρυξη της σε πτώχευση.

Μια εταιρεία θα μπορούσε να απομακρύνει τον κίνδυνο να μείνει χωρίς ρευστότητα, αν λειτουργούσε με χαμηλότερη χρηματοοικονομική μόχλευση (financial leverage), δηλαδή με μικρότερη εξάρτηση από εξωτερικά –κυρίως μακροπρόθεσμα- κεφάλαια ή με αντιστάθμιση κινδύνων (hedging), σε θέσεις της επιχείρησης που βρίσκονται εκτεθειμένες σε κινδύνους χρηματοοικονομικής φύσης και μπορεί να απαιτήσουν έκτακτες δαπάνες (π.χ. συναλλαγματικές διακυμάνσεις, δανεισμός σε ξένο νόμισμα, δανεισμός με κυμαινόμενο επιτόκιο, απαιτήσεις σε συνάλλαγμα).

Όπως προκύπτει από τα παραπάνω η ρευστότητα δεν αποτελεί στατική έννοια που μπορεί να εξεταστεί μεμονωμένα από τα υπόλοιπα χρηματοοικονομικά μεγέθη μιας εταιρείας. Η εξέταση της ρευστότητας είναι άμεσα συνδεδεμένη με την χρηματοοικονομική μόχλευση (financial leverage) και την αντιστάθμιση κινδύνων (hedging), τα ποσά που διατίθενται για επενδύσεις και την φύση των εργασιών της εταιρείας.<sup>15</sup>

## ΤΑ ΒΑΣΙΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΤΗΣ ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑΣ

Η ρευστότητα χαρακτηρίζεται από τρία βασικά στοιχεία:

- **χρονικό διάστημα** που απαιτείται για να μετατραπεί ένα στοιχείο του ενεργητικού σε μετρητά, ή για να πληρωθεί μία ληξιπρόθεσμη υποχρέωση.
- **Μέγεθος**, διατηρεί η εταιρεία τα κατάλληλα ποσά μετρητών, έτσι ώστε να μπορεί να αντεπεξέλθει στις υποχρεώσεις της;

<sup>15</sup> Lang, et al, “leverage, investment, and firm growth”, Journal of Financial Economics, 40, 1996 & Morellec, “asset liquidity, capital structure and secured debt”, Journal of Financial Economics, 61, 2001



- **Κόστος**, η μετατροπή ενός στοιχείου του ενεργητικού σε μετρητά συνεπάγεται και την πραγματοποίηση κόστους (π.χ. η πώληση χρεογράφων συνεπάγεται την πληρωμή προμήθειας, η διατήρηση μετρητών στο ταμείο της εταιρείας, είναι άτοκη, δεν αποφέρει κέρδος, παρά μόνο απώλεια, αν υπάρχουν εναλλακτικές προσοδοφόρες τοποθετήσεις).

## ΓΙΑΤΙ ΟΙ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ ΔΙΑΤΗΡΟΥΝ ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑ

Οι εταιρείες διατηρούν ρευστότητα για τους παρακάτω λόγους<sup>16</sup>:

- **Κίνητρο πραγματοποίησης συναλλαγών**: οι εταιρίες για τις καθημερινές τους δοσοληψίες έχουν ανάγκη μετρητών. Αν δεν διατηρούν μετρητά θα πρέπει να ρευστοποιήσουν στοιχεία του ενεργητικού τους, κίνηση που θα προκαλέσει πρόσθετα έξοδα και θα αυξήσει κατακόρυφα το πραγματικό κόστος της επιθυμητής συναλλαγής. (κατά Keynes: transaction motive).
- **Κίνητρο εξασφάλισης**: Οι εταιρείες δεν έχουν πάντοτε την δυνατότητα εύρεσης κεφαλαίων με επιθυμητό κόστος, ή την χρήση εξωτερικών πηγών χρηματοδότησης, προκειμένου να υλοποιήσουν τα επενδυτικά τους σχέδια. Σε αυτήν την περίπτωση μπορούν να χρησιμοποιηθούν ρευστοποιήσιμα στοιχεία του ενεργητικού. (κατά Keynes: precautionary motive)
- **Κίνητρο κερδοσκοπίας**: οι εταιρείες διατηρούν ρευστότητα για να μπορούν να εκμεταλλευτούν πιθανές ευκαιρίες πλουτισμού, όπως είναι για παράδειγμα οι διακυμάνσεις των συναλλαγματικών ισοτιμιών, η πώληση μιας ανταγωνιστικής εταιρείας. (κατά Keynes: speculative motive)
- **Αντισταθμιστικό υπόλοιπο**: πολλές εταιρείες χρησιμοποιούν τραπεζικούς λογαριασμούς για την πραγματοποίηση των συναλλαγών τους με πελάτες και προμηθευτές. Τακτική πολλών τραπεζών αποτελεί η δέσμευση ποσού από τον λογαριασμό όψεως της επιχείρησης (compensating balances)<sup>17</sup>, ως αντάλλαγμα των υπηρεσιών που παρέχουν. Δηλαδή η επιχείρηση δεν μπορεί να κάνει ανάληψη ολόκληρου του ποσού είναι κατατεθειμένο στον λογαριασμό της αλλά το ποσό μείον το δεσμευμένο ποσό. Αυτό συνεπάγεται πρακτικά την χρήση άλλων διαθέσιμων χρηματικών πόρων από την εταιρεία.

<sup>16</sup> JOURNAL OF FINANCIAL ECONOMICS, 52, (1999), pp 3-46, OPLER, PINKOWITZ, STULS, WILLIAMSON: "THE DETERMINANTS AND IMPLICATIONS OF CORPORATE CASH HOLDINGS".

<sup>17</sup> ROSS, WESTERFIELD, JAFFE: "FUNDAMENTALS OF CORPORATE FINANCE,» pp 587

## ΠΩΣ Η ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑ ΕΞΑΡΤΑΤΑΙ ΚΑΙ ΕΠΗΡΕΑΖΕΙ ΤΗΝ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ

Στον πραγματικό κόσμο που δραστηριοποιούνται οι επιχειρήσεις, υπάρχουν κόστη τόσο για την αγορά όσο και για την πώληση ρευστοποιήσιμων στοιχείων του ενεργητικού. Για την ακρίβεια, υπάρχουν κόστη για την εύρεση εξωτερικών πηγών χρηματοδότησης, με την μορφή σταθερού εξόδου συν ένα μεταβλητό κόστος που αυξάνεται αναλογικά με το ποσό που επιθυμεί η εταιρεία. Σε αυτήν την περίπτωση, μια εταιρεία με μικρή ρευστότητα θα μπορούσε:

- να αυξήσει το μετοχικό της κεφάλαιο,
- να ρευστοποιήσει στοιχεία του ενεργητικού της,
- να μειώσει τα μερίσματα ή τα ποσά για επενδύσεις,
- να επαναδιαπραγματευτεί τις συμφωνίες της με προμηθευτές και πελάτες,
- να συνδυάσει κάποιες από τις παραπάνω επιλογές.

Σύμφωνα με το κίνητρο πραγματοποίησης συναλλαγών υπάρχει κόστος συναλλαγής, (transaction costs model), για την διατήρηση ρευστότητας, με την μορφή της μικρότερης αναμενόμενης χρηματικής απόδοσης για την διατήρηση ρευστών στοιχείων, με αντιστάθμισμα την εύκολη μετατροπή τους σε μετρητά.

Με βάση τις υποθέσεις του κινήτρου, το οριακό κόστος έλλειψης ρευστότητας και η σχετική αύξηση ρευστότητας επηρεάζεται από τις παρακάτω μεταβλητές:

- **το μέγεθος των εξόδων για την άντληση εξωτερικών κεφαλαίων:** θα περίμενε κανείς τα κόστη αυτά να είναι χαμηλότερα για εταιρείες που έχουν πρόσβαση στις αγορές κεφαλαίου. Ωστόσο η πιστοληπτική ικανότητα μιας εταιρείας μειώνεται με την διαρκή άντληση κεφαλαίων. Γενικά πάντως έχει βρεθεί ότι υπάρχει θετική σχέση μεταξύ κόστους εξωτερικών κεφαλαίων και ρευστότητας.<sup>18</sup>
- **Το κόστος εύρεσης κεφαλαίων μέσα από την πώληση στοιχείων ενεργητικού, περικοπή μερισμάτων και επαναδιαπραγμάτευση συμφωνιών με προμηθευτές και πελάτες:** μια εταιρεία με στοιχεία ενεργητικού που μπορεί εύκολα να μετατραπούν σε ρευστό, συνήθως έχει διαφοροποιήσει σε σημαντικό βαθμό τον κύκλο των εργασιών της<sup>19</sup> και μπορεί κατά συνέπεια να πουλήσει εύκολα κάποιο κομμάτι της. Γενικεύοντας, μπορούμε να πούμε ότι όσο λιγότερο διαφοροποιημένη είναι μία επιχείρηση, τόσο δυσκολότερο είναι να προχωρήσει σε πώληση στοιχείων ενεργητικού. Η περικοπή μερισμάτων και η επαναδιαπραγμάτευση συμφωνιών, υπάρχει φόβος να

<sup>18</sup> JOURNAL OF FINANCIAL AND QUANTITATIVE ANALYSIS, VOL 3, (1998), NO 3, PP 335 – 359, KIM, MAUER, SHERMAN: “THE DETERMINANTS OF CORPORATE LIQUIDITY: THEORY AND EVIDENCE”  
 PINEGAR & WILBRICHT, 1989, “WHAT MANAGERS THINK OF CAPITAL STRUCTURE THEORY: A SURVEY”, FINANCIAL MANAGEMENT, WINTER, PP 82- 91  
 HAAN, KOEDJIK, “BUFFER STOCK MONEY AND PECKING ORDER FINANCING: RESULTS FROM AN INTERVIEW STUDY AMONG DUTCH FIRMS”, DE ECONOMIST, 142, 3,1994,  
 HOLSTROM AND TIROLE, “LIQUIDITY AND RISK MANAGEMENT: JOURNAL OF MONEY, CREDIT AND BANKING, 32, 3, 2000, PP 295-319  
 SCHLEIFER, VISHNY, “LIQUIDATION VALUES AND DEBT CAPACITY: A MARKET EQUILIBRIUM APPROACH” ,<sup>19</sup> JOURNAL OF FINANCE, 47, 1993, pp 1343 – 1366

προκαλέσουν μη μετρήσιμο κόστος, κυρίως λόγω του ψυχολογικού μηνύματος που μεταφέρουν.

- **Ευκαιρίες επενδύσεων:** αν η εταιρεία έχει ευκαιρίες προσοδοφόρων επενδύσεων και ταυτόχρονα αντιμετωπίζει έλλειψη ρευστότητας, είναι λογικό ότι κάποιες θα εγκαταλειφθούν.<sup>20</sup>
- **Κόστος χρήσης προϊόντων αντιστάθμισης:** η χρήση ανάλογων προϊόντων από εταιρείες που οι ταμειακές τους εισροές επηρεάζονται από τις συναλλαγματικές ισοτιμίες και την πορεία των επιτοκίων και η πρόσβαση τους στην κεφαλαιαγορά δεν είναι εύκολη. Εταιρείες που αντιμετωπίζουν υψηλό κόστος αντιστάθμισης είναι λογικό να διακρατούν μεγαλύτερη ρευστότητα.
- **Χρονικό διάστημα που διαρκεί ο κύκλος μετρητών (*length of the cash conversion cycle*):** το διάστημα δηλαδή που διαρκεί μεταξύ της πληρωμής των προμηθευτών της εταιρείας και της είσπραξης από τους πελάτες. Με την σειρά του ο κύκλος μετρητών επηρεάζεται από την πιστωτική πολιτική της εταιρείας, από τα επίπεδα αποθεμάτων που διατηρούνται, από τον αριθμό των προϊόντων που παράγει η εταιρεία.<sup>21</sup>
- **Πιθανότητα έκτακτων εξόδων:** περιοδικά μπορεί κάποιες εταιρείες ή κλάδοι να πραγματοποιούν έκτακτα και απρόοπτα έξοδα. Εταιρείες με μεγαλύτερη αβεβαιότητα για την πραγματοποίηση τέτοιων εξόδων είναι λογικό να διατηρούν μεγαλύτερη ρευστότητα.
- **Οικονομίες κλίμακας:** τα μοντέλα διαχείρισης μετρητών (όπως των Miller & Orr, the Baumol ή BAT model, the Stone model<sup>22</sup>) υποστηρίζουν ότι υπάρχουν οικονομίες κλίμακας στην διαχείριση μετρητών, που αυξάνονται ανάλογα με τα ποσά. (Ωστόσο ο παράγοντας αυτός αφορά μόνο το ποσοστό της ρευστότητας που τοποθετείται σε μετρητά και όχι σε άλλα στοιχεία του ενεργητικού που μπορούν εύκολα να ρευστοποιηθούν).
- **Το μέγεθος της εταιρείας:** πρόσφατες εμπειρικές μελέτες δείχνουν ότι οι μικρές εταιρείες είναι πιθανότερο να συναντήσουν εμπόδια δανεισμού<sup>23</sup> για αυτό και είναι λογικό να υποθέσουμε ότι επιδιώκουν να διακρατήσουν μεγαλύτερη ρευστότητα. Κατά συνέπεια μέγεθος και ρευστότητα αποτελούν αντίστροφες έννοιες.<sup>24</sup>
- **Εταιρείες με μεγαλύτερη πιθανότητα χρεοκοπίας** αναμένεται να έχουν χαμηλότερη ρευστότητα.
- **Ο κύκλος ζωής των προϊόντων της εταιρείας:** είναι γνωστό, ότι τα προϊόντα των εταιρειών από άποψη συνεισφοράς στις πωλήσεις της εταιρείας, διανύουν 4 στάδια, εισαγωγή, ανάπτυξη, ωριμότητα, παρακμή. Ουσιαστικά στο στάδιο της εισαγωγής μπορεί να είναι και ζημιογόνα (άρα να καταναλώνουν ρευστότητα για να καθιερωθούν στην αγορά), ενώ στο στάδιο της ωρίμανσης συνεισφέρουν σημαντικά στα κέρδη τη εταιρείας. Πρακτικά ε-

<sup>20</sup> Degryse, (2001)

<sup>21</sup> RIEMAN & LAUGHIN, JOURNAL OF FINANCIAL MANAGEMENT, "CASH CONVERSION CYCLE AN APPROACH TO LIQUIDITY ANALYSIS", 9, SPRING 1980, pp 32-38

<sup>22</sup> T. MANESS, J. ZIETLOW, "SHORT TERM FINANCIAL MANAGEMENT", pp 521-526

<sup>23</sup> μερικές από τις αντιπροσωπευτικότερες:

- FINANCIAL MARKET VOLATILITY – CAUSES AND CONSEQUENCES AND POLICY RESPONSES, GENTLER, HUBBARD: "FINANCIAL FACTORS IN BUSINESS FLUCTUATIONS", FEDERAL RESERVE BANK OF CANSAS CITY, 1988
- JOURNAL OF FINANCE, 47, (1992), 1425 – 1460, WHITED: "DEBT LIQUIDITY CONSTRAINTS & CORPORATE INVESTMENT: EVIDENCE FROM PANEL DATA"
- RAND JOURNAL OF ECONOMICS, 23, AUTUMN 1993, pp 328 – 342, FAZZARI & PETERSEN "WORKING CAPITAL AND FIXED INVESTMENT: NEW EVIDENCE OF FINANCING CONSTRAINTS"

<sup>24</sup> AUDRETSCH & ELSTON, "DOES FIRM SIZE MATTER? EVIDENCE ON THE IMPACT OF LIQUIDITY CONSTRAINTS ON FIRM INVESTMENT BEHAVIOR IN GERMANY", INTERNATIONAL JOURNAL OF INDUSTRIAL ORGANIZATION, 20, 2002

πειδή είναι πολύ σπάνιο οι πωλήσεις μιας εταιρείας να αποτελούνται από ένα μόνο προϊόν, ουσιαστικά έχουμε να κάνουμε με ένα «χαρτοφυλάκιο» προϊόντων σε διαφορετικό στάδιο,<sup>25</sup> που συνεπάγεται ανάλογα κόστη υποστήριξης.

---

<sup>25</sup> Π. ΜΑΛΛΙΑΡΗΣ, «ΕΙΣΑΓΩΓΗ ΣΤΟ ΜΑΡΚΕΤΙΝΓΚ», ΕΚΔΟΣΕΙΣ ΣΤΑΜΟΥΛΗ, και Ν. ΣΑΡΣΕΝΤΗΣ, «ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΙΑΚΗ ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΗ ΚΑΙ ΠΟΛΙΤΙΚΗ», ΕΚΔΟΣΕΙΣ ΣΤΑΜΟΥΛΗ.

## ΕΡΕΥΝΑ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑΣ

Η διεθνής βιβλιογραφία έχει να παρουσιάσει ελάχιστα άρθρα για την χρηματοοικονομική ρευστότητα. Οι σημαντικότερες είναι οι παρακάτω:

**Papaioannou, Strock, Travlos, (1992):** Η μελέτη αυτή προσπαθεί να αναλύσει την σχέση που υπάρχει μεταξύ της χρηματοοικονομικής ρευστότητας της εταιρείας και την μετοχική συμμετοχή των manager στην εταιρεία, θεωρώντας ότι μπορεί να υπάρχει σύγκρουση συμφερόντων μεταξύ των μετόχων (που επιθυμούν να μεγιστοποιηθεί η αξία της εταιρείας) και των manager (που επιδιώκουν να μεγιστοποιήσουν το δικό τους μόνο όφελος). Αφορμή για την έρευνα τους αποτέλεσαν οι αναφορές της εμπειρικής έρευνα στα κίνητρα των manager να λειτουργούν προς ίδιο όφελος, που αναφέρουν ότι η υπερβολική ρευστότητα παρατηρείται σε εταιρείες με χαμηλή διαφοροποίηση ως ένας τρόπος να μειωθεί ο συνολικός κίνδυνος της εταιρείας και να αυξηθεί η «αξία» του ανθρώπινου δυναμικού. Κάνουν αναφορά επίσης στις έκτακτες απολαβές που μπορεί να έχουν οι manager μέσα από κινήσεις συγχωνεύσεων ή πώλησης περιουσιακών στοιχείων (Agrawal & Mandelker (1987), όπως επίσης και στην θετική σχέση που παρατηρείται μεταξύ μετοχικής συμμετοχής των manager στην εταιρεία και στην χρήση ξένων κεφαλαίων. (Kim & Sorensen (1986)).εξετάζουν ένα δείγμα 194 εταιρειών από τον δείκτη Fortune 500 το 1980 και εφαρμόζοντας ένα γραμμικό μοντέλο προσπαθούν να εξηγήσουν τις διακυμάνσεις της ρευστότητας με τις παρακάτω μεταβλητές:

- PERCO: το ποσοστό των μετοχών της εταιρείας που βρίσκεται στα χέρια των manager.
- NSALES: ο φυσικός λογάριθμος των μέσων ετήσιων πωλήσεων.
- CASHCY: μέσος κύκλος μετρητών, μετρούμενος ως διαφορά μέσων αποθεμάτων συν το την μέση περίοδο είσπραξης, μείον την περίοδο πληρωμής.
- VOI: μεταβλητότητα λειτουργικού αποτελέσματος, μετρούμενη ως η τυπική απόκλιση των διαφορών πρώτου επιπέδου του αποτελέσματος εκμετάλλευσης προ φόρων και τόκων (EBIT), προς το μέσο ενεργητικό.
- DEBT: μέσο ποσοστό χρέους, μετρούμενο ως μέσο ποσό βραχυχρόνιου και μακροχρόνιου δανεισμού προς σύνολο ενεργητικού.
- RD: μέσο ποσοστό εξόδων έρευνας και ανάπτυξης προς κεφαλαιακές δαπάνες.
- ADV: μέσο ποσοστό διαφημιστικών δαπανών ως προς κεφαλαιακές δαπάνες.
- QRAT: το μέσο Tobin's q ratio, δηλαδή η αγοραία αξία της εταιρείας προς το κόστος αντικατάστασης των παγίων της. Στην μελέτη αυτή το χρησιμοποιούν για να ελέγξουν κατά πόσο επηρεάζει ρευστότητα αφενός γιατί αν είναι υψηλό συνεπάγεται υψηλά κόστη αντικατάστασης, άρα μειώνει ρευστότητα, αν δε είναι χαμηλό, δεν επηρεάζει την ρευστότητα αλλά κάνει ιδιαίτερα ελκυστική την εταιρεία για εχθρική εξαγορά(αυτό έχουν δείξει οι εμπειρικές έρευνες στο εξωτερικό, με την λογική ότι αντί να κατασκευάσεις ή να αγοράσεις πάγια, εξαγοράζεις μια εταιρεία, σε τιμή μικρότερη από το κόστος αγοράς μόνο των παγίων.<sup>26</sup>

Στα ευρήματά τους συγκαταλέγονται τα παρακάτω:

<sup>26</sup> Εκτεταμένη μελέτη: JOURNAL OF BANKING AND FINANCE, 9, (1985), pp 351 - 362 J. HASBROUCK: "THE CHARACTERISTICS OF TAKEOVER TARGETS, Q AND OTHER MEASURES).

- Η μεταβλητή PERCO (το ποσοστό των μετοχών που βρίσκεται στα χέρια των manager) δεν είναι στατιστικά σημαντική
- Η ρευστότητα είναι άμεσα συνδεδεμένη με την «επένδυση» της εταιρείας, σε άλλα περιουσιακά στοιχεία όπως τα έξοδα έρευνας και ανάπτυξης ή η διαφήμιση.
- Η ρευστότητα επηρεάζεται θετικά από προσόδους που αποδίδουν τα περιουσιακά στοιχεία της εταιρείας (economic rents).
- Σημαντικά στατιστικά για την ρευστότητα φαίνεται να είναι το q ratio (δηλαδή το πηλίκο της αγοραίας αξίας της εταιρείας προς το κόστος αντικατάστασης των παγίων της). Στην μελέτη αυτή το χρησιμοποιούν για να ελέγξουν κατά πόσο επηρεάζει ρευστότητα αφενός γιατί αν είναι υψηλό συνεπάγεται υψηλά κόστη αντικατάστασης, άρα μειώνει ρευστότητα, αν δε είναι χαμηλό, δεν επηρεάζει την ρευστότητα αλλά κάνει ιδιαίτερα ελκυστική την εταιρεία για εχθρική εξαγορά (αυτό έχουν δείξει οι εμπειρικές έρευνες στο εξωτερικό, με την λογική ότι αντί να κατασκευάσεις ή να αγοράσεις πάγια, εξαγοράζεις μια εταιρεία, σε τιμή μικρότερη από το κόστος αγοράς μόνο των παγίων). Επιπρόσθετα ελέγχουν και πιθανή σχέση του q ratio με την μετοχική συμμετοχή των manager στην εταιρεία, σχέση που βρίσκεται στατιστικά ασήμαντη.

**Baskin, (1987):** σε αυτό το άρθρο ο συγγραφέας διερευνά την σχέση που μπορεί να υπάρξει μεταξύ της χρηματοοικονομικής ρευστότητας μιας εταιρείας και των χαρακτηριστικών του κλάδου στον οποίο δραστηριοποιείται.

Χρησιμοποιώντας ένα δείγμα 338 επιχειρήσεων του δείκτη Fortune 500, με χρήση στοιχείων από το 1960 έως το 1984, διερευνά την χρηματοοικονομική ρευστότητα των εταιρειών θεωρώντας ότι ο βασικότερος παράγοντας που την επηρεάζει είναι ο κλάδος στον οποίο δραστηριοποιείται η εταιρεία. Βρίσκει ότι η ρευστότητα χαρακτηρίζει επιχειρήσεις μεγάλες και ώριμες, που επενδύουν πολλά χρήματα σε άλλα στοιχεία και διατηρούν υψηλή ρευστότητα προκειμένου να μπορούν να εκμεταλλευτούν πιθανές ευκαιρίες επενδύσεων σε ένα ολιγοπωλιακό περιβάλλον, αντιδρώντας έγκαιρα σε αλλαγές του οικονομικού περιβάλλοντος, περιορίζοντας έτσι τον ζωτικό χώρο των ανταγωνιστών τους. Βρίσκει στατιστικά σημαντικές τις μεταβλητές: χρηματιστηριακή αξία εταιρείας προς λογιστική αξία, το πηλίκο του χρέους της εταιρείας προς τα επενδεδυμένα της κεφάλαια και το πηλίκο των λειτουργικών κερδών προς το επενδεδυμένο κεφάλαιο.

**Haan, Koedjik (1994):** οι ερευνητές πραγματοποίησαν μια έρευνα με συνεντεύξεις στελεχών ολλανδικών εταιρειών και βρήκαν ότι οι εταιρείες που θέλουν να μειώσουν την εξάρτηση τους από ξένα κεφάλαια διατηρήσουν αυξημένη ρευστότητα.

**Kim, Mauer & Sherman, (1998):** οι ερευνητές προσπαθούν να κατασκευάσουν ένα μοντέλο για την επένδυση σε ρευστά στοιχεία όταν η χρηματοδότηση της εταιρείας με ξένα κεφάλαια κοστίζει. Το άριστο επίπεδο ρευστότητας καθορίζεται από την «ισορροπία» μεταξύ της χαμηλής απόδοσης που αποδίδει η επένδυση σε ρευστά στοιχεία και το όφελος από την ελαχιστοποίηση της ανάγκης για ξένα κεφάλαια. Το μοντέλο τους προβλέπει ότι η «άριστη» επένδυση σε ρευστότητα αυξάνει ανάλογα με το κόστος ξένων κεφαλαίων, την σταθερότητα των μελλοντικών ροών και την απόδοση των μελλοντικών επενδυτικών σχεδίων της εταιρείας, ενώ αντίθετα μειώνεται η διαφορά απόδοσης μεταξύ των φυσικών στοιχείων της επιχείρησης και των τοποθετήσεων σε ρευστά. Η πραγματοποίηση εμπειρι-

κής επαλήθευσης σε ένα δείγμα 915 βιομηχανικών εταιρειών από το 1975 – 1994, επαληθεύει το μοντέλο. Υπολογίζουν την ρευστότητα ως εξής:

$$LIQRAT = \alpha_1 SIZE + \alpha_2 MV / BV + \alpha_3 VARCF + \alpha_4 VARFCF + \alpha_5 RSPREAD + \alpha_6 GLEI + \alpha_7 CASHCC + \alpha_8 VARCC + \alpha_9 DEBTRAT + \alpha_{10} CF + \alpha_{11} FCF + \alpha_{12} ZSCORE + \alpha_{13} IC$$

- **LIQRAT:** μετρητά και χρεόγραφα εξομοιούμενα με μετρητά προς την λογιστική αξία του ενεργητικού.
- **SIZE:** το μέγεθος της εταιρείας μετρούμενο ως ο φυσικός λογάριθμος της αγοραίας αξίας του ενεργητικού της εταιρείας σε σταθερές τιμές του 1987, όπου η αγοραία αξία της εταιρείας συν την διαφορά μεταξύ χρηματιστηριακής και λογιστικής αξίας της εταιρείας. Ο δείκτης παραγωγού χρησιμοποιείται ως αποπληθωριστής.
- **MV/BV:** είναι η χρηματιστηριακή αξία της εταιρείας προς την λογιστική αξία της εταιρείας. Χρησιμοποιείται ως μέτρο των δυνατοτήτων ανάπτυξης της επιχείρησης. (growth opportunities)
- **VARCF:** είναι η διακύμανση των ροών, μετρούμενη ως η τυπική απόκλιση της διαφοράς κερδών προ φόρων, αποσβέσεων, και φόρων μείον τα ανόργανα έσοδα.
- **VARFCF:** η τυπική απόκλιση των ελεύθερων ταμειακών ροών, μετρούμενη ως η τυπική απόκλιση μεταξύ κερδών, προ φόρων, τόκων, αποσβέσεων μείον ανόργανα έσοδα και κεφαλαιακά έξοδα.
- **RSPREAD:** διαφορά μεταξύ απόδοσης ενεργητικού επιχείρησης και απόδοσης T-bills.
- **GLEI:** οι μελλοντικές οικονομικές συνθήκες, μετρούμενες ως ο λογαριθμικός ρυθμός ανάπτυξης, με βάση την εξέλιξη οικονομικών δεικτών.
- **CASHCC:** ο μέσος κύκλος μετρητών, μετρούμενος ως το άθροισμα της μέσης ηλικίας αποθεμάτων και συλλογής απαιτήσεων μείον την μέση περίοδο πληρωμών.
- **VARCC:** η μεταβλητότητα του κύκλου μετρητών, μετρούμενη από την τυπική απόκλιση του CASHCC.
- **DEBTRAT:** το συνολικό χρέος της εταιρείας προς την λογιστική αξία του ενεργητικού.
- **CF:** πηλίκo κερδών προ φόρων, τόκων, αποσβέσεων προς πωλήσεις.
- **FCF:** πηλίκo κερδών προ φόρων, τόκων, αποσβέσεων μείον κεφαλαιακά έξοδα προς πωλήσεις
- **ZSCORE:** το αντίστροφο του προσαρμοσμένου Z – score του Altman, δηλαδή

$$Z = 1,4x_2 + 3,3x_3 + 0,6x_4 + 1,0x_5 \quad \text{αντί για } Z = 1,2x_1 + 3,3x_3 + 0,6x_4 + 1,0x_5,$$

με:

- $x_1$ : κεφάλαιο κίνησης / συνολικό ενεργητικό
- $x_2$ : παρακρατηθέντα κέρδη / σύνολο ενεργητικού
- $x_3$ : EBIT / σύνολο ενεργητικού

- x4: χρηματιστηριακή αξία / λογιστική αξία μακροπρόθεσμου δανεισμού
- x5: πωλήσεις / σύνολο ενεργητικού

**IC:** κατηγοριοποίηση των εταιρειών βάση του τριψήφιου κωδικού κλάδου (με τα πρότυπα του SIC: Standard Industrial Classification System).

**Opler, Pinkowitz, Stulz, Williamson, (1999):** ίσως από τα πιο ενδιαφέροντα άρθρα που σχετίζεται άμεσα με χρηματοοικονομική ρευστότητα. Παραθέτει όλη την θεωρία περί διατήρησης ρευστότητας και προσπαθεί να διερευνήσει ποια χαρακτηριστικά της εταιρείας επηρεάζουν την ρευστότητα. Το δείγμα τους είναι ιδιαίτερα μεγάλο, 87.135 παρατηρήσεις που καλύπτουν τα έτη 1971 – 1994. (μεταβλητές που χρησιμοποιούν: δείκτης μετρητών προς ενεργητικό, μέγεθος εταιρείας, χρηματιστηριακή αξία προς λογιστική, έξοδα έρευνας και ανάπτυξης προς πωλήσεις, ταμειακή ροή προς ενεργητικό, καθαρό κεφάλαιο κίνησης προς ενεργητικό, κεφαλαιακά έξοδα προς ενεργητικό, συγχωνεύσεις προς ενεργητικό, πληρωμές προς τους μετόχους).

Συμπεραίνουν ότι εταιρείες με μεγάλες προοπτικές ανάπτυξης, εταιρείες με εργασίες που εμπεριέχουν μεγαλύτερο κίνδυνο και μικρές εταιρείες διατηρούν μεγαλύτερη ρευστότητα. Εταιρείες με μεγαλύτερη ευχέρεια πρόσβασης στην κεφαλαιαγορά (όπως μεγάλες εταιρείες και εταιρείες με πολύ καλή πιστοληπτική ικανότητα) τείνουν να διατηρούν μικρότερη ρευστότητα. Τα συμπεράσματα των ερευνητών ουσιαστικά δείχνουν ότι οι εταιρείες διατηρούν ρευστότητα για να μπορούν να προχωρούν σε επενδύσεις ακόμη κι όταν οι ταμειακές ροές είναι πολύ χαμηλές σε σχέση με την αξία των επενδύσεων όπως επίσης και όταν το κόστος της εξωτερικής χρηματοδότησης είναι πολύ υψηλό. Καταρρίπτουν επίσης σε μεγάλο βαθμό την άποψη ότι η διατήρηση υψηλής ρευστότητας οδηγεί τις εταιρείες σε επιπρόσθετες επενδύσεις και συγχωνεύσεις. Τα συμπεράσματα τους υποστηρίζουν την άποψη ότι η διοίκηση της εταιρείας συγκεντρώνει πρόσθετη ρευστότητα, αν έχει την ευκαιρία. Φαίνεται ότι το κίνητρο εξασφάλισης (precautionary motive) είναι ιδιαίτερα σημαντικό.

**Bradley, Jarrell, Kim, (1984):** από τα κλασικότερα άρθρα για κεφαλαιακή διάρθρωση. Εξετάζοντας ένα δείγμα 851 εταιρειών για 20 χρόνια προσπαθώντας να ανιχνεύσουν τους παράγοντες που καθορίζουν την κεφαλαιακή διάρθρωση και βρίσκουν ότι σημαντικό παράγοντα για τον καθορισμό της χρηματοοικονομικής μόχλευσης (54% της μόχλευσης των εταιρειών εξηγείται από την μεταβλητή του κλάδου) αποτελεί ο κλάδος στον οποίο δραστηριοποιείται η εταιρεία. Σημαντικό παράγοντα επίσης αποτελεί η σταθερότητα των κερδών της εταιρείας, τόσο κλαδικά όσο και γενικότερα. Τέλος σημαντική μεταβλητή αποτελούν τα έξοδα διαφήμισης, έρευνας και ανάπτυξης τα οποία συνδέονται αντίστροφα με την μόχλευση. (3 μεταβλητές εξετάζουν: σταθερότητα κερδών, έξοδα διαφήμισης, έρευνας και ανάπτυξης και φορολογικές απαλλαγές. Κάνουν ανάλυση συμπεριλαμβανόμενης ψευδομεταβλητή για τον κλάδο (dummy variable), αλλά και χωρίς.

**Agrawal & Nagarajan, (1990):** η εμπειρική αυτή έρευνα εξετάζει ένα δείγμα 100-περίπου-εταιρειών για την περίοδο 1979 –1983 στις Η.Π.Α. που δεν χρησιμοποιούν ξένα κεφάλαια. Βρίσκει ότι οι managers των εταιρειών που κινούνται μόνο με ίδια κεφάλαια, έχουν πολύ μεγαλύτερες μετοχικές θέσεις στην εταιρεία τους, από ότι οι managers συγκρίσιμων εταιριών, που κάνουν χρήση ξένων κεφαλαίων, υπάρχει μεγαλύτερη οικογενειακή παρουσία στις διοικητικές θέσεις των εταιρειών που χρησιμοποιούν ίδια μόνο κε-



φάλαια, σε σχέση με συγκρίσιμες εταιρείες που χρησιμοποιούν και ξένα κεφάλαια, η μετοχική συμμετοχή των managers, σε εταιρείες που χρησιμοποιούν μόνο ίδια, είναι θετικά συσχετισμένη με την παρουσία της οικογένειας στην διοίκηση της εταιρείας, οι εταιρείες που κινούνται μόνο με ίδια κεφάλαια χαρακτηρίζονται από μεγαλύτερη ρευστότητα σε σχέση με τις εταιρείες που κινούνται και με ξένα.

**Bruinshoofd, Kool, (2001):** οι ερευνητές προσπαθούν να ελέγξουν κατά πόσο οι ολλανδικές εταιρείες (εκτός χρηματοπιστωτικού τομέα) έχουν επιδιωκόμενα επίπεδα ρευστότητας σε βραχυπρόθεσμο αλλά και σε μακροπρόθεσμο ορίζοντα. Χρησιμοποιώντας στοιχεία για 437 εισηγμένες ολλανδικές εταιρείες για 10 έτη και μεταβλητές όπως η διάρθρωση των στοιχείων του ενεργητικού, η διάρθρωση του παθητικού, τις επενδύσεις, τα μερίσματα, τα κέρδη, τις ταμειακές ροές, βρίσκουν ότι σε μακροπρόθεσμο ορίζοντα, οι εταιρείες επιδιώκουν συγκεκριμένα επίπεδα ρευστότητας, ενώ σε βραχυπρόθεσμο ορίζοντα δεν συμβαίνει κάτι τέτοιο, μια και εξωγενείς παράγοντες επηρεάζουν καθοριστικά τις διακυμάνσεις ρευστότητας (μέσω των ταμειακών ροών).

**De Angelo et al, (2002):** το άρθρο αυτό διερευνά την πορεία της εταιρείας LA Gear προς την χρεοκοπία και ανάμεσα στα υπόλοιπα συμπεράσματα βρίσκει ότι η ύπαρξη πολλών άμεσα ρευστοποιήσιμων στοιχείων της εταιρείας καθυστέρησε την χρεοκοπία της. Επίσης καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι οι manager εισηγμένων εταιρειών μπορεί να διατηρούν υψηλά ρευστοποιήσιμα στοιχεία τα οποία χρησιμοποιούνται ως αντιστάθμισμα αρνητικών λειτουργικών αποτελεσμάτων. Υποστηρίζουν δε ότι η διατήρηση ρευστοποιήσιμων στοιχείων για ανάλογους σκοπούς, εντοπίζεται από δείκτες όπως: μετρητά προς συνολικό ενεργητικό, κυκλοφορούν ενεργητικό προς συνολικό ενεργητικό, κεφάλαιο κίνησης προς χρησιμοποιούμενα κεφάλαια (υπολογιζόμενα ως πάγιο ενεργητικό συν διαθέσιμο ενεργητικό, μείον το βραχυπρόθεσμο παθητικό), μετρητά προς χρεωστικούς τόκους, κεφαλαίο κίνησης προς χρεωστικούς τόκους.

## ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ

**Υπόθεση προς διερεύνηση:** θεωρούμε ότι η χρηματοοικονομική ρευστότητα μιας εισηγμένης εταιρείας επηρεάζεται από μία σειρά παραγόντων όπως:

- ο ανταγωνισμός του κλάδο στον οποίο δραστηριοποιείται, εμπειρικές μελέτες έχουν δείξει ότι η ρευστότητα σχετίζεται με τον ανταγωνισμό που αντιμετωπίζει η επιχείρηση. Ειδικά στην περίπτωση ολιγοπολιακών αγορών, έχει βρεθεί ότι οι επιχειρήσεις διατηρούν υψηλή ρευστότητα προκειμένου να εκμεταλλευτούν πιθανές ευκαιρίες επενδύσεων ή εξαγορών ακόμη και για να κάνουν αδύνατη την είσοδο νέων ανταγωνιστών.<sup>27</sup> Την παράμετρο αυτή, θα την ενσωματώσουμε στο μοντέλο μας, κάνοντας χρήση των ποσών που επενδύει μια εταιρεία σε έξοδα ερευνών, προσαρμοσμένα ως προς τις επενδυτικές της δαπάνες.
- οι πιθανές αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου που έχει κάνει η εταιρεία, κατά την περίοδο μελέτης. Τα ποσά που προέρχονται από αύξηση μετοχικού κεφαλαίου, παραμένουν για κάποιο χρονικό διάστημα ως στοιχεία ρευστότητας στην εταιρεία, μέχρι να χρησιμοποιηθούν για την πραγματοποίηση των επενδύσεων της εταιρείας, οπότε και «μεταμορφώνονται» από στοιχεία ρευστότητας σε άλλα στοιχεία του ενεργητικού μιας εταιρείας.
- Λειτουργικοί λόγοι όπως:
  - ο μέσος κύκλος μετατροπής σε μετρητά (cash conversion cycle), το μέγεθος του οποίου αποτελεί ένα μέτρο του πόσο γρήγορα η εταιρεία επαναχρησιμοποιεί τα χρήματα που εισπράττει από την λειτουργία της. Κρατώντας όλους τους άλλους παράγοντες σταθερούς, θα πρέπει σύμφωνα με την θεωρία χρηματοοικονομικής διοίκησης να είναι όσο το δυνατό μικρότερος.
  - η αξία των μέσων ετήσιων πωλήσεων, που μπορεί να επηρεάσουν το επίπεδο ρευστότητας που διατηρεί η εταιρεία για λόγους που έχουν να κάνουν κυρίως με τα κίνητρα εξασφάλισης και συναλλαγών. Είναι προφανές, ότι μέχρι η εταιρεία να πραγματοποιήσει την πώληση των προϊόντων της και να εισπράξει χρήματα, μεσολαβεί σημαντικό διάστημα, κατά την διάρκεια του οποίου πρέπει να χρηματοδοτήσει την αγορά πρώτων υλών, εργασίας, αποθήκευσης και διανομής των προϊόντων της. Η αξία των μέσων ετήσιων πωλήσεων, μπορεί να αποτελέσει ένα μέτρο της ρευστότητας που απασχολείται για την ομαλή λειτουργία της εταιρείας.
  - η σωρευτική αύξηση των πωλήσεων της εταιρείας. Η μεταβλητή αυτή χρησιμοποιείται γιατί μπορεί να επηρεάσει θετικά ή ακόμη και αρνητικά την ρευστότητα. Αν οι πωλήσεις της εταιρείας αυξάνονται γρηγορότερα από την δυνατότητα της εταιρείας να προχωρά σε τοποθέτηση των εσόδων από πωλήσεις σε άλλες χρήσεις, τότε η ρευστότητα θα επηρεαστεί θετικά. Φυσικά μπορεί να ισχύσει και το αντίθετο.
  - Η χρήση ξένων κεφαλαίων, η οποία επηρεάζει την ρευστότητα μιας εταιρείας υπό την έννοια ότι όσο αυξάνονται οι δανειακές υποχρεώσεις μιας ε-

<sup>27</sup> Baskin, (1987)

ταιρείας τόσο δυσκολότερη θα είναι η εύρεση νέων κεφαλαίων από άποψη κόστους και περιορισμών.<sup>28</sup>

- ο Η ανάγκη εξυπηρέτησης των δανειακών τις υποχρεώσεων. Η χρήση ξένων κεφαλαίων έχει ως αποτέλεσμα, την καταβολή τόκων και κεφαλαίου σε τακτικά χρονικά διαστήματα. Η ανάγκη πληρωμής των ποσών αυτών, μπορεί να επηρεάζει την ρευστότητα μιας εταιρείας.
- Ο κίνδυνος της εταιρείας. Στον πραγματικό κόσμο που δραστηριοποιούνται οι εταιρείες, οι πωλήσεις και τα κέρδη μεταβάλλονται από έτος σε έτος τόσο θετικά όσο και αρνητικά. Τα επίπεδα ρευστότητας που διατηρεί μια εταιρεία επηρεάζονται άμεσα από την σταθερότητα των κερδών της. Μια εταιρεία με σημαντική διακύμανση των κερδών της θα διατηρεί μεγαλύτερη ρευστότητα για να μπορεί να εξυπηρετεί τις υποχρεώσεις της. Λαμβάνουμε υπόψη μας τα κέρδη προ φόρων, τόκων και αποσβέσεων γιατί αυτό που μας ενδιαφέρει είναι να συμπεριληφθεί ως μεταβλητή η πραγματική ικανότητα της εταιρείας να δημιουργεί κέρδη. Οι φόροι μεταβάλλονται ποσοστιαία με την κλίμακα των κερδών της εταιρείας, οι τόκοι αποτελούν συνάρτηση των δανειακών επιβαρύνσεων της εταιρείας, οι αποσβέσεις λειτουργούν αφαιρετικά των κερδών χωρίς όμως να εκταμιεύονται, αποτελούν δηλαδή εξωγενείς παράγοντες επίδρασης στα κέρδη μιας εταιρείας, και δεν εξαρτώνται από την πραγματική ικανότητα της εταιρείας να δημιουργεί κέρδη.

## ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ ΠΟΥ ΘΑ ΧΡΗΣΙΜΟΠΟΙΗΘΕΙ

Θα εξετάσουμε πως διαμορφώνεται η ρευστότητα των ελληνικών εισηγμένων εταιρειών κυρίως στα διαστήματα, 1995 – 1997, 1998 – 2000.

Θα ορίσουμε την ρευστότητα ως εξής:

$$Liqrat = a_0 + a_1nsales + a_2cashcy + a_3voi + a_4growth + a_5debt + a_6rd + a_7cov + a_8dummy$$

Όπου:

**LIQRAT:** ο δείκτης ρευστότητας που θα χρησιμοποιήσουμε, ο μέσος όρος δηλαδή μετρητών και χρεογράφων εξομοιούμενων με μετρητά, προς μέσο ενεργητικό για την αντίστοιχη περίοδο.

**NSALES:** ο φυσικός λογάριθμος των μέσων ετήσιων πωλήσεων για την αντίστοιχη περίοδο.

**CASHCY:** μέσος κύκλος μετρητών σε ημέρες, μετρούμενος ως κυκλοφοριακή ταχύτητα αποθεμάτων συν την μέση περίοδο είσπραξης, μείον την μέση περίοδο πληρωμής για την αντίστοιχη περίοδο.

<sup>28</sup> Baskin, 1987, "corporate liquidity in games of monopoly power", 64, 312 –319, The Review of Economics and Statistics

**VOI:** μεταβλητότητα λειτουργικού αποτελέσματος, μετρούμενη ως η τυπική απόκλιση των διαφορών πρώτου επιπέδου του αποτελέσματος εκμετάλλευσης προ φόρων, τόκων και αποσβέσεων (EBITDA), για την αντίστοιχη περίοδο, προς το μέσο ενεργητικό.<sup>29</sup> Ο λόγος που υπολογίζουμε τις διαφορές πρώτου επιπέδου είναι γιατί θεωρούμε ότι η διακύμανση των EBITDA επηρεάζει την διακράτηση ρευστότητας, στα πλαίσια του κινήτρου εξασφάλισης.

**GROWTH:** λαμβάνουμε υπόψη ως growth την σωρευτική αύξηση των πωλήσεων για την αντίστοιχη περίοδο.

**DEBT:** μέσο ποσοστό χρέους, μετρούμενο ως μέσο ποσό βραχυχρόνιου και μακροχρόνιου δανεισμού προς σύνολο ενεργητικού για την αντίστοιχη περίοδο.

**RD:** μέσο ποσοστό εξόδων έρευνας και ανάπτυξης προς επενδυτικές δαπάνες (capital expenditure), για την αντίστοιχη περίοδο. Ουσιαστικά ως επενδυτική δαπάνη λαμβάνουμε υπόψη μας την αύξηση του πάγιου ενεργητικού από χρονιά σε χρονιά, αφαιρώντας όμως τις αναπροσαρμογές παγίων βάση του νόμου 2065/1992<sup>30</sup>, και οι οποίες γίνονται για να παρουσιάζονται τα πάγια στοιχεία των εταιρειών σε ρεαλιστικότερες αξίες σε σχέση με το ιστορικό κόστος κτήσης που εμφανίζονται στα λογιστικά βιβλία.<sup>31</sup> Η μεταβλητή αυτή χρησιμοποιείται ως ένδειξη του αναγωνισμού που υπάρχει στον κλάδο που δραστηριοποιείται η εταιρεία.

**COV:** η μεταβλητή αυτή αποτελεί το πηλίκο των λειτουργικών κερδών προ φόρων, τόκων και αποσβέσεων, προς τα χρηματοοικονομικά έξοδα για την αντίστοιχη περίοδο. Ουσιαστικά μετράμε πόσες φορές τα λειτουργικά κέρδη προ φόρων, τόκων, αποσβέσεων της επιχείρησης καλύπτουν τα χρηματοοικονομικά έξοδα της εταιρείας. Πρόκειται για ένα δείκτη πολύ συντηρητικό, που μας δίνει ένα μέτρο της δυνατότητας της εταιρείας να καλύπτει τις επιβαρύνσεις του εξωτερικού δανεισμού. Ο δείκτης αυτός χρησιμοποιείται ελλείψει άλλου ικανού (πχ μια ελληνική εκδοχή του Z-score) τρόπου αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας των εταιρειών.

**DUMMY:** αποτελεί μια ψευδομεταβλητή (dummy variable), η οποία παίρνει την τιμή 1 αν η εταιρεία έχει κάνει αύξηση μετοχικού κεφαλαίου (ΑΜΚ) στο αντίστοιχο χρονικό διάστημα και 0 αν δεν έχει πραγματοποιήσει αύξηση. Χρησιμοποιούμε τέτοια ψευδομεταβλητή γιατί μέχρι να χρησιμοποιηθούν τα κεφάλαια που προέρχονται από ΑΜΚ, εμφανίζονται σε λογαριασμούς του ενεργητικού που σχετίζονται με την ρευστότητα και βέβαια χρειάστηκε εύλογο χρονικό διάστημα για να απορροφηθούν πλήρως<sup>32</sup>. Μέχρι την πλήρη απορρόφηση των κεφαλαίων τα κεφάλαια από ΑΜΚ αποτελούν στοιχεία ρευστότητας κατά συνέπεια σχετίζονται θετικά με την ρευστότητα των εταιρειών.

<sup>29</sup> Bradley, Jarrell, Kim, 1984, "on the existence of an optimal capital structure", Journal of Finance, 37, 3, pp 857 – 878

<sup>30</sup> Γ. ΑΛΥΦΑΝΤΗΣ, «ΛΟΓΙΣΤΙΚΕΣ ΕΡΓΑΣΙΕΣ ΤΕΛΟΥΣ ΧΡΗΣΗΣ», ΠΑΜΣΟΣ, 2001

<sup>31</sup> πρακτικά από την λογιστική αύξηση των παγίων αφαιρούμε τα ποσά του λογαριασμού «διαφορές από αναπροσαρμογή αξίας λοιπών περιουσιακών στοιχείων»

<sup>32</sup> σύμφωνα με έκθεση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, στις 18/12/2001, με τίτλο «ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ ΔΙΑΘΕΣΗΣ 1.1.1999 – 30.6.2001», για την χρήση των ΑΜΚ εξαιρουμένων Τραπεζών, Επενδυτικών και Συμμετοχών, βρίσκουν ότι έως τις 30/6/2001 μόνο το 11% αυτών των κεφαλαίων δεν έχει χρησιμοποιηθεί. Αντίστοιχη έκθεση για ΑΜΚ από 1.1.1999 – 31/12/2000, βρίσκει ότι μόνο το 15% των αντληθέντων κεφαλαίων δεν είχε χρησιμοποιηθεί.

## ΔΕΔΟΜΕΝΑ

Το δείγμα μας, 203 εισηγμένες εταιρείες, για τις οποίες υπάρχουν διαθέσιμα όλα τα παραπάνω στοιχεία. Τα στατιστικά χαρακτηριστικά των δεδομένων παρουσιάζονται στους πίνακες που ακολουθούν:

ΠΕΡΙΓΡΑΦΙΚΑ ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΑ 1995 – 1997								
	LIQRAT9597	CASHY9597	COV9597	DEBT9597	GROWTH9597	NSALES9597	RD9597	VOI9597
Mean	0.037327	209.4761	208.4794	0.197357	14.08766	15.45765	0.563876	0.064514
Median	0.022251	168.9557	14.38291	0.176301	1.315551	15.32672	0.000000	0.042290
Maximum	0.239421	1206.752	16344.51	1.012978	2837.324	19.67462	144.3251	0.880520
Minimum	0.000147	-462.6640	0.786763	0.000000	0.003405	12.32268	-40.60790	0.003581
Std. Dev.	0.041132	202.6604	1293.755	0.161791	189.4822	1.207971	10.10884	0.080550
Skewness	1.872860	1.760326	10.16383	0.850550	14.86600	0.236237	12.64027	5.581199
Kurtosis	7.046975	8.574763	117.3621	4.552279	222.0002	3.481138	185.5181	50.33094
Jarque-Bera	283.8119	405.7477	125924.5	49.49758	455887.4	4.244101	316884.8	22071.62
Probability	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.119786	0.000000	0.000000
Observations	203	203	203	203	203	203	203	203

ΠΕΡΙΓΡΑΦΙΚΑ ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΑ 1998 - 2000								
	CASHY9800	COV9800	DEBT9800	GROWTH9800	LIQRAT9800	NSALES9800	RD9800	VOI9800
Mean	476.2024	105.1575	0.169620	1.788608	0.060167	15.84215	-0.049027	0.059329
Median	197.6116	16.29600	0.161700	1.360600	0.041700	15.79350	0.000000	0.031300
Maximum	1364.71	7050.056	0.677900	44.00950	0.334700	19.70570	6.400800	1.190200
Minimum	-126.0367	-13.95450	0.000000	0.000000	0.000200	7.434800	-18.77050	0.001300
Std. Dev.	394.732	533.6760	0.136036	2.962359	0.059144	1.351476	1.284042	0.112036
Skewness	14.01539	10.20329	0.716758	12.11682	1.570296	-1.183297	-12.21061	6.764422
Kurtosis	209.1407	122.9785	3.178337	170.4334	5.528309	9.560670	188.6199	59.95589
Jarque-Bera	441813.6	151198.4	21.30244	292175.0	165.9433	496.5655	357813.9	34983.99
Probability	0.000000	0.000000	0.000024	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
Observations	203	203	203	203	203	203	203	203

CORRELATION MATRIX ΓΙΑ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ 1995 – 1997									
	CASHY9597	COV9597	DEBT9597	GROWTH9597	LIQRAT9597	NSALES9597	RD9597	VOI9597	DUMMY9597
CASHY9597	1.000000	-0.068801	-0.042353	0.078277	-0.061010	-0.329071	-0.061869	-0.118831	0.076942
COV9597	-0.068801	1.000000	-0.184755	-0.010403	0.139719	-0.000746	-0.009338	0.202108	0.052003
DEBT9597	-0.042353	-0.184755	1.000000	-0.015474	-0.450641	0.100120	0.070479	0.082098	0.034973
GROWTH9597	0.078277	-0.010403	-0.015474	1.000000	-0.051565	0.019599	-0.003790	0.004867	-0.050689
LIQRAT9597	-0.061010	0.139719	-0.450641	-0.051565	1.000000	-0.055298	-0.046929	0.044996	0.109425
NSALES9597	-0.329071	-0.000746	0.100120	0.019599	-0.055298	1.000000	-0.098669	-0.138247	-0.091814
RD9597	-0.061869	-0.009338	0.070479	-0.003790	-0.046929	-0.098669	1.000000	0.061860	-0.023115
VOI9597	-0.118831	0.202108	0.082098	0.004867	0.044996	-0.138247	0.061860	1.000000	-0.010713
DUMMY9597	0.076942	0.052003	0.034973	-0.050689	0.109425	-0.091814	-0.023115	-0.010713	1.000000

CORRELATION MATRIX ΓΙΑ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ 1998 – 2000									
	CASHY9800	COV9800	DEBT9800	DUMMY9800	GROWTH9800	LIQRAT9800	NSALES9800	RD9800	VOI9800
CASHY9800	1.000000	0.001769	-0.066619	0.011841	0.873359	0.277112	-0.286949	0.010397	-0.000772
COV9800	0.001769	1.000000	-0.209829	-0.058268	0.001117	0.112456	0.002456	0.000181	0.045337
DEBT9800	-0.066619	-0.209829	1.000000	0.062286	-0.070502	-0.384271	0.103562	0.051057	-0.059288
DUMMY9800	0.011841	-0.058268	0.062286	1.000000	0.016489	0.088769	-0.039148	-0.050808	-0.105429
GROWTH9800	0.873359	0.001117	-0.070502	0.016489	1.000000	0.288940	-0.158593	-0.027260	-0.037382
LIQRAT9800	0.277112	0.112456	-0.384271	0.088769	0.288940	1.000000	-0.202151	-0.165874	0.041760
NSALES9800	-0.286949	0.002456	0.103562	-0.039148	-0.158593	-0.202151	1.000000	0.000864	-0.116283
RD9800	0.010397	0.000181	0.051057	-0.050808	-0.027260	-0.165874	0.000864	1.000000	-0.173120
VOI9800	-0.000772	0.045337	-0.059288	-0.105429	-0.037382	0.041760	-0.116283	-0.173120	1.000000

Δεν συμπεριλαμβάνονται στο δείγμα εταιρείες που για ευνόητους λόγους η ρευστότητα τους καθορίζεται από ειδικότερους παράγοντες, όπως:

- **Τράπεζες**
- **Ασφαλιστικές εταιρείες**
- **Εταιρείες χρηματοδοτικής μίσθωσης**

Οι παραπάνω εταιρείες για λόγους ομαλής διεξαγωγής της λειτουργίας τους διατηρούν ρευστότητα που καθορίζονται από παράγοντες εξωτερικούς ως προς την διοίκηση τους. Φυσική συνέπεια είναι να μην ταιριάζουν στο πνεύμα της μελέτης.

- **Εταιρείες επενδύσεων**

Οι εταιρείες επενδύσεων λειτουργούν στην Ελλάδα κάτω από συνθήκες που θυμίζουν αμοιβαίο κεφάλαιο κλειστού τύπου (close end fund), και με δεδομένο ότι διατηρούν ως στοιχεία του ενεργητικού τους κυρίως μετρητά, ομόλογα και μετοχές, ανάλογα με την επενδυτική τους πολιτική, το ενεργητικό τους είναι κυριολεκτικά εξομοιούμενο με μετρητά, άρα έχουν τεράστια ρευστότητα χωρίς αυτό να συνεπάγεται αντίστοιχη πρόθεση από την διοίκηση τους.

- **Εταιρείες συμμετοχών**

Οι εταιρείες συμμετοχών έχουν ως σκοπό τους την συμμετοχή τους σε άλλες εταιρείες. Έσοδό τους αποτελούν τα πιθανά κέρδη από αγοραπωλησίες χρεογράφων και τα μερίσματα που εισπράττουν από τις συμμετοχές τους. Κατά συνέπεια η ρευστότητα τους δεν έχει να κάνει με τις προθέσεις της διοίκησης τους, αλλά με την πληρωμή των μερισμάτων των εταιρειών που συμμετέχουν και τα κέρδη από αγοραπωλησίες χρεογράφων, κατά συνέπεια δεν κρίνονται κατάλληλες για το δείγμα μας.

- **Εταιρείες τηλεπικοινωνιών**

Οι εταιρείες τηλεπικοινωνιών εισπράττουν χρήματα από τους συνδρομητές τους σε μηνιαία ή διμηνιαία βάση, κατά συνέπεια η ρευστότητά τους μπορεί να παρουσιάζεται ιδιαίτερα αυξημένη αλλά αυτό συμβαίνει καθαρά λόγω της ιδιομορφίας των υπηρεσιών που προσφέρουν για αυτό και αποκλείονται από το δείγμα.<sup>33</sup> Ειδικά στην περίπτωση των εταιρειών τηλεπικοινωνίας ο κύκλος μετρητών τους επηρεάζεται σημαντικά από τις μεγάλες εισροές που έχουν μηνιαίως εξαιτίας της παροχής των υπηρεσιών τους.

- **Εταιρείες με κύριο μέτοχο το ελληνικό δημόσιο ή εταιρείες άμεσα ελεγχόμενες από το δημόσιο, όπως (στοιχεία 21/12/2000):**

- **Olympic Catering:** βασικός μέτοχος της με 68,37% είναι η Ολυμπιακή Αεροπορία.

<sup>33</sup> για την ακρίβεια αποφεύγουμε τις εταιρείες αυτές, λόγω των υψηλών ταμειακών εισροών που έχουν, που μοιάζουν πολύ με τις περιπτώσεις εταιρειών που περιγράφουν οι ΠΑΠΑΙΟΑΝΝΟΥ, STROCK & TRAVLOS στην μελέτη τους: βρίσκουν ότι υψηλή ρευστότητα έχουν οι εταιρείες με υψηλά economic rents, διαπίστωση που έτσι και αλλιώς είναι λογική.



- **Ε.Υ.Δ.Α.Π.:** βασικοί της μέτοχοι είναι το ελληνικό δημόσιο με 61,033%, η Αγροτική Τράπεζα της Ελλάδος με 5% και η Αγροτική Ασφαλιστική με 9,4%.
- **Ελληνική Βιομηχανία Ζάχαρης:** βασικός μέτοχος η Αγροτική Τράπεζα της Ελλάδος με 56,23% και η ΑΤΕ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ ΑΕ με 22,060%.
- **Ελληνικά Πετρέλαια,** βασικοί μέτοχοι είναι το Δημόσιο με 49,862% και η Δημόσια Επιχείρηση Κινητών Αξιών (Δ.Ε.Κ.Α.) με 19,20%.
- **ΚΑΤΑΣΤΗΜΑΤΑ ΑΦΟΡΟΛΟΓΗΤΩΝ ΕΙΔΩΝ,** βασικοί μέτοχοι είναι η Αγροτική Τράπεζα με ποσοστό 45,090% και η Α.Τ.Ε. Συμμετοχών Α.Ε. με ποσοστό 13,610%.

Οι παραπάνω εταιρείες θα εξαιρεθούν από το δείγμα γιατί με δεδομένο ότι τον έλεγχο των εταιρειών αυτών διατηρεί το δημόσιο άμεσα ή έμμεσα, και εισαγωγή τους στο χρηματιστήριο έγινε προκειμένου να ιδιωτικοποιηθούν σταδιακά. Δεν θεωρούμε ότι η χρηματοοικονομική τους διοίκηση είναι «αντιπροσωπευτική» των υπόλοιπων εισηγμένων εταιρειών.

### **ΕΥΡΕΣΗ ΔΕΔΟΜΕΝΩΝ**

Η εύρεση των δεδομένων που αφορούσαν λογιστικά στοιχεία και μεγέθη έγινε από την βάση δεδομένων Finance.

Τα στοιχεία για τις αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου βρέθηκαν από τα επίσημα στοιχεία που δίνει στην δημοσιότητα το ΧΑΑ στην επίσημη επετηρίδα του (έκδοση 2000)

### **ΠΕΡΙΟΡΙΣΜΟΙ**

Η μελέτη αυτή στηρίζεται σε λογιστικά δεδομένα όπως αυτά προκύπτουν από τους ετήσιους ισολογισμούς των εταιρειών και τις καταστάσεις αποτελεσμάτων χρήσεως. Τα λογιστικά δεδομένα που χρησιμοποιούνται υπόκεινται σε περιορισμούς ως προς την ποιότητα των πληροφοριών που παρέχουν και εξαρτώνται από τους λογιστικούς χειρισμούς που μπορεί να χρησιμοποιούν οι εταιρείες για να επηρεάσουν την «εικόνα του» ισολογισμού και των αποτελεσμάτων. Αν και ο έλεγχος των ορκωτών λογιστών υποχρεώνει τις εταιρείες να συμμορφώνονται με το ελληνικό λογιστικό σχέδιο και την σχετική νομοθεσία, η «δημιουργική» λογιστική μπορεί να βελτιώσει μια κακή εικόνα. Γεγονός αποτελεί ωστόσο ότι τέτοιοι χειρισμοί επηρεάζουν άμεσα την συγκρισιμότητα των ισολογισμών και των αποτελεσμάτων των εταιρειών.<sup>34</sup>

<sup>34</sup> Αναλυτικές πηγές: REES, «FINANCIAL ANALYSIS», 1995, PRENTICE HALL, CHAPTER 2  
ΝΙΑΡΧΟΣ, «ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ ΛΟΓΙΣΤΙΚΩΝ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΩΝ», ΣΤΑΜΟΥΛΗΣ 1997, σελ 237

## ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ

Ελέγχοντας το αρχικό μας μοντέλο βρίσκουμε τα παρακάτω αποτελέσματα με την χρήση του E VIEWS:

<b>Dependent Variable: ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑ ΠΕΡΙΟΔΟΥ 1995 – 1997</b>				
Method: Least Squares				
Sample(adjusted): 1 203				
Included observations: 203 after adjusting endpoints				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
CASHY9597	-6.72E-06	1.20E-05	-0.559823	0.5762
COV9597	8.32E-07	2.00E-06	0.416652	0.6773
<b>DUMMY9597</b>	<b>0.011939</b>	<b>0.005126</b>	<b>2.329035</b>	<b>0.0208</b>
GROWTH9597	-1.10E-05	1.31E-05	-0.841269	0.4011
<b>NSALES9597</b>	<b>0.003496</b>	<b>0.000336</b>	<b>10.40892</b>	<b>0.0000</b>
RD9597	-3.49E-05	0.000245	-0.142169	0.8871
VOI9597	0.049094	0.031357	1.565623	0.1189
<b>DEBT9597</b>	<b>-0.117270</b>	<b>0.015808</b>	<b>-7.418575</b>	<b>0.0000</b>
<b>R-squared</b>	<b>0.223714</b>	Mean dependent var	0.037327	
<b>Adjusted R-squared</b>	<b>0.198557</b>	S.D. dependent var	0.041132	
S.E. of regression	0.036823	Akaike info criterion	3.730337	
Sum squared resid	0.292879	Schwarz criterion	3.608493	
Log likelihood	425.7978	Durbin-Watson stat	1.951368	

Παρατηρούμε ότι το μοντέλο καταφέρνει να ερμηνεύσει τις αλλαγές της ρευστότητας σε ποσοστό 22% περίπου. Παρατηρούμε ότι οι σημαντικότερες μεταβλητές (σε ποσοστό πάνω από 95%) για την περίοδο 1995 – 1997 είναι οι πιθανές αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου που έχει κάνει η εταιρεία, οι μέσες ετήσιες πωλήσεις και το ποσοστό του δανεισμού της εταιρείας ως προς το ενεργητικό της.

Οι αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου, ήταν αναμενόμενο να επηρεάζουν την ρευστότητα της εταιρείας γιατί παρέχουν στην εταιρεία μετρητά, τα οποία μέχρι να χρησιμοποιηθούν σε κάποια επενδυτική χρήση παραμένουν ως ρευστότητα στην εταιρεία.

Η επίδραση των μέσων ετήσιων πωλήσεων της εταιρείας στην ρευστότητα παρουσιάζεται σημαντική γεγονός που θα πρέπει να αποδοθεί στην πραγματοποίηση πωλήσεων με ιδιαίτερα ευνοϊκούς όρους

Παρατηρούμε επίσης ότι έχει αρνητική επίδραση στην ρευστότητα των εταιρειών η ύπαρξη δανεισμού. Κάτι τέτοιο μπορεί να συμβαίνει γιατί ο δανεισμός των εταιρειών βρίσκεται σε τέτοιο σημείο, που επηρεάζει την πιστοληπτική τους ικανότητα αρνητικά και τις οδηγεί στην χρήση ίδιων κεφαλαίων.

<b>Dependent Variable: ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑ ΠΕΡΙΟΔΟΥ 1998 - 2000</b>				
Method: Least Squares				
Sample: 1 224				
Included observations: 203				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.147204	0.042601	3.455395	0.0007
CASHY9800	1.09E-06	2.99E-06	0.364363	0.7159
COV9800	5.09E-06	6.34E-06	0.802203	0.4232
<b>DEBT9800</b>	<b>-0.149674</b>	<b>0.025113</b>	<b>-5.960006</b>	<b>0.0000</b>
<b>DUMMY9800</b>	<b>0.014473</b>	<b>0.008412</b>	<b>1.720498</b>	<b>0.0867</b>
<b>GROWTH9800</b>	<b>0.004033</b>	<b>0.002350</b>	<b>1.715677</b>	<b>0.0875</b>
<b>NSALES9800</b>	<b>-0.005167</b>	<b>0.002635</b>	<b>-1.960890</b>	<b>0.0511</b>
<b>RD9800</b>	<b>-0.006371</b>	<b>0.002633</b>	<b>-2.419772</b>	<b>0.0163</b>
VOI9800	-0.000295	0.030443	-0.009677	0.9923
R-squared	0.263460	Mean dependent var	0.060167	
Adjusted R-squared	0.238493	S.D. dependent var	0.059144	
S.E. of regression	0.051612	Akaike info criterion	-	
			3.054099	
Sum squared resid	0.628646	Schwarz criterion	-	
			2.925482	
Log likelihood	383.1272	F-statistic	10.55214	
Durbin-Watson stat	2.204573	Prob(F-statistic)	0.000000	

Παρατηρούμε ότι κατά την περίοδο 1998 – 2000, το μοντέλο μας εξηγεί καλύτερα τις διακυμάνσεις της ρευστότητας, επιτυγχάνοντας το ποσοστό του 26%.

Ο δανεισμός, οι μέσες ετήσιες πωλήσεις και τα έξοδα έρευνας και ανάπτυξης αποτελούν τις σημαντικότερες μεταβλητές που επηρεάζουν την χρηματοοικονομική ρευστότητα των εταιρειών (σε επίπεδο >95%). Αξιοσημείωτο είναι το γεγονός ότι σε επίπεδο >92% σημαντικές μεταβλητές που επηρεάζουν την ρευστότητα των εταιρειών παρουσιάζονται οι αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου που έχουν κάνει οι εταιρείες όπως και η σωρευτική αύξηση των πωλήσεων τους κατά τα έτη 1998 – 2000.

Ο δανεισμός φαίνεται να επηρεάζει την ρευστότητα των εταιρειών για λόγους παρόμοιους με την προηγούμενη τριετία. Προφανώς ο δανεισμός των εταιρειών κυμαίνεται σε τέτοια επίπεδα που αναγκάζει τις επιχειρήσεις να χρησιμοποιήσουν περισσότερα ίδια κεφάλαια για να πραγματοποιήσουν τις επενδύσεις τους.

Οι μέσες ετήσιες πωλήσεις αυτήν την τριετία επηρεάζουν αρνητικά την χρηματοοικονομική ρευστότητα των εταιρειών, γεγονός που θα πρέπει να αποδοθεί στην μείωση του ρυθμού αύξησης των πωλήσεων τους και πιθανούς στους όρους με τους οποίους πραγματοποιούν τις πωλήσεις τους, ενδεχομένως κατά μέσο όρο να αύξησαν τα περιθώρια πίστωσης που δίνουν στους πελάτες τους.

Σημαντική επίδραση στην χρηματοοικονομική ρευστότητα των εταιρειών φαίνεται να ασκεί η πραγματοποίηση εξόδων έρευνας και ανάπτυξης. Αξίζει να σημειωθεί ότι την προηγούμενη τριετία η μεταβλητή αυτή δεν είχε καμία σχεδόν στατιστική σημασία. Προφανώς το γενικότερο οικονομικό περιβάλλον έγινε περισσότερο ανταγωνιστικό, «αναγκάζοντας» τις εταιρείες

να δαπανήσουν περισσότερα χρήματα για να διατηρήσουν την ανταγωνιστικότητα τους. Αξιοσημείωτο είναι επίσης ότι σε πολλές εμπειρικές μελέτες η μεταβλητή αυτή σχετίζεται με ασυμμετρίες πληροφόρησης μεταξύ μετόχων και manager, με το αιτιολογικό ότι τα χρήματα που δαπανώνται σε τέτοιες χρήσεις εμπεριέχουν πληροφοριακό περιεχόμενο, που δεν είναι εύκολο να ερμηνευθεί από τους μετόχους. Ενδεχομένως δηλαδή η ασυμμετρία πληροφόρησης μεταξύ μετόχων και manager να έγινε εντονότερη κατά την τριετία 1998 – 2000 σε σχέση με την τριετία 1995 – 1997.

Λιγότερο σημαντικές, από στατιστική άποψη, φαίνεται να είναι οι αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου που πραγματοποίησαν οι εταιρείες κατά την περίοδο 1998 – 2000. Σε σχέση με την προηγούμενη τριετία που η αντίστοιχη μεταβλητή ήταν σημαντικότερη, μπορούμε να πούμε ότι μειώθηκε κατά την τριετία 1998 – 2000 το χρονικό διάστημα μεταξύ των αυξήσεων μετοχικού κεφαλαίου και επένδυσης αυτών των χρημάτων, για αυτό και δεν επηρεάζουν τόσο σημαντικά την ρευστότητα σε σχέση με την προηγούμενη τριετία, γεγονός που επιβεβαιώνει σε σχετικές της μελέτες για την περίοδο 1999 - 2000 και η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς<sup>35</sup>, καταλήγοντας ότι τα ποσά που αντλήθηκαν από αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου, είχαν χρησιμοποιηθεί σε ποσοστό 89% μέχρι το τέλος του 2000.

Σημαντικός επίσης παράγοντας που επηρεάζει την ρευστότητα των εταιρειών αποτελεί και η συσσωρευμένη αύξηση των πωλήσεων κατά την τριετία 1998 – 2000. Προφανώς ο ρυθμός αύξησης των πωλήσεων είναι τέτοιος που παρέχει στις εταιρείες μετρητά που δεν προλαβαίνουν να επενδύσουν με ανάλογο ρυθμό.

---

<sup>35</sup> ΕΠΙΤΡΟΠΗ ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΑΣ, 18/12/2001, ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ ΔΙΑΘΕΣΗΣ 1.1.99–30.6.01 & ΕΠΙΤΡΟΠΗ ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΑΣ, 21/06/2001, ΔΙΑΘΕΣΗ ΕΩΣ ΤΗΝ 31/12/2000 ΤΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΠΟΥ ΠΡΟΕΚΥΨΑΝ ΑΠΟ ΤΗΝ ΕΚΔΟΣΗ ΝΕΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ ΜΕ ΚΑΤΑΒΟΛΗ ΜΕΤΡΗΤΩΝ

## ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ ΓΙΑ ΤΙΣ ΠΕΡΙΟΔΟΥΣ 1995-1997 & 1998-2000

Γενικά θα πρέπει να παρατηρήσουμε ότι το μοντέλο που χρησιμοποιήσαμε για να ελέγξουμε εμπειρικά πως διαμορφώνεται η ρευστότητα των ελληνικών εισηγμένων εταιρειών δεν μας ικανοποίησε συνολικά. Το μοντέλο μας φαίνεται να λειτουργεί πιο ικανοποιητικά την περίοδο 1998 – 2000, δίνοντας μας αποτελέσματα τα οποία ανταποκρίνονται αρκετά στις αρχικές μας υποθέσεις.

Όπως φαίνεται και στον συγκεντρωτικό πίνακα που ακολουθεί, οι βασικότεροι παράγοντες που επηρεάζουν την διατήρηση ρευστότητας των ελληνικών εισηγμένων είναι το ποσοστό δανεισμού ως προ το μέσο ενεργητικό τους, οι αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου που πραγματοποίησαν οι εταιρείες και η αξία των μέσων ετήσιων πωλήσεων για την περίοδο 1995 – 1997.

Μετά την σημαντική άνοδο του χρηματιστηρίου στα τέλη του 1997, οι κυριότερες δυνάμεις που επηρεάζουν την χρηματοοικονομική ρευστότητα είναι ο δανεισμός των εταιρειών, οι αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου (με μικρότερη όμως στατιστική σημασία σε σχέση με το 1995-1997), ο ρυθμός αύξησης των πωλήσεων, η αξία των μέσων ετήσιων πωλήσεων και τα έξοδα ερευνών.

Αξιοσημείωτο είναι ότι εξετάζοντας ποιοι παράγοντες επηρεάζουν την ρευστότητα κατά την διάρκεια των περιόδων 1995-1997 & 1998-2000, παρατηρούμε τρεις βασικές αλλαγές:

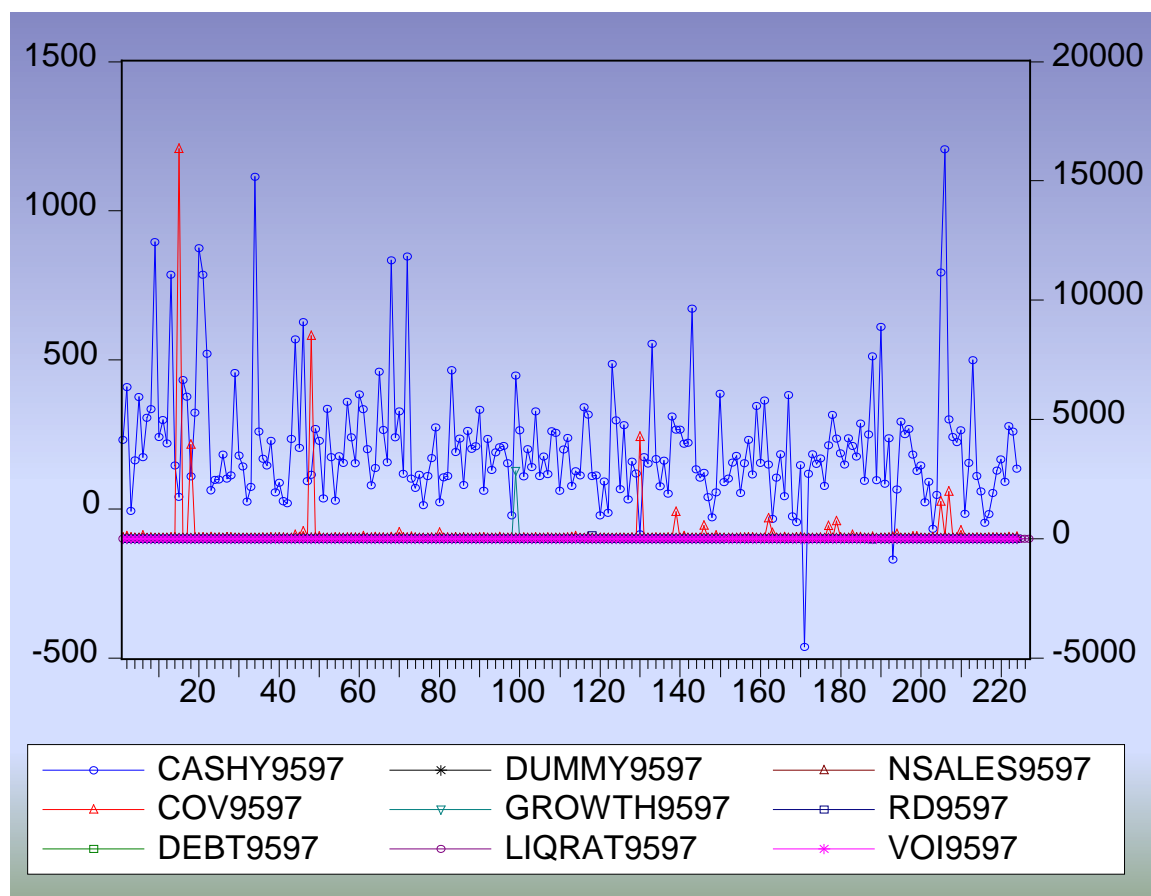
- Η μεταβλητή των εξόδων έρευνας αποκτά στατιστική σημασία κατά την περίοδο 1998-2000. Αν και έξοδα ερευνών πραγματοποίησαν μόνο 45 εταιρείες του δείγματος, γίνεται προφανές ότι σχετίζονται άμεσα με την κατάσταση που επικρατεί στο ευρύτερο οικονομικό περιβάλλον και η σημασία της μεταβλητής αυτή θα πρέπει να αποδοθεί στην όξυνση του ανταγωνισμού που αντιμετωπίζουν οι ελληνικές επιχειρήσεις.
- Σχετικό με την παραπάνω παρατήρηση αποτελεί και η επίδραση των μέσων ετήσιων πωλήσεων στην ρευστότητα, που είναι αρνητική μετά το 1998, ενώ πριν ήταν θετική. Η μεταβλητή αυτή αλλάζει πρόσημο γιατί προφανώς οι εταιρείες του δείγματος υιοθέτησαν όρους πωλήσεων που τις αναγκάζουν να χρησιμοποιούν αρκετά διαθέσιμα για λόγους που έχουν να κάνουν με το κίνητρο εξασφάλισης.
- Η σημασία της AMK είναι σημαντική και στις δύο περιόδους που επικεντρώσαμε την προσοχή μας. Ωστόσο κατά την περίοδο 1998 –2000 στατιστικά μειώνεται λίγο η επίδρασή της, γεγονός που θα πρέπει να αποδοθεί στην ταχύτερη απορρόφηση των κεφαλαίων από AMK, από τις εταιρείες.

Αξιοσημείωτο επίσης είναι ότι καθαρά λειτουργικοί παράγοντες σχετικοί με την ρευστότητα των εταιρειών, όπως ο κύκλος μετρητών, η σταθερότητα των κερδών και η κάλυψη των χρηματοοικονομικών εξόδων δεν αποτελούν στατιστικά σημαντικές μεταβλητές. Προφανώς το χρηματοοικονομικό management των εταιρειών έχει άλλα κριτήρια για τον καθορισμό των επιπέδων ρευστότητας της εταιρείας.

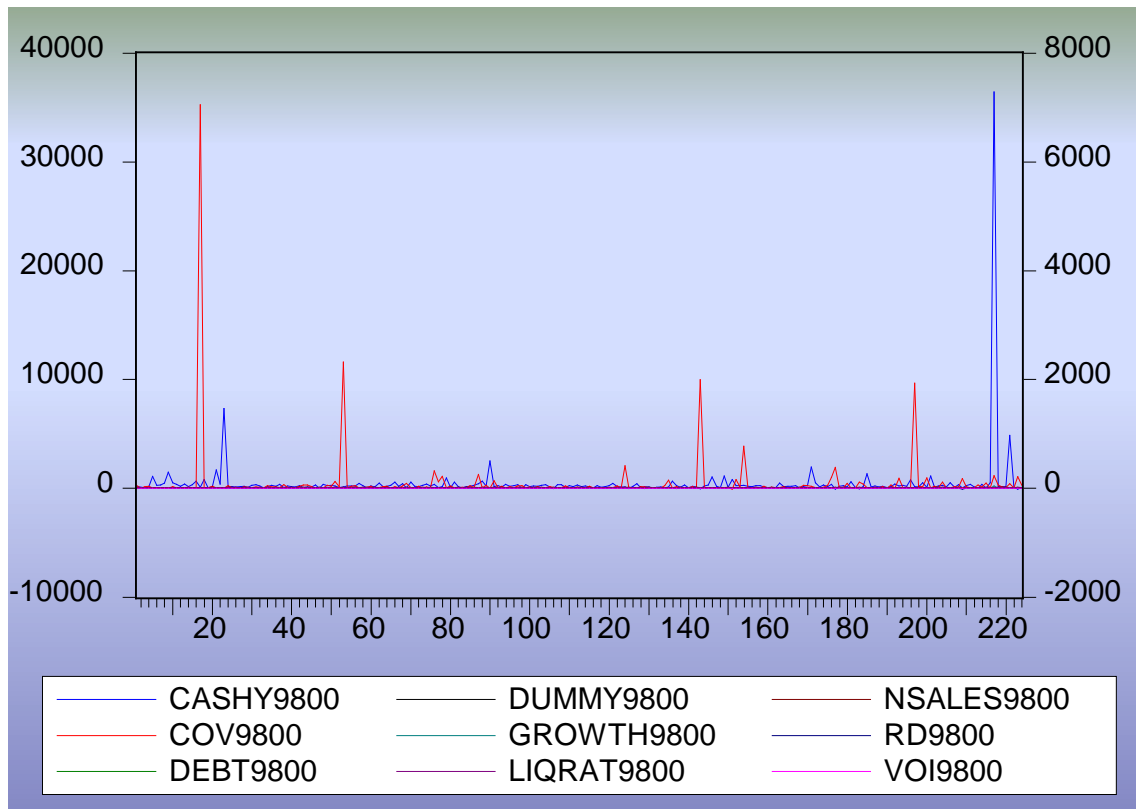
ΣΥΓΚΕΝΤΡΩΤΙΚΟΣ ΠΙΝΑΚΑΣ ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΩΝ 1995-1997 & 1998-2000				
ΜΕΤΑΒΛΗΤΕΣ	ΣΥΝΤΕΛΕΣΤΗΣ 1995-1997	ΣΥΝΤΕΛΕΣΤΗΣ 1998-2000	ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΗ ΣΗΜΑΣΙΑ 1995-1997	ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΗ ΣΗΜΑΣΙΑ 1998-2000
ΚΥΚΛΟΣ ΜΕΤΡΗΤΩΝ	-6.72E-06	1.09E-06	ΜΙΚΡΗ	ΜΙΚΡΗ
ΚΑΛΥΨΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΕΞΟΔΩΝ	8.32E-07	5.09E-06	ΜΙΚΡΗ	ΜΙΚΡΗ
ΔΑΝΕΙΣΜΟΣ	-0.117270	-0.149674	ΜΕΓΑΛΗ	ΜΕΓΑΛΗ
ΑΜΚ	0.011939	0.014473	ΜΕΓΑΛΗ	ΜΕΓΑΛΗ
ΑΥΞΗΣΗ ΠΩΛΗΣΕΩΝ	-1.10E-05	0.004033	ΜΙΚΡΗ	ΜΕΓΑΛΗ
ΜΕΣΕΣ ΕΤΗΣΙΕΣ ΠΩΛΗΣΕΙΣ	0.003496	-0.005167	ΜΕΓΑΛΗ	ΜΕΓΑΛΗ
ΕΞΟΔΑ ΕΡΕΥΝΩΝ	-3.49E-05	-0.006371	ΜΙΚΡΗ	ΜΕΓΑΛΗ
ΣΤΑΘΕΡΟΤΗΤΑ ΚΕΡΔΩΝ	0.049094	-0.000295	ΜΙΚΡΗ	ΜΙΚΡΗ
R-squared	<b>0.223</b>	<b>0.263</b>		
Adjusted R-squared	<b>0.198</b>	<b>0.238</b>		

Η γραφική αναπαράσταση του regression έχει ως εξής:

Για την περίοδο 1995 – 1997:

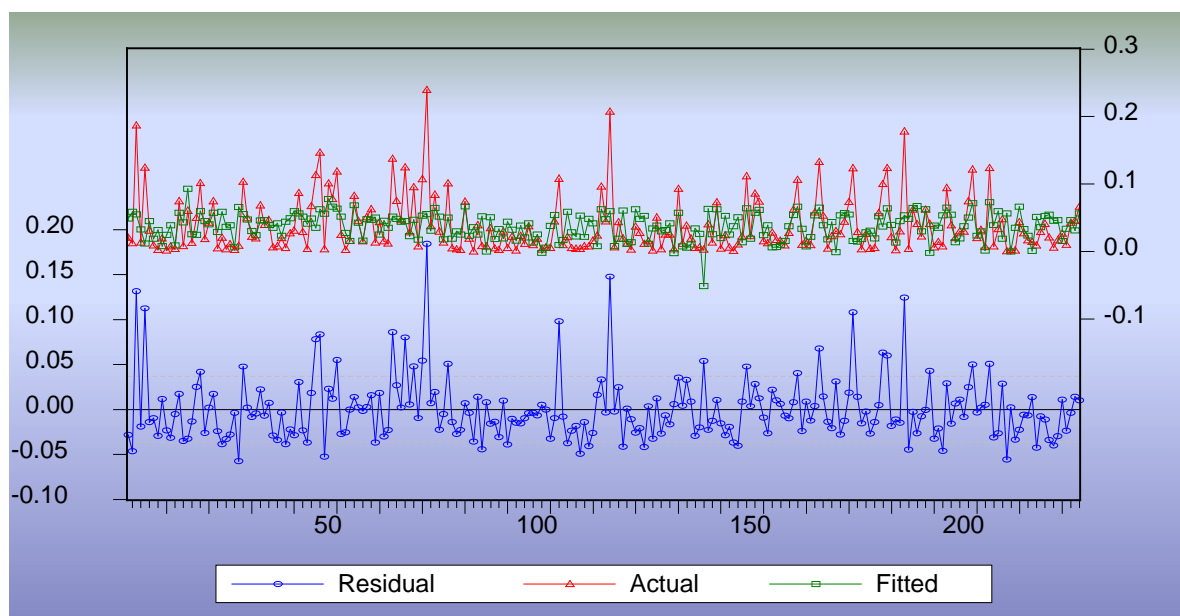


Για την περίοδο 1998 – 2000:

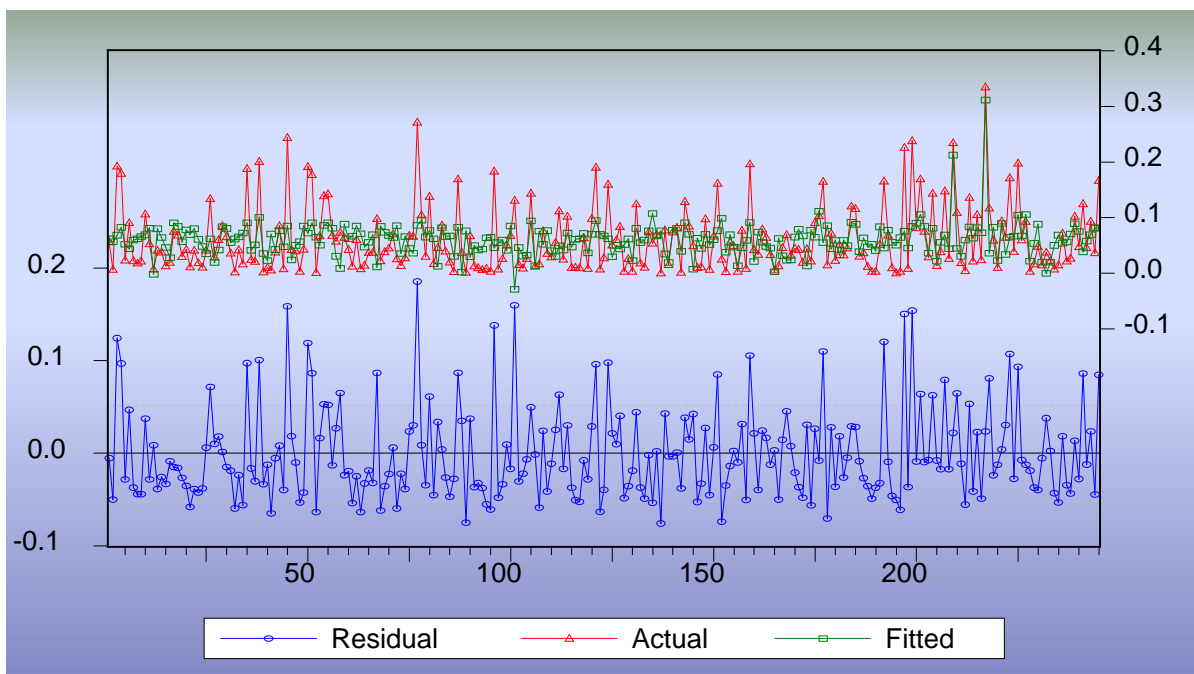


Τα κατάλοιπα αντίστοιχα είχαν ως εξής:

Για την περίοδο 1995 – 1997:



Και για την περίοδο 1998 – 2000:



Όσο αφορά τα κατάλοιπα έγινε έλεγχος μέσω του E-VIEWS, με την χρήση των ελέγχων Correlogram  $q$  statistics, correlogram squared residuals και δεν προέκυψε κάποιο πρόβλημα. Ήταν αρκετά καλή η κατανομή των καταλοίπων, όπως φαίνεται και παραπάνω.



## ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ Α

Περιμένοντας περισσότερα από το μοντέλο που χρησιμοποιήσαμε, έγινε απόπειρα μιας περαιτέρω διερεύνησης της εφαρμογής που θα μπορούσε να έχει. Ξεκινήσαμε λοιπόν την εφαρμογή του από το 1991 έως το 2000, τόσο συνολικά για μια δεκαετία όσο και τμηματικά. Το δείγμα μας δεν είναι σταθερό, γιατί χρησιμοποιούμε δείγμα με όσες εταιρείες είναι εισηγμένες και υπάρχουν διαθέσιμα τα λογιστικά στοιχεία. Τα αποτελέσματα είχαν ως εξής:

Παρατηρούμε ότι στην χρονική περίοδο από το 1991- 2000, το μοντέλο εξηγεί πολύ ικανοποιητικά τις μεταβολές της χρηματοοικονομικής ρευστότητας, σε δείγμα 139 εταιρειών. Αξιοσημείωτο είναι, ότι με την χρήση δεδομένων για μια δεκαετία, σημαντικότερες μεταβλητές που επιδρούν στην ρευστότητα είναι ο κύκλος μετρητών και ο δανεισμός. Ο δανεισμός αποτελούσε πολύ σημαντική μεταβλητή και σε όλες τις άλλες περιόδους. Η επίδραση όμως του κύκλου μετρητών μας εκπλήσσει, γιατί δεν είδαμε μέχρι τώρα να επιδρά σημαντικά στα επίπεδα ρευστότητας που διατηρεί μια εταιρεία. Πιθανότατα κάτι τέτοιο μπορεί να εξηγηθεί λόγω ιδιαιτεροτήτων σχετικών με τον κύκλο μετρητών στις άλλες περιόδους.

<b>Dependent Variable: LIQRAT 1991 -2000</b>				
Method: Least Squares				
Sample: 1 143				
Included observations: 141				
Excluded observations: 2				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.056549	0.059851	0.944828	0.3465
<b>CASHY9100</b>	<b>3.83E-05</b>	<b>8.62E-06</b>	<b>4.445462</b>	<b>0.0000</b>
COV9100	2.00E-05	1.43E-05	1.399828	0.1639
<b>DEBT9100</b>	<b>-0.182231</b>	<b>0.030490</b>	<b>-5.976676</b>	<b>0.0000</b>
DUMMY	0.009049	0.011914	0.759535	0.4489
NSALES9100	0.000474	0.003550	0.133387	0.8941
RD9100	-0.019098	0.019830	-0.963091	0.3373
VOI9100	0.031832	0.046746	0.680946	0.4971
GROWTH9100	4.11E-07	5.69E-07	0.721879	0.4716
<b>R-squared</b>	<b>0.386870</b>	Mean dependent var		0.052167
<b>Adjusted R-squared</b>	<b>0.349711</b>	S.D. dependent var		0.052408
S.E. of regression	0.042262	Akaike info criterion		- 3.428135
Sum squared resid	0.235767	Schwarz criterion		- 3.239917
Log likelihood	250.6835	F-statistic		10.41111
Durbin-Watson stat	1.943541	Prob(F-statistic)		0.000000

Κατά την διάρκεια της περιόδου 1991 –1994, το μοντέλο μας τα καταφέρνει πολύ καλά, εξηγώντας πολύ ικανοποιητικά πως διαμορφώνεται η ρευστότητα των εισηγμένων, σε δείγμα 140 εταιρειών. Στατιστικά σημαντικές προκύπτουν οι μεταβλητές του δανεισμού και της αύξησης μετοχικού κεφαλαίου. Τα ευρήματα είναι κατά βάση σημαντικά, σύμφωνα με όσα έχουμε μέχρι τώρα δει, ενώ στατιστικά το μοντέλο αποδεικνύεται πολύ καλύτερο από κάθε άλλη περίοδο.

Dependent Variable: LIQRAT9194				
Method: Least Squares				
Sample(adjusted): 1 140				
Included observations: 140 after adjusting endpoints				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.153112	0.057360	2.669302	0.0086
CASHY9194	6.43E-07	1.50E-06	0.427805	0.6695
COV9194	3.31E-05	1.54E-05	2.150961	0.0333
<b>DEBT9194</b>	<b>-0.222034</b>	<b>0.030220</b>	<b>-7.347347</b>	<b>0.0000</b>
<b>DUMMY9194</b>	<b>0.021074</b>	<b>0.008716</b>	<b>2.417960</b>	<b>0.0170</b>
GROWTH9194	-6.70E-06	7.71E-06	-0.868476	0.3867
NSALES9194	-0.004902	0.003722	-1.317012	0.1901
RD9194	-0.019044	0.027767	-0.685868	0.4940
VOI9194	0.004240	0.043244	0.098044	0.9220
<b>R-squared</b>	<b>0.445215</b>	Mean dependent var		0.054595
<b>Adjusted R-squared</b>	<b>0.411335</b>	S.D. dependent var		0.063932
S.E. of regression	0.049051	Akaike info criterion		- 3.129779
Sum squared resid	0.315188	Schwarz criterion		- 2.940674
Log likelihood	228.0845	F-statistic		13.14094
Durbin-Watson stat	1.688978	Prob(F-statistic)		0.000000

Κατά την περίοδο 1995-2000, το μοντέλο μας εξηγεί αρκετά καλά τις διακυμάνσεις της ρευστότητας 230 εταιρειών, ενώ παράλληλα παρουσιάζονται αρκετά σημαντικές στατιστικά, μεταβλητές, όπως ο κύκλος μετρητών, η κάλυψη των χρηματοοικονομικών εξόδων, ο δανεισμός, η αύξηση κεφαλαίου, η σταθερότητα των κερδών και τα έξοδα έρευνας και ανάπτυξης.

Αξιοσημείωτο είναι ότι με την χρήση στοιχείων για μία πενταετία, παρουσιάζεται στατιστικά σημαντικός τόσο ο κύκλος μετρητών, όσο και η κάλυψη των χρηματοοικονομικών εξόδων από τις εταιρείες, μεταβλητές που με την χρήση δεδομένων τριετίας, δεν αποδεικνύονται στατιστικά σημαντικές.

Παρατηρούμε επίσης ότι με την χρήση δεδομένων της περιόδου 1995-2000, βρίσκουμε στατιστικά σημαντικές 6 από τις 8 μεταβλητές που χρησιμοποιούμε στο μοντέλο μας σε επίπεδο 5% και μάλιστα 3 από τις 8 είναι στατιστικά σημαντικές και σε επίπεδο 1%.

Dependent Variable: LIQRAT9500				
Method: Least Squares				
Sample(adjusted): 1 230				
Included observations: 230 after adjusting endpoints				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.080621	0.045586	1.768532	0.0784
<b>CASHY9500</b>	<b>1.85E-05</b>	<b>4.18E-06</b>	<b>4.437583</b>	<b>0.0000</b>
<b>COV9500</b>	<b>3.19E-06</b>	<b>1.09E-06</b>	<b>2.939546</b>	<b>0.0036</b>
<b>DEBT9500</b>	<b>-0.172053</b>	<b>0.022254</b>	<b>-7.731417</b>	<b>0.0000</b>
<b>DUMMY9500</b>	<b>0.018667</b>	<b>0.008032</b>	<b>2.324125</b>	<b>0.0210</b>
<b>VOI9500</b>	<b>0.069901</b>	<b>0.031420</b>	<b>2.224763</b>	<b>0.0271</b>
<b>RD9500</b>	<b>0.012418</b>	<b>0.006456</b>	<b>1.923555</b>	<b>0.0557</b>
NSALES9500	-0.001290	0.002737	-0.471489	0.6378
GROWTH9500	-2.13E-05	1.59E-05	-1.336874	0.1826
<b>R-squared</b>	<b>0.352859</b>	Mean dependent var		0.056014
<b>Adjusted R-squared</b>	<b>0.329434</b>	S.D. dependent var		0.054110
S.E. of regression	0.044310	Akaike info criterion		- 3.356876
Sum squared resid	0.433903	Schwarz criterion		- 3.222343
Log likelihood	395.0408	F-statistic		15.06279
Durbin-Watson stat	2.260592	Prob(F-statistic)		0.000000

Αυτό που θα μπορούσε να διατυπωθεί ως συμπέρασμα, είναι ότι το μοντέλο μας γενικά φαίνεται να εξηγεί καλύτερα το πώς διαμορφώνεται η ρευστότητα των εταιρειών, κυρίως σε ορίζοντα τουλάχιστον πενταετή. Η χρήση του μοντέλου με δεδομένα τριετίας δεν καταφέρνει να εξηγεί σε ικανοποιητικό ποσοστό τις μεταβολές της ρευστότητας των εταιρειών.

Ένα δεύτερο συμπέρασμα, αποτελεί η καλύτερη ικανότητα εξήγησης που παρουσιάζει το μοντέλο σε επίπεδο δεκαετίας και στην περίοδο 1991 – 1994.

## ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ Β

Στο παράρτημα αυτό διερευνούμε την διαχρονική εξέλιξη της χρηματοοικονομικής ρευστότητας των ελληνικών εισηγμένων, από το 1991 έως το 2000, με χρήση του ίδιου δείγματος, (μοναδική του αδυναμία είναι το μέγεθος: 112 παρατηρήσεις), θέλοντας να διαπιστώσουμε πόσο καλή είναι η χρήση του μοντέλου στο δείγμα αυτό.

Παρατηρούμε ότι κατά την περίοδο 1991-2000, το μοντέλο εξηγεί σε ποσοστό 20% τις διακυμάνσεις της χρηματοοικονομικής ρευστότητας των εταιρειών. Μοναδική στατιστικά σημαντική μεταβλητή είναι η ύπαρξη δανεισμού. Ίσως η διαπίστωση αυτή να σχετίζεται με αδυναμία του δείγματος των εταιρειών να έχουν άμεση πρόσβαση σε νέα κεφάλαια, κατά συνέπεια η παρακράτηση κερδών και η χρήση ίδιων κεφαλαίων είναι ο μόνος τρόπος για να πραγματοποιήσουν τα επενδυτικά τους πλάνα.

Κατά την διάρκεια της περιόδου 1991 – 1994, το μοντέλο μας έχει πολύ καλή δυνατότητα εξήγησης, σε ποσοστό 41% των διακυμάνσεων της ρευστότητας, με στατιστικά σημαντικές μεταβλητές την κάλυψη των χρηματοοικονομικών εξόδων, τον δανεισμό και την αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου. (οι πίνακες του E-VIEWS ακολουθούν στην επόμενη σελίδα)

Στο χρονικό διάστημα 1992-1994, το μοντέλο μας εξηγεί σε ποσοστό 35% τις διακυμάνσεις ρευστότητας των εταιρειών και σημαντικότερες μεταβλητές προκύπτουν είναι ο δανεισμός, η αύξηση μετοχικού κεφαλαίου και οι μέσες ετήσιες πωλήσεις. (ενώ κατά την διάρκεια 1991-1994, το μοντέλο εξηγούσε το 41% των μεταβολών της ρευστότητας, με σημαντικότερες μεταβλητές, τον δείκτη κάλυψης, τον δανεισμό και τις αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου.)

Στο χρονικό διάστημα 1995-2000, το μοντέλο χάνει σημαντικό μέρος από την ικανότητα εξήγησης του, καταφέροντας να εξηγεί μόνο το 15% των μεταβολών της ρευστότητας, με σημαντικότερη στατιστικά μεταβλητή τον δανεισμό. Αξιοσημείωτο είναι, ότι στην πενταετία 1995-2000, εξηγεί καλύτερα τις μεταβολές της ρευστότητας των εταιρειών από το 1995-1997, σε ποσοστό 26%, ενώ από το 1998-2000 καταφέρνει να εξηγεί μόνο 5% των μεταβολών της ρευστότητας, με στατιστικά σημαντικότερη μεταβλητή και στις δύο περιπτώσεις μόνο τον δανεισμό.

Παρατηρούμε, ότι έχουμε ένα μοντέλο που αδυνατεί να ανταποκρίνεται στις αλλαγές της ρευστότητα διαχρονικά. Ενώ ξεκινά από ένα ποσοστό εξήγησης 45%, φθάνει να εξηγεί μόνο το 5%. Το μοναδικό συμπέρασμα που θα μπορούσε να διατυπωθεί είναι ότι οι δυνάμεις που επηρεάζουν τον καθορισμό της ρευστότητας τελικά, αλλάζουν, τόσο ως προς την βαρύτητα αλλά και ως προς την σύνθεση.

Dependent Variable: PEYCTOTHTA 1991 - 2000				
Method: Least Squares				
Sample: 113 203				
Included observations: 111				
Excluded observations: 1				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.118724	0.069359	1.711724	0.0900
CASHY	-1.84E-05	2.64E-05	-0.694416	0.4890
VOI	-0.005312	0.077239	-0.068772	0.9453
<b>DEBT</b>	<b>-0.166777</b>	<b>0.035258</b>	<b>-4.730173</b>	<b>0.0000</b>
DUMMY	0.003902	0.013767	0.283445	0.7774
GROWTH	5.11E-07	5.61E-07	0.911915	0.3640
NSALES	-0.002628	0.004022	-0.653443	0.5149
RD	-0.018753	0.019303	-0.971537	0.3336
COV	1.77E-05	1.41E-05	1.258837	0.2110
<b>R-squared</b>	<b>0.264244</b>	Mean dependent var	0.047484	
<b>Adjusted R-squared</b>	<b>0.206538</b>	S.D. dependent var	0.045989	
S.E. of regression	0.040965	Akaike info criterion	3.474595	
Sum squared resid	0.171169	Schwarz criterion	3.254903	
Log likelihood	201.8400	F-statistic	4.579125	
Durbin-Watson stat	1.988926	Prob(F-statistic)	0.000086	

Dependent Variable: PEYCTOTHTA 1991-1994				
Method: Least Squares				
Sample: 225 336				
Included observations: 112				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.216407	0.073053	2.962327	0.0038
CASHY	-5.04E-05	3.70E-05	-1.364024	0.1755
<b>COV</b>	<b>3.65E-05</b>	<b>1.64E-05</b>	<b>2.228347</b>	<b>0.0280</b>
<b>DEBT</b>	<b>-0.234260</b>	<b>0.036825</b>	<b>-6.361412</b>	<b>0.0000</b>
<b>DUMMY</b>	<b>0.028307</b>	<b>0.010266</b>	<b>2.757388</b>	<b>0.0069</b>
GROWTH	-9.38E-06	8.10E-06	-1.158880	0.2492
NSALES	-0.008493	0.004561	-1.862042	0.0654
RD	-0.017085	0.029086	-0.587372	0.5582
VOI	0.004430	0.077540	0.057133	0.9546
<b>R-squared</b>	<b>0.460214</b>	Mean dependent var	0.057248	
<b>Adjusted R-squared</b>	<b>0.418289</b>	S.D. dependent var	0.066814	
S.E. of regression	0.050959	Akaike info criterion	3.038635	
Sum squared resid	0.267475	Schwarz criterion	2.820184	
Log likelihood	179.1636	F-statistic	10.97704	
Durbin-Watson stat	1.748697	Prob(F-statistic)	0.000000	

Dependent Variable: ΠΕΥΣΤΟΤΗΤΑ 1992-1994				
Method: Least Squares				
Date: 06/12/02 Time: 23:58				
Sample: 1 112				
Included observations: 112				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.257757	0.081926	3.146230	0.0022
CASHY	-3.40E-05	3.30E-05	-1.030857	0.3050
<b>DEBT</b>	<b>-0.205381</b>	<b>0.039033</b>	<b>-5.261721</b>	<b>0.0000</b>
<b>DUMMY</b>	<b>0.032360</b>	<b>0.011087</b>	<b>2.918762</b>	<b>0.0043</b>
GROWTH	0.000850	0.002309	0.368235	0.7135
<b>NSALES</b>	<b>-0.011900</b>	<b>0.005132</b>	<b>-2.318850</b>	<b>0.0224</b>
RD	-0.006872	0.043679	-0.157322	0.8753
VOI	-0.008212	0.105535	-0.077815	0.9381
<b>COV</b>	<b>3.08E-05</b>	<b>1.29E-05</b>	<b>2.381284</b>	<b>0.0191</b>
R-squared	0.426526	Mean dependent var	0.056604	
Adjusted R-squared	0.381985	S.D. dependent var	0.069256	
S.E. of regression	0.054444	Akaike info criterion	2.906326	
Sum squared resid	0.305313	Schwarz criterion	2.687875	
Log likelihood	171.7542	F-statistic	9.575895	
Durbin-Watson stat	1.863680	Prob(F-statistic)	0.000000	

Dependent Variable: ΠΕΥΣΤΟΤΗΤΑ 1991-1994				
Method: Least Squares				
Sample: 225 336				
Included observations: 112				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.216407	0.073053	2.962327	0.0038
CASHY	-5.04E-05	3.70E-05	-1.364024	0.1755
<b>COV</b>	<b>3.65E-05</b>	<b>1.64E-05</b>	<b>2.228347</b>	<b>0.0280</b>
<b>DEBT</b>	<b>-0.234260</b>	<b>0.036825</b>	<b>-6.361412</b>	<b>0.0000</b>
<b>DUMMY</b>	<b>0.028307</b>	<b>0.010266</b>	<b>2.757388</b>	<b>0.0069</b>
GROWTH	-9.38E-06	8.10E-06	-1.158880	0.2492
NSALES	-0.008493	0.004561	-1.862042	0.0654
RD	-0.017085	0.029086	-0.587372	0.5582
VOI	0.004430	0.077540	0.057133	0.9546
<b>R-squared</b>	<b>0.460214</b>	Mean dependent var	0.057248	
<b>Adjusted R-squared</b>	<b>0.418289</b>	S.D. dependent var	0.066814	
S.E. of regression	0.050959	Akaike info criterion	3.038635	
Sum squared resid	0.267475	Schwarz criterion	2.820184	
Log likelihood	179.1636	F-statistic	10.97704	
Durbin-Watson stat	1.748697	Prob(F-statistic)	0.000000	

Dependent Variable: PEYΣTOTHTA 1995-2000				
Method: Least Squares				
Sample: 337 449				
Included observations: 113				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.063020	0.064414	0.978362	0.3302
CASHY	-1.23E-05	2.07E-05	-0.595318	0.5529
VOI	-0.041874	0.080132	-0.522555	0.6024
<b>DEBT</b>	<b>-0.131062</b>	<b>0.033113</b>	<b>-3.958025</b>	<b>0.0001</b>
DUMMY	0.013080	0.009950	1.314506	0.1916
COV	7.05E-06	5.18E-06	1.359858	0.1768
NSALES	-0.000278	0.003760	-0.073884	0.9412
GROWTH	0.002238	0.002139	1.046182	0.2979
RD	0.006510	0.007304	0.891267	0.3748
<b>R-squared</b>	<b>0.216643</b>	Mean dependent var	0.045547	
<b>Adjusted R-squared</b>	<b>0.156385</b>	S.D. dependent var	0.045250	
S.E. of regression	0.041562	Akaike info criterion	3.446983	
Sum squared resid	0.179647	Schwarz criterion	3.229757	
Log likelihood	203.7545	F-statistic	3.595247	
Durbin-Watson stat	2.044164	Prob(F-statistic)	0.001008	

Dependent Variable: PEYΣTOTHTA1995-1997				
Method: Least Squares				
Sample: 450 562				
Included observations: 113				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.124120	0.059186	2.097119	0.0384
CASHY	-1.35E-05	2.25E-05	-0.600038	0.5498
VOI	-0.125552	0.086929	-1.444309	0.1517
NSALES	-0.003465	0.003505	-0.988514	0.3252
<b>DEBT</b>	<b>-0.139142</b>	<b>0.025492</b>	<b>-5.458320</b>	<b>0.0000</b>
RD	-0.000794	0.000970	-0.818227	0.4151
GROWTH	0.000311	0.008587	0.036271	0.9711
DUMMY	0.008496	0.007575	1.121484	0.2647
<b>COV</b>	<b>7.52E-06</b>	<b>3.91E-06</b>	<b>1.925986</b>	<b>0.0568</b>
<b>R-squared</b>	<b>0.315728</b>	Mean dependent var	0.039219	
<b>Adjusted R-squared</b>	<b>0.263092</b>	S.D. dependent var	0.043465	
S.E. of regression	0.037312	Akaike info criterion	-	
			3.662717	
Sum squared resid	0.144786	Schwarz criterion	-	
			3.445491	
Log likelihood	215.9435	F-statistic	5.998289	
Durbin-Watson stat	2.245933	Prob(F-statistic)	0.000003	

Dependent Variable:LPEΥΣΤΟΤΗΤΑ1998-2000				
Method: Least Squares				
Sample: 563 676				
Included observations: 114				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.064686	0.071768	0.901320	0.3695
CASHY	-7.82E-06	1.36E-05	-0.576689	0.5654
VOI	-0.060265	0.048493	-1.242744	0.2167
<b>DEBT</b>	<b>-0.094373</b>	<b>0.035728</b>	<b>-2.641443</b>	<b>0.0095</b>
RD	0.002863	0.007414	0.386213	0.7001
COV	1.02E-05	6.44E-06	1.578628	0.1174
NSALES	-0.000339	0.004212	-0.080528	0.9360
GROWTH	0.001217	0.003960	0.307473	0.7591
DUMMY	0.010925	0.010245	1.066321	0.2887
<b>R-squared</b>	<b>0.125240</b>	Mean dependent var	0.047641	
<b>Adjusted R-squared</b>	<b>0.058592</b>	S.D. dependent var	0.049644	
S.E. of regression	0.048168	Akaike info criterion	3.152606	
Sum squared resid	0.243612	Schwarz criterion	2.936590	
Log likelihood	188.6985	F-statistic	1.879120	
Durbin-Watson stat	2.072354	Prob(F-statistic)	0.070914	



**ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΠΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑ ΤΩΝ ΕΛΛΗΝΙΚΩΝ ΕΙΣΗΓΜΕΝΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ**

<b>ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ ΠΟΥ ΧΡΗΣΙΜΟΠΟΙΗΘΗΚΕ ΔΙΑΣΤΡΩΜΑΤΙΚΑ ΑΠΟ ΤΟ 1991-2000 – ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ Β</b>			
ALBIO ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ (ΚΟ)	CHIPITA INTERNAT (ΚΑ)	COCA COLA H.B.C. (ΚΑ)	ELBISCO ΑΕ
FLEXORACK (ΚΑ)	GOODY'S ΑΕ. (ΚΑ)	HELLAS CAN -ΑΕ.(Κ)	LAMDA DEVELOPMENT (ΚΟ)
LAVIPHARM (ΚΟ)	MARFIN COMM Α.Ε. (ΚΟ)	MICR. ΜΠΡΙΤΑΝΝΙΑ (ΚΟ)	MULTIRAMA S.A. (ΚΟ)
NECHANS HELLAS (ΚΟ)	NOTOS COM ΣΥΜΜΕΤΟΧΕΣ	YALCO (ΚΑ)	ΑΒΑΞ (ΚΟ)
ΑΚΤΩΡ (ΚΟ)	ΑΛ.ΕΛΛΑΔΟΣ (ΚΟ)	ΑΛΛΑΤΙΝΗ (ΚΟ)	ΑΛΟΥΜΥΛ ΜΥΛΩΝΑΣ (ΚΟ)
ΑΛΤΕΚ (ΚΟ)	ΑΛΥΣΙΔΑ (Κ)	ΑΡΓ/ΤΩΝ & ΒΑΡΥΤΙΝΗΣ(ΚΑ)	ΑΤΕΜΚΕ (ΚΟ)
ΑΤΤΙ-ΚΑΤ (ΚΟ)	ΒΙΟΣΩΛ (ΚΟ)	ΒΙΟΤΕΡ (ΚΟ)	ΒΙΟΤΕΡ (ΚΟ)
ΒΙΣ (ΚΟ)	ΓΕΚΑΤ (ΚΟ)	ΓΕΝ. ΕΜΠΟΡΙΟΥ & ΒΙΟΜ/ΑΣ	ΓΕΝΕΡ ΑΕ (ΚΟ)
ΓΙΑΝΝΟΥΣΗΣ ΓΙΑΝΝΗΣ (ΚΟ)	ΓΝΩΜΩΝ (ΚΟ)	ΔΑΡΙΓΚ (ΚΟ)	ΔΕΛΤΑ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΚΗ (ΚΟ)
ΔΕΛΤΑ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ (Κ)	ΔΙΕΚΑΤ (ΚΟ)	ΔΟΥΔΟΣ (ΚΑ)	ΕΛΛΙΣ (ΚΟ)
ΕΛΒΕ ΕΝΔΥΜΑΤΩΝ (ΚΑ)	ΕΛΛ.ΥΦΑΝΤΟΥΡΓΙΑ (ΚΑ)	ΕΛΛΑΤΕΞ ΑΕ (ΚΑ)	ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΚΑΛΩΔΙΑ (ΚΟ)
ΕΛΜΕΚ ΣΠΟΡΤ (ΚΟ)	ΕΛΤΡΑΚ (Κ)	ΕΛΦΙΚΟ (ΚΟ)	ΕΜΠΟΡΙΚΟΣ ΔΕΣΜΟΣ (ΚΟ) (
ΕΡΓΑΣ (ΚΟ)	ΕΣΚΙΜΟ (ΚΟ)	ΕΣΧΑ (ΚΑ)	ΕΤΕΜ (Κ)
ΕΤΜΑ (ΚΟ)	ΕΥΡΩΠΑΙΚΗ ΤΕΧΝΙΚΗ (ΚΟ)	ΖΑΜΠΑ (Κ)	ΗΡΑΚΛΗΣ (ΚΟ)
ΙΑΤΡΙΚΟ ΚΕΝΤΡΟ (ΚΟ)	INTRASOFT (ΚΟ)	ΙΝΤΕΡΤΕΚ (ΚΟ)	ΙΝΤΡΑΚΟΜ (ΚΟ)(ΠΑΛΙΑ)
ΙΠΠΟΤΟΥΡ (Κ)	ΚΑΛ.ΣΙΜΟΣ (Κ)	ΚΥΛ.ΣΑΡΑΝΤ.(Κ)	ΜΗΧΑΝΙΚΗ (ΚΟ)
ΜΙΝΕΡΒΑ (ΚΑ)	ΜΙΝΩΪΚΕΣ ΓΡΑΜΜΕΣ (ΚΟ)	ΜΟΥΖΑΚΗΣ (ΚΑ)	ΜΟΧΛΟΣ (ΚΟ)
ΜΠΗΤΡΟΣ ΣΥΜΜΕΤΟΧΙΚΗ	ΜΥΛΟΙ ΛΟΥΛΗ (ΚΟ)	ΜΥΤΙΛΗΝΑΙΟΣ (ΚΟ)	ΝΑΥΤΙΛ.ΕΤ ΛΕΣΒΟΥ(ΚΟ)
ΝΙΚΑΣ Π.Γ. ΑΒΕΕ (ΚΟ)	ΞΥΛΕΜΠΟΡΙΑ (Κ)	ΠΑΠΑΣΤΡΑΤΟΣ (Κ)	ΠΕΤΖΕΤΑΚΙΣ (ΚΑ)
ΠΛΑΣΤ. ΘΡΑΚΗΣ (ΚΑ)	ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΚΗ ΕΡΓ (ΚΟ)	ΠΟΥΛΙΑΔΗΣ (ΚΟ)	ΠΡΟΟΔΕΥΤΙΚΗ (ΚΟ)
ΡΑΔΙΟ ΑΘΗΝΑΙ (ΚΟ)	ΡΑΔΙΟ ΚΟΡΑΣΙΔΗ (ΚΟ)	ΡΙΛΚΕΝ (ΚΑ)	ΡΙΝΤΕΝΚΟ (ΚΑ)
ΡΟΚΑΣ (ΚΟ) (ΠΑΛΙΟΣ)	ΣΑΝΥΟ ΕΛΛΑΣ (Κ)	ΣΑΡΑΝΤΗΣ (ΚΟ)	ΣΑΡΑΝΤΟΠΟΥΛΟΣ (ΚΟ)
ΣΕΛΜΑΝ (Κ)	ΣΕΛΟΝΤΑ ΙΧΘ.(ΚΑ)	ΣΙΓΑΛΑΣ (ΚΟ)	ΣΙΔΕΝΟΡ ΑΕ (ΚΑ)
ΣΠΟΡΤΣΜΑΝ (ΚΟ)	ΣΤΡΙΝΤΖΗΣ ΝΑΥΤ.(ΚΑ)	ΣΦΑΚΙΑΝΑΚΗΣ ΑΕΒΕ (ΚΟ)	ΤΑΣΟΓΛΟΥ-DELONGI (ΚΟ)
ΤΕΡΝΑ (ΚΟ)	ΤΕΧΝ. ΕΤ.ΒΟΛΟΥ (ΚΟ)	ΤΕΧΝΟΔΟΜΗ (ΚΟ)	ΤΖΙΡΑΚΙΑΝ ΠΡΟΦ.(ΚΟ)
ΤΗΛΕΤΥΠΟΣ (ΚΟ)	ΤΙΤΑΝ (ΚΟ)	ΤΡΙΑ ΑΛΦΑ (ΚΟ)	ΦΑΝΚΟ (ΚΟ)
ΦΙΝΤΕΞΠΟΡΤ (ΚΟ)	ΦΟΥΡΛΗΣ ΑΕ ΣΥΜ/ΧΩΝ (ΚΟ)	ΧΑΛΚΟΡ (ΚΑ)	ΧΑΛΥΒΔΟΦΥΛΛΩΝ (ΚΟ)
ΧΑΛΥΨ ΔΟΜ.ΕΡΓΑ (ΚΑ)			

**ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ Γ**

Στο παράρτημα αυτό παρατίθενται οι εταιρείες που συμπεριλήφθηκαν στο αρχικό δείγμα:

ALBIO ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ (ΚΟ)	ANEK LINES (ΚΟ)	FRIGOGLASS A.E. (ΚΟ)
CHIPITA INTERNAT (ΚΑ)	COCA COLA H.B.C. (ΚΑ)	HYATT REGENCY (ΚΟ)
CONNECTION (ΚΟ)	INTRALOT ΑΕ (ΚΟ)	ELBISCO ΑΕ
FLEXOPACK (ΚΑ)	FOLLI FOLLIE (ΚΑ)	LogicDIS ΑΕ (ΚΟ)
GOODY'S ΑΕ. (ΚΑ)	HELLAS CAN -ΑΕ.(Κ)	MICR. ΜΠΡΙΤΑΝΝΙΑ (ΚΟ)
INFO QUEST ΑΕΒΕ (ΚΟ)	MULTIRAMA S.A. (ΚΟ)	LAMDA DEVELOPMENT (ΚΟ)
LAVIPHARM (ΚΟ)	MARFIN COMM Α.Ε. (ΚΟ)	MEVACO ΑΕ (ΚΟ)
NEXANS HELLAS (ΚΟ)	NOTOS COM ΣΥΜΜΕΤΟΧΕΣ	SATO (ΚΟ)
SEAFARM IONIAN ΑΕ (ΚΑ)	STABILTON ΑΕ (ΚΑ)	YALCO (ΚΑ)
ΑΒΑΞ (ΚΟ)	ΑΘΗΝΑ (ΚΟ)	ΑΚΤΩΡ (ΚΟ)
ΑΛ.ΕΛΛΑΔΟΣ (ΚΟ)	ΑΛ.ΚΕΡΑΜΕΙΑ (ΚΑ)	ΑΛΚΟ ΕΛΛΑΣ (ΚΟ)
ΑΛΛΑΤΙΝΗ (ΚΟ)	ΑΛΟΥΜΥΛ ΜΥΛΩΝΑΣ (ΚΟ)	ΑΛΤΕ (ΚΟ)
ΑΛΤΕΚ (ΚΟ)	ΑΛΥΣΙΔΑ (Κ)	ΑΡΓ/ΤΩΝ & ΒΑΡΥΤΙΝΗΣ(ΚΑ)
ΑΤΕΜΚΕ (ΚΟ)	ΑΤΕΡΜΩΝ ΑΕ (ΚΟ)	ΑΤΤΙ-ΚΑΤ (ΚΟ)
ΒΑΛΚΑΝ ΕΞ. (ΚΟ)	ΒΑΡΑΓΚΗΣ ΑΕ (ΚΟ)	ΒΑΡΒΑΡΕΣΟΣ Α.Ε.
ΒΑΡΔΑΣ Α.Ε.	ΒΕΡΝΙΚΟΣ ΚΟΤΕΡΑ (ΚΑ)	ΒΙΟΣΩΛ (ΚΟ)
ΒΙΟΤΕΡ (ΚΟ)	ΒΙΟΤΕΡ (ΚΟ)	ΒΙΣ (ΚΟ)
ΒΟΓΙΑΤΖΟΓΛΟΥ SYSTEMS	ΓΕΚ (ΚΟ)	ΓΕΚΑΤ (ΚΟ)
ΓΕΚΕ ΑΕ (ΚΑ)	ΓΕΝ. ΕΜΠΟΡΙΟΥ & ΒΙΟΜ/ΑΣ	ΓΕΝΕΡ ΑΕ (ΚΟ)
ΓΙΑΝΝΟΥΣΗΣ ΓΙΑΝΝΗΣ (ΚΟ)	ΓΚΑΛΗΣ ΝΙΚΟΣ (ΚΟ)	ΓΝΩΜΩΝ (ΚΟ)
ΔΑΡΙΓΚ (ΚΟ)	ΔΕΛΤΑ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΚΗ (ΚΟ)	ΔΕΛΤΑ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ (Κ)
ΔΙΕΚΑΤ (ΚΟ)	ΔΟΥΔΟΣ (ΚΑ)	ΕΚΤΕΡ (ΚΟ)
ΕΛ. ΤΕΧΝΟΔΟΜΙΚΗ ΑΕ (ΚΟ)	ΕΛΛΙΣ (ΚΟ)	ΕΛΒΑΛ (ΚΑ)
ΕΛΒΕ ΕΝΔΥΜΑΤΩΝ (ΚΑ)	ΕΛΛ.ΥΦΑΝΤΟΥΡΓΙΑ (ΚΑ)	ΕΛΛΑΤΕΞ ΑΕ (ΚΑ)
ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΚΑΛΩΔΙΑ (ΚΟ)	ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΚΑΛΩΔΙΑ (ΚΟ)	ΕΛΜΕΚ ΣΠΟΡΤ (ΚΟ)
ΕΛΤΡΑΚ (Κ)	ΕΛΦΙΚΟ (ΚΟ)	ΕΜΠΟΡΙΚΟΣ ΔΕΣΜΟΣ (ΚΟ)
ΕΝΔΥΣΗ Α.Ε.(ΚΑ)	ΕΠΙΛΕΚΤΟΣ (ΚΑ)	ΕΡΓΑΣ (ΚΟ)
ΕΣΚΙΜΟ (ΚΟ)	ΕΣΧΑ (ΚΑ)	ΕΤΕΜ (Κ)
ΕΤΜΑ (ΚΟ)	ΕΥΚΛΕΙΔΗΣ (ΚΟ)	ΕΥΡΩΠΑΙΚΗ ΤΕΧΝΙΚΗ (ΚΟ)
ΖΑΜΠΑ (Κ)	ΗΡΑΚΛΗΣ (ΚΟ)	ΘΕΜΕΛΙΟΔΟΜΗ (ΚΟ)
ΙΑΤΡΙΚΟ ΚΕΝΤΡΟ (ΚΟ)	ΙΜΠΕΡΙΟ ΑΕ.(ΚΟ)	INTRASOFT (ΚΟ)
ΙΝΤΕΡΣΑΤ (ΚΟ)	ΙΝΤΕΡΤΕΚ (ΚΟ)	ΙΝΤΡΑΚΟΜ (ΚΟ)(ΠΑΛΙΑ)
ΙΝΦΟΡΜΑΤΙΚΗΣ Η/Υ ΑΕ (ΚΟ)	ΙΠΠΟΤΟΥΡ (Κ)	ΚΑΘΗΜΕΡΙΝΗ ΑΕ (ΚΟ)
ΚΑΛ.ΣΙΜΟΣ (Κ)	ΚΑΜΠΑΣ Α. ΑΚΙΝΗΤΩΝ (Κ)	ΚΑΡΑΜΟΛΕΓΚΟΣ ΑΕ
ΚΑΡΔΑΣΙΛΑΡΗΣ (ΚΟ)	ΚΑΡΕΛΙΑΣ (Κ)	ΚΑΤΣΕΛΗΣ (ΚΟ)
ΚΕΚΡΟΨ (ΚΟ)	ΚΕΡΑΝΗΣ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ (Κ)	ΚΛΑΟΥΔΑΤΟΣ (ΚΟ)
ΚΛΙΝΙΚΗ Π.ΦΑΛΗΡΟΥ (ΚΟ)	ΚΛΩΣΤ.ΝΑΟΥΣΗΣ (ΚΑ)	ΚΛΩΣΤΟΥΨ.ΝΑΥΠΑΚΤΟΥ (ΚΑ)
ΚΟΡΔΕΛΛΟΥ Χ. ΑΦΟΙ (ΚΑ)	ΚΟΡΦΙΛ (ΚΟ)	ΚΡΕΚΑ. (ΚΑ)
ΚΥΛ.ΣΑΡΑΝΤ.(Κ)	ΚΩΤΣΟΒΟΛΟΣ ΑΕΔΕ (ΚΟ)	ΛΑΜΠΡΟΠΟΥΛΟΣ (ΚΟ)
ΛΑΜΨΑ ΑΝ.ΕΤ.ΕΛΛ.ΞΕΝ.(Κ)	ΛΑΝΑΚΑΜ (ΚΟ)	ΛΕΒΕΝΤΕΡΗΣ (Κ)
ΜΑΘΙΟΣ ΠΥΡΙΜΑΧΑ (ΚΑ)	ΜΑΪΛΗΣ (ΚΟ)	ΜΑΞΙΜ ΠΕΡΤΣΙΝΙΔΗΣ (ΚΑ)
ΜΕΣΟΧΩΡΙΤΗ (ΚΟ)	ΜΕΤΑΛΤΙΚΗ ΑΓΡΙΝΙΟΥ(ΚΟ)	ΜΕΤΚΑ (ΚΟ)
ΜΗΧΑΝΙΚΗ (ΚΟ)	ΜΙΝΕΡΒΑ (ΚΑ)	ΜΙΝΩΪΚΕΣ ΓΡΑΜΜΕΣ (ΚΟ)
ΜΟΥΖΑΚΗΣ (ΚΑ)	ΜΟΥΡΙΑΔΗΣ (ΚΑ)	ΜΟΧΛΟΣ (ΚΟ)
ΜΠΗΤΡΟΣ ΣΥΜΜΕΤΟΧΙΚΗ	ΜΠΟΥΤΑΡΗΣ (ΚΑ)	ΜΥΛΟΙ ΛΟΥΛΗ (ΚΟ)
ΜΥΤΙΛΗΝΑΙΟΣ (ΚΟ)	ΝΑΥΤΕΜΠΟΡΙΚΗ ΑΕ (ΚΟ)	ΝΑΥΤΙΛ.ΕΤ ΛΕΣΒΟΥ(ΚΟ)

**ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑ ΤΩΝ ΕΛΛΗΝΙΚΩΝ ΕΙΣΗΓΜΕΝΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ**

ΝΙΚΑΣ Π.Γ. ΑΒΕΕ (ΚΟ)	ΞΥΛΕΜΠΟΡΙΑ (Κ)	ΠΑΝΤΕΧΝΙΚΗ ΑΕ (ΚΟ)
ΠΗΓΑΣΟΣ Α.Ε. (ΚΟ)	ΠΛΑΣΤ. ΘΡΑΚΗΣ (ΚΑ)	ΠΛΑΣΤΙΚΑ ΚΡΗΤΗΣ
ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΚΗ ΕΡΓ (ΚΟ)	ΠΟΥΛΙΑΔΗΣ (ΚΟ)	ΠΡΟΟΔΕΥΤΙΚΗ (ΚΟ)
ΡΑΔΙΟ ΑΘΗΝΑΙ (ΚΟ)	ΡΑΔΙΟ ΚΟΡΑΣΙΔΗ (ΚΟ)	ΡΙΛΚΕΝ (ΚΑ)
ΡΙΝΤΕΝΚΟ (ΚΑ)	ΡΟΚΑΣ (ΚΟ) (ΠΑΛΙΟΣ)	ΣΑΝΥΟ ΕΛΛΑΣ (Κ)
ΣΑΡΑΝΤΗΣ (ΚΟ)	ΣΕΛΜΑΝ (Κ)	ΣΕΛΟΝΤΑ ΙΧΘ.(ΚΑ)
ΣΙΓΑΛΑΣ (ΚΟ)	ΣΙΔΕΝΟΡ ΑΕ (ΚΑ)	ΣΠΟΡΤΣΜΑΝ (ΚΟ)
ΣΠΥΡΟΥ ΑΕΒΕ (ΚΑ)	ΣΤΡΙΝΤΖΗΣ ΝΑΥΤ.(ΚΑ)	ΣΦΑΚΙΑΝΑΚΗΣ ΑΕΒΕ (ΚΟ)
ΣΩΛΗΝΟΥΡΓΙΑ ΚΟΡ. (ΚΟ)	ΤΑΣΟΓΛΟΥ-DELONGI (ΚΟ)	ΤΕΓΟΠΟΥΛΟΣ ΕΚΔΟΣΕΙΣ Χ.Κ
ΤΕΡΝΑ (ΚΟ)	ΤΕΧΑΠΡΕΤ ΑΕ (ΚΑ)	ΤΕΧΝ. ΕΤ.ΒΟΛΟΥ (ΚΟ)
ΤΕΧΝΙΚΕΣ ΕΚΔΟΣΕΙΣ (ΚΟ)	ΤΕΧΝΟΔΟΜΗ (ΚΟ)	ΤΖΙΡΑΚΙΑΝ ΠΡΟΦ.(ΚΟ)
ΤΗΛΕΤΥΠΟΣ (ΚΟ)	ΤΙΤΑΝ (ΚΟ)	ΤΡΙΑ ΑΛΦΑ (ΚΟ)
ΦΑΝΚΟ (ΚΟ)	ΦΙΝΤΕΞΠΟΡΤ (ΚΟ)	ΦΟΥΡΛΗΣ ΑΕ ΣΥΜ/ΧΩΝ (ΚΟ)
ΧΑΪΔΕΜΕΝΟΣ (ΚΟ)	ΧΑΛΚΟΡ (ΚΑ)	ΧΑΛΥΒΔΟΦΥΛΛΩΝ (ΚΟ)
ΧΑΛΥΨ ΔΟΜ.ΕΡΓΑ (ΚΑ)	ΧΑΤΖΗΚΡΑΝΙΩΤΗ ΥΙΟΙ (ΚΟ)	

## BIBΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

- ⊕ **BREALEY, MYERS:** “PRINCIPLES OF CORPORATE FINANCE”, MC GRAW HILL, 2000
- ⊕ **BREALEY, MYERS, MARCUS:** “FUNDAMENTALS OF CORPORATE FINANCE”, MC GRAW HILL, 2000
- ⊕ **ROSS, WESTERFIELD, JAFFE:** “FUNDAMENTALS OF CORPORATE FINANCE”, INTERNATIONAL EDITION, 2000
- ⊕ **M. GRINBLATT, T SHERIDAN:** “FINANCIAL MARKETS AND CORPORATE STRATEGY”, MC GRAW HILL
- ⊕ **MICHAEL JENSEN:** “A THEORY OF THE FIRM”, HARVARD UNIVERSITY PRESS, 2000
- ⊕ **JOAO AMARO DE MATOS:** “THEORITICAL FOUNDATIONS OF CORPORATE FINANCE”, PRINCETON PRESS, 2001
- ⊕ **MEGGINSON W:** “THEORY OF CORPORATE FINANCE”, ADDISON WESLEY, 1994
- ⊕ **J.F WESTON, J. SIU, B. JOHNSON:** “TAKEOVERS, RESTRUCTURING AND CORPORATE GOVERNANCE”, PRENTICE HALL 2000.
- ⊕ **ALAN J. AUERBACH:** CORPORATE TAKEOVERS: “CAUSES AND CONSEQUENCES”, CHICAGO UNIVERSITY PRESS, 1988
- ⊕ **T. MANESS, J. ZIETLOW:** “SHORT TERM FINANCIAL MANAGEMENT”, SECOND EDITION, SOUTH-WESTERN PUBLISHING, 2002
- ⊕ **CHAMBERS, LACEY:** “MODERN CORPORATE FINANCE, THEORY AND PRACTICE”, ADDISON WESLEY, 1999
- ⊕ **GALLINGER, HEALEY:** “LIQUIDITY ANALYSIS AND MANAGEMENT”, ADDISON WESLEY, 1991
- ⊕ **REES:** “FINANCIAL ANALYSIS”PRENTICE HALL, 1995
- ⊕ **HEALEY,PALEPU,RUBACK:** “BUSINESS ANALYSIS AND VALUATION”, SOUTHWESTERN PUBLISHING, 2001
- ⊕ **N. ΝΙΑΡΧΟΣ:** «ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ ΛΟΓΙΣΤΙΚΩΝ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΩΝ», ΕΚΔΟΣΕΙΣ ΣΤΑΜΟΥΛΗ, 1997
- ⊕ **N. ΣΑΡΣΕΝΤΗΣ:** «ΕΠΙΧΙΡΗΣΙΑΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ ΚΑΙ ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΗ», ΕΚΔΟΣΕΙΣ ΣΤΑΜΟΥΛΗ
- ⊕ **Π. ΜΑΛΛΙΑΡΗ:** «ΕΙΣΑΓΩΓΗ ΣΤΟ ΜΑΡΚΕΤΙΝΓΚ», ΕΚΔΟΣΕΙΣ ΣΤΑΜΟΥΛΗ
- ⊕ **ΤΡΑΥΛΟΣ ΝΙΚΟΛΑΟΣ, 2001:** ΑΔΗΜΟΣΙΕΥΤΗ ΜΕΛΕΤΗ, «Η ΑΝΑΠΤΥΞΗ ΣΥΣΤΗΜΑΤΩΝ ΕΤΑΙΡΙΚΗΣ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗΣ ΣΤΙΣ ΔΙΕΘΝΕΙΣ ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΕΣ»
- ⊕ **ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΔΗΜΟΚΡΑΤΙΑ, ΕΠΙΤΡΟΠΗ ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΑΣ:** ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ ΔΙΑΘΕΣΗΣ 1.1.99-30.6.01, (18/12/2001)
- ⊕ **ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΔΗΜΟΚΡΑΤΙΑ, ΕΠΙΤΡΟΠΗ ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΑΣ:** ΔΙΑΘΕΣΗ ΕΩΣ ΤΗΝ 31/12/2000 ΤΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΠΟΥ ΠΡΟΕΚΥΨΑΝ ΑΠΟ ΤΗΝ ΕΚΔΟΣΗ ΝΕΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ ΜΕ ΚΑΤΑΒΟΛΗ ΜΕΤΡΗΤΩΝ, (21/06/2001)

- ⊕ G. PAPAIOANNOU, E. STROCK, N. TRAVLOS: “OWNERSHIP STRUCTURE AND CORPORATE LIQUIDITY POLICY”, JOURNAL OF MANAGERIAL AND DECISION ECONOMICS, VOL 13, (1992), 4, pp 315.
- ⊕ S. MYERS: “DETERMINANTS OF CORPORATE BORROWING”, JOURNAL OF FINANCIAL ECONOMICS, 5, (1977), pp147 – 175.
- ⊕ M. JENSEN: “AGENCY COSTS OF FREE CASH FLOW, CORPORATE FINANCE AND TAKEOVERS”, AMERICAN ECONOMIC REVIEW, VOL 76, 2, 5/1986, pp 323 – 329.
- ⊕ OPLER, PINKOWITZ, STULS, WILLIAMSON: “THE DETERMINANTS AND IMPLICATIONS OF CORPORATE HOLDINGS”, JOURNAL OF FINANCIAL ECONOMICS, 52, (1999), pp 3-46.
- ⊕ B. MINTON, H. WRUCK: “FINANCIAL CONSERVATISM: EVIDENCE ON CAPITAL STRUCTURE FROM LPW LEVERAGE FIRMS “, UNPUBLISHED PAPER, THE OHIO STATE UNIVERSITY, 7/2001.
- ⊕ M. BRADLEY, G. JARREL, E. KIM: “ON THE EXISTENCE OF AN OPTIMAL CAPITAL STRUCTURE”, JOURNAL OF FINANCE, 39, 3, (1984).
- ⊕ AGRAWAL & NAGARAJAN: “CORPORATE CAPITAL STRUCTURE, AGENCY COSTS AND OWNERSHIP CONTROL: THE CASE OF ALL EQUITY FIRMS», JOURNAL OF FINANCE, VOL XLV, No 4, pp 1325 – 1336.
- ⊕ J. BASKIN: “ CORPORATE LIQUIDITY IN GAMES OF MONOPOLY POWER”, THE REVIEW OF ECONOMICS AND STATISTICS, 64, (1987), pp 312 – 319
- ⊕ J. HASBROUCK: “THE CHARACTERISTICS OF TAKEOVER TARGETS, Q AND OTHER MEASURES”, JOURNAL OF BANKING AND FINANCE, 9, (1985), pp 351 - 362
- ⊕ KIM, MAUER, SHERMAN: “THE DETERMINANTS OF CORPORATE LIQUIDITY: THEORY AND EVIDENCE”, JOURNAL OF FINANCIAL AND QUANTITATIVE ANALYSIS, VOL 3, (1998), NO 3, pp 335 – 359.
- ⊕ FAZZARI & PETERSEN: “WORKING CAPITAL AND FIXED INVESTMENT: NEW EVIDENCE OF FINANCING CONSTRAINTS”, RAND JOURNAL OF ECONOMICS, 23, AUTUMN 1993, pp 328 – 342.
- ⊕ OPLER, PINKOWITZ, STULZ, WILLIAMSON: “CORPORATE CASH HOLDINGS”, JOURNAL OF APPLIED CORPORATE FINANCE, 2001, 14, 1, PP 55-66
- ⊕ AMIHUD: “LIQUIDITY AND COST OF CAPITAL IMPLICATIONS FOR CORPORATE MANAGEMENT”, FINANCIAL MANAGEMENT, SPRING 1986.
- ⊕ PINEGAR & WILBRICHT: “WHAT MANAGERS THINK OF CAPITAL STRUCTURE THEORY: A SURVEY”, FINANCIAL MANAGEMENT, WINTER, PP 82- 91,
- ⊕ CONAUGHY, WLAKER, ET AL: “FOUNDING FAMILY CONTROLLED FIRMS: EFFICIENCY AND VALUE”, REVIEW OF FINANCIAL ECONOMICS, VOL 7, 1,1998.
- ⊕ WARFIELD, WILD: “MANAGERIAL OWNERSHIP, ACCOUNTING CHOICES, AND INFORMATIVENESS OF EARNINGS”, JOURNAL OF ACCOUNTING AND ECONOMICS, 20, 1995.
- ⊕ BHARGAVA, ET AL: “PREDICTING BANKRUPTCY IN THE RTAIL SECTOR: AN EXAMINATION OF THE VALIDITY OF KEY MEASURES OF PERFORMANCE”, JOURNAL OF RETAILING AND CONSUMER SERVICES, 5, 1998

## EMIIPIKH EPEYNA

- ⊕ **BRUINSHOOFD, KOOL: “THE DETERMINANTS OF CORPORATE LIQUIDITY IN THE NEDERLANDS”, DEPARTMENT OF ECONOMICS, MAASTRICHT UNIVERSITY, NEDRALANDS, UNPUBLISHED PAPER, 10/2001**
- ⊕ **PINKOWITZ: “THE MARKET FOR CORPORATE CONTROL AND CORPORATE CASH HOLDINGS”, THE OHIO STATE UNIVERSITY, USA, 11/1998, UNPUBLISHED PAPER**
- ⊕ **DEGRYSE: “INVESTMENT SPENDING IN THE NETHERLANDS: ASYMMETRIC INFORMATION OR MANAGERIAL DISCRETION?» K.U. LEUVEN AND TILBOURG UNIVERSITY, UNPUBLISHED PAPER, 5/2001**
- ⊕ **FAN, WONG: “CORPORATE OWNERSHIP STRUCTURE AND THE INFORMATIENESS OF ACCOUNTING EARNINGS IN EAST ASIA”, JOURNAL OF ACCOUNTING AND ECONOMICS, ARTICLE IN RESS**
- ⊕ **WANG: “LIQUIDITY MANAGEMENT, OPERATING PERFORMANCE AND CORPORATE VALUE: EVIDENCE FROM JAPAN AND TAIWAN”, JOURNAL OF MULTINATIONAL FINANCIAL MANAGEMENT, 12, 2002**
- ⊕ **LANG, ET AL: “LEVERAGE, INVESTMENT, AND FIRM GROWTH”, JOURNAL OF FINANCIAL ECONOMICS, 40, 1996**
- ⊕ **MORELLEC: “ASSET LIQUIDITY, CAPITAL STRUCTURE AND SECURED DEBT”, JOURNAL OF FINANCIAL ECONOMICS, 61, 2001**
- ⊕ **AUDRETSCH & ELSTON: “DOES FIRM SIZE MATTER? EVIDENCE ON THE IMPACT OF LIQUIDITY CONSTRAINTS ON FIRM INVESTMENT BEHAVIOUR IN GERMANY”, INTERNATIONAL JOURNAL OF INDUSTRIAL ORGANIZATION, 20, 2002**
- ⊕ **DE ANGELO ET AL: “ASSET LIQUIDITY, DEBT COVENANTS, AND AMANGERIAL DISCRETION IN FINANCIAL DISTRESS: THE COLLAPSION OF LA GEAR”, JOURNAL OF FINANCIAL ECONOMICS, ARTICLE IN PRESS**