

**Τ.Ε.Ι. ΚΡΗΤΗΣ**



**Σχολή Διοίκησης και Οικονομίας**

**ΤΜΗΜΑ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗΣ**

**ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ**

**«ΛΟΓΙΣΤΙΚΗ ΚΑΙ ΕΛΕΓΚΤΙΚΗ»**

**Προσδιοριστικοί παράγοντες διαχείρισης του κεφαλαίου κίνησης**

**Διπλωματική Εργασία**

που υποβλήθηκε στο Τμήμα Λογιστικής του Τ.Ε.Ι. ΚΡΗΤΗΣ

ως μέρος των απαιτήσεων για την απόκτηση

Μεταπτυχιακού διπλώματος Ειδίκευσης στην Λογιστική και Ελεγκτική

από την

**Αρχάβλη Ελένη**

Ηράκλειο

Μάιος 2012

## **ΔΗΛΩΣΗ ΑΥΘΕΝΤΙΚΟΤΗΤΑΣ**

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

## **ΤΡΙΜΕΛΗΣ ΕΞΕΤΑΣΤΙΚΗ ΕΠΙΤΡΟΠΗ**

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

- Καθηγητής Κ. Συριόπουλος (Επιβλέπων καθηγητής)
- Αναπλ. Καθηγητής Θ. Σταματόπουλος (Μέλος)
- Επικ. Καθηγητής Ι. Σώρρος (Μέλος)

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

## **ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ**

Για την ολοκλήρωση της παρούσας διπλωματικής, νιώθω το χρέος να εκφράσω τις ειλικρινείς μου ευχαριστίες πρώτα στον επιβλέποντα καθηγητή κ. Κωνσταντίνο Συριόπουλο, για την πολύτιμη βοήθεια του και το άριστο κλίμα συνεργασίας, καθ' όλη την διάρκεια της εκπόνησης της διπλωματικής μου εργασίας.

Θα ήθελα να ευχαριστήσω όλα τα μέλη της επιβλέπουσας επιτροπής για τις χρήσιμες και ουσιαστικές παρατηρήσεις που συνέβαλλαν στην ουσιαστική βελτίωση της παρούσας εργασίας.

Επιπρόσθετα, θα ήθελα να ευχαριστήσω όλους τους καθηγητές για την συνεργασία και τις γνώσεις που μου πρόσφεραν κατά την διάρκεια των μεταπτυχιακών μου σπουδών.

Τέλος καθοριστική υπήρξε η συμβολή της οικογένεια μου, για αυτήν την προσπάθεια, καθώς και η αδιάκοπη στήριξη και υπομονή που έδειξαν καθ' όλη την διάρκεια των σπουδών μου.

Αρχάβλη Ελένη

Μάιος 2012

## ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

ΚΑΤΑΛΟΓΟΣ ΠΙΝΑΚΩΝ .....	7
ΠΕΡΙΛΗΨΗ.....	8
ABSTRACT .....	10
ΕΙΣΑΓΩΓΗ.....	11
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1 ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΚΙΝΗΣΗΣ ( WORKING CAPITAL) .....	14
1.1 ΒΑΣΙΚΕΣ ΕΝΝΟΙΕΣ .....	14
1.1.1 Ο ΚΥΚΛΟΣ ΤΑΜΕΙΑΚΗΣ ΜΕΤΑΤΡΟΠΗΣ ΚΑΙ Η ΣΧΕΣΗ ΤΟΥ ΜΕ ΤΟ ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΚΙΝΗΣΗΣ.....	17
1.1.2 ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑ ΚΑΙ ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑ ΚΑΙ ΟΙ ΣΧΕΣΕΙΣ ΤΟΥΣ ΜΕ ΤΟ ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΚΙΝΗΣΗΣ.....	21
1.2 ΜΕΓΕΘΟΣ ΚΑΙ ΕΠΑΡΚΕΙΑ ΤΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ ΚΙΝΗΣΗΣ .....	27
1.3 ΠΟΛΙΤΙΚΕΣ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗΣ ΤΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ ΚΙΝΗΣΗΣ ΚΑΙ ΟΙ ΕΠΙΠΤΩΣΕΙΣ ΤΟΥΣ.....	31
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2 ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗ ΤΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ ΚΙΝΗΣΗΣ .....	35
2.1 Η ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΙΚΗ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗ ΤΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ ΚΙΝΗΣΗΣ .....	35
2.2 ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ ΚΙΝΗΣΗΣ.....	38
2.3 ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΚΗ ΕΠΙΣΚΟΠΗΣΗ .....	45
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3 ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ ΕΡΕΥΝΑΣ ΚΑΙ ΕΡΕΥΝΗΤΙΚΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ 67	
3.1 ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ ΕΡΕΥΝΑΣ.....	67
3.1.1 ΕΡΕΥΝΗΤΙΚΟΙ ΣΤΟΧΟΙ.....	67
3.1.2 ΠΕΡΙΟΡΙΣΜΟΙ ΤΗΣ ΕΡΕΥΝΑΣ .....	67
3.1.3 ΣΥΛΛΟΓΗ ΔΕΔΟΜΕΝΩΝ .....	68
3.2 ΟΙΚΟΝΟΜΕΤΡΙΚΗ ΕΦΑΡΜΟΓΗ.....	69
3.2.1 ΕΙΣΑΓΩΓΙΚΑ.....	69
3.2.2 ΑΠΟΣΑΦΗΝΙΣΗ ΜΕΤΑΒΛΗΤΩΝ.....	69
3.2.3 ΑΠΟΣΑΦΗΝΙΣΗ ΜΟΝΤΕΛΩΝ .....	72
3.2.4 ΠΕΡΙΓΡΑΦΙΚΗ ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΗ.....	75
3.2.5 ΣΥΣΧΕΤΙΣΕΙΣ ΜΕΤΑΒΛΗΤΩΝ.....	77

3.2.6 ΑΝΑΛΥΣΗ ΠΑΛΙΝΔΡΟΜΗΣΗΣ .....	81
3.3 ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ .....	91
ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ.....	92
ΑΡΘΡΟΓΡΑΦΙΑ – ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ .....	97
ΠΑΡΑΡΤΗΜΑΤΑ .....	107

## ΚΑΤΑΛΟΓΟΣ ΠΙΝΑΚΩΝ

Πίνακας 1 Περιγραφικές στατιστικές των μεταβλητών της 1 <sup>ης</sup> ερευνητικής υπόθεσης .....	75
Πίνακας 2 Περιγραφικές στατιστικές των μεταβλητών της 2 <sup>ης</sup> ερευνητικής υπόθεσης .....	76
Πίνακας 3 Περιγραφικές στατιστικές των μεταβλητών της 3 <sup>ης</sup> ερευνητικής υπόθεσης .....	77
Πίνακας 4 Συσχέτιση μεταβλητών της 1 <sup>ης</sup> ερευνητικής υπόθεσης .....	78
Πίνακας 5 Συσχέτιση μεταβλητών της 2 <sup>ης</sup> ερευνητικής υπόθεσης .....	79
Πίνακας 6 Συσχέτιση μεταβλητών της 3 <sup>ης</sup> ερευνητικής υπόθεσης .....	79
Πίνακας 7.....	82
Πίνακας 8.....	82
Πίνακας 9.....	83
Πίνακας 10.....	83
Πίνακας 11.....	84
Πίνακας 12.....	84
Πίνακας 13.....	85
Πίνακας 14.....	86
Πίνακας 15.....	86
Πίνακας 16.....	87
Πίνακας 17.....	89
Πίνακας 18.....	90

## ΠΕΡΙΛΗΨΗ

**Σκοπός:** Ο σκοπός της παρούσας διπλωματικής εργασίας είναι η διερεύνηση της επίδρασης των προσδιοριστικών παραγόντων του κεφαλαίου κίνησης στην αποδοτικότητα, στην κερδοφορία και στην αγοραία αξία των επιχειρήσεων.

**Μεθοδολογία:** Η παρούσα ερευνητική προσέγγιση βασίζεται στην εξέταση 211 εισηγμένων εταιριών στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών (Χ.Α.Α.) για την χρονική περίοδο έξι ετών, από το 2005 μέχρι το 2010 και στην εφαρμογή γραμμικών παλινδρομήσεων επαναλαμβανόμενων διαστρωματικών στοιχείων (panel data), για την εξέταση των προκαθορισμένων ερευνητικών υποθέσεων.

**Ευρήματα:** Σύμφωνα με τα οικονομετρικά ευρήματα της μελέτης, η αύξηση του αριθμού των ημερών που οι επιχειρήσεις εισπράττουν και αποπληρώνουν τους λογαριασμούς τους, επηρεάζει αρνητικά την κερδοφορία τους (εκφρασμένη σε όρους μεικτών λειτουργικών κερδών). Κατά συνέπεια, όπως είναι αναμενόμενο, η κερδοφορία επηρεάζεται αρνητικά από την αύξηση του κύκλου μετατροπής μετρητών, ενώ ανάλογη είναι η σχέση κερδών - υποχρεώσεων των επιχειρήσεων. Αντίθετα η αύξηση του μεγέθους των επιχειρήσεων (εκφρασμένες με λογαριθμική μορφή των πωλήσεων) και η αύξηση των παγίων χρηματοοικονομικών στοιχείων των επιχειρήσεων, επηρεάζουν θετικά την κερδοφορία τους. Παράλληλα, σκιαγραφείτε ότι, οι αποδόσεις των περιουσιακών στοιχείων των επιχειρήσεων μειώνονται, καθώς αυξάνεται, ο κύκλος μετατροπής μετρητών, το μέγεθος του κυκλοφορούντος ενεργητικού σε σχέση με τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις των επιχειρήσεων, οι ίδιες οι βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις, και τα συνολικά χρέη των επιχειρήσεων. Αντίθετα η αύξηση του κυκλοφορούντος ενεργητικού σε σχέση με το σύνολο των περιουσιακών στοιχείων των επιχειρήσεων, ασκεί θετική επιρροή στην αποδοτικότητα τους. Τέλος, ανάλογη (αρνητική), είναι η σχέση που παρατηρείται ανάμεσα σε όλους τους παραπάνω χρηματοοικονομικούς δείκτες και την αγοραία αξία των επιχειρήσεων.

**Περιορισμοί της έρευνας:** Ο βασικός περιορισμός της παρούσας έρευνας είναι ότι η χρησιμοποίηση ενός δείγματος εισηγμένων εταιριών δεν επιτρέπει τη γενικοποίηση των συμπερασμάτων αναφορικά με όλες τις υπάρχουσες εισηγμένες εταιρίες.



**Πρωτοτυπία:** Η παρούσα διπλωματική εργασία παρέχει νέα ευρήματα για τις επιδράσεις των προσδιοριστικών παραγόντων του κεφαλαίου κίνησης στην αποδοτικότητα, στην κερδοφορία και στην αγοραία αξία των εισηγμένων επιχειρήσεων.

**Λέξεις κλειδιά:** Διαχείριση κεφαλαίου κίνησης, Κύκλος ταμειακής μετατροπής, Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών

## ABSTRACT

**Purpose:** The purpose of this thesis is to investigate the effects of the determinants of working capital on the efficiency, profitability and market value of firms

**Methodology:** This research approach is based on the examination of 211 listed on the Athens Stock Exchange firms for a period of six years from 2005 to 2010 and the application of linear regressions of panel data in order to examine the predetermined research hypotheses.

**Findings:** According to the econometric findings of the study, an increase in the number of days that companies collect and pay back bills affect negatively their profitability (expressed in gross operating profit). Thus as expected profitability is negatively affected by increasing the cash conversion cycle and follows a similar relationship between profit-business obligations. Unlike the increase in business size (expressed in logarithmic form of sales) and the increase of fixed financial assets positively affect business profitability. Furthermore, outlined that the odds of companies' assets, fall as cash conversion cycle, the size of current assets in terms of current liabilities of enterprises, the same short-term liabilities and total debt of companies increase. Unlike the increase of current assets relative to total assets of enterprises has a positive influence on efficiency. Finally, a similar (negative) is the observed relationship between all financial ratios above and the market value of the companies.

**Limitations of the research:** The main limitation of this research is that examining a sample of listed firms does not allow for generalization of conclusions for all listed firms.

**Originality:** This thesis provides new evidence for the effects of the determinants of working capital on the efficiency, profitability and market value of listed firms.

**Keywords:** Working capital management, Cash conversion cycle, Athens Stock Exchange

## ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Σε μια εποχή που ο παγκόσμιος ανταγωνισμός διαβρώνει τις τιμές και τα περιθώρια κέρδους είναι χαμηλά, οι εταιρείες χρειάζονται ταμειακά διαθέσιμα για την επέκτασή τους στο εσωτερικό ή στο εξωτερικό μιας χώρας, για επενδύσεις σε νέες τεχνολογίες και προϊόντα, καθώς και για να αποπληρώνουν το χρέος τους, μετατρέποντας το κεφάλαιο κίνησης από πηγή μετρητών, σε ένα σημαντικό εργαλείο διαχείρισης των επιχειρήσεων.

Τα περιουσιακά στοιχεία σε μια εμπορική επιχείρηση αποτελούνται από δύο ειδών στοιχεία: τα πάγια περιουσιακά στοιχεία και τα κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία. Τα πάγια στοιχεία ενεργητικού περιλαμβάνουν τη γη, τα κτίρια, τις εγκαταστάσεις, τα έπιπλα, κ.λπ., τα οποία αντιπροσωπεύουν το μέρος του κεφαλαίου της επιχείρησης που καλείται εντάσεως παγίου κεφαλαίου, δημιουργώντας παραγωγική ικανότητα, η οποία χρησιμοποιείται για την αύξηση της παραγωγικής διαδικασίας. Η μορφή των εν λόγω περιουσιακών στοιχείων δεν μεταβάλλεται, κατά τη συνήθη πορεία, σε αντίθεση με τα κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία, που αποτελούνται από τις πρώτες ύλες, την παραγωγή σε εξέλιξη, τα έτοιμα προϊόντα, τα γραμμάτια εισπρακτέα, τα μετρητά, τις τραπεζικές καταθέσεις κλπ. και τα οποία αντιπροσωπεύουν την χρήση των παγίων περιουσιακών στοιχείων ανά ημέρα εργασίας, που προορίζονται να υφίστανται συνεχείς μεταβολές κατά την διάρκεια της χρήσης, όπως οι πρώτες ύλες γίνονται έτοιμα προϊόντα, τα έτοιμα προϊόντα απαιτήσεις, οι απαιτήσεις μετρητά και τα μετρητά πρώτες ύλες.

Το κυκλοφορούν ενεργητικό ονομάζεται και κεφάλαιο κίνησης, το οποίο μπορεί να θεωρηθεί ως η ψυχή της επιχείρησης, γιατί αναφέρεται σε αυτό το μέρος του κεφαλαίου της επιχείρησης, το οποίο απαιτείται, για τη χρηματοδότηση των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων της. (Λαζαρίδης & Παπαδόπουλος, 2005) Τα υπερβολικά επίπεδα των κυκλοφορούντων περιουσιακών στοιχείων μπορούν εύκολα να οδηγήσουν την επιχείρηση τόσο σε μετρίου αποδόσεις περιουσιακών στοιχείων, όσο και σε ελλείψεις αποθεμάτων λόγω της χαμηλής ρευστότητας της, με αποτέλεσμα να εμφανίζει δυσκολίες στη διατήρηση της ομαλής πορείας των εργασιών της με αρνητική επίδραση στην κερδοφορία της.

Η διαχείριση των αποθεμάτων αποτελεί μια σημαντική ευθύνη για τη διοίκηση ενός παραγωγικού συστήματος. Το πρόβλημα διαχείρισης αποθεμάτων ορίζεται ως το

πρόβλημα εξισορρόπησης, μεταξύ του κόστους έλλειψης και του κόστους πλεονάσματος αποθεμάτων. Ένας σωστός σχεδιασμός διαχείρισης αποθεμάτων αποσυνδέει το παραγωγικό σύστημα από τις διακυμάνσεις της ζήτησης, διατηρεί την ομαλή ροή στην παραγωγική της διαδικασία, ενώ παράλληλα αυξάνει το ρυθμό παραγωγής και ελαττώνει το κόστος της.

Οι απαιτήσεις (ή εισπρακτέοι λογαριασμοί) ορίζονται ως, το αποτέλεσμα της πώλησης με πίστωση (Afza & Nazir, 2009a), επηρεάζονται τόσο από την εκάστοτε πιστωτική πολιτική μιας επιχείρησης, όσο και από το μεταβαλλόμενο οικονομικό περιβάλλον. Τα άλλα δυο στοιχεία του κυκλοφορούντος ενεργητικού, είναι τα ρευστά διαθέσιμα και τα διαπραγματεύσιμα χρεόγραφα. Η διατήρηση μεγάλου ύψους ρευστών διαθεσίμων μειώνει τον κίνδυνο έλλειψης ρευστότητας. Από την άλλη, υπάρχει το κόστος ευκαιρίας από την διατήρηση ρευστών στο ταμείο, καθώς τα χρήματα αυτά θα μπορούσαν να επενδυθούν σε διαπραγματεύσιμα χρεόγραφα. Σε γενικές γραμμές, τα κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία θεωρούνται ένα από τα σημαντικά συστατικά της επιχείρησης και αντιπροσωπεύουν συχνά, περισσότερο από το μισό του συνολικού ενεργητικού μιας επιχείρησης.

Αυτοί είναι κυρίως οι δύο σημαντικοί λόγοι (απαιτήσεις και αποθέματα) για τους οποίους η διαχείριση του κεφαλαίου κίνησης είναι ιδιαίτερα σημαντική. Μια επιχείρηση μπορεί να είναι σε θέση να μειώσει τις επενδύσεις της σε πάγια στοιχεία ενεργητικού, είτε από την ενοικίαση είτε από τη χρηματοδοτική μίσθωση εγκαταστάσεων και μηχανημάτων, ενώ η ίδια πολιτική δεν μπορεί να ακολουθηθεί για τα συστατικά του κεφαλαίου κίνησης. Το υψηλό επίπεδο των κυκλοφορούντων περιουσιακών στοιχείων μπορεί να μειώσει τον κίνδυνο ρευστότητας, ο οποίος συνδέεται με το κόστος ευκαιρίας των κεφαλαίων, τα οποία κεφάλαια, μπορεί να έχουν επενδυθεί σε μακροπρόθεσμα στοιχεία ενεργητικού. Τέλος, η διαχείριση του κεφαλαίου κίνησης παίζει σημαντικό ρόλο στις αποφάσεις της διοίκησης, έχοντας αντίκτυπο στην επιτυχία ή στην αποτυχία του έργου της, διότι η διαχείριση του κεφαλαίου κίνησης επηρεάζει άμεσα την κερδοφορία των επιχειρήσεων.

Σκοπός της παρούσας διπλωματικής εργασίας, είναι η διερεύνηση της σχέσης μεταξύ των προσδιοριστικών παραγόντων του κεφαλαίου κίνησης στην κερδοφορία, στην αποδοτικότητα και στην αγοραία αξία των Ελληνικών εισηγμένων επιχειρήσεων, με στόχο

την παροχή αιτιολογικής βάσης για την εξεύρεση λύσεων που αναφέρονται στη δημιουργία αξίας για τους μετόχους τους.

Η παρούσα διπλωματική εργασία είναι δομημένη ως εξής: στο πρώτο κεφάλαιο παρουσιάζεται το θεωρητικό υπόβαθρο που διέπει το κεφάλαιο κίνησης, στο δεύτερο κεφάλαιο καταγράφεται η διεθνής βιβλιογραφία που συνδέεται με τη διαχείριση του κεφαλαίου κίνησης και την επίδραση των προσδιοριστικών παραγόντων του στην αποδοτικότητα, στην κερδοφορία και στην αγοραία αξία των επιχειρήσεων και στο τρίτο κεφάλαιο, επιχειρείται η οικονομετρική ανάλυση με σκοπό την εξαγωγή συμπερασμάτων αναφορικά με τις ελληνικές εισηγμένες επιχειρήσεις και τις πρακτικές διαχείρισης του κεφαλαίου κίνησης τους στα προαναφερθέντα ζητήματα. Τέλος, παρατίθενται τα συμπεράσματα.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1 ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΚΙΝΗΣΗΣ ( WORKING CAPITAL)

### 1.1 ΒΑΣΙΚΕΣ ΕΝΝΟΙΕΣ

Λόγω της τρέχουσας οικονομικής ύφεσης, η οποία χαρακτηρίζεται από την έλλειψη ρευστότητας, την αύξηση των πτωχεύσεων και τις διακυμάνσεις της ζήτησης, οι επιχειρήσεις έχουν επικεντρωθεί πλέον στη συνεργασία των πολιτικών διαχείρισης του κεφαλαίου κίνησης. Παραδοσιακά, το ενδιαφέρον στον τομέα χρηματοδότησης των επιχειρήσεων ήταν στραμμένο στις μακροπρόθεσμες οικονομικές αποφάσεις των διοικούντων σχετικά με την κεφαλαιακή διάρθρωση, τα μερίσματα, τις επενδύσεις και τις αποφάσεις για την αποτίμηση των επιχειρήσεων. Ωστόσο, οι βραχυπρόθεσμες απαιτήσεις και υποχρεώσεις είναι σημαντικά συστατικά του συνολικού ενεργητικού και η διαχείριση αυτών, δικαιολογεί μια προσεκτική έρευνα, δεδομένου ότι, η διαχείριση του κεφαλαίου κίνησης διαδραματίζει σημαντικό ρόλο τόσο στην κερδοφορία των επιχειρήσεων και όσο και των κινδύνων τους.

Ο ισολογισμός βοηθά κυρίως στη μελέτη της χρηματοοικονομικής ισορροπίας της επιχείρησης, η οποία προκύπτει από τη συσχέτιση της ρευστότητας των ενεργητικών στοιχείων (ο χρόνος που απαιτείται για τη μετατροπή των ενεργητικών στοιχείων σε μετρητά), με την απαιτητικότητα που έχουν οι πηγές των κεφαλαίων. Οι τρεις μεταβλητές της χρηματοοικονομικής ισορροπίας είναι: το κεφάλαιο κίνησης, οι ανάγκες σε κεφάλαιο κίνησης και το ταμειακό αποτέλεσμα. Το ταμειακό αποτέλεσμα μετρά τη συνολική ρευστότητα της επιχείρησης, δια μέσου των λογαριασμών του κυκλοφορούντος ενεργητικού και υπολογίζεται ως η διαφορά ανάμεσα στο κεφάλαιο κίνησης και στις ανάγκες σε κεφάλαιο κίνησης

Το κεφάλαιο κίνησης είναι η βάση της επιβίωσης των επιχειρήσεων, καθώς η ανεπάρκεια και η κακή διαχείριση του, αποτελεί μια από τις σπουδαιότερες αιτίες των πτωχεύσεων. Αποτελεί το πλεόνασμα των μακροπρόθεσμων κεφαλαίων πάνω στο καθαρό πάγιο ενεργητικό και αντιπροσωπεύει το μέρος των μακροπρόθεσμων κεφαλαίων (ίδια

κεφάλαια και μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις) που προορίζονται για τη χρηματοδότηση του κύκλου εκμετάλλευσης των επιχειρήσεων.

Αναφορικά με την ελληνική βιβλιογραφία, (Λαζαρίδης & Παπαδόπουλος, 2005; Βασιλείου & Ηρειώτης, 2008 ) ως κεφάλαιο κίνησης (working capital) μιας επιχείρησης ορίζεται το κυκλοφορούν ενεργητικό της<sup>1</sup> και αποτελεί το σύνολο των χρησιμοποιημένων κεφαλαίων για την αντιμετώπιση των τρεχουσών αναγκών της. Υπάρχουν πολλοί λόγοι για τη σημασία της διαχείρισης του κεφαλαίου κίνησης. Η αντικειμενική βάση της διαχείρισης του κεφαλαίου κίνησης, αναφέρεται στην ορθή λήψη αποφάσεων σχετικά με τις επενδύσεις του κυκλοφορούν ενεργητικού με την χρήση των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων, δηλαδή η κατάλληλη διαχείριση των τρεχόντων περιουσιακών στοιχείων και των τρεχουσών υποχρεώσεων με τέτοιο τρόπο, ώστε το κεφάλαιο κίνησης να διατηρείται σε ικανοποιητικό επίπεδο. Αυτός είναι και ο λόγος που χρησιμοποιείται ο όρος «καθαρό κεφάλαιο κίνησης» (ή μόνιμο κεφάλαιο κίνησης – net working capital), ως η διαφορά μεταξύ κυκλοφορούντος ενεργητικού και βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων.

Ο γενικός όρος κεφάλαιο κίνησης χρησιμοποιείται με δύο έννοιες. Σύμφωνα με την πρώτη έννοια, το κεφάλαιο κίνησης ορίζεται ως το σύνολο του κυκλοφορούντος ενεργητικού και λέγεται συνολικό κεφάλαιο κίνησης, δηλαδή κάθε τι που μπορεί να μετατραπεί σχετικά εύκολα και γρήγορα σε μετρητά, όπως είναι τα διαθέσιμα, οι απαιτήσεις, τα εμπορεύματα, πρώτες ύλες κ.λπ. Σύμφωνα με τη δεύτερη έννοια, ο όρος χρησιμοποιείται για να δηλώσει την υπεροχή του κυκλοφορούντος ενεργητικού έναντι των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων και λέγεται καθαρό κεφάλαιο κίνησης. Γίνεται φανερό ότι μια επιχείρηση μπορεί να αυξήσει το καθαρό κεφάλαιο κίνησης της, είτε αυξάνοντας περισσότερο το κυκλοφορούν ενεργητικό της, είτε μειώνοντας τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της. Έτσι, το καθαρό κεφάλαιο κίνησης μπορεί να είναι θετικό, μηδενικό ή αρνητικό. Όσο το καθαρό κεφάλαιο μειώνεται, η απόδοση της επιχείρησης τείνει να αυξάνεται, έχοντας ως συνέπεια τον αυξημένο κίνδυνο έλλειψης ρευστότητας.

---

<sup>1</sup> Το κυκλοφορούν ενεργητικό αναφέρεται συχνά και ως συνολικό κεφάλαιο κίνησης ή μικρό κεφάλαιο κίνησης (gross working capital)

Ο σύγχρονος όρος της μόχλευσης του κεφαλαίου κίνησης, σε σχέση με τον παραδοσιακό όρο του δείκτη της μόχλευσης<sup>2</sup> ο οποίος χαρακτηρίζεται ως ασταθής έννοια (Sinha, 2011), γιατί δεν λάμβανε στο αποτέλεσμα της μόχλευσης την περίπτωση αύξησης του κυκλοφορούντος ενεργητικού, αναφέρεται στην ελαστικότητα του κυκλοφορούντος ενεργητικού προς την απόδοση επενδύσεων (ROI) και ορίζεται ως η καθαρή λειτουργική μόχλευση κεφαλαίου κίνησης.

Το κεφάλαιο κίνησης πρέπει να πληροί τις βραχυπρόθεσμες οικονομικές ανάγκες μιας επιχείρησης, καθώς είναι ένα κεφάλαιο εμπορικών συναλλαγών που δεν διατηρείται στην επιχείρηση σε μια συγκεκριμένη μορφή, για περισσότερο από ένα χρόνο. Τα χρήματα που επενδύονται, αλλάζουν μορφή και ουσία, κατά τη συνήθη πορεία των επιχειρηματικών δραστηριοτήτων. Η ανάγκη για τη διατήρηση ενός επαρκούς κεφαλαίου κίνησης δύσκολα μπορεί να αμφισβητηθεί (Jarvis et al. 1996). Ακριβώς όπως, η κυκλοφορία του αίματος είναι πολύ απαραίτητη στο ανθρώπινο σώμα για τη διατήρηση της ζωής, έτσι και η ροή των κεφαλαίων είναι απαραίτητη για τη διατήρηση των επιχειρήσεων. Αν γίνεται αδύναμη, η επιχείρηση δύσκολα μπορεί να ευημερήσει και να επιβιώσει. Η έλλειψη σε κεφάλαιο κίνησης είναι μια σημαντική αιτία, αν όχι η σημαντικότερη αιτία της επιχειρηματικής αποτυχίας, σε πολλές ανεπτυγμένες και αναπτυσσόμενες χώρες. Η επιτυχία μιας επιχείρησης εξαρτάται τελικά, από την ικανότητά της να παράγει ταμειακές εισπράξεις περισσότερο από τις εκταμιεύσεις της. Τα προβλήματα ταμειακής ροής των πολλών μικρών επιχειρήσεων, επιδεινώνεται από την κακή οικονομική τους διαχείριση και ιδίως από την έλλειψη προγραμματισμού των ταμειακών αναγκών τους.

Συμπερασματικά, ο σωστός σχεδιασμός και προγραμματισμός τόσο των κυκλοφορούντων περιουσιακών στοιχείων όσο και των υποχρεώσεων, προκειμένου να εξαλειφθεί οποιοσδήποτε κίνδυνος, τόσο αδυναμίας πληρωμής των υποχρεώσεων όσο και υπερβολικών βραχυπρόθεσμων κεφαλαίων, είναι κρίσιμης σημασίας για την αποτελεσματική διαχείριση του κεφαλαίου κίνησης.

---

<sup>2</sup> [Βραχυπρόθεσμες Τραπεζικές Υποχρεώσεις / Αποθέματα + Απαιτήσεις - (Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις - Βραχυπρόθεσμες Τραπεζικές Υποχρεώσεις)]



### *1.1.1 Ο ΚΥΚΛΟΣ ΤΑΜΕΙΑΚΗΣ ΜΕΤΑΤΡΟΠΗΣ ΚΑΙ Η ΣΧΕΣΗ ΤΟΥ ΜΕ ΤΟ ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΚΙΝΗΣΗΣ*

Η λειτουργία μια επιχείρησης μπορεί να απεικονισθεί με την χρήση ενός διαγράμματος ταμειακού κύκλου (cash flow cycle). Η διαδικασία ξεκινάει με την αγορά πρώτων υλών, δημιουργώντας ένα πληρωτέο λογαριασμό, στην συνέχεια μετατρέπονται αυτά τα υλικά σε αποθέματα τελικών προϊόντων και ο κύκλος ολοκληρώνεται, με την πώληση τους και τη δημιουργία ενός εισπρακτέου λογαριασμού. Ο λειτουργικός κύκλος (Operational Cycle – O.C.) και ο κύκλος μετατροπής μετρητών (Cash Conversion Cycle – C.C.C.) είναι τα πιο δυναμικά και δημοφιλή μέτρα της διαχείρισης του κεφαλαίου κίνησης, τα οποία συνδέονται μεταξύ τους με την διαχείριση της ρευστότητας.

Ο λειτουργικός κύκλος της επιχείρησης, παρέχει πληροφόρηση σχετικά με το χρονικό διάστημα που μεσολαβεί από την αγορά των αποθεμάτων από τους προμηθευτές μέχρι την είσπραξη των απαιτήσεων από την πώληση των αποθεμάτων στους πελάτες, δηλαδή παρέχει πληροφόρηση για τις ανάγκες χρηματοδότησης των κύριων ενεργητικών στοιχείων του κεφαλαίου κίνησης της επιχείρησης (αποθέματα και απαιτήσεις). Οι Richards & Laughlin (1980), πρότειναν την χρήση του κύκλου ταμειακής μετατροπής ή αλλιώς του κύκλου μετατροπής μετρητών (C.C.C.)<sup>3</sup> για τον υπολογισμό της ρευστότητας των επιχειρήσεων συμπληρωματικά με τους παραδοσιακούς δείκτες.

Συχνά η διαχείριση του κεφαλαίου κίνησης ορίζεται και ως ο κύκλος μετατροπής μετρητών (DeLoof, 2003; Shin & Soenen, 1998; Raheman & Nasr, 2007; Lazaridis & Trifonidis, 2006). Ο κύκλος μετατροπής μετρητών συνδυάζει τα στοιχεία του κεφαλαίου κίνησης που σχετίζονται με τις λειτουργικές διαδικασίες, αντανακλώντας τόσο την αγοραστική δύναμη όσο και τις διαδικασίες παραγωγής και πώλησης. Έτσι, αποτελεί την πιο πρόσφατη τεχνική μέτρησης ρευστότητας, η οποία χρησιμοποιείται για τον προσδιορισμό του επιπέδου φερεγγυότητας των επιχειρήσεων, σε σχέση με τις γνωστές παραδοσιακές τεχνικές μέτρησης (δείκτες άμεσης και γενικής ρευστότητας κ.λπ.).

Ο κύκλος μετατροπής μετρητών μιας επιχείρησης προκύπτει αν από το λειτουργικό κύκλο της επιχείρησης αφαιρεθούν οι ημέρες πληρωμής των υποχρεώσεων προς τους

---

<sup>3</sup> (Ημέρες Απαιτήσεων + Ημέρες Αποθεμάτων - Ημέρες Υποχρεώσεων)

προμηθευτές. Με τον τρόπο αυτό, παρέχεται η πληροφόρηση για το χρονικό διάστημα του λειτουργικού κύκλου που θα πρέπει να χρηματοδοτηθεί από άλλες πηγές, όπως τα βραχυπρόθεσμα τραπεζικά δάνεια.

Ο κύκλος μετατροπής μετρητών είναι μια συνάρτηση των δεικτών κυκλοφοριακής ταχύτητας και υπολογίζεται ως (εισπρακτέων λογαριασμών / πωλήσεις \* 365 ) + (αποθέματα / κόστος πωλήσεων\* 365) - (πληρωτέων λογαριασμών / αγορές \* 365), δείχνοντας τη χρονική υστέρηση μεταξύ της δαπάνης για την αγορά των πρώτων υλών και της εισροής από την πώληση του τελικού προϊόντος (DeLoof, 2003). Επιπλέον, η κυκλοφοριακή ταχύτητα του κεφαλαίου κίνησης<sup>4</sup> προέρχεται από την αντίληψη του κύκλου μετατροπής μετρητών.

Ο κύκλος ταμειακής μετατροπής, έχει άμεση σχέση με τη διαχείριση κεφαλαίου κίνησης, καθώς μέσα από την διαχείριση αυτή, επιτυγχάνεται η μείωση του χρονικού διαστήματος που μεσολαβεί από την αγορά των αποθεμάτων μέχρι την είσπραξη των απαιτήσεων από τις πωλήσεις(μέσω της μείωση του κύκλου ταμειακής μετατροπής). Όσο περισσότερο διαρκεί ο κύκλος αυτός, τόσο περισσότερο αυξάνεται το κόστος χρηματοδότησης του ή μειώνονται οι πωλήσεις. Αντίθετα, ο μικρότερος κύκλος μετατροπής μετρητών συνεπάγεται με καλύτερη λειτουργική επίδοση για τις επιχειρήσεις και μεγαλύτερη παρούσα αξία των ελεύθερων ταμειακών ροών διότι ελαχιστοποιείται η ποσότητα μη κερδοφόρων στοιχείων, όπως είναι τα μετρητά.

Ένα άλλο συστατικό του κεφαλαίου κίνησης είναι οι πληρωτέοι λογαριασμοί, που χρησιμοποιούνται συχνά ως πηγή χρηματοδότησης μικρής διάρκειας, για να μειώσουν τον κύκλο μετατροπής μετρητών, αλλά με ένα σιωπηρό κόστος, ιδίως όταν παρέχεται έκπτωση για την έγκαιρη αποπληρωμή τους.

Οι Kargar & Blumenthal (1994), σύγκριναν τους παραδοσιακούς αριθμοδείκτες της κυκλοφοριακής και άμεσης ρευστότητας, με τον κύκλο μετατροπής μετρητών, για ένα δείγμα μικρών επιχειρήσεων. Υποστήριξαν την αδυναμία των παραδοσιακών δεικτών, να προσφέρουν επαρκείς πληροφορίες στη διαδικασία μετατροπής των στοιχείων σε κεφάλαιο κίνησης. Στα πλαίσια της διαχείρισης του κεφαλαίου κίνησης μιας μικρής επιχείρησης, τονίζουν ότι, η προσέγγιση του κύκλου ταμειακής μετατροπής, προσφέρει σαφείς

---

<sup>4</sup> (Πωλήσεις / Κεφάλαιο Κίνησης)

πληροφορίες για την διοίκηση του κεφαλαίου κίνησης, επιτυγχάνει το μέγιστο επίπεδο πωλήσεων της, προβαίνει στην έγκαιρη αντιμετώπιση τυχόν ελλείψεις μετρητών, προκειμένου μια επιχείρηση να εξασφαλίσει το σωστό χρόνο για να καλύψει τις ανάγκες της σε ρευστά διαθέσιμα.

Ο Schilling (1996), επίσης, υποστηρίζει ότι ο κύκλος μετατροπής μετρητών είναι μια τεχνική αξιολόγησης του κεφαλαίου κίνησης, η οποία απεικονίζει τη μέση ρευστότητα μιας επιχείρησης. Το πλεονέκτημα αυτής της τεχνικής είναι ότι, μπορεί να χρησιμοποιηθεί για να αξιολογήσει τις αλλαγές του κεφαλαίου κίνησης και έτσι να διευκολύνει τον έλεγχο των συστατικών του. Οι Keown et al. (2003) και Deloof (2003), ορίζουν ως κύκλο ταμειακής μετατροπής, το χρονικό διάστημα που μεσολαβεί μεταξύ της πραγματικής ταμειακής εκροής της επιχείρησης για την εξασφάλιση παραγωγικών συντελεστών (πρώτες ύλες και εργασία) και της ταμειακής εισροής στην επιχείρηση από την πώληση προϊόντων της. Όσο μεγαλύτερο είναι αυτό το χρονικό διάστημα, τόσο μεγαλύτερη είναι η επένδυση του κεφαλαίου κίνησης. Ένας μεγαλύτερος κύκλος ταμειακής μετατροπής θα μπορούσε να αυξήσει τις πωλήσεις και να οδηγήσει σε αύξηση της κερδοφορίας. Ωστόσο, η εταιρική κερδοφορία θα μπορεί να μειωθεί λόγω του ταμειακού κύκλου, εάν τα κόστη των επενδύσεων σε κεφάλαια κίνησης είναι ολοένα αυξανόμενα, από τα οφέλη της χορήγησης περισσότερων αποθεμάτων και εμπορικής πίστωσης στους πελάτες. Κατά συνέπεια, ένας υψηλός κύκλος μετατροπής μετρητών μπορεί να συνεπάγεται και με την ύπαρξη προβλήματος ρευστότητας.

Ο στόχος της διαχείρισης του κεφαλαίου κίνησης είναι να βελτιστοποιήσει τον κύκλο μετατροπής μετρητών και κατά συνέπεια, την απόδοση του κεφαλαίου κίνησης. Με αυτόν τον τρόπο, η διαχείριση του κεφαλαίου κίνησης δημιουργεί αξία τόσο άμεσα, μέσω της απελευθέρωσης «παγιδευμένης» ρευστότητας, όσο και έμμεσα, μέσω της μείωσης του κόστους κεφαλαίων, που προκύπτουν από τη βελτίωση των βασικών χρηματοοικονομικών δεικτών, που αφορούν στην κάλυψη χρεωστικών τόκων, στην απόδοση συνολικού ενεργητικού και ρευστότητας (Zanders, 2010). Η κυκλοφοριακή ταχύτητα του κύκλου μετατροπής μετρητών και των αποθεμάτων, μετατρέπεται σε απαιτήσεις και στη συνέχεια σε μετρητά, καθορίζοντας έτσι το επίπεδο χρηματοδότησης που απαιτείται, τόσο από τους προμηθευτές, όσο και από τις χρηματοπιστωτικές ανάγκες της ίδιας της επιχείρησης.

Οι Wang et al. (2007) χρησιμοποίησαν τον δείκτη της κυκλοφοριακής ταχύτητας του κεφαλαίου κίνησης, σε μια εμπειρική μελέτη σχετικά με τις αποδόσεις της διαχείρισης του κεφαλαίου κίνησης, στις εισηγμένες Κινέζικες επιχειρήσεις για το διάστημα 1997 - 2006. Τα αποτελέσματα έδειξαν ότι, ενώ η απόδοση της διαχείρισης του κεφαλαίου κίνησης βελτιώνεται συνεχώς, υπάρχουν μεγάλες διακυμάνσεις στην αποδοτικότητα αυτών των επιχειρήσεων κατά τη διάρκεια των δέκα ετών. Στην πράξη, μία επιχείρηση μπορεί συχνά να εμφανίζει ισχυρές ταμειακές ροές, αλλά η πραγματική της ρευστότητα να μην είναι υψηλή. Αυτό συμβαίνει, για παράδειγμα, εάν υπάρχει μεγάλος αριθμός πελατών και αποθεμάτων και μικρός αριθμός προμηθευτών, συνεπώς μεγάλος σε χρονική διάρκεια, κύκλος κεφαλαίου κίνησης. Επίσης βρέθηκε αρνητική επίπτωση στην ταμειακή ροή των Κινέζικων επιχειρήσεων, όταν σε δύο διαδοχικά έτη παρατηρείται σημαντική αύξηση πελατών και αποθεμάτων ή / και σημαντική υποχώρηση προμηθευτών.

Αυτό που πρέπει προέχει σε μία επιχείρηση, είναι να αυξάνει τις υγιείς πωλήσεις και να περιορίζει τις προβληματικές πωλήσεις της. Στη χρηματοοικονομική επιστήμη, έχει αποδειχθεί τόσο θεωρητικά όσο και εμπειρικά, ότι μία επιχείρηση είναι προτιμότερο να πωλεί προϊόντα με μικρά περιθώρια κέρδους, αλλά με μικρό διάστημα είσπραξης (χαμηλή ταχύτητα κυκλοφορίας απαιτήσεων και αποθεμάτων), αντί να πωλεί προϊόντα με υψηλά περιθώρια κέρδους, τα οποία ταυτόχρονα απαιτούν περισσότερες ημέρες είσπραξης.

Η πιο απλή προσέγγιση για τη διαπίστωση υγιούς ή μη ρευστότητας, στη χρηματοοικονομική επιστήμη είναι, η εξαγωγή της κατάστασης των ταμειακών ροών μιας επιχείρησης (βάσει της έμμεσης μεθόδου). Με τον τρόπο αυτό, καθίσταται φανερό η δυνατότητα της επιχείρησης να δημιουργεί ταμειακές ροές ή με απλά λόγια, η ικανότητα της διοίκησης να «γεμίζει» το ταμείο της επιχείρησης με ρευστό χρήμα. Μια κατάσταση ταμειακών ροών, θα πρέπει να δημιουργεί αξία για τους μετόχους της και να διαθέτει υψηλή ρευστότητα από λειτουργικές δραστηριότητες (το τμήμα των ταμειακών ροών που εξαρτάται από την καθαρή κερδοφορία και το κεφάλαιο κίνησης), η οποία υψηλή ρευστότητα να υπερκαλύπτει τις ανάγκες της επιχείρησης για επενδύσεις.

Βέβαια η «απόλυτη» τέχνη (Karger & Blumenthal, 1994) για την οικονομική διεύθυνση της κάθε σύγχρονης επιχείρησης, είναι να κατορθώνει σε μία χρονική περίοδο, να μειώνει πελάτες και αποθέματα και να αυξάνει προμηθευτές, αλλά ταυτόχρονα, τα τρία

αυτά μεγέθη, να μην είναι υψηλά σε σύγκριση με τον κύκλο εργασιών και το κόστος πωλήσεων της. Αυτός είναι ο «τέλειος συνδυασμός» να μην σπάνιος, αλλά σε καμία περίπτωση δεν είναι ανέφικτος. Κάθε επιχείρηση θέλει να δημιουργεί αξία, η οποία αργά ή γρήγορα θα ενδυναμώσει και τη θεωρητική της χρηματιστηριακή αξία. Ο βασικός τρόπος για την επίτευξη αυτού του σκοπού, είναι η ενδυνάμωση των ταμειακών ροών και η διατήρηση υψηλού κεφαλαίου κίνησης. Αυτό θα συμβεί, όσο μειώνεται το χρονικό διάστημα που μεσολαβεί από τη χρονική στιγμή που η επιχείρηση πληρώνει τους προμηθευτές της έως τη χρονική στιγμή που η επιχείρηση εισπράττει χρήματα από τους πελάτες της.

Μια εταιρία η οποία κατορθώνει, να διατηρεί ορθολογικά αποθέματα για τη φύση της δραστηριότητας της, να μην αυξάνει σημαντικά τους πελάτες της από έτος σε έτος (οι πελάτες αυτοί θα πρέπει να μην είναι υψηλοί σε απόλυτα μεγέθη, σε σύγκριση με τις πωλήσεις της) και παράλληλα να αυξάνει τους προμηθευτές της, σε τέτοια πλαίσια ώστε να μην φτάνει στο σημείο να αγοράζει από αυτούς πρώτες ύλες ή προϊόντα, σε μη ανταγωνιστικές τιμές, είναι εκείνη η οποία στο τέλος της ημέρας, δημιουργεί αξία για τους μετόχους της. Με τον τρόπο αυτόν, ο κύκλος κεφαλαίου κίνησης διατηρείται σε μικρό αριθμό ημερών, οι ανάγκες της επιχείρησης σε κεφάλαιο κίνησης δεν είναι μεγάλες και τέλος, οι ταμειακές της ροές βαίνουν ισχυρές. Σε αυτήν την περίπτωση, που δεν είναι μεν ιδανική αλλά αντιθέτως είναι εφικτή, η επιχείρηση πραγματοποιεί «υγιείς» πωλήσεις και δημιουργεί αξία για τους μετόχους της.

### *1.1.2 ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑ ΚΑΙ ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑ ΚΑΙ ΟΙ ΣΧΕΣΕΙΣ ΤΟΥΣ ΜΕ ΤΟ ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΚΙΝΗΣΗΣ*

Κατά την διάρκεια των τελευταίων ετών, ιδιαίτερο ενδιαφέρον παρουσιάζει η μελέτη της διαχείρισης των παραγόντων του κεφαλαίου κίνησης, όπως είναι η διαχείριση ρευστών διαθεσίμων, απαιτήσεων, αποθεμάτων και βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων, τα οποία μεγέθη, ικανοποιούν την ρευστότητα των σύγχρονων επιχειρήσεων, ενώ πλέον, το ενδιαφέρον των επενδυτών στρέφεται και στην αποδοτικότητα των επιχειρήσεων.

Στην πράξη, πολλές επιχειρήσεις οδηγήθηκαν σε πτώχευση εξαιτίας της έλλειψης ρευστότητας, παρόλο που δεν εμφάνιζαν προβλήματα αποδοτικότητας. Η σωστή διαχείριση της ρευστότητας, προφυλάσσει μια επιχείρηση από την περίπτωση οικονομικής δυσχέρειας και πτώχευσης (Shin & Soenen, 1998). Άλλωστε, η συγκράτηση του κόστους θεωρείται ως ένα αξιόπιστο εργαλείο βελτίωσης της χρηματοοικονομικής απόδοσης. Σήμερα, όλο και περισσότερες επιχειρήσεις, επιχειρούν να αξιοποιήσουν πιο αποτελεσματικά τα υφιστάμενα συστήματα τους, παρά να επενδύσουν σε νέα, προβαίνοντας σε τυποποίηση της τεχνολογικής υποδομής τους.

Ο τρόπος της διαχείρισης του κεφαλαίου κίνησης, μπορεί να έχει σημαντικό αντίκτυπο, τόσο στη ρευστότητα όσο και στην κερδοφορία της επιχείρησης. Βασικός σκοπός κάθε επιχείρησης, είναι η βραχυχρόνια διατήρηση ικανοποιητικής ρευστότητας και η μακροχρόνια επίτευξη της αποδοτικότητας. Οι δυο αυτές βασικές πλευρές της λειτουργίας της επιχείρησης, απασχολούν ιδιαίτερα τη διοίκηση της, στην προσπάθεια της να επιτύχει μια καλή τρέχουσα οικονομική κατάσταση (υγιή χρηματοοικονομική θέση), αλλά και τη μελλοντική επιβίωση της.

Με τον γενικό όρο αποδοτικότητα, εννοούμε την ικανότητα διατήρησης και επαύξησης της καθαρής θέσης της επιχείρησης, ενώ με τον όρο ρευστότητα εννοούμε την ικανότητα της επιχείρησης να ανταποκρίνεται στις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της, όταν αυτές καθίστανται ληξιπρόθεσμες. Οι δύο αυτές θεμελιώδεις έννοιες, αν και σχετίζονται, εντούτοις δεν ταυτίζονται (Shelton, 2002). Μακροχρόνια, η ρευστότητα προϋποθέτει την ύπαρξη αποδοτικότητας, γιατί χωρίς την πραγματοποίηση κερδών για μεγάλη χρονική περίοδο, η επιχείρηση δε θα μπορέσει να βρει πηγή άντλησης κεφαλαίων, για την εξόφληση των υποχρεώσεων της. Βραχυχρόνια όμως, η ρευστότητα και η αποδοτικότητα αποτελούν δύο τελείως ανεξάρτητες έννοιες, οι οποίες συχνά, αποτελούν ανταγωνιστικούς στόχους για τη διοίκηση της επιχείρησης. Πράγματι, βραχυχρόνια, μια επιχείρηση είναι δυνατό, χωρίς να πραγματοποιεί κέρδη, να διατηρεί ικανοποιητικό βαθμό ρευστότητας που της επιτρέπει να ξεπερνάει τα εμπόδια και να επιβιώνει στις δύσκολες καταστάσεις, με συνέπεια ο βαθμός ρευστότητας να επιδρά στην αποδοτικότητα της. Αντίθετα, μια επιχείρηση που πραγματοποιεί κέρδη, μπορεί να αντιμετωπίσει πρόβλημα ρευστότητας, με συνέπεια να περιορίσει τη δραστηριότητα της και τελικά να οδηγηθεί σε χρεοκοπία.

Είναι σημαντικό μια επιχείρηση να έχει επαρκές κεφάλαιο κίνησης, για να καλύψει τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της ενώ αντίθετα, μια αύξηση των κερδών σε βάρος της ρευστότητας, μπορεί να επιφέρει σοβαρά προβλήματα στην επιχείρηση. Έτσι, η στρατηγική των επιχειρήσεων πρέπει να είναι σε μια ισορροπία, μεταξύ αυτών των δύο στόχων. Αν αγνοήσουν το κέρδος, δε θα μπορούν να επιβιώσουν για μεγαλύτερο χρονικό διάστημα ενώ, αν δεν ενδιαφέρονται για την ρευστότητα, μπορεί να αντιμετωπίσουν προβλήματα αφερεγγυότητας. Για τους λόγους αυτούς θα πρέπει να αποδίδεται δέουσα προσοχή στη διαχείριση του κεφαλαίου κίνησης και γενικότερα στην κερδοφορία της επιχείρησης.

Ο προσδιορισμός της ρευστότητας συνδέεται με την μελέτη του καθαρού κεφαλαίου κίνησης. Η ρευστότητα αποτελεί σημαντικό παράγοντα σταθερότητας και προόδου για κάθε επιχείρηση. Η υπερβολική ρευστότητα βλάπτει την αποδοτικότητα ενώ η ανεπαρκής ρευστότητα επιφέρει ταμειακή στενότητα, ικανή να οδηγήσει σε πτώχευση. Μια επιχείρηση μπορεί να είναι κερδοφόρα, αλλά αν αυτό δεν μεταφράζεται σε μετρητά του κύκλου λειτουργίας της, η επιχείρηση θα πρέπει να δανειστεί για τη κάλυψη των αναγκών του κεφαλαίου κίνησης. Έτσι, θα πρέπει να υπάρχει διττός στόχος κερδοφορίας και ρευστότητας, χωρίς να θίγει η μία την άλλη, για μεγάλο χρονικό διάστημα. Οι επενδύσεις σε κυκλοφορούν ενεργητικό είναι αναγκαίες για την ολοκλήρωση των αγαθών ή των υπηρεσιών προς τους τελικούς πελάτες, καθώς μια σωστή διαχείριση του κυκλοφορούν ενεργητικού θα πρέπει να δώσει τα επιθυμητά αποτελέσματα τόσο σε επίπεδο αποδοτικότητας όσο και ρευστότητας.

Εάν οι πόροι είναι δεσμευμένοι σε κάποιο στάδιο της εφοδιαστικής αλυσίδας, θα παρατείνει τη διάρκεια του ταμειακού κύκλου, οδηγώντας αρχικά σε αύξηση της κερδοφορίας (λόγω της αύξησης των πωλήσεων), στην συνέχεια όμως, εάν το κόστος του κεφαλαίου κίνησης υπερβαίνει τα οφέλη από την αύξηση αποθεμάτων ή / και τη χορήγηση επιπλέον εμπορικής πίστωσης στους πελάτες, θα οδηγήσει σε μειωμένη κερδοφορία. Ο Deloof (2003) αναφέρει ότι, τα κέρδη μπορεί δυνητικά, να μεγιστοποιούνται ανάλογα με τον τρόπο διαχείρισης του κεφαλαίου κίνησης, θα πρέπει όμως, να υπάρχει μια αντιστάθμιση μεταξύ του κέρδους και της ρευστότητας. Η μεγιστοποίηση του κέρδους και η διατήρηση της ρευστότητας είναι εξίσου σημαντικοί στόχοι για μια επιχείρηση και εάν η

επιχείρηση παραμελεί το κέρδος, δε θα επιβιώσει σε μακροπρόθεσμο ορίζοντα, ενώ από την άλλη πλευρά, θα αντιμετωπίσει την πτώχευση αν έχει προβλήματα ρευστότητας.

Η έννοια της ρευστότητας επεκτείνεται και στο ανθρώπινο δυναμικό. Σε δύσκολους καιρούς για την οικονομία, είναι σημαντικό να αξιολογηθεί η ενδεχόμενη επαναδιαπραγμάτευση των όρων συνεργασίας, με μη εξαρτημένες συμβάσεις στελεχών και συμβούλων, η αναβολή των προσλήψεων του προσωπικού, οι τρόποι επιτάχυνσης των συνταξιοδοτήσεων, οι μειώσεις εκπατριζόμενων στελεχών, ή των βαθμίδων διεύθυνσης και τέλος, η προσαρμογή των κρίσιμων αναλογιών προσωπικού και εξάλειψης «περιττών» ρόλων.

Ο Eljelly (2004) στην μελέτη του, για την σχέση μεταξύ κερδοφορίας και ρευστότητας, σε ένα δείγμα 29 επιχειρήσεων, που αντιπροσωπεύουν τους μεγαλύτερους μη χρηματοπιστωτικούς κλάδους στο Ηνωμένο Βασίλειο, για την περίοδο 1996-2000, αποκαλύπτει ότι υπάρχει σημαντική αρνητική σχέση, μεταξύ του δείκτη άμεσης ρευστότητας (Current Ratio - CR) και του κύκλου μετατροπής μετρητών (C.C.C). Διαπίστωσε ότι, παρόλο που ο δείκτης άμεσης ρευστότητας είναι το πιο σημαντικό μέτρο ρευστότητας, ο κύκλος μετατροπής μετρητών αποδεικνύεται πιο σημαντικός και επηρεάζει περισσότερο την κερδοφορία. Αντίθετα ο κύκλος μετατροπής μετρητών χάνει τη σημασία του στους κλάδους εντάσεως εργασίας, όπως οι εταιρίες παροχής υπηρεσιών. Διαφαίνεται τέλος, ότι το μέγεθος της επιχείρησης έχει σημαντική επιρροή στην κερδοφορία μεταξύ των κλάδων εντάσεως κεφαλαίου, όπως είναι η μεταποίηση και η γεωργία, αλλά όχι στο συνολικό δείγμα της μελέτης του.

Ορισμένες μελέτες, όπως των Filbeck & Krueger (2005), επισημαίνουν ότι οι χρηματοοικονομικοί δείκτες τείνουν να ποικίλλουν ανάλογα με τον κλάδο και την εποχή, καθώς η σχέση μεταξύ της διαχείρισης του κεφαλαίου κίνησης και της κερδοφορίας ποικίλλει σε διαφορετικά περιβάλλοντα. Σε έρευνα των Raheman & Nasr (2007) και Ganesan (2007), για την σχέση ρευστότητας και κερδοφορίας των επιχειρήσεων, διαπιστώθηκε ότι, υπάρχει αρνητική σχέση μεταξύ τους, καθώς ο δείκτης άμεσης ρευστότητας είναι ένα σημαντικό μέτρο ρευστότητας που επηρεάζει την κερδοφορία. Επίσης, τονίζεται η θετική σχέση μεταξύ του μεγέθους των επιχειρήσεων και της κερδοφορίας τους, ενώ αντίθετη είναι η σχέση χρέους και κερδοφορίας.



Τα ίδια αποτελέσματα επιβεβαιώνει η μελέτη των Singh & Asress (2011), σχετικά με την υφιστάμενη αρνητική σχέση μεταξύ κερδοφορίας και ρευστότητας, διαφόρων κλάδων επιχειρήσεων στην Ινδία, ενώ παρατηρείται ισχυρή επίδραση στην σχέση κερδοφορίας και κεφαλαίου κίνησης, Εάν το πραγματικό κεφάλαιο κίνησης των επιχειρήσεων, είναι κάτω από το απαιτούμενο κεφάλαιο κίνησης, σε σχέση με το λειτουργικό μέγεθος τους, τότε οι επιχειρήσεις υποχρεούνται να παράγουν κάτω του βέλτιστου μεγέθους τους και αυτό δημιουργεί έντονα προβλήματα κάλυψης των τρεχουσών αναγκών τους και χαμηλές αποδόσεις του ενεργητικού τους (R.O.A).

Η έρευνα της Bhunia (2007) αφορά την αξιολόγηση της διαχείρισης του κεφαλαίου κίνησης, σχετικά με την καταλληλότητα ή μη, του κεφαλαίου κίνησης και τα αδύνατα σημεία του σε σχέση με τη ρευστότητα, για τις δυο μεγαλύτερες επιχειρήσεις του κλάδου σιδήρου και χάλυβα στην Ινδία, για μια περίοδο δώδεκα ετών (για την περίοδο 1991 έως 1992 και 2002 έως 2003). Τα αποτελέσματα έδειξαν ένα ανεπαρκές επίπεδο κεφαλαίου κίνησης και για τις δύο επιχειρήσεις, αποδίδοντας αυτήν τη μη ικανοποιητική κατάσταση, στα χαμηλά αποθέματα πρώτων υλών και στο χαμηλό επίπεδο των απαιτήσεων τους. Κυρίως όμως η κατάσταση εντείνεται λόγω της χαμηλής ρευστότητας και της αναποτελεσματικής διαχείρισης αποθεμάτων και απαιτήσεων και στις δύο επιχειρήσεις.

Σε άρθρο της Price water house Coopers (2009) (<http://www.pwc.com.cy/>) υποστηρίζεται ότι, οι επιχειρήσεις μπορούν να δημιουργήσουν πρόσθετη ταμειακή ροή προβαίνοντας σε μια ολοκληρωμένη αναθεώρηση της συνολικής ταμειακής φορολογικής θέσης τους (cash tax position) και των συναφών επιλογών ελαχιστοποίησης τους. Σε ότι αφορά τα υπόλοιπα των εισπρακτέων λογαριασμών, είναι σημαντικό οι εταιρίες να μελετούν προσεκτικά τα πιστωτικά τους όρια και να «κυνηγούν» τις εισπράξεις με τρόπο πιο επιθετικό. Η επιθυμία τους, ωστόσο, για περιορισμό των πιστωτικών τους ανοιγμάτων και η ενίσχυση της είσπραξης μετρητών, θα πρέπει να σταθμίζεται βάσει άλλων εταιρικών στόχων, όπως η διαχείριση των σχέσεων με τους πελάτες και η αύξηση των πωλήσεων. Κατά παρόμοιο τρόπο, σε ότι αφορά τα αποθέματα, πολλές επιχειρήσεις επιθυμούν να μειώσουν τα επίπεδα αποθεμάτων τους στις αλυσίδες εφοδιασμού τους, δεδομένου κυρίως του υψηλού κόστους μεταφοράς και αποθήκευσης τους. Θα πρέπει, ωστόσο, να σταθμίζουν την επιθυμία τους για ελαχιστοποίηση των αποθεμάτων, με μετριάσμο του κινδύνου

«αναστάτωσης» της αλυσίδας εφοδιασμού. Επίσης σημαντικό, είναι να σταθμίζουν την παράταση των όρων πληρωμής από τους προμηθευτές τους, έναντι του μακροπρόθεσμου κόστους που προκύπτει από τη διαταραχή των μεταξύ τους σχέσεων, σε μια πιο αδύναμη βάση προμηθευτών.

Το γεγονός ότι, ένα θετικό κεφάλαιο κίνησης προσφέρει ένα κοινό μέτωπο διαχείρισης της κερδοφορίας και της ρευστότητας, αποτέλεσε τον κύριο άξονα της μελέτης των Maleki et al. (2012), αποδεικνύοντας ότι η διαχείριση του κεφαλαίου κίνησης, επηρεάζει σημαντικά τους δύο παράγοντες οικονομικής απόδοσης, τόσο την κερδοφορία όσο και την ρευστότητα. Μια επιχείρηση με έλλειψη επαρκούς ρευστότητας για την κάλυψη των τρεχουσών υποχρεώσεων της, οδηγείται σε κακή αξιολόγηση της πιστοληπτικής της ικανότητας και στο τελικό κλείσιμο της.

Η σωστή διαχείριση του κεφαλαίου κίνησης, συνεπώς, εξασφαλίζει τη υψηλή ρευστότητα και την υγιή κερδοφορία (Λυρούδη, 2004). Η καλύτερη πηγή ρευστότητας και η φθηνότερη χρηματοδότηση, πηγάζουν από τη μείωση της ανάγκης χρηματοδότησης κεφαλαίου κίνησης. Ακόμη και οι μικρές αλλαγές στα επίπεδα του κεφαλαίου κίνησης μπορεί να έχουν δραματικό αντίκτυπο στην λειτουργία ταμειακής ροής, ενώ οι βελτιώσεις στις απαιτήσεις, στις πιστώσεις και στις διεργασίες αποθεμάτων, οδηγούν συνήθως σε χαμηλότερο κόστος λειτουργίας και σε βελτιωμένη παραγωγή, επιτυγχάνοντας ακρίβεια τόσο στις προβλέψεις όσο και στους μελλοντικούς στόχους.

Με βάση τα παραπάνω συμπεραίνουμε ότι για την σωστή και αποτελεσματική αξιολόγηση της ρευστότητας μιας επιχείρησης, είναι απαραίτητο να χρησιμοποιηθούν τόσο στατικά όσο και δυναμικά μεγέθη μέτρησης, τα οποία αλληλοσυμπληρώνονται. Τα εμπειρικά αποτελέσματα έδειξαν ότι για διάφορους κλάδους και σε διάφορες οικονομίες οι παραδοσιακοί αριθμοδείκτες είναι κατάλληλοι για την αξιολόγηση της ρευστότητας, ενώ σε άλλες περιπτώσεις τα νέα δυναμικά μεγέθη, όπως ο κύκλος μετατροπής μετρητών, ο λειτουργικός κύκλος, κ.ά. είναι περισσότερο κατάλληλα. Ουσιαστικά, το πλεονέκτημα των σύγχρονων τεχνικών μέτρησης της ρευστότητας είναι ότι βοηθούν στην αξιολόγηση των αλλαγών του κεφαλαίου κίνησης και διευκολύνουν άμεσα την παρακολούθηση και τον έλεγχο των απαιτήσεων, των αποθεμάτων και των υποχρεώσεων.

## 1.2 ΜΕΓΕΘΟΣ ΚΑΙ ΕΠΑΡΚΕΙΑ ΤΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ ΚΙΝΗΣΗΣ

Κατά την ανάλυση των χρηματοοικονομικών καταστάσεων, η επάρκεια και το μέγεθος του κεφαλαίου κίνησης προσελκύει με ιδιαίτερη προσοχή, το ενδιαφέρον πολλών αναλυτών, γιατί επιτρέπει σε μια επιχείρηση να διατηρεί επαρκή αποθέματα, να ικανοποιεί τις τρέχουσες υποχρεώσεις της, να επωφελείται ταμειακές εκπτώσεις, να παρέχει ευνοϊκούς όρους πωλήσεων στους πελάτες της και να καλύπτει τα λειτουργικά της έξοδα. Ακόμα, της επιτρέπει να διατηρεί την πιστοληπτική της ικανότητα, καθώς και τη δυνατότητα να αντιμετωπίζει δύσκολες καταστάσεις, ειδικά σε περιόδους ύφεσης. Τέλος, με την ορθή διαχείριση του κεφαλαίου κίνησης, η επιχείρηση διεξάγει τη δραστηριότητα της αποτελεσματικά, χωρίς καθυστερήσεις στην απόκτηση εμπορευμάτων, πρώτων υλών ή υπηρεσιών, καθώς και σε περίπτωση δυσκολιών, να τυγχάνει πιστωτικών διευκολύνσεων εκ μέρους των προμηθευτών της. Αντίθετα, σε περίπτωση ανεπάρκειας του κεφαλαίου κίνησης της, η επιχείρηση δεν μπορεί να έχει τα προαναφερθέντα πλεονεκτήματα και βρίσκεται σε δυσμενή ανταγωνιστική θέση.

Ο βασικός στόχος της διαχείρισης του κεφαλαίου κίνησης είναι, να επιτυγχάνεται μια βέλτιστη ισορροπία μεταξύ των στοιχείων του κεφαλαίου κίνησης. Για την αξιολόγηση της ρευστότητας μιας επιχείρησης, οι πιστωτές της, οφείλουν να εξετάζουν την ποιότητα και το μέγεθος του κεφαλαίου κίνησης της. Μια επιχείρηση πρέπει να έχει επαρκή κεφάλαια κίνησης ή προσβάσεις για την απόκτηση ρευστών, προκειμένου να είναι σε θέση να αντιμετωπίζει τις τρέχουσες υποχρεώσεις (όπως πληρωμή ληξιπρόθεσμων τόκων, εξόφληση συγκεκριμένων υποχρεώσεων, φόρων κ.λπ.), οι οποίες είναι ανεξάρτητες από τις τρέχουσες συναλλαγές της. Επιπλέον, θα πρέπει να διαθέτει ένα ελάχιστο ύψος αποθεμάτων, για να εξασφαλίζει την εξυπηρέτηση των πελατών της και την ομαλή λειτουργία της, ακόμη και σε περιόδους ύφεσης.

Το ύψος του κεφαλαίου κίνησης θεωρείται δεδομένο και σταθερό, όταν απαιτείται για τη ομαλή λειτουργία της επιχείρησης ή και για συγκεκριμένες πληρωμές. Σε περιόδους αιχμής, καθώς οι πωλήσεις αυξάνονται, αυξάνεται και η ανάγκη μεγαλύτερων αποθεμάτων, απαιτήσεων και ρευστών για την παραγωγική διαδικασία. Αυτές οι προσωρινά αυξημένες ανάγκες σε κεφάλαια κίνησης αποτελούν το μεταβλητό τμήμα, το

οποίο μπορεί να μειωθεί σε περιόδους ύφεσης. Επιπλέον η επέκταση της δραστηριότητας μιας επιχείρησης, έχει σαν αποτέλεσμα την αύξηση των απαιτήσεων τόσο του σταθερού όσο και του μεταβλητού τμήματος του κεφαλαίου κίνησης.

Σημαντικό στοιχείο αποτελεί ότι, η όλη πορεία του κεφαλαίου κίνησης είναι κυκλική. Το πρώτο στάδιο αρχίζει με τα μετρητά που έχει στην κατοχή της η επιχείρηση και στην συνέχεια τα επενδύει σε αποθέματα, σε υλικά και σε υπηρεσίες που παρέχονται στην επιχείρηση με πιστώσεις και θα απαιτηθούν αργότερα με μετρητά για την εξόφλησή τους. Ακολουθεί το στάδιο της πώλησης των προϊόντων της επιχείρησης είτε με μετρητά, είτε με ανοικτή πίστωση, καθώς με τη εξόφληση των απαιτήσεων των πελατών της αρχίζουν να επιστρέφουν τα μετρητά στην επιχείρηση, τα οποία επανεπενδύονται, ακολουθώντας και πάλι την ίδια κυκλική διαδικασία.

Σε μελέτη των Singh & Asress (2011) για τη σχέση κερδοφορίας και ρευστότητας σε ένα δείγμα 25 επιχειρήσεων της Ινδικής βιομηχανικής παραγωγής, για την περίοδο 1999 έως 2008, τα αποτελέσματα έδειξαν ότι, ένα υπερβολικό κεφάλαιο κίνησης δείχνει συσσώρευση αδράνειας των κυκλοφορούντων περιουσιακών στοιχείων, καθώς δεν συμβάλλει στη κερδοφορία των επιχειρήσεων, ενώ, ένα ανεπαρκές κεφάλαιο κίνησης, βλάπτει την καθημερινή τους δραστηριότητα και την πιστοληπτική τους ικανότητα, οδηγώντας στην αφερεγγυότητα (πτώχευση) των επιχειρήσεων αυτών.

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

- Προστατεύει την επιχείρηση από δυσμενή αποτελέσματα μείωσης της αξίας των κυκλοφορούντων στοιχείων, όπως είναι οι επισφαλείς απαιτήσεις και οι υποτιμήσεις αποθεμάτων.
- Δίνει την δυνατότητα στην επιχείρηση να πληρώνει έγκαιρα όλες της τρέχουσες υποχρεώσεις της και να μπορεί να επωφελείται των εκπτώσεων τοις μετρητοίς.
- Εξασφαλίζει την διατήρηση της πιστοληπτικής ικανότητας της επιχείρησης και παρέχει στην επιχείρηση, τα αναγκαία μέσα για την αντιμετώπιση έκτακτων αναγκών, όπως τις συνέπειες φυσικών φαινομένων.
- Επιτρέπει τη διατήρηση αποθεμάτων σε επαρκή επίπεδα, ώστε η επιχείρηση να βρίσκεται σε θέση να εξυπηρετεί ικανοποιητικά τις ανάγκες των πελατών της.

- Δίνει την δυνατότητα παροχής ευνοϊκών όρων πίστωσης στους πελάτες της.
- Δίνει την δυνατότητα στη διοίκηση να συντονίσει τις ενέργειες της σχετικά με τις απαιτήσεις των αγαθών ή των υπηρεσιών της, με αποτελεσματικό τρόπο, αποφεύγοντας καθυστερήσεις στην παραλαβή υλικών ή υπηρεσιών.
- Η ύπαρξη επαρκούς κεφαλαίου κίνησης δίνει την ικανότητα στην επιχείρηση να αντεπεξέρχεται σε περιόδους οικονομικής ύφεσης ή κρίσης.

Η τρέχουσα οικονομική κατάσταση μιας επιχείρησης, από άποψη κεφαλαίου κίνησης, θεωρείται καλή, όταν αυτή διαθέτει επάρκεια κυκλοφοριακών στοιχείων, με τα οποία μπορεί να ανταποκρίνεται κανονικά στις τρέχουσες υποχρεώσεις της, να μπορεί να χορηγεί πιστώσεις στους πελάτες για την μελλοντική ανάπτυξη των πωλήσεων της, να διαθέτει επαρκή διαθέσιμα, ώστε να προβαίνει στην αγορά αγαθών ή υπηρεσιών σε συμφέρουσες τιμές εξασφαλίζοντας την ομαλή λειτουργία της, και τέλος να μπορεί να διαθέτει τη χρηματοοικονομική ευκαμψία ή ευελιξία, ώστε να προσαρμόζεται και να αντιμετωπίζει με επιτυχία, τις απρόβλεπτες ανάγκες αλλά εκμεταλλευόμενη τυχόν παρουσιαζόμενες ευκαιρίες.

Από την άλλη πλευρά, οι επιπτώσεις του υπερβάλλον ή ανεπαρκές ποσού κεφαλαίου κίνησης, είναι οι εξής (Λαζαρίδης & Παπαδόπουλος, 2005):

- Το υπερβολικό κεφάλαιο κίνησης σημαίνει αδράνεια κεφαλαίων, τα οποία δεν αποφέρουν όφελος, καθώς δεν κερδίζουν την ορθή απόδοση των επενδύσεων τους. Όταν υπάρχει υπερβάλλον ποσό κεφαλαίου κίνησης, αυτό μπορεί να οδηγήσει σε περιττές αγορές και σε συσσώρευση αποθεμάτων, προκαλώντας περιπτώσεις απωλειών, κλοπών και καταστροφών.
- Το υπερβολικό κεφάλαιο κίνησης συνεπάγεται, με αδρανή πιστωτική πολιτική συσσωρεύοντας υπερβολικά ποσά επισφαλών απαιτήσεων.
- Μπορεί να οδηγήσει σε συνολική αναποτελεσματικότητα των επιχειρήσεων.
- Ένα υπερβάλλον κεφάλαιο κίνησης, δημιουργεί κερδοσκοπικές συναλλαγές.
- Το ποσοστό απόδοσης των επενδύσεων μειώνεται, με την έλλειψη του κεφαλαίου κίνησης, με αποτέλεσμα στασιμότητα ανάπτυξης της επιχείρησης. Οι επιχειρήσεις δύσκολα, αξιοποιούν τις ευνοϊκές συνθήκες της αγοράς, λόγω της μη διαθεσιμότητας των κεφαλαίων κίνησης.

- Οι κίνδυνοι μικρών ή ανεπαρκών κεφαλαίων κίνησης, δημιουργούν προβλήματα στις επιχειρήσεις, μη μπορώντας να πληρώσουν τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις τους, στο απαιτητό χρόνο, κινδυνεύοντας να χάσουν τη φήμη τους και μη μπορώντας να πάρουν πιστωτικές διευκολύνσεις.
- Γίνεται αδύνατο να χρησιμοποιήσουν αποτελεσματικά τα πάγια περιουσιακά στοιχεία λόγω μη διαθεσιμότητας των ρευστών διαθεσίμων με συνέπεια η κερδοφορία των επιχειρήσεων επιδεινώνεται.

Η αξιολόγηση του κεφαλαίου κίνησης μιας επιχείρησης, έχει το προβάδισμα έναντι των άλλων στόχων της λειτουργίας της (αποδοτικότητα, σταθερότητα, δυνατότητα ανάπτυξης). Αν μια επιχείρηση δεν είναι σε θέση να ανταποκρίνεται στις τρέχουσες υποχρεώσεις της, η επιβίωσή της τίθεται σε κίνδυνο, γεγονός που αυτόματα την υποβαθμίζει και θέτει σε δεύτερη μοίρα, όλα τα παραπάνω κριτήρια επίδοσης της.

Ο Rafuse (1996), Διευθύνων Σύμβουλος της Bennecon Ltd, σε άρθρο του σχετικά με την ανάγκη επαναπροσδιορισμού του κεφαλαίου κίνησης, υποστηρίζει ότι, οι προσπάθειες πολλών επιχειρήσεων με σκοπό τη βελτίωση του κεφαλαίου κίνησης τους, μέσω της καθυστέρησης πληρωμών προς τους πιστωτές τους, είναι αντιπαραγωγικές, τόσο για τις ίδιες τις επιχειρήσεις, όσο και για το σύνολο της οικονομίας. Προτείνει ότι, η μείωση των αποθεμάτων, δημιουργεί βελτίωση και σημαντικά οφέλη σε ολόκληρο το οικονομικό σύστημα, τονίζοντας ότι θα πρέπει να αναζητηθούν από τις επιχειρήσεις, επιμέρους στρατηγικές μείωσης κεφαλαίου κίνησης, όπως στρατηγικές μείωσης αποθεμάτων βάσει τεχνικών εφοδιαστικής αλυσίδας και ορθολογικής παραγωγής, που είναι πιο αποτελεσματικές.

### 1.3 ΠΟΛΙΤΙΚΕΣ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗΣ ΤΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ ΚΙΝΗΣΗΣ ΚΑΙ ΟΙ ΕΠΙΠΤΩΣΕΙΣ ΤΟΥΣ

Το κυκλοφορούν ενεργητικό αποτελεί τη βασική συνιστώσα του κεφαλαίου κίνησης και η διαχείριση του κεφαλαίου κίνησης εξαρτάται, τόσο από το επίπεδο του κυκλοφορούντος ενεργητικού όσο και από το επίπεδο των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων. Οι πολιτικές διαχείρισης του κεφαλαίου κίνησης χαρακτηρίζονται και ως στρατηγικές, οι οποίες παρέχουν τις κατευθυντήριες γραμμές για τη διαχείριση των κυκλοφορούντων στοιχείων του ενεργητικού και των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων, με τέτοιο τρόπο ώστε, να μειώνουν τον κίνδυνο αθέτησης υποχρεώσεων και να επικεντρώνονται κυρίως, στη ρευστότητα του κυκλοφορούντος ενεργητικού για την κάλυψη των τρεχουσών υποχρεώσεων. Η ρευστότητα είναι πολύ σημαντική, γιατί εάν το επίπεδο της ρευστότητας είναι πολύ υψηλό και η επιχείρηση έχει πολλούς πόρους σε αδράνεια, θα πρέπει να αναλάβει το κόστος αυτών των πόρων, ενώ αντίθετα, με χαμηλή ρευστότητα, θα αντιμετωπίζει έλλειψη πόρων για να καλύψει τις τρέχουσες χρηματοοικονομικές υποχρεώσεις της.

Οι πολιτικές διαχείρισης του κεφαλαίου κίνησης κατατάσσονται σε 3 κατηγορίες (Wajahat & Hammad, 2010):

- Αμυντική ή συντηρητική πολιτική (conservative approach)
- Επιθετική πολιτική (aggressive approach)
- Πολιτική μηδενικού κεφαλαίου κίνησης (zero working capital)

Μια επιχείρηση που ακολουθεί αμυντική πολιτική χρησιμοποιεί τα μακροπρόθεσμα δάνεια και τα ίδια κεφάλαια της, για τη χρηματοδότηση τόσο των παγίων στοιχείων της όσο και ενός μεγάλου μέρους του κυκλοφορούντος ενεργητικού. Εάν το επίπεδο του κεφαλαίου κίνησης είναι αρκετά υψηλό, αυτό σημαίνει ότι μια επιχείρηση έχει περισσότερο κυκλοφορούν ενεργητικό σε σχέση με τις τρέχουσες υποχρεώσεις. Η προσέγγιση αυτή μειώνει τον κίνδυνο, μειώνοντας τις τρέχουσες υποχρεώσεις, αλλά επηρεάζει την αποδοτικότητα, επειδή τα μακροπρόθεσμα χρέη απαιτούν υψηλό επιτόκιο, αυξάνοντας το κόστος χρηματοδότησης. Αυτό σημαίνει ότι μια επιχείρηση δεν είναι πρόθυμη να αναλάβει κινδύνους και αισθάνεται ότι είναι σκόπιμο, να διακρατήσει

μετρητά, υψηλότερα αποθέματα και ευνοϊκούς όρους πίστωσης.

Η αμυντική πολιτική, αφορά κυρίως τις επιχειρήσεις που δραστηριοποιούνται σε ένα περιβάλλον αβεβαιότητας και προτιμούν να υιοθετήσουν μια τέτοια πολιτική, επειδή δεν είναι σίγουρες για τις μελλοντικές τιμές και την ζήτηση, καθώς και τη μικρή καμπύλη των επιτοκίων. Σε μια τέτοια κατάσταση, προτιμούν να έχουν ένα υψηλό επίπεδο κυκλοφορούντων περιουσιακών στοιχείων, όπως να διατηρούν ένα υψηλότερο επίπεδο των αποθεμάτων, για να μπορούν να ανταποκριθούν στην ξαφνική άνοδο της ζήτησης και στην αποφυγή του κίνδυνου διακοπής της παραγωγής. Το σημαντικότερο πλεονέκτημα της αμυντικής πολιτικής είναι ότι προβλέπει τη θωράκιση έναντι του χρηματοοικονομικού κινδύνου, που δημιουργείται από την έλλειψη κεφαλαίων και την κάλυψη της ευθύνης βραχυπρόθεσμα. Αντίθετα, μειονεκτεί, λόγω του αυξημένου κόστους της χρηματοδότησης και κόστους ευκαιρίας, οδηγώντας πολλές φορές σε μείωση της αποδοτικότητας, με συνέπεια το κόστος να υπερβαίνει τα οφέλη της πολιτικής αυτής.

Μια επιχείρηση μπορεί να ακολουθήσει την επιθετική πολιτική, για τη χρηματοδότηση του κυκλοφορούντος ενεργητικού με βραχυπρόθεσμο χρέος, επειδή δίνει χαμηλό επιτόκιο, αλλά ο κίνδυνος του βραχυπρόθεσμου χρέους, είναι υψηλότερος από το κίνδυνο του μακροπρόθεσμου χρέους. Επιπλέον, η χρηματοδότηση λαμβάνει ακόμη περισσότερο κίνδυνο, εάν η επιχείρηση προβαίνει σε χρηματοδότηση των μακροπρόθεσμων περιουσιακών στοιχείων με βραχυπρόθεσμα δάνεια, καταλήγοντας έτσι, σε αρνητικό κεφάλαιο κίνησης. Συχνά, οι επιχειρήσεις προσπαθούν να αυξήσουν την κερδοφορία, με την καταβολή μικρότερου επιτοκίου χρηματοδότησης, αλλά η προσέγγιση αυτή μπορεί να αποδειχθεί πολύ επικίνδυνη, εάν υπάρχουν μεγάλες διακυμάνσεις του επιτοκίου βραχυπρόθεσμων δανείων, ή όταν η εισροή των μετρητών δεν είναι αρκετή για να εκπληρωθούν οι τρέχουσες υποχρεώσεις. (Vishnani & Shah, 2007)

Η επιθετική πολιτική υιοθετείται από επιχειρήσεις, που λειτουργούν σε μια σταθερή οικονομία και είναι αρκετά σίγουρες για τις μελλοντικές τους ταμειακές ροές. Μια επιχείρηση με επιθετική πολιτική κεφαλαίου κίνησης, προσφέρει σύντομο χρονικό διάστημα πίστωσης στους πελάτες της, κατέχει ελάχιστα αποθέματα και έχει ένα μικρό ποσό ρευστών διαθέσιμων. Η πολιτική αυτή, δίνει υψηλή απόδοση η οποία συνδέεται με υψηλό κίνδυνο, διότι μια επιχείρηση μπορεί να αντιμετωπίσει την έλλειψη πόρων για την



κάλυψη των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων.

Πολλές επιχειρήσεις ακολουθούν την πολιτική του μηδενικού κεφαλαίου κίνησης, υποστηρίζοντας ότι ο στόχος της πολιτικής αυτής, όχι μόνο απελευθερώνει κεφάλαια, αλλά επιτυγχάνει την παραγωγική διαδικασία και βοηθά τις επιχειρήσεις, να λειτουργούν πιο αποτελεσματικά (Andrew & Gallagher, 1999). Η λογική του μηδενικού κεφαλαίου κίνησης αποδεικνύει ότι, τα αποθέματα και οι εισπρακτέοι λογαριασμοί, είναι το κλειδί για την πραγματοποίηση των πωλήσεων, ενώ τα αποθέματα μπορούν να χρηματοδοτηθούν από τους προμηθευτές, μέσω των πληρωτέων λογαριασμών. Μειώνοντας έτσι το κεφάλαιο κίνησης, η επιχείρηση αυξάνει τις ταμιακές της ροές, καθώς η μείωση των αποθεμάτων ή των εισπρακτέων λογαριασμών ή η αύξηση των πληρωτέων λογαριασμών της, οδηγεί στην απελευθέρωση κεφαλαίων της. Επιπλέον, με τον τρόπο αυτό, η επιχείρηση αυξάνει τα κέρδη της, λόγω της μείωσης των κεφαλαίων χρηματοδότησης, εξοικονομώντας χαμηλά κόστη. Μια επιχείρηση που στοχεύει στο μηδενικό κεφάλαιο κίνησης θα πρέπει να παράγει και να διανέμει τα προϊόντα της ταχύτερα από τους ανταγωνιστές της, αυξάνοντας το μερίδιο της αγοράς της και επιτυγχάνοντας χαμηλότερες τιμές πώλησης.

Ορισμένες εταιρείες που δε θέλουν επιθετικές πολιτικές, μειώνουν το επίπεδο των κυκλοφορούντων περιουσιακών στοιχείων σε σύγκριση με τις τρέχουσες υποχρεώσεις τους, ενώ άλλες που δεν επιθυμούν την αμυντική πολιτική, αυξάνουν το επίπεδο των κυκλοφορούντων περιουσιακών στοιχείων σε σύγκριση με τις τρέχουσες υποχρεώσεις τους. Έτσι, προκειμένου να αντισταθμίσουν τον κίνδυνο, οδηγούνται σε ένα μείγμα αμυντικής και επιθετικής πολιτικής. Με αυτήν την προσέγγιση τα κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία, θα χρηματοδοτηθούν από τα βραχυπρόθεσμα δάνεια ενώ αντίθετα, τα μακροπρόθεσμα δάνεια χρησιμοποιούνται για τη χρηματοδότηση παγίων και μόνιμων κυκλοφορούντων περιουσιακών στοιχείων. Έτσι, ο οπαδός της προσέγγισης αυτής, βρίσκει το μέτριο επίπεδο του κεφαλαίου κίνησης, με μέτριο κίνδυνο και απόδοση. Επιπλέον, η πολιτική αυτή, όχι μόνο μειώνει τον κίνδυνο αθέτησης των υποχρεώσεων, αλλά μειώνει το κόστος ευκαιρίας των πρόσθετων επενδύσεων στα κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία.

Οι Wajahat & Hammad (2010) διερεύνησαν τη σχέση και τη φύση μεταξύ των πολιτικών διαχείρισης του κεφαλαίου κίνησης και της κερδοφορίας, των εισηγμένων επιχειρήσεων στην Σουηδία, κατά την περίοδο 2004-2008, χρησιμοποιώντας τον κύκλο

μετατροπής μετρητών, ως εργαλείο για τη μέτρηση της επιθετικότητας της πολιτικής διαχείρισης του κεφαλαίου κίνησης. Τα αποτελέσματα της μελέτης τους, έρχονται σε αντίθεση με τις προηγούμενες μελέτες, δείχνοντας ότι, δεν υπάρχει συσχέτιση μεταξύ της πολιτικής διαχείρισης του κεφαλαίου κίνησης και της κερδοφορίας, καταλήγοντας στο συμπέρασμα ότι, οποιαδήποτε αλλαγή στο κεφαλαίο κίνησης των Σουηδικών επιχειρήσεων, δεν επηρεάζει την κερδοφορία τους. Καταδείχτηκε, επίσης, ότι οι Σουηδικές επιχειρήσεις δεν έχουν προσαρμόσει το επίπεδο του κεφαλαίου κίνησης σύμφωνα με το ρυθμό των πωλήσεων τους.

Οι Afza & Nazir (2007a), ανέλυσαν ένα δείγμα 263 εισηγμένες επιχειρήσεων σε 17 διαφορετικούς κλάδους, στο Χρηματιστήριο Καράτσι, στο Πακιστάν, κατά τα έτη 1998-2003. Με βάση τα αποτελέσματα τους, όσο πιο επιθετική είναι η πολιτική διαχείρισης κεφαλαίου κίνησης, τόσο πιο χαμηλότερη είναι η κερδοφορία των επιχειρήσεων. Επιπλέον, τονίζουν ότι, υπάρχουν διαφοροποιήσεις μεταξύ των κλάδων ανάμεσα στην διαχείριση του κεφαλαίου κίνησης και στους τρόπους χρηματοδότησης τους.

Σε επόμενη μελέτη τους, οι Afza & Nazir (2008b) αναλύουν τη σχέση μεταξύ των επιθετικών και συντηρητικών πολιτικών διαχείρισης του κεφαλαίου κίνησης σε ένα δείγμα 17 εισηγμένων επιχειρήσεων στο Χρηματιστήριο Καράτσι, για την περίοδο 1998-2003. Η στατιστική ανάλυση των στοιχείων τους έδειξε ότι, υπάρχει θετική συσχέτιση μεταξύ των επενδύσεων του κεφαλαίου κίνησης και της χρηματοδότησης των πολιτικών του, παρουσιάζοντας ότι, οι επιχειρήσεις ακολουθούν κυρίως επιθετικές πολιτικές διαχείρισης κεφαλαίου κίνησης. Τα αποτελέσματα αυτά, έρχονται σε αντίθεση με τα ευρήματα των Weinraub & Visscher (1998), που παρουσίασαν αρνητική συσχέτιση μεταξύ των πολιτικών διαχείρισης του κεφαλαίου κίνησης και της χρηματοδότησης τους, ενώ τα πορίσματα των Carpenter & Johnson (1983), δεν εμφάνισαν καμία σημαντικότητα μεταξύ των επιθετικών και συντηρητικών πολιτικών διαχείρισης του κεφαλαίου κίνησης και του κινδύνου χρηματοδότησης.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2 ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗ ΤΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ ΚΙΝΗΣΗΣ

### 2.1 Η ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΙΚΗ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗ ΤΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ ΚΙΝΗΣΗΣ

Η αποτελεσματική διαχείριση του κεφαλαίου κίνησης διαδραματίζει σημαντικό ρόλο στην στρατηγική των επιχειρήσεων, με σκοπό τη δημιουργία αξίας για τους μετόχους. Σύμφωνα με τον Smith (1980), η διαχείριση του κεφαλαίου κίνησης περιλαμβάνει το σχεδιασμό και τον έλεγχο κυκλοφορούντος ενεργητικού και βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων, κατά τρόπο, που να εξαλείφει τον κίνδυνο αδυναμίας εκπλήρωσης υποχρεώσεων, τόσο λόγω της μικρής διάρκειας του, όσο και της αποφυγής υπερβολικών επενδύσεων σε αυτά τα περιουσιακά στοιχεία.

Πολλοί μελετητές (Howorth & Westhead, 2003; Deloof, 2003; Afza & Nazir, 2007; Afza & Nazir, 2008; Afza & Nazir, 2009) υποστηρίζουν ότι, η αποτελεσματική διαχείριση του κεφαλαίου κίνησης, είναι ένα σημαντικό συστατικό της συνολικής επιχειρησιακής στρατηγικής για τη δημιουργία αξίας στους μετόχους, καθώς οι επιχειρήσεις προσπαθούν να κρατήσουν ένα βέλτιστο επίπεδο κεφαλαίου κίνησης που μεγιστοποιεί την αξία τους.

Ο Lamberson (1995) έδειξε ότι, η διαχείριση του κεφαλαίου κίνησης είναι ένα από τα πιο σημαντικά ζητήματα στην οργάνωση, καθώς πολλές επιχειρήσεις, δυσκολεύονται να προσδιορίσουν τις σημαντικές δυνάμεις και το βέλτιστο επίπεδο του κεφαλαίου κίνησης. Αναφέρει ότι, το μεγαλύτερο μέρος του χρόνου των οικονομικών διευθυντών καταναλώνεται στις προσπάθειες τους, για τον εντοπισμό των μη βέλτιστων επιπέδων κυκλοφορούντων στοιχείων ενεργητικού και υποχρεώσεων και την προσαγωγή αυτών, σε καλύτερα δυνατά επίπεδα. Ως αποτέλεσμα, οι επιχειρήσεις μπορούν να ελαχιστοποιήσουν τον κίνδυνο και να βελτιώσουν τη συνολική απόδοση τους, εάν κατανοήσουν το ρόλο και τους καθοριστικούς παράγοντες του κεφαλαίου κίνησης.

Η διαχείριση του κεφαλαίου κίνησης είναι ένας από τους ακρογωνιαίους λίθους της επιχειρησιακής λειτουργίας και αποτελεί τόσο την αντιστάθμιση έναντι του πιστωτικού κλοιού όσο και την πρόσβαση σε επιπλέον κεφάλαια. Η σημασία της αποτελεσματικής διαχείρισης του κεφαλαίου εργασίας, είναι αδιαμφισβήτητη, σε όλες τις επιχειρηματικές

δραστηριότητες και στηρίζεται στην ικανότητα των επιχειρήσεων, να χρησιμοποιούν αποτελεσματικά τις απαιτήσεις, τα αποθέματα και τις υποχρεώσεις τους. Για τους Afza & Nazir, (2009b) η σωστή διαχείριση του κεφαλαίου κίνησης είναι, η ισορροπία μεταξύ κινδύνου και απόδοσης, η οποία επιτυγχάνεται από τη συνεχή παρακολούθηση, ώστε να διατηρηθεί το βέλτιστο επίπεδο των διαφόρων συνιστωσών του κεφαλαίου κίνησης, όπως των μετρητών, των απαιτήσεων, των αποθεμάτων και των υποχρεώσεων. Μια επιχείρηση μπορεί να επιλέξει μια επιθετική πολιτική διαχείρισης του κεφαλαίου κίνησης, με χαμηλό επίπεδο κυκλοφορούντος ενεργητικού ως ποσοστό των συνολικών περιουσιακών της στοιχείων ή να επιλέξει, με βάση την χρηματοδότηση, με τη μορφή υψηλού επιπέδου τρεχουσών υποχρεώσεων ως ποσοστό του συνόλου των υποχρεώσεων.

Οι Filbeck & Krueger (2005) υποστήριξαν ότι η επιτυχία της επιχείρησης εξαρτάται σε μεγάλο βαθμό από την ικανότητα των υπευθύνων της, να διαχειρίζονται αποτελεσματικά τις απαιτήσεις, τα αποθέματα, και τις υποχρεώσεις της. Οι επιχειρήσεις μπορούν να μειώσουν το κόστος χρηματοδότησής τους και να αυξήσουν τα διαθέσιμα κεφάλαια τους για πάγιες επενδύσεις, ελαχιστοποιώντας τα ποσά των επενδύσεων τους σε κυκλοφορούν ενεργητικό. Υπάρχει ένας αυξανόμενος αριθμός επιχειρήσεων, που αναγνωρίζει την διαχείριση του κεφαλαίου κίνησης, σαν ένα πραγματικό ανταγωνιστικό πλεονέκτημα για την ενίσχυση των κερδών.

Χαρακτηριστική είναι η περίπτωση των υπολογιστών Dell, όπου η επιχείρηση αποκομίζει ήδη πλεονέκτημα κόστους, σε τρεις τομείς: στο κόστος αγοράς των κατασκευαστικών στοιχείων και διοικητικών εξόδων, την πώληση των αποθεμάτων και του κόστους κεφαλαίου κίνησης. Το 1998, η Dell είχε χρονικό όριο εισπράξεων απαιτήσεων τριάντα έξι ημέρες, επτά ημέρες αποθεμάτων, και πενήντα μία ημέρες πίστωσης πληρωτέων λογαριασμών. Για να ξεπεράσει τον ανταγωνισμό σε ένα πολύ σύνθετο περιβάλλον, ήταν από τις λίγες επιχειρήσεις, που χρησιμοποίησαν την βελτιστοποίηση του κεφαλαίου κίνησης, ως πραγματικό ανταγωνιστικό πλεονέκτημα στα κέρδη μόχλευσης.

Η επιτυχία μιας επιχείρησης εξαρτάται κυρίως από την αποτελεσματική διοίκηση στη διαχείριση των απαιτήσεων, των αποθεμάτων και των υποχρεώσεων της (Filbeck & Krueger, 2005). Η μείωση των αποθεμάτων, των υποχρεώσεων και του κόστους των επισφαλών απαιτήσεων, απαιτούν μακροπρόθεσμες λειτουργικές αλλαγές οι οποίες,

παράγουν μόνιμες βελτιώσεις της ανταγωνιστικότητας κόστους / κέρδους. Οι επιχειρήσεις μπορούν να ενισχύσουν τις δυνατότητες χρηματοδότησης τους ή να μειώσουν τα κόστη τους, μειώνοντας κάποιο ποσό που διαθέτουν στο κυκλοφορούν ενεργητικό. Ως εκ τούτου, οι επιχειρήσεις που εστιάζουν σε κεφάλαιο κίνησης, μπορούν να αντέξουν το κόστος μείωσης του, περισσότερο από επιχειρήσεις που προβαίνουν σε άλλα δραστικά μέτρα μείωσης, όπως για παράδειγμα, τη μείωση των διοικητικών και γενικών εξόδων ή την αύξηση των απολύσεων του προσωπικού.

Ο Smith (1980) υποστηρίζει ότι ένας μεγάλος αριθμός από επιχειρηματικές αποτυχίες, μπορεί να προέρχεται από την αδυναμία των διοικούντων, να σχεδιάζουν και να ελέγχουν τα στοιχεία του κυκλοφορούντος ενεργητικού και των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων των αντίστοιχων επιχειρήσεων τους. Τονίζει ότι, όσο μεγαλύτερη είναι η επένδυση στο κυκλοφορούν ενεργητικό, τόσο χαμηλότερος ο κίνδυνος, αλλά οδηγεί σε χαμηλότερη κερδοφορία

Για τις μικρές επιχειρήσεις, υπάρχουν ενδείξεις ότι, μειονεκτούν στη διαχείριση του κεφαλαίου κίνησης τους, καθώς υποφέρουν από χαμηλή κεφαλαιοποίηση, ασκώντας αυστηρό έλεγχο σε επενδύσεις του κεφαλαίου κίνησης, που συχνά υπερεκτιμούνται. Παραδοσιακά, τα επίπεδα αποδόσεων των μικρών επιχειρήσεων έχουν αναλυθεί σε γενικούς διαχειριστικούς παράγοντες, όπως η μεγάλη παραγωγή και εμπορία των επιχειρήσεων, με αποτέλεσμα η διαχείριση του κεφαλαίου κίνησης να έχει μια επακόλουθη επίπτωση στην επιβίωση και ανάπτυξη μικρών επιχειρήσεων.

Από τα παραπάνω γίνεται φανερό ότι, η αποτελεσματική διαχείριση του κεφαλαίου κίνησης, σχετίζεται με την ικανότητα της επιχείρησης, να αντεπεξέρχεται στα βραχυπρόθεσμα χρέη της ή στις υποχρεώσεις της μέσα στις καθορισμένες προθεσμίες, να μπορεί να παρατείνει το χρόνο πίστωσης των πελατών της με αποτελεσματική διεκδίκηση των απαιτήσεων της και να καθορίζει την άριστη αναλογία βραχυπρόθεσμων και μακροπρόθεσμων κεφαλαίων για την χρηματοδότηση του ενεργητικού της. Η σωστή διαχείριση του κεφαλαίου κίνησης σχετίζεται με τις αποφάσεις σχετικά με το ύψος του κυκλοφορούντος ενεργητικού αλλά και με τον τρόπο με τον οποίο χρηματοδοτείται το κυκλοφορούν ενεργητικό (με βραχυπρόθεσμες ή μακροπρόθεσμες πηγές), επηρεάζοντας έτσι το ύψος των πωλήσεων της επιχείρησης.

## 2.2 ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ ΚΙΝΗΣΗΣ

Στη συνέχεια παρουσιάζονται οι κυριότεροι παράγοντες που προσδιορίζουν τις ανάγκες σε κεφάλαια κίνησης (Λαζαρίδης & Παπαδόπουλος, 2003; Βασιλείου & Ηρειώτης, 2008) και οι οποίοι είναι:

### *1) Το είδος και η φύση των εργασιών της επιχείρησης*

Οι ανάγκες μιας επιχείρησης συνδέονται άμεσα με το είδος των εργασιών της. Έτσι, οι ανάγκες σε κεφάλαια κίνησης μιας επιχείρησης κοινής ωφελείας, είναι διαφορετικές από εκείνες μιας εμπορικής ή βιομηχανικής επιχείρησης, γιατί στην πρώτη περίπτωση τόσο τα αποθέματα όσο και οι απαιτήσεις μετατρέπονται γρήγορα σε ρευστά. Αντίθετα, οι ανάγκες σε κεφάλαια κίνησης μιας βιομηχανικής επιχείρησης είναι αυξημένες, γιατί βρίσκεται αντιμέτωπη με τα προβλήματα των μεγάλων επενδύσεων σε κεφάλαια κίνησης (μεγάλα ποσά για αποθέματα και χρηματοδότηση των πωλήσεων με πίστωση) και της σχετικά μικρής κυκλοφοριακής ταχύτητας των αποθεμάτων και των απαιτήσεων. Σε σύγκριση με μια επιχείρηση κοινής ωφέλειας ή μια επιχείρηση λιανικού εμπορίου (Super Market), η βιομηχανική επιχείρηση (δευτερογενούς παραγωγής) απαιτεί πολύ περισσότερο κεφάλαιο κίνησης, επειδή επενδύει το μεγαλύτερο μέρος των κεφαλαίων της σε πρώτες ύλες, ημικατεργασμένα και έτοιμα προϊόντα, ενώ η επιχείρηση λιανικού εμπορίου αγοράζει προϊόντα έτοιμα προς διάθεση.

### *2) Η παραγωγική διαδικασία*

Στενά συνδεδεμένη με την ύπαρξη ή μη, του ανταγωνισμού, είναι και η εκάστοτε ακολουθούμενη πιστωτική πολιτική μιας επιχείρησης. Πολλές φορές, οι όροι διακανονισμού των πωλήσεων, μπορεί να ακολουθούν την πολιτική που ακολουθεί ένας συγκεκριμένος βιομηχανικός κλάδος, ή τις αρχές που τηρεί η κάθε επιχείρηση. Μπορεί όμως να εξαρτώνται και από το χρόνο που μεσολαβεί μεταξύ της παραγωγής και της είσπραξης των απαιτήσεων των πελατών. Έτσι, το απαραίτητο ύψος κεφαλαίων κίνησης είναι ανάλογο, με το χρόνο που απαιτείται από την απόκτηση των πρώτων υλών, ετοιμών προϊόντων ή υπηρεσιών, μέχρι τη στιγμή της πώλησης στους πελάτες τους και την είσπραξη της απαίτησης αυτής. Υπάρχουν διάφοροι παράγοντες που επηρεάζουν τη διάρκεια αυτού του κύκλου. Όσο μεγαλύτερο είναι το χρονικό διάστημα, που μεσολαβεί

από τη στιγμή της απόκτησης των παραπάνω στοιχείων, μέχρι τη στιγμή της ρευστοποίησης τους, τόσο μεγαλύτερο είναι το κατά μονάδα κόστος κτήσης των προς πώληση αγαθών και υπηρεσιών, τόσο μεγαλύτερο το αναγκαίο κεφάλαιο κίνησης.

### *3) Οι όροι συναλλαγών αγορών και πωλήσεων*

Το δεσμευμένο χρηματικό ποσό σε κεφάλαιο κίνησης επηρεάζεται από τους όρους συναλλαγών. Όσο περισσότερο ευνοϊκοί όροι πίστωσης των αγορών από τους προμηθευτές, τόσο λιγότερα μετρητά επενδύονται σε αποθέματα. Δηλαδή οι προμηθευτές χρηματοδοτούν τα αποθέματα για μικρότερη ή μεγαλύτερη περίοδο. Αντίθετα, όταν η πληρωμή των προμηθευτών γίνει σε μικρό χρονικό διάστημα από την πώληση των αποθεμάτων, ένα μεγαλύτερο ποσό μετρητών απαιτείται να χρηματοδοτήσει αυτήν την δραστηριότητα. Από την άλλη πλευρά, η επιχείρηση μπορεί να χορηγεί πίστωση μεγαλύτερης διάρκειας στους πελάτες της, από ότι λαμβάνει από τους πιστωτές της. Όσο πιο γενναιόδωρα χορηγούνται οι πιστώσεις στους πελάτες, τόσο μεγαλύτερο ποσό κεφαλαίου κίνησης μεταφέρεται στις απαιτήσεις. Μια αύξηση του κύκλου εργασιών μιας επιχείρησης, απαιτεί μεγαλύτερο ύψος κεφαλαίων κίνησης, προκειμένου να μπορεί να διευκολύνει τους πελάτες της και να συνεχίζει απρόσκοπτα την παραγωγική διαδικασία. Το χρηματοοικονομικό κέρδος από την έκπτωση για συναλλαγές τοις μετρητοίς, οδηγεί σε ταχύτερη είσπραξη των απαιτήσεων της, με λιγότερους ανεπίδεκτους είσπραξης πελάτες, ενώ η απόρριψη έκπτωσης, θεωρείται σημάδι χρηματοοικονομικής στενότητας.

### *4) Η κυκλοφοριακή ταχύτητα απαιτήσεων*

Οι λογαριασμοί των απαιτήσεων, αντιπροσωπεύουν ένα μεγάλο μέρος του κυκλοφορούντος ενεργητικού, των περισσότερων βιομηχανικών επιχειρήσεων, δίνοντας μεγάλη προσοχή στην αποτελεσματική διαχείριση των αποφάσεων τους, που σχετίζονται με πολιτικές, όπως της πιστοληπτικής ικανότητας, της περιόδου πίστωσης και των εκπτώσεων που δίνονται. Το δεσμευμένο χρηματικό ποσό σε κεφάλαιο κίνησης εξαρτάται από την χρονική περίοδο μετατροπής των απαιτήσεων σε μετρητά. Όσο λιγότερος χρόνος απαιτείται για την είσπραξη των απαιτήσεων, τόσο λιγότερα κεφάλαια κίνησης απαιτούνται. Μια επιχείρηση για να μεγιστοποιήσει το κέρδος της, θα πρέπει καταφέρει τον καλύτερο συνδυασμό μεταξύ των παραπάνω πιστοληπτικών κριτηρίων της και του επίπεδου των δαπανών της.

Απαιτείται γι' αυτό, αποτελεσματικός έλεγχος των απαιτήσεων, ο οποίος επιτυγχάνεται με την συνετή πολιτική της διοίκησης, όσον αφορά την έκταση των πιστώσεων της, τους όρους των πωλήσεων της και την καθιέρωση της μέγιστης πολιτικής πιστώσεως πελατών και εισπράξεων. Μια αποτελεσματική διοίκηση πιστώσεων έχει ως αποτέλεσμα, ένα υψηλότερο δείκτη κυκλοφοριακής ταχύτητας απαιτήσεων. Για το λόγο αυτό, μια μεγάλη κυκλοφοριακή ταχύτητα απαιτήσεων σημαίνει γρήγορη εισροή κεφαλαίων από απαιτήσεις, με απαιτούμενα κεφάλαια κίνησης μικρότερα από ότι σε περίπτωση χαμηλής κυκλοφοριακής ταχύτητας είσπραξης απαιτήσεων.

#### *5) Η κυκλοφοριακή ταχύτητα των αποθεμάτων*

Τα αποθέματα αποτελούν τη μεγαλύτερη σε αξία, όλων των στοιχείων του κυκλοφορούντος ενεργητικού και τη δεύτερη μεγαλύτερη κατηγορία περιουσιακών στοιχείων σε μια βιομηχανία, μετά τον πάγιο εξοπλισμό. Δεδομένης της τεράστιας επένδυσης τους, στην απογραφή ή στο κόστος των υλικών, αποτελούν το σημαντικό μέρος του κόστους παραγωγής, με επιτακτική ανάγκη αποτελεσματικής διαχείρισης τους, προκειμένου να αποφευχθεί η άσκοπη επένδυση τους. Μια επιχείρηση που παραμελεί τη διαχείριση των αποθεμάτων θέτει σε κίνδυνο την ρευστότητα της, καθώς τα υψηλά αποθέματα θεωρούνται ως «νεκροταφεία» μιας επιχείρησης.

Όσο μεγαλύτερη είναι η κυκλοφοριακή ταχύτητα των αποθεμάτων (όσο περισσότερες φορές τα αποθέματα πωλούνται και αντικαθίστανται), τόσο μικρότερο είναι το απαιτούμενο ύψος κεφαλαίων κίνησης, διότι το ίδιο ποσό αποθεμάτων κινείται πολλές φορές μέσα στη χρήση. Ως εκ τούτου, τα κεφάλαια που δεσμεύονται για τα αποθέματα είναι μικρότερα από ότι στην περίπτωση της χαμηλής κυκλοφοριακής ταχύτητας αποθεμάτων. Ο αποτελεσματικός έλεγχος αποθεμάτων είναι απαραίτητος για την διατήρηση επαρκούς ποσότητας ειδών και ποιότητας, καθώς ρυθμίζει τις επενδύσεις σε αποθέματα. Επιπλέον, όσο μεγαλύτερη κυκλοφοριακή ταχύτητα αποθεμάτων έχουν οι επιχειρήσεις, τόσο λιγότερους κινδύνους ζημιών αποφεύγουν, είτε εξαιτίας των μειώσεως των τιμών είτε της αλλαγής της ζήτησης ( Arbab & Matarnah, 2011).

#### *6) Ο βαθμός εποχικότητας*

Ο βαθμός εποχικότητας των προϊόντων μιας επιχείρησης, είναι ένας από τους πλέον σημαντικούς παράγοντες καθορισμού των αναγκών σε κεφάλαια κίνησης. Σε περιόδους



αιχμής με έντονη εποχικότητα, δημιουργείται η ανάγκη ύπαρξης μεγάλου όγκου αποθεμάτων για την αντιμετώπιση της αυξημένης ζήτησης. Γι' αυτό οι επιχειρήσεις με έντονη εποχικότητα (π.χ. βιομηχανίες αναψυκτικών) παρουσιάζουν έντονα προβλήματα στα στοιχεία του κυκλοφορούντος ενεργητικού, με συνέπεια, δυσχέρειες στον έλεγχο των εσωτερικών χρηματοδοτικών τους διακυμάνσεων.

Άλλωστε, σε ορισμένη χρονική περίοδο, η ύπαρξη υψηλών κεφαλαίων κίνησης είναι επιτακτική, για τη χρηματοδότηση αυξημένων αποθεμάτων, πληρωμών και απαιτήσεων και κάτω από ομαλές συνθήκες οι επιχειρήσεις αυτές, καλύπτουν τα πρόσθετα εποχιακά κεφάλαια κίνησης τους, προσφεύγοντας σε βραχυπρόθεσμο τραπεζικό δανεισμό ή σε άλλες βραχυπρόθεσμες πιστώσεις. Μια επιχείρηση με εποχιακή ζήτηση για τα προϊόντα της, έχει ένα πλεόνασμα κεφαλαίου κίνησης κατά την διάρκεια της περιόδου των χαμηλών πωλήσεων της και γι' αυτό, πολλές εποχικές επιχειρήσεις, έχουν διαφοροποιήσει την ροή της παραγωγικής τους διαδικασίας, για να λύσουν το πρόβλημα των εποχιακών διαφορών, με μια περισσότερο αποτελεσματική χρήση του κεφαλαίου κίνησης.

#### *7) Οι συνθήκες ανταγωνισμού και η γενικότερη οικονομική κατάσταση*

Μια επιχείρηση που έχει ηγετική θέση στην αγορά, μπορεί να κινείται πιο άνετα με οποιοδήποτε ύψος κεφαλαίων κίνησης διαθέτει, επειδή ακόμη και αν δεν έχει τη δυνατότητα άμεσης ικανοποίησης των απαιτήσεων της, δεν οδηγείται σε μείωση του κύκλου εργασιών της. Όταν όμως ο ανταγωνισμός είναι οξύς, τότε η επιχείρηση αναγκάζεται να διατηρεί μεγάλη ποικιλία αποθεμάτων, για ικανοποίηση της ζήτησης και για να έχει δυνατότητα χορήγησης καλύτερων όρων πώλησης στους πελάτες της. Το πρόβλημα οξύνεται περισσότερο, όταν μια επιχείρηση πρέπει να αντιμετωπίσει άλλες μεγαλύτερες εταιρείες, με σημαντικές πηγές κεφαλαίων, όπου αναγκάζεται να χορηγήσει μεγαλύτερες πιστώσεις στους πελάτες της για την προώθηση των πωλήσεων της.

Η δραστηριότητα των επιχειρήσεων σε περιόδους οικονομικής άνθησης επεκτείνεται, με τάση να αγοράζουν προϊόντα πριν από τις τρέχουσες ανάγκες τους, για να κερδίσουν το πλεονέκτημα χαμηλής τιμής και την σιγουριά για την επάρκεια των αποθεμάτων τους. Αντίθετα σε περιόδους οικονομικής κρίσης ή επιχειρηματικής αδράνειας, ο όγκος των εργασιών μειώνεται και οι πλέον επιτυχείς επιχειρήσεις, μετατρέπουν τα επιπλέον αποθέματα και απαιτήσεις σε μετρητά.

#### 8) Η υιοθετούμενη πολιτική μετρητών

Τέλος, ένας ακόμη σημαντικός προσδιοριστικός παράγοντας του κεφαλαίου κίνησης, είναι η φύση των στοιχείων του κυκλοφορούντος ενεργητικού και η χρονική διάρκεια που απαιτείται για να μετατραπούν σε ρευστά. Η ταμειακή διαχείριση αποτελεί έναν από τους βασικούς τομείς της διαχείρισης του κεφαλαίου κίνησης. Η επιχείρηση θα πρέπει να έχει στην διάθεση της ένα ποσό κεφαλαίου κίνησης, υπό την μορφή μετρητών, συμπεριλαμβανομένων και των χρεογράφων, για να αντιμετωπίσει λειτουργικές ανάγκες.

Η πολιτική των μετρητών εξαρτάται από την πιστοληπτική ικανότητα της επιχείρησης, τη χρονική περίοδο παραμονής των αποθεμάτων και είσπραξης των απαιτήσεων, καθώς και της πρακτικής που υιοθετεί η επιχείρηση, ώστε να επωφελείται των ευκαιριών και των εκπτώσεων των αγορών της. Οι επιχειρήσεις προκειμένου να αντιμετωπίσουν τους κινδύνους πιθανής μείωσης της αξίας των κυκλοφορούντων περιουσιακών στοιχείων και για να εμποδίσουν μια πιθανή καταστροφή, διατηρούν ένα σχετικά μεγάλο ποσό μετρητών ή εμπορεύσιμων χρεογράφων. Αντίθετα, η έλλειψη μετρητών, οδηγεί σε κατάσταση τεχνικής αφερεγγυότητας, ακόμη και σε εκκαθάριση. Ωστόσο, εάν το ταμειακό υπόλοιπο της επιχείρησης είναι πλεόνασμα, είναι προφανές ότι έχει γίνει οικονομική κακοδιαχείριση. Ως εκ τούτου, η εύρυθμη λειτουργία και η σωστή και αποτελεσματική διαχείριση των διαθεσίμων είναι πολύ σημαντική.

Σημαντικά ευρήματα της μελέτης του Gill (2011) σχετικά με τους παράγοντες που επηρεάζουν τις απαιτήσεις σε κεφαλαίο κίνησης, σε ένα δείγμα 166 εισηγμένων Καναδικών επιχειρήσεων στο Χρηματιστήριο του Τορόντο, για μια περίοδο 3 ετών (2008 - 2010) έδειξαν ότι, ένα διαφορετικό σύνολο μεταβλητών, όπως είναι ο λειτουργικός κύκλος, η απόδοση ενεργητικού (ROA) και το μέγεθος της επιχείρησης επηρεάζουν σημαντικά τις ανάγκες σε κεφαλαίο κίνησης.

Οι ευκαιρίες ανάπτυξης είναι μια άλλη μεταβλητή που μπορεί να επηρεάσει τη διαχείριση κεφαλαίου κίνησης, επειδή οι επιχειρήσεις με τις υψηλότερες προοπτικές ανάπτυξης, έχουν σοβαρές συγκρούσεις μεταξύ πιστωτών και μετόχων, λόγω της ασύμμετρης πληροφόρησης για την αξία τους. Αντίθετα, οι επιχειρήσεις με υψηλότερο δείκτη μόχλευσης (μεγαλύτερη ικανότητα να αυξήσουν το χρέος), πραγματοποιούν περισσότερες επενδύσεις σε κεφαλαίο κίνησης.

Το μέγεθος της επιχείρησης είναι ένας άλλος παράγοντας, που έχει συνδεθεί με την διαπραγματευτική δύναμη της επιχείρησης, με τους προμηθευτές και τους πελάτες της δείχνοντας ότι, οι μεγαλύτερες επιχειρήσεις έχουν μεγαλύτερη διαπραγματευτική δύναμη, ενώ οι μικρότερες επιχειρήσεις, έχουν επεκταθεί σε περισσότερες πιστώσεις για την εγγύηση των προϊόντων τους, δεδομένου της χαμηλότερης φήμη τους. Οι επιχειρήσεις με μεγαλύτερη πιθανότητα οικονομικής δυσχέρειας, έχουν περισσότερες δυσκολίες να εξασφαλίσουν κεφάλαια, δεδομένου ότι ένας μεγαλύτερος λειτουργικός κύκλος, υποδεικνύει την ανάγκη για πρόσθετα κεφάλαια με αποτέλεσμα να κατέχουν, μικρότερο κύκλο ταμειακής μετατροπής.

Οι Palombin & Nakamura (2010), σε μελέτη για τους βασικούς παράγοντες της διαχείρισης του κεφαλαίου κίνησης σε ένα δείγμα 2.976 εισηγμένων επιχειρήσεων στο Χρηματιστήριο του Sao Paolo, στην Βραζιλία, για το διάστημα 2001 – 2008, διαπίστωσαν ότι, το επίπεδο του χρέους, το μέγεθος και ο ρυθμός ανάπτυξης, μπορούν να επηρεάσουν τη διαχείριση του κεφαλαίου κίνησης των επιχειρήσεων. Τα αποτελέσματα τους, οδηγούν στο συμπέρασμα ότι, οι επιχειρήσεις με αυξημένο επίπεδο χρέους, έχουν την τάση να δουλεύουν με χαμηλό επίπεδο αποθεμάτων. Οι εταιρείες με υψηλή μόχλευση χρέους, θα πρέπει να εστιάσουν σε μια πιο αποτελεσματική διαχείριση του κεφαλαίου κίνησης, προκειμένου να αποφευχθούν την έκδοση νέων ομολόγων και μετοχών. Η θετική σχέση των μεταβλητών ημερών πίστωσης από προμηθευτές και ημερών απαιτήσεων από πελάτες δείχνει ότι, οι επιχειρήσεις με σημαντική μόχλευση τείνουν να διαπραγματευτούν αυξημένους όρους πληρωμής, με τους προμηθευτές και υψηλούς όρους πίστωσης, με τους πελάτες τους.

Προηγούμενες μελέτες που αφορούν τους παράγοντες διαχείρισης του κεφαλαίου κίνησης των Μικρομεσαίων Επιχειρήσεων (ΜΜΕ), έχουν εντοπίσει ότι, η χρηματοδότηση είναι το σημαντικότερο εμπόδιο για την ανάπτυξη των μικρομεσαίων επιχειρήσεων, καθώς η ανεπαρκής λειτουργία του κεφαλαίου κίνησης, είναι οι κύριες αιτίες για το κλείσιμο τους. Άλλα προβλήματα ανάπτυξης των ΜΜΕ, τα οποία επηρεάζουν την προμήθεια πρώτων υλών είναι, οι μικρές οικονομίες κλίμακας χαμηλής δυναμικότητας, η χρήση του ξεπερασμένου εξοπλισμού και των ελλείψεων σε μηχανολογικό εξοπλισμό, καθώς και οι εποχιακές διακυμάνσεις τους. Η έλλειψη επαρκών οικονομικών πόρων παραμένει ένα από

τα χρόνια προβλήματα που επηρεάζουν την ανάπτυξη και οργάνωση των δραστηριοτήτων των ΜΜΕ, ενώ τα προβλήματα στη διαχείριση του κεφαλαίου κίνησης τους, περιλαμβάνουν τις μεταβολές των τιμών, τον πληθωρισμό, τις καθυστερήσεις των εισπράξεων και τις οικογενειακές πιέσεις.

Για όλους τους παραπάνω λόγους και με αφορμή την περαιτέρω ανάπτυξη των ΜΜΕ, η έρευνα των Marfo-Yiadom & Kwaku (2011), αναφέρεται στους παράγοντες διαχείρισης του κεφαλαίου κίνησης των 700 ΜΜΕ στην Κεντρική Περιφέρεια της Γκάνας, στην Αφρική, καταλήγοντας συμπέρασμα ότι, το κεφάλαιο κίνησης επηρεάζεται από διάφορους παράγοντες, όπως η φύση, το μέγεθος, οι συνθήκες της αγοράς και ζήτησης, ο ανταγωνισμός, οι επιχειρησιακές διακυμάνσεις και η τεχνολογία. Επίσης οι πολιτικές ανάπτυξης και επέκτασης δραστηριοτήτων, η πιστωτική πολιτική των επιχειρήσεων, η διαχείριση πιστώσεων και λειτουργικής απόδοσης, οι όροι της προσφοράς, και τέλος οι αλλαγές σε επίπεδο τιμών, επηρεάζουν σε μεγάλο βαθμό τις αποφάσεις διαχείρισης του κεφαλαίου κίνησης.

Σε έρευνα των Banos et al. (2009) σχετικά με την ευαισθησία της διαχείρισης κεφαλαίου κίνησης, στις ατέλειες της αγοράς, όπως η ασύμμετρη πληροφόρηση, οι συγκρούσεις συμφερόντων πιστωτών και μετόχων και ο οικονομικός κίνδυνος, τα αποτελέσματα υποδεικνύουν ότι, οι επενδύσεις σε κεφάλαιο κίνησης υπερτερούν, σε σχέση με τις επενδύσεις σε πάγια περιουσιακά στοιχεία των κεφαλαίων των επιχειρήσεων, ειδικά όταν αυτές δέχονται οικονομικές πιέσεις. Επιπλέον, διαπίστωσαν ότι, η διαχείριση του κεφαλαίου κίνησης εξαρτάται σημαντικά από τη διαπραγματευτική δύναμη των πελατών και των πιστωτών καθώς και από τους χρηματοοικονομικούς παράγοντες, όπως είναι, η διαθεσιμότητα της εσωτερικής χρηματοδότησης, το κόστος της και η πρόσβαση σε κεφαλαιαγορές. Τα συμπεράσματα από την έρευνα οδηγούν στο ότι, η ασύμμετρη πληροφόρηση και το κόστος διαχείρισης, θα μπορούσε να οδηγήσει είτε σε μείωση των επενδύσεων είτε σε υπερεπενδύσεις.

### 2.3 ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΚΗ ΕΠΙΣΚΟΠΗΣΗ

Στην χρηματοοικονομική βιβλιογραφία, η σημασία της διαχείρισης του κεφαλαίου κίνησης, έχει μια κοινή αντιμετώπιση μεταξύ των ερευνητών. Η αιτιολόγηση για αυτήν την κοινή γνώμη σχετικά με το γιατί η διαχείριση του κεφαλαίου είναι σημαντική για μια επιχείρηση, εστιάζεται στη σχέση μεταξύ της αποτελεσματικής διαχείρισης του κεφαλαίου κίνησης και της κερδοφορίας, καθώς και τις επιπτώσεις στην αξία για τους μετόχους της. Πολλές οικονομικές μελέτες απεικονίζουν σε πρώιμα στάδια, τους χρηματοοικονομικούς δείκτες που χρησιμοποιούνται στην λήψη αποφάσεων για τη διαχείριση του κεφαλαίου κίνησης, αλλά λίγες μελέτες έχουν ασχοληθεί για την πολιτική της διαχείρισης του κεφαλαίου κίνησης.

Οι πρώτες προσπάθειες έγιναν από τους Gupta (1969) και Gupta & Huefner (1972) που διερεύνησαν τις διαφορές, των μέσων όρων των οικονομικών δεικτών, μεταξύ διαφόρων βιομηχανικών κλάδων. Τα ευρήματα και των δύο ερευνητών αναφέρουν ότι, υπάρχουν διαφορές κυρίως, στους μέσους όρους των δεικτών της αποδοτικότητας, της δραστηριότητας, της μόχλευσης και της ρευστότητας μεταξύ των εξεταζόμενων κλάδων. Η μελέτη των Grablowsky et al. (1976), απέδειξε τη σημαντική σχέση μεταξύ των διαφόρων πολιτικών και διαδικασιών διαχείρισης του κεφαλαίου κίνησης, τονίζοντας ότι, η διαχείριση των ταμειακών διαθεσίμων και ο κύκλος μετατροπής μετρητών είναι τα δυο κρίσιμα συστατικά της συνολικής οικονομικής διαχείρισης των επιχειρήσεων, ειδικά σε επιχειρήσεις περιορισμένης ανάπτυξης ή ανεπάρκειας κεφαλαίων, οι οποίες εξαρτώνται περισσότερο από τις βραχυπρόθεσμες πηγές χρηματοδότησης.

Κατά μήκος της ίδιας γραμμής, ο Berryman (1983), τονίζει ότι, οι μικρομεσαίες επιχειρήσεις δεν έχουν αναπτύξει σε μεγάλο βαθμό, τις πρακτικές διαχείρισης κεφαλαίου κίνησης με αποτέλεσμα, να μην εκμεταλλεύονται τα οφέλη που προκύπτουν από τη βελτίωση των χρηματοοικονομικών πρακτικών διαχείρισης του κεφαλαίου κίνησης. Ο Soenen (1993) διερεύνησε τη σχέση της απόδοσης των στοιχείων του ενεργητικού (R.O.A) και του κύκλου μετατροπής μετρητών, ως μέτρο διαχείρισης του κεφαλαίου κίνησης, για τις επιχειρήσεις των ΗΠΑ. Τα αποτελέσματα έδειξαν αρνητική σχέση μεταξύ του κύκλου μετατροπής μετρητών και της απόδοσης του ενεργητικού συνολικά για όλους τους

κλάδους, ενώ αντίθετα αποτελέσματα παρουσιάζονται από κλάδο σε κλάδο.

Για την επικύρωση των αποτελεσμάτων του Soenen (1993), σε ένα μεγαλύτερο δείγμα (2.718 επιχειρήσεις), με μεγαλύτερο χρονικό διάστημα (1974-1993), οι Jose et al (1996), εξέτασαν τη σχέση μεταξύ των πολιτικών διαχείρισης του κεφαλαίου κίνησης και της κερδοφορίας των επιχειρήσεων των ΗΠΑ, χρησιμοποιώντας τον κύκλο μετατροπής μετρητών ως μέτρο διαχείρισης του κεφαλαίου κίνησης, υποστηρίζοντας ότι, ένας μικρότερος κύκλος μετατροπής μετρητών αντιπροσωπεύει την επιθετικότητα της διαχείρισης του κεφαλαίου κίνησης. Τα αποτελέσματα επιβεβαίωσαν την σημαντική αρνητική σχέση μεταξύ του κύκλου μετατροπής μετρητών και της κερδοφορίας, επισημαίνοντας ότι η πιο επιθετική διαχείριση του κεφαλαίου κίνησης σχετίζεται με την υψηλότερη κερδοφορία.

Ο Schilling (1996) αναφέρει ότι, το άριστο επίπεδο ρευστότητας, είναι το ελάχιστο επίπεδο ρευστότητας που απαιτείται, για ένα δεδομένο επίπεδο επιχειρηματικής δραστηριότητας, καθώς αποτελεί κριτήριο ζωτικής σημασίας για την ανάπτυξη του κεφαλαίου κίνησης. Συγκρίνοντας τη σχέση του μικρότερου κύκλου μετατροπής μετρητών και της ελάχιστης απαιτούμενης ρευστότητας, οδηγήθηκε στο συμπέρασμα ότι, αν ο ταμειακός κύκλος μεγαλώνει, η ελάχιστη απαιτούμενη ρευστότητα αυξάνεται, και αντιστρόφως. Οι Smith & Begermann (1997), χρησιμοποιώντας ως δείγμα εισηγμένες βιομηχανικές επιχειρήσεις του Χρηματιστηρίου του Γιοχάνεσμπουργκ, εξέτασαν την σχέση της απόδοσης των επενδυμένων κεφαλαίων (ROI) με παραδοσιακές και εναλλακτικές μονάδες μέτρησης του κεφαλαίου κίνησης. Τα αποτελέσματα τους έδειξαν ότι, οι αριθμοδείκτες της κυκλοφοριακής και άμεσης ρευστότητα δεν έχουν στατιστική σχέση με την κερδοφορία, ενώ αντίθετα, ο δείκτης μόχλευσης κεφαλαίου κίνησης<sup>5</sup> έχει μεγαλύτερη συσχέτιση με την απόδοση των επενδυμένων κεφαλαίων (ROI).

Η μελέτη των De Chazal & Mee (1998), τονίζει ότι, το 60% των εισηγμένων επιχειρήσεων αντιμετωπίζουν έντονα προβλήματα ταμειακής ρευστότητας, ενώ την ίδια περίοδο, η πρωτοποριακή εργασία των Shin & Soenen (1998), εξετάζοντας και πάλι, την σχέση μεταξύ της διαχείρισης του κεφαλαίου κίνησης με την κερδοφορία, χρησιμοποίησαν

---

<sup>5</sup> [Βραχυπρόθεσμες Τραπεζικές Υποχρεώσεις / Αποθέματα + Απαιτήσεις - (Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις - Βραχυπρόθεσμες Τραπεζικές Υποχρεώσεις)]

ένα δείγμα 58.985 εισηγμένων επιχειρήσεων, κατά το χρονικό διάστημα 1975-1994, καθιστώντας τον κύκλο μετατροπής μετρητών, ως το πρότυπο μέτρο για την αποτελεσματική διαχείριση του κεφαλαίου κίνησης. Τα αποτελέσματα της έρευνα τους, έδειξαν την αρνητική σχέση, μεταξύ της κερδοφορίας και του κύκλου μετατροπής μετρητών διαπιστώνοντας ότι, οι μικρότερες ημέρες του κεφαλαίου κίνησης οδηγούν σε υψηλότερη κερδοφορία. Το αποτέλεσμα αυτό ερμηνεύει ότι οι επιχειρήσεις μπορούν να δημιουργήσουν αξία για τους μετόχους τους, μειώνοντας τον κύκλο μετατροπής μετρητών .

Οι Weinraub & Visscher (1998), ερεύνησαν τη σχέση μεταξύ των επιθετικών και συντηρητικών πολιτικών διαχείρισης του κεφαλαίου κίνησης, δέκα διαφορετικών κλάδων βιομηχανικών επιχειρήσεων των ΗΠΑ, χρησιμοποιώντας τριμηνιαία στοιχεία για την περίοδο 1984-1993. Οι ερευνητές κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι, οι βιομηχανικοί κλάδοι μεταξύ τους, είχαν διαφορετικές πολιτικές διαχείρισης κεφαλαίου κίνησης, ενώ η φύση αυτών των πολιτικών, παρουσίαζαν αξιοσημείωτη σταθερότητα κατά τη διάρκεια των 10 ετών της μελέτης. Διαπιστώθηκε επίσης, ότι όταν ακολουθούνται επιθετικές πολιτικές, αυτές είναι πιο ισορροπημένες σε σχέση με τις συντηρητικές πολιτικές του κεφαλαίου κίνησης, για το λόγο ότι, οι επιθετικές πολιτικές σχετίζονται με υψηλότερη απόδοση και υψηλότερο κίνδυνο, ενώ αντίθετα, οι συντηρητικές πολιτικές του κεφαλαίου κίνησης με χαμηλότερο κίνδυνο και απόδοση.

Η μελέτη των Lyroudi & Lazaridis (2000), εστιάζεται για πρώτη φορά στις μεγαλύτερες ελληνικές επιχειρήσεις του κλάδου των τροφίμων, για το έτος 2007, ως αντιπροσωπευτικός κλάδος της Ελληνικής βιομηχανίας, με ταχεία ανάπτυξη και επέκταση. Εξετάζοντας τον κύκλο μετατροπής μετρητών, σε σχέση με τους δείκτες γενικής και άμεσης ρευστότητας απέδειξαν ότι υπάρχει θετική στατιστικά σημαντική σχέση μεταξύ τους. Επιπλέον, ερευνώντας τις επιπτώσεις του κύκλου μετατροπής μετρητών, σε όρους κερδοφορίας, χρέους και μεγέθους των επιχειρήσεων, κατέληξαν σε αντίθετα συμπεράσματα με τα ευρήματα άλλων ερευνών. Τα ευρήματα τους έδειξαν θετική σχέση μεταξύ του κύκλου μετατροπής μετρητών και της απόδοσης του επενδυμένου κεφαλαίου, τα οποία, κατά τη γνώμη των Lyroudi & Lazaridis (2000), υποδεικνύουν την ανάγκη να επεκταθεί το πεδίο εφαρμογής της έρευνας τους και σε άλλους κλάδους.

Σύμφωνα με τους Pike & Cheng (2001), η διαχείριση του πιστωτικού ορίου επιδιώκει να διασφαλίσει και να υλοποιήσει ένα χαρτοφυλάκιο υψηλής ποιότητας εισπρακτέων λογαριασμών. Δεδομένου των σημαντικών επενδύσεων των μεγάλων επιχειρήσεων, σε εισπρακτέους λογαριασμούς, οι επιλογές της πιστωτικής πολιτικής και των πρακτικών διαχείρισης κεφαλαίου κίνησης, θα μπορούσαν να έχουν σημαντικές συνέπειες για την εταιρική αξία. Οι Narasimhan & Murty (2001) τονίζουν την ανάγκη πολλών βιομηχανικών επιχειρήσεων να βελτιώσουν την απόδοση απασχολούμενου κεφαλαίου (R.O.C.E)<sup>6</sup>, εστιάζοντας σε κρίσιμους τομείς, όπως η συγκράτηση του κόστους η μείωση των επενδύσεων σε κεφάλαια κίνησης και η βελτίωση της αποδοτικότητας του κεφαλαίου κίνησης.

Σημαντικές πτυχές της διαχείρισης του κεφαλαίου κίνησης είναι η ένδειξη εάν μια επιχείρηση μπορεί να συνεχίσει, ή να σταματήσει τη λειτουργία της ή απλά υποδεικνύει το χρονικό χάσμα, μεταξύ της αγοράς των αγαθών και της είσπραξη των πωλήσεων. Ένα άριστο επίπεδο αποθεμάτων έχει άμεση επίπτωση στην κερδοφορία για το λόγο ότι, είτε απελευθερώνονται πόροι κεφαλαίου κίνησης, οι οποίοι με τη σειρά τους θα επενδυθούν στον κύκλο εργασιών, είτε αυξάνονται τα επίπεδα αποθεμάτων προκειμένου να ανταποκριθεί στην αυξημένη ζήτηση των προϊόντων. Κατά τον ίδιο τρόπο, τόσο η πιστωτική πολιτική από τους προμηθευτές, όσο και η περίοδος πίστωσης που χορηγείται στους πελάτες, θα έχουν άμεσο αντίκτυπο στην κερδοφορία.

Η μέχρι τώρα εμπειρική βιβλιογραφία για την διαχείριση του κεφαλαίου κίνησης έχει εστιάσει, κατά κύριο λόγο στις επιπτώσεις της κερδοφορίας των επιχειρήσεων, οι οποίες επηρεάζουν και την αγοραία αξία. Η αποτελεσματική διαχείριση του κεφαλαίου κίνησης είναι ιδιαίτερα σημαντική και για τις μικρότερες επιχειρήσεις. Σύμφωνα με προηγούμενες μελέτες (Shin & Soenen, 1998; Deloof, 2003) που αν και πραγματοποιήθηκαν σε μεγάλες επιχειρήσεις, επιβεβαιώνουν τον σημαντικό ρόλο της διαχείρισης του κεφαλαίου κίνησης στην δημιουργία αξίας σε μικρές και μεσαίες επιχειρήσεις (MME). Ιδιαίτερα, η διαχείριση των τρεχουσών περιουσιακών στοιχείων και υποχρεώσεων, είναι ιδιαίτερα σημαντική, στην περίπτωση των MME. Το μεγαλύτερο

---

<sup>6</sup> Κέρδη Προ Φόρων / [Επενδυμένα Κεφάλαια (Επενδυμένα Κεφάλαια = Κεφάλαιο Κίνησης + Καθαρά Λειτουργικά Πάγια)]



μέρος των στοιχείων του ενεργητικού των επιχειρήσεων αυτών, είναι με τη μορφή κυκλοφορούντος ενεργητικού. Επιπλέον, οι τρέχουσες υποχρεώσεις τους είναι μία από τις κύριες πηγές εξωτερικής χρηματοδότησης, λόγω των δυσκολιών τους, στη λήψη μακροπρόθεσμης χρηματοδότησης από τις κεφαλαιαγορές. Ωστόσο, οι επιχειρήσεις που επενδύουν πολλά σε αποθέματα και στην εμπορική τους πίστωση, μπορούν να υποστούν μείωση της κερδοφορίας. Έτσι, όσο μεγαλύτερες είναι οι επενδύσεις σε κυκλοφορούν ενεργητικό, στοχεύοντας σε χαμηλό κίνδυνο, τόσο χαμηλότερη είναι η κερδοφορία που λαμβάνεται (Petersen & Rajan, 1997).

Μια άλλη πτυχή της διαχείρισης του κεφαλαίου κίνησης των μικρομεσαίων επιχειρήσεων, που αναλύθηκε από το Lamberson (1995), ο οποίος απέδειξε ότι, οι μικρές επιχειρήσεις ανταποκρίνονται στις μεταβολές των οικονομικών δραστηριοτήτων τους με συνεχείς αλλαγές, τόσο των απαιτήσεων του κεφαλαίου κίνησης, όσο και των στοιχείων του κυκλοφορούντος ενεργητικού και παθητικού. Παρά το γεγονός ότι, το κεφάλαιο κίνησης είναι το μέλημα όλων των επιχειρήσεων, οι μικρές επιχειρήσεις αντιμετωπίζουν το θέμα πιο σοβαρά, με δεδομένη την ευπάθεια τους σε διακυμάνσεις του κεφαλαίου κίνησης. Η αρχική μελέτη που εκπονήθηκε από τους Peel et al. (2000) επισημαίνουν ότι, οι μικρές επιχειρήσεις τείνουν να έχουν ένα σχετικά υψηλό ποσοστό των κυκλοφορούντων περιουσιακών στοιχείων με χαμηλή ρευστότητα, να παρουσιάζουν ασταθείς ταμειακές ροές καθώς και υψηλή εξάρτηση από το βραχυπρόθεσμο χρέος.

Ο Anand (2001) αποκάλυψε ότι, το 70% των μικρομεσαίων επιχειρήσεων αντιμετωπίζουν προβλήματα ταμειακής ροής, με ολοένα και περισσότερο χρέος ανείσπρακτων απαιτήσεων, το οποίο παραμένει εκκρεμή, μεγαλώνοντας τον κίνδυνο να αποβούν μη εισπραχθέντες απαιτήσεις. Αυτό οδηγεί σε ένα φαινόμενο ντόμινο, με συνέπεια οι μικρές επιχειρήσεις με ανείσπρακτα υπόλοιπα πελατών, να μην μπορούν να αποπληρώσουν με τη σειρά τους τις ληξιπρόθεσμες υποχρεώσεις τους. Για τις μικρές αλλά αναπτυσσόμενες επιχειρήσεις, η αποτελεσματική διαχείριση του κεφαλαίου κίνησης είναι συστατικό ζωτικής σημασίας για την επιβίωση τους, τόσο στην κερδοφορία όσο και στην ρευστότητα τους, επισημαίνουν στην μελέτη τους οι Howorth & Westhead (2003) και υποστηρίζουν ότι, οι μικρότερες επιχειρήσεις θα πρέπει να υιοθετούν συχνά ελέγχους στις πολιτικές διαχείρισης κεφαλαίων κίνησης, προκειμένου να μειωθεί η πιθανότητα

οικονομικής δυσχέρειας και να ενισχυθεί η επιχειρηματική τους απόδοση.

Βασιζόμενος στο έργο των Shin & Soenen (1998), με ένα σημαντικό άρθρο, ο Deloof (2003), μελέτησε τη σημαντική σχέση μεταξύ των παραγόντων της διαχείρισης του κεφαλαίου κίνησης και της κερδοφορίας, σε ένα δείγμα 1.009 βελγικών μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων για την περίοδο 1992-1996 και απέδειξε ότι ο τρόπος διοίκησης του κεφαλαίου κίνησης επιδρά στην κερδοφορία. Τα αποτελέσματα επιβεβαιώνουν ότι, οι επιχειρήσεις μπορούν να αυξήσουν την κερδοφορία τους, μειώνοντας τον αριθμό των ημερών των απαιτήσεων και των ημερών των αποθεμάτων. Ωστόσο, μια αδικαιολόγητη υψηλή επένδυση των στοιχείων του ενεργητικού, θα μειώσει αυτό το ποσοστό απόδοσης, το οποίο ιδιαίτερα σημαντικό για την χρηματοδότηση των μικρών αναπτυσσόμενων επιχειρήσεων.

Τη σχέση ανάμεσα στην κερδοφορία και την ρευστότητα, εξέτασε ο Eljelly (2004), έχοντας ως δείγμα εισηγμένες επιχειρήσεις της Σαουδικής Αραβίας, κατά το χρονικό διάστημα 1996-2000, αποδεικνύοντας ότι, ο δείκτης άμεσης ρευστότητας και ο κύκλος μετατροπής μετρητών, επιδρούν αρνητικά στην κερδοφορία. Επισημάνει την σημασία της αποτελεσματικής διαχείρισης του κεφαλαίου κίνησης, η οποία θα πρέπει να ασχολείται, με τον προγραμματισμό και τον έλεγχο των κυκλοφορούντων περιουσιακών στοιχείων και υποχρεώσεων, με τέτοιο τρόπο, ώστε να εξαλείφει τον κίνδυνο υπερβολικών επενδύσεων και να ανταποκρίνεται στις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις τους.

Με τις μικρές μεταποιητικές επιχειρήσεις που δραστηριοποιούνται στον κλάδο της κατασκευής και ανάπτυξης, ενός μικρού νησιού, όπως είναι ο Μαυρίκιος, μελέτησε ο Padachi (2006), ο οποίος διερεύνησε, τις επιπτώσεις της διαχείρισης κεφαλαίου κίνησης στην κερδοφορία 58 μικρών κατασκευαστικών επιχειρήσεων, για την περίοδο 1998-2003. Ανέπτυξε μια παρόμοια εμπειρική μέθοδο που χρησιμοποιήθηκε για πρώτη φορά από Shin & Soenen (1998) και το επακόλουθο έργο του Deloof (2003). Οι βασικές μεταβλητές που χρησιμοποιήθηκαν ήταν, οι ημέρες αποθεμάτων, οι ημέρες εισπρακτέων λογαριασμών, οι ημέρες πίστωσης προμηθευτών και ο κύκλος μετατροπής μετρητών. Τα αποτελέσματα έδειξαν ότι οι υψηλές επενδύσεις των αποθεμάτων και των απαιτήσεων, συνδέονται με την χαμηλότερη κερδοφορία.

Για την Ελλάδα, οι Lazaridis και Tryfonidis (2006) ερεύνησαν τη σχέση μεταξύ της

διαχείρισης του κεφαλαίου κίνησης και της κερδοφορίας για ένα δείγμα 131 εισηγμένων επιχειρήσεων για την περίοδο 2001-2004 στο Χρηματιστήριο Αθηνών. Τα αποτελέσματα τους έδειξαν ότι, υπάρχει ισχυρή αρνητική σχέση μεταξύ του κύκλου μετατροπής μετρητών και της κερδοφορίας που μετράται με το μεικτό λειτουργικό κέρδος<sup>7</sup>. Προτείνουν ότι, οι Ελληνικές επιχειρήσεις, θα μπορούσαν να δημιουργήσουν αξία για τους μετόχους, από το σωστό χειρισμό του κύκλου μετατροπής μετρητών, επιτυγχάνοντας κάθε διαφορετικό συστατικό του κεφαλαίου κίνησης, σε ένα άριστο επίπεδο. Τα αποτελέσματα της παραπάνω μελέτης επιβεβαιώνονται και από άλλες μελέτες των Shin & Soenen (1998); Deloof, (2003) ; Padachi (2006) ; Raheman & Nasr (2007).

Ο Rehman (2006), εξέτασε τις επιπτώσεις των παραγόντων διαχείρισης του κεφαλαίου κίνησης (συμπεριλαμβανομένων του αριθμού ημερών των απαιτήσεων, των ημερών αποθεμάτων, των ημερών πίστωσης υποχρεώσεων και του κύκλου μετατροπής μετρητών) σε σχέση με την κερδοφορία, ενός δείγματος 94 εισηγμένων επιχειρήσεων στο Πακιστάν, για την περίοδο 1999-2004. Τα αποτελέσματα της μελέτης έδειξαν ότι, υπάρχει ισχυρή αρνητική σχέση μεταξύ των παραγόντων διαχείρισης του κεφαλαίου κίνησης και της κερδοφορίας, καθώς οι επιχειρήσεις μπορούν να δημιουργήσουν θετική αξία για τους μετόχους τους, μέσω της μείωσης του κύκλου μετατροπής μετρητών. Τα αποτελέσματα αυτά επιβεβαιώνονται και από άλλες μελέτες, σχετικά με την σχέση των παραγόντων διαχείρισης του κεφαλαίου κίνησης και της κερδοφορίας των επιχειρήσεων ((Smith & Begemann (1997); Howorth & Westhead (2003); Eljelly (2004); Maji Ghosh (2004); Lazaridis & Tryfonidis (2006)).

Από μια διαφορετική οπτική γωνία, οι Chiou & Cheng (2006) ανέλυσαν τους καθοριστικούς παράγοντες της διαχείρισης του κεφαλαίου κίνησης, εξετάζοντας κατά πόσο επηρεάζονται από διάφορες άλλες μεταβλητές, όπως, από τους δείκτες άλλων επιχειρήσεων, από το αποτέλεσμα του βιομηχανικού κλάδου, από τις λειτουργικές ταμειακές τους ροές, από τις ευκαιρίες ανάπτυξης, από την απόδοση και το μέγεθος τους. Ωστόσο, εξαίρεση αποτέλεσαν οι μεταβλητές των δεικτών άλλων επιχειρήσεων, του κλάδου, των ευκαιριών ανάπτυξης, των επιδόσεων και του μεγέθους, οι οποίοι δεν ήταν σε θέση να παράγουν σταθερά αποτελέσματα σε σχέση με το κεφάλαιο κίνησης.

---

<sup>7</sup> Πωλήσεις – κόστος πωληθέντων / (Σύνολο Ενεργητικού - Χρηματοοικονομικά στοιχεία ενεργητικού)

Στο μήκος των μελετών των Soenen (1993), Shin & Soenen (1998) και Deloof (2003), κινήθηκαν οι Garcia-Teruel & Martinez-Solano (2007), οι οποίοι χρησιμοποίησαν ένα δείγμα 8.872 μικρομεσαίων επιχειρήσεων, στην Ισπανία, που λειτουργεί στο πλαίσιο του λεγόμενου μοντέλου της ηπειρωτικής Ευρώπης, το οποίο χαρακτηρίζεται από τις λιγότερο ανεπτυγμένες κεφαλαιαγορές. Η μελέτη τους παρέχει αποδείξεις ότι, η κερδοφορία μιας επιχείρησης, η οποία μετράτε, είτε από την απόδοση των περιουσιακών στοιχείων, είτε την απόδοση των ιδίων κεφαλαίων, βελτιώνεται, καθώς η επιχείρηση βελτιώνει τη διαχείριση του κεφαλαίου κίνησης της (η μείωση της διάρκειας του κύκλου μετατροπής μετρητών, αυξάνει την κερδοφορία). Τα ευρήματα των παραπάνω μελετών επιβεβαιώνουν ότι, οι επιχειρήσεις που ελαχιστοποιούν τις επενδύσεις τους σε καθαρό κεφάλαιο κίνησης, μεγιστοποιούν την κερδοφορία τους, με αποτέλεσμα να μεγιστοποιείται η αγοραία αξία τους.

Οι Raheman & Nasr (2007), μελετώντας την επίδραση των παραγόντων της διαχείρισης του κεφαλαίου κίνησης και του δείκτη καθαρής λειτουργικής κερδοφορίας, σε ένα δείγμα 94 εισηγμένων επιχειρήσεων στο Πακιστάν, κατά τα έτη 1999-2004, κατέληξαν στα ίδια αποτελέσματα της προηγούμενης έρευνας του Rehman (2006). Τα ευρήματα τους δείχνουν ότι η κερδοφορία σχετίζεται αρνητικά με τους παράγοντες διαχείρισης του κεφαλαίου κίνησης (συμπεριλαμβανομένων του αριθμού ημερών των απαιτήσεων, των ημερών αποθεμάτων, των ημερών πίστωσης υποχρεώσεων και του κύκλου μετατροπής μετρητών). Επιβεβαιώνουν ότι, οι επιχειρήσεις μπορούν να δημιουργήσουν θετική αξία για τους μετόχους, μέσω της μείωσης του κύκλου μετατροπής μετρητών, οδηγώντας έτσι, σε αύξηση της αποδοτικότητας τους.

Σύμφωνα με τον Ganesan (2007), η βελτιστοποίηση του κεφαλαίου κίνησης σημαίνει, την ελαχιστοποίηση των αναγκών σε κεφάλαιο κίνησης και την πραγματοποίηση της μέγιστης δυνατής ωφέλειας. Χρησιμοποιώντας ένα δείγμα 349 επιχειρήσεων τηλεπικοινωνιακού κλάδου, που καλύπτει την περίοδο 2001-2007, διερεύνησε την σχέση μεταξύ των παραγόντων της διαχείρισης του κεφαλαίου κίνησης με την κερδοφορία και την ρευστότητα τους. Τα ευρήματα μιας αποτελεσματικής διαχείρισης του κεφαλαίου κίνησης, αποκαλύπτουν ότι, αυξάνοντας τις ταμειακές ροές, με επακόλουθο την αύξηση των ευκαιριών ανάπτυξης των επιχειρήσεων, επιτυγχάνεται η δημιουργία αξίας στους

μετόχους. Παρόμοια αποτελέσματα μελετών (Christopher & Kamalavalli, 2009; Afza & Nazir, 2007) επιβεβαιώνουν ότι, οι επιχειρήσεις που προσπαθούν να διατηρήσουν ένα άριστο επίπεδο κεφαλαίου κίνησης, μεγιστοποιώντας την αξία τους, καθώς η αποτελεσματική διαχείριση του κεφαλαίου κίνησης αποφέρει σημαντικά οφέλη ενώ η παραμέληση της, μπορεί να είναι άκρως επικίνδυνη για κάθε επιχείρηση. Σύμφωνα με τον Olomi (2008), η αποτελεσματική διαχείριση του κεφαλαίου κίνησης έχει ιδιαίτερη σημασία για την ανάπτυξη των μικρομεσαίων επιχειρήσεων, εξαιτίας της περιορισμένης πρόσβασης στις κεφαλαιαγορές, έχουν την τάση να βασίζονται σε μεγάλο βαθμό από τη ιδιωτική χρηματοδότηση, τις εμπορικές πιστώσεις και τα μέσο-μακροπρόθεσμα τραπεζικά δάνεια για να χρηματοδοτήσουν τις δραστηριότητές τους.

Οι Singh & Pandey (2008) μελέτησαν τις επιπτώσεις στην κερδοφορία, από διάφορες συνιστώσες της διαχείρισης του κεφαλαίου κίνησης, σε μία από τις μεγαλύτερες εταιρείες παραγωγής αλουμινίου στον κόσμο, της Hindalco Industries Ltd στην Ασία, για την περίοδο 1990-2007. Τα αποτελέσματα της μελέτης έδειξαν ότι, οι δείκτες άμεσης ρευστότητας, κυκλοφοριακής ταχύτητας απαιτήσεων και κυκλοφοριακής ταχύτητας κεφαλαίου κίνησης, έχουν στατιστικά σημαντική επίδραση στην κερδοφορία της. Την ίδια περίοδο οι Kieschnick et al. (2008), μελέτησαν ένα δείγμα εισηγμένων αμερικανικών επιχειρήσεων, για την περίοδο 1990 έως 2004, καταδεικνύοντας ότι, κατά μέσο όρο, ένα επιπλέον δολάριο που επενδύεται στο καθαρό λειτουργικό κεφάλαιο κίνησης, μειώνει την αξία της επιχείρησης, γεγονός που υποδηλώνει ότι πολλές επιχειρήσεις υπέρ-επενδύουν σε καθαρό λειτουργικό κεφαλαίο κίνησης.

Σε έρευνα του Morawakage (2008), που διεξήχθη σε ένα δείγμα 65 εισηγμένων επιχειρήσεων της Σρι Λάνκα, στο Κολόμπο, για την περίοδο 2003-2007, όπου μελετήθηκε η επίδραση των παραγόντων της διαχείρισης του κεφαλαίου κίνησης σε σχέση με την αποδοτικότητα των επιχειρήσεων και την διάρθρωση του κόστους. Οι παράγοντες που προσδιορίζουν την διαχείριση του κεφαλαίου κίνησης ήταν οι ημέρες πίστωσης προμηθευτών, οι ημέρες αποθεμάτων, ο λειτουργικός κύκλος, ενώ τα έξοδα διοίκησης, διάθεσης και διανομής εκπροσωπούσαν τη διάρθρωση του κόστους. Τα αποτελέσματα έδειξαν ότι, οι επιχειρήσεις μπορούν να αυξήσουν την κερδοφορία τους μέσω της μείωσης των ημερών παραμονής των αποθεμάτων και των ημερών είσπραξης των απαιτήσεων

καθώς και της αύξησης των ημερών πίστωσης των προμηθευτών, προκειμένου να ελαχιστοποιηθεί ο κύκλος μετατροπής μετρητών. Επιπλέον, σε σχέση με το διοικητικό κόστος (κόστος χρηματοδότησης και πώλησης) μόνο το κόστος διανομής εμφάνιζε αρνητικές επιπτώσεις στην κερδοφορία.

Οι Masoud & Mbega (2009) διερεύνησαν τις πολιτικές διαχείρισης του κεφαλαίου κίνησης και την επίδραση τους στην κερδοφορία, των μικρομεσαίων επιχειρήσεων στην Τανζανία. Τα ευρήματα τους έδειξαν ότι, υπάρχει ισχυρή θετική σχέση μεταξύ των ημερών πίστωσης των προμηθευτών και της κερδοφορίας, ερμηνεύοντας ότι, οι μικρές επιχειρήσεις δεν είναι σε θέση πάντα, να επιτύχουν την παράταση της περιόδου πίστωσης των προμηθευτών τους, με αποτέλεσμα να οδηγούνται σε χαμηλή κερδοφορία. Επίσης εμφάνιζαν αρνητική συσχέτιση μεταξύ της κερδοφορίας και του κύκλου μετατροπής μετρητών. Τα παραπάνω αποτελέσματα συμφωνούν με εκείνα που βρέθηκαν σύμφωνα με Teruel & Solan (2005), οι οποίοι προτείνουν ότι οι επιχειρήσεις μπορούν να δημιουργήσουν αξία, μειώνοντας τον αριθμό των ημερών των απαιτήσεων και των αποθεμάτων τους. Ομοίως, μειώνοντας τον κύκλο μετατροπής μετρητών ενισχύεται επίσης η κερδοφορία τους.

Η μελέτη των Afza & Nazir (2009a), ανέλυσε τους εσωτερικούς και εξωτερικούς παράγοντες που επηρεάζουν την διαχείριση του κεφαλαίου κίνησης, σε σχέση με τις μεταβλητές: τον κύκλο λειτουργίας, το επίπεδο της οικονομικής δραστηριότητας, τη μόχλευση, τη ανάπτυξη, τις λειτουργικές ταμειακές ροές, το μέγεθος της επιχείρησης, την απόδοση των περιουσιακών στοιχείων (R.O.A. ) και τέλος, τον δείκτη αγοραίας αξίας (Tobin Q) ο οποίος αντιπροσωπεύει την θεωρητική χρηματιστηριακή αξία των αποδόσεων της χρηματαγοράς. Διαπιστώθηκε ότι τόσο ο λειτουργικός κύκλος, η μόχλευση, όσο και οι δείκτες R.O.A. και Tobin Q, είναι οι εσωτερικοί παράγοντες που επηρεάζουν σημαντικά τις απαιτήσεις σε κεφάλαιο κίνησης. Τα αποτελέσματα αυτά είναι σύμφωνα με τις προηγούμενες μελέτες των Lamberson (1995); Chiou & Cheng (2006); Afza & Nazir(2008).

Στην ίδια περίοδο, σε επόμενο άρθρο τους, οι Afza & Nazir (2009b), διερεύνησαν την παραδοσιακή σχέση μεταξύ της διαχείρισης του κεφαλαίου κίνησης και της κερδοφορίας, σε ένα δείγμα 204 μη χρηματοοικονομικών εισηγμένων επιχειρήσεων στο Χρηματιστήριο Καράτσι, για την περίοδο 1998-2005. Αξιολογήθηκαν, οι αποδόσεις των

στοιχείων του ενεργητικού και η αγοραία αξία των επιλεγμένων επιχειρήσεων, δείχνοντας ότι, υιοθετούν μια επιθετική προσέγγιση για την πολιτική της χρηματοδότησης του κεφαλαίου κίνησης. Με τον τρόπο αυτό, οδηγήθηκαν στο συμπέρασμα ότι, οι επιχειρήσεις μπορούν να δώσουν αξία, αν υιοθετήσουν μια συντηρητική προσέγγιση των επενδυμένων κεφαλαίων και των πολιτικών χρηματοδότησης κεφαλαίου κίνησης. Τα αποτελέσματα αυτά είναι συνεπή με προηγούμενες τους έρευνες (Afza & Nazir, 2007; 2008), στις οποίες επισημαίνουν ότι, η αποτελεσματική διαχείριση του κεφαλαίου κίνησης συνδέεται άμεσα με την απόδοση του Χρηματιστηρίου. Η διαχείριση του κεφαλαίου κίνησης, σχεδόν πάντα, καθορίζει την ικανότητα μιας επιχείρησης να αποκτήσει κέρδος. Η αποτελεσματικότητα με την οποία η επιχείρηση διαχειρίζεται τα κεφάλαια κίνησης, της εξασφαλίζει ευημερία, ενώ η παραμέληση τους θα σήμαινε κίνδυνο για την ίδια την επιβίωση της.

Η μελέτη των Christopher & Kamalavalli (2009) επικεντρώνεται στις επιπτώσεις της διαχείρισης του κεφαλαίου κίνησης στην κερδοφορία, σε ένα δείγμα 14 ιδιωτικών νοσοκομείων στην Ινδία, για την περίοδο 1996 έως 2006. Η ανάλυση έδειξε ότι υπάρχει αρνητική συσχέτιση μεταξύ της απόδοσης επενδυμένων κεφαλαίων (ROI), του κύκλου μετατροπής μετρητών, του δείκτη ρευστότητας, της κυκλοφοριακής ταχύτητας αποθεμάτων και της μόχλευσης. Από την άλλη πλευρά, υπάρχει θετική συσχέτιση μεταξύ των δεικτών ROI, κυκλοφοριακής ταχύτητας υποχρεώσεων, του λόγου κυκλοφορούντος ενεργητικού προς το σύνολο του ενεργητικού, καθώς και του ρυθμού ανάπτυξης. Συμπερασματικά, οι συγγραφείς καταλήγουν ότι, τα νοσοκομεία στην Ινδία θα πρέπει να επικεντρωθούν περισσότερο, στην αποτελεσματική χρήση του κεφαλαίου κίνησης, για την αύξηση της αποδοτικότητάς τους, η οποία θα αυξήσει την αξία των νοσοκομείων.

Η προσέγγιση στη διαχείριση του κεφαλαίου κίνησης έχει τεράστια επιρροή στην απόδοση των επιχειρήσεων, ενώ οι Siddiquee & Khan (2009) επισημαίνουν ότι, η αναποτελεσματική διαχείριση του κεφαλαίου κίνησης, όχι μόνο μειώνει την κερδοφορία, αλλά τελικά οδηγεί σε προβλήματα επιβίωσης, ανεξάρτητα από το μέγεθος, τη φύση των επιχειρήσεων και τις ανάγκες σε απαιτούμενο ποσό κεφαλαίου κίνησης. Κατά συνέπεια, η αποτελεσματική διαχείριση του κεφαλαίου κίνησης είναι ο πιο κρίσιμος παράγοντας για τη διατήρηση της επιβίωσης, της ρευστότητας, της φερεγγυότητας και της κερδοφορίας των εν λόγω επιχειρήσεων.

Ο Sen (2009), ανέλυσε την σχέση μεταξύ της αποδοτικότητας του ενεργητικού (R.O.A) και της αποτελεσματικής διαχείρισης του κεφαλαίου κίνησης των επιχειρήσεων που διαπραγματεύονται στο Χρηματιστήριο της Κωνσταντινούπολης. Σύμφωνα με τα αποτελέσματα της μελέτης, παρατηρήθηκε σημαντική αρνητική σχέση μεταξύ του κύκλου μετατροπής μετρητών, της γενικής ρευστότητας, των ημερών είσπραξης των απαιτήσεων και των ημερών παραμονής αποθεμάτων, σε σχέση με την απόδοση των στοιχείων του ενεργητικού.

Επίσης, τα αποτελέσματα της έρευνας των Falore & Ajilore (2009) σε ένα δείγμα 50 εισηγμένων επιχειρήσεων της Νιγηρίας, τα οποία επιβεβαιώνονται και από άλλες παρόμοιες μελέτες, επισημαίνουν την σημαντική αρνητική σχέση, μεταξύ της αποδοτικότητας των στοιχείων του ενεργητικού και των τριών συστατικών του κύκλου μετατροπής μετρητών (ημερών απαιτήσεων, των ημερών αποθεμάτων, των ημερών πίστωσης προμηθευτών). Καταδεικνύουν ότι, οι επιχειρήσεις μπορούν να δημιουργήσουν αξία για τους μετόχους τους, εάν διαχειρίζονται τα κεφάλαια κίνησης τους αποτελεσματικά, μέσω της μείωσης των ημερών των απαιτήσεων και των ημερών των αποθεμάτων. Την ίδια περίοδο, οι Zariyawati et al.(2009), εξετάζοντας την επίδραση της διοίκησης του κεφαλαίου κίνησης στην κερδοφορία των εισηγμένων επιχειρήσεων της Μαλαισίας, κατά την περίοδο 1996-2006, απέδειξαν ότι ο κύκλος μετατροπής μετρητών έχει αρνητική σχέση με την κερδοφορία.

Σε αντίθεση με την υπάρχουσα βιβλιογραφία, που βασίζεται κυρίως σε μελέτες των ΗΠΑ, η μελέτη των Nobanee & Alhajjar (2009), διερεύνησε την σχέση μεταξύ της διάρκειας του κύκλου μετατροπής μετρητών και της κερδοφορίας, σε ένα δείγμα 2.123 Ιαπωνικών επιχειρήσεων, την δεύτερη μεγαλύτερη οικονομία στον κόσμο, για την περίοδο 1990 – 2004. Συγκεκριμένα, εξετάστηκε η αποτελεσματικότητα των Ιαπωνικών επιχειρήσεων σχετικά με τη διαχείριση των απαιτήσεων τους, των αποθεμάτων τους και των υποχρεώσεων τους. Τα αποτελέσματα έδειξαν, σημαντική αρνητική σχέση μεταξύ της κερδοφορίας και των παραγόντων διαχείρισης του κεφαλαίου κίνησης (του κύκλου μετατροπής μετρητών, της μέσης διάρκεια είσπραξης των απαιτήσεων και της μέσης διάρκειας διατήρησης των αποθεμάτων), ενώ παρατηρήθηκε, σημαντική θετική σχέση μεταξύ της κερδοφορίας και της μέσης διάρκειας εξόφλησης των υποχρεώσεων τους.



Η μελέτη του Uyar (2009), η οποία διεξήχθη σε ένα δείγμα 166 εισηγμένων επιχειρήσεων στο Χρηματιστήριο της Κωνσταντινούπολης, για το έτος 2007, παρουσιάζει τις μέσες τιμές του κύκλου μετατροπής μετρητών, συγκριτικά με διάφορους βιομηχανικούς κλάδους. Τα αποτελέσματα έδειξαν ότι, οι επιχειρήσεις με τους μικρότερους κύκλους μετατροπής μετρητών, είναι πιο κερδοφόρες, γιατί ένας μικρός ταμειακός κύκλος δεν απαιτεί εξωτερική χρηματοδότηση, εξαιτίας του χαμηλού κόστους δανεισμού. Επίσης, καταδεικνύεται η σημαντική αρνητική συσχέτιση μεταξύ του κύκλου μετατροπής μετρητών και της κερδοφορίας (όταν αυτή μετράται από την απόδοση των περιουσιακών στοιχείων, ROA), ενώ αντίθετα, δεν εμφανίζεται σημαντική συσχέτιση με την κερδοφορία (όταν αυτή μετράται με την απόδοση των ιδίων κεφαλαίων, ROE).

Ο Mathuva (2009), σε έρευνα του Πανεπιστημίου του Strathmore, εξέτασε τις πιθανές επιπτώσεις που προκύπτουν από την υιοθέτηση των Διεθνών Προτύπων Χρηματοοικονομικής Πληροφόρησης (Δ.Π.Χ.Π.), για τη σχέση μεταξύ της διαχείρισης του κεφαλαίου κίνησης και της κερδοφορίας, σε ένα δείγμα 36 εισηγμένων επιχειρήσεων στο Χρηματιστήριο του Ναϊρόμπι (N.S.E), για τις περιόδους πριν και μετά την υιοθέτηση των Δ.Π.Χ.Π. Τα αποτελέσματα συμφωνούν με παρόμοια μελέτη του Accenture (2009), όπου και οι δύο έρευνες, καταδεικνύουν ότι η υιοθέτηση των Δ.Π.Χ.Π., αποτελεί ευκαιρία για τις επιχειρήσεις, στον μετασχηματισμό των οικονομικών λειτουργιών τους, τόσο για την αποδοτικότητα τους όσο και για την δημιουργία αξίας τους.

Το σημαντικό ρόλο που διαδραματίζει η διαχείριση του κεφαλαίου κίνησης στην απόδοση των μεταποιητικών εισηγμένων επιχειρήσεων, ανέλυσαν στη έρευνα τους, οι Raheman et al. (2010), σε ένα δείγμα 204 εισηγμένων επιχειρήσεων στο Πακιστάν, για την περίοδο 1998 έως 2007. Τα αποτελέσματα δείχνουν ότι, ο κύκλος μετατροπής μετρητών και οι ημέρες αποθεμάτων, επηρεάζουν σημαντικά την απόδοση των επιχειρήσεων, ενώ τα προβλήματα αντιμετωπίζονται κυρίως στην διαχείριση των ημέρων είσπραξης απαιτήσεων και των ημέρων πίστωσης από προμηθευτές. Η μελέτη καταλήγει στο συμπέρασμα ότι, η αποτελεσματική διαχείριση και χρηματοδότηση του κεφαλαίου κίνησης αυξάνει τη λειτουργική κερδοφορία του συγκεκριμένου κλάδου, μετά από μια συντηρητική πολιτική διαχείρισης κεφαλαίου κίνησης, η οποία βελτιώνει τη διαχείριση και τον έλεγχο των απαιτήσεων και των πιστώσεων τους.

Η μελέτη των Karaduman et al. (2010), παρέχει εμπειρικά στοιχεία σχετικά με τις επιπτώσεις της διαχείρισης του κεφαλαίου κίνησης στην κερδοφορία, σε ένα δείγμα 140 εισηγμένων επιχειρήσεων, στο Χρηματιστήριο της Κωνσταντινούπολης, για την περίοδο 2005 έως 2008. Τα αποτελέσματα έδειξαν ότι, η διαχείριση του κεφαλαίου κίνησης είναι ζωτικής σημασίας για τις συγκεκριμένες επιχειρήσεις, ενώ ο υψηλός ρυθμός αύξησης του πραγματικού Α.Ε.Π. στην Τουρκία, τονίζει τη σημασία της οικονομικής τους ανάπτυξης. Συγκεκριμένα, η απόδοση συνολικού ενεργητικού (R.O.A) ως μεταβλητή της κερδοφορίας, αυξάνεται, όταν μειώνεται ο αριθμός των ημερών των απαιτήσεων, των ημερών των αποθεμάτων και όταν αυξάνεται ο αριθμός των ημερών πίστωσης των προμηθευτών. Επιπλέον, η μείωση του κύκλου μετατροπής μετρητών και η αύξηση του μεγέθους μιας επιχείρησης προσφέρει θετική συμβολή στην κερδοφορία, ενώ αντιστροφή (αρνητική), είναι η σχέση που παρατηρείται στον δείκτη χρέους.

Ως αρχική υπόθεση ότι οι χώρες της Λατινικής Αμερικής, έχουν σημειώσει υπερεπενδύσεις σε κεφάλαιο κίνησης κατά την τελευταία δεκαετία, οι Mongrut et al. (2010), ερεύνησαν τους παράγοντες που επηρεάζουν τη διαχείριση του κεφαλαίου κίνησης σε ένα δείγμα εισηγμένων επιχειρήσεων, των χωρών της Λατινικής Αμερικής. Τα αποτελέσματα έδειξαν ότι, οι επιχειρήσεις στην Αργεντινή, τη Βραζιλία, τη Χιλή και το Μεξικό, διακρατούν υπερβολική ποσότητα μετρητών, η οποία θα μπορούσε να προκαλέσει ενδεχόμενη μείωση της αγοραίας τους αξία. Ο κύκλος μετατροπής μετρητών, η ισχύς και το μέγεθος μιας επιχείρησης, οι μελλοντικές της πωλήσεις και ο κίνδυνος της χώρας, έχουν άμεση επιρροή, στον τρόπο που οι επιχειρήσεις διαχειρίζονται τα κεφάλαια κίνησης τους, με σημαντικές διαφορές, μεταξύ των χωρών των άλλων περιοχών.

Οι Huynh & Jyh-tay (2010) διερεύνησαν τη σχέση μεταξύ της κερδοφορίας, του κύκλου μετατροπής μετρητών και τις συνιστώσες του, για όλους τους κλάδους εισηγμένων επιχειρήσεων στο Χρηματιστήριο του Βιετνάμ, την περίοδο 2006-2008. Τα ευρήματα επιβεβαιώνουν προηγούμενες έρευνες, σχετικά με την ισχυρή αρνητική συσχέτιση μεταξύ της κερδοφορίας, (που μετράται με μεικτό λειτουργικό κέρδος) και του κύκλου μετατροπής μετρητών. Οι επιχειρήσεις μπορούν να δημιουργήσουν θετική αξία για τους μετόχους τους, από το επαρκή χειρισμό του κύκλου μετατροπής μετρητών, διατηρώντας κάθε συστατικό του κεφαλαίου κίνησης σε ένα άριστο επίπεδο αποτελεσματικής διαχείρισης.

Η έρευνα των Gill et al. (2010), επιδιώκει να επεκτείνει τα ευρήματα της μελέτης των Lazaridis & Tryfonidis (2006), όσο αφορά τη σχέση μεταξύ της διαχείρισης του κεφαλαίου κίνησης και της κερδοφορίας, σε ένα δείγμα 88 εισηγμένων επιχειρήσεων στο Χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης, για την περίοδο 2005 έως 2007. Τα αποτελέσματα κατέδειξαν στατιστικά σημαντική σχέση μεταξύ του κύκλου μετατροπής μετρητών και της κερδοφορίας (που μετράται με μεικτό λειτουργικό κέρδος), επιβεβαιώνοντας την ανάγκη του σωστού χειρισμού, του κύκλου μετατροπής μετρητών καθώς και την τήρηση των απαιτήσεων σε άριστο επίπεδο.

Οι Mohamad et al. (2010) ερεύνησαν την διαχείριση και την επίδραση του κεφαλαίου κίνησης, στην απόδοση των περιουσιακών στοιχείων (R.O.A.), στην αποτίμηση της αγοραίας αξίας (Tobin Q) και στην απόδοση επενδυμένων κεφαλαίων (R.O.I.C.), σε ένα δείγμα 172 εισηγμένων επιχειρήσεων της Προύσας Μαλαισίας, για την περίοδο 2003 έως 2007. Τα αποτελέσματα έδειξαν ότι, υπάρχουν σημαντικές αρνητικές συσχετίσεις μεταξύ των παραγόντων της διαχείρισης του κεφαλαίου κίνησης (του κύκλου μετατροπής μετρητών, του δείκτη γενικής ρευστότητας, του δείκτη κυκλοφορούν ενεργητικό προς το σύνολο του ενεργητικού, του δείκτη τρεχουσών υποχρεώσεων προς το σύνολο του ενεργητικού, και του δείκτη μόχλευσης) και της απόδοσης περιουσιακών στοιχείων των επιχειρήσεων. Επίσης, παρατηρήθηκαν σημαντικές συσχετίσεις των παραπάνω παραγόντων, σε σχέση με την αγοραία αξία (Tobin Q) και την απόδοση επενδυμένων κεφαλαίων (R.O.I.C.).

Τα αποτελέσματα είναι παρόμοια με τις μελέτες που διεξήχθησαν από τους Shin & Soenen (1998); Padachi (2006); Christopher & Kamalavalli (2009), οι οποίες τονίζουν τη σημασία της διαχείρισης των αναγκών σε κεφάλαιο κίνησης, για να εξασφαλιστεί η βελτίωση της αγοραίας αξίας και της κερδοφορίας καθώς η πτυχή αυτή, πρέπει να αποτελέσει μέρος της στρατηγικής και επιχειρησιακής σκέψης των επιχειρήσεων προκειμένου να λειτουργούν αποτελεσματικά και αποδοτικά. Σύμφωνα με την παραπάνω αρθρογραφία, καταδεικνύεται ότι, η πρόσβαση σε εξωτερικό κεφαλαίο, ο κίνδυνος χρεοκοπίας, και το υψηλό φορτίο του χρέους μιας επιχείρησης, αποτελούν σημαντικές επιδράσεις, τόσο στην αξία για τους μετόχους, όσο και στις επενδύσεις σε λειτουργικό κεφάλαιο κίνησης.

Η μελέτη των Preve & Sarria (2010), βρίσκει ενδείξεις σχετικά με τις πληθωριστικές προσδοκίες, που με την πάροδο του χρόνου, επηρεάζουν το καθαρό λειτουργικό κεφάλαιο κίνησης, λόγω της αυξημένης αποτίμησης του δολαρίου που έχει επενδυθεί. Από τις διάφορες συνιστώσες του καθαρού λειτουργικού κεφαλαίου κίνησης, επισημαίνεται ότι, οι πρόσθετες επενδύσεις για παροχή πίστωσης προς τους πελάτες, δείχνουν να έχουν μεγαλύτερη επίδραση στον πλούτο των μετόχων.

Στην μελέτη του Mathuva (2010), σχετικά με την επίδραση των παραγόντων της διαχείρισης του κεφαλαίου κίνησης στην κερδοφορία, σε ένα δείγμα 30 εισηγμένων επιχειρήσεων στο Χρηματιστήριο του Ναϊρόμπι, για την περίοδο 1993 – 2008, διαπιστώθηκε ότι, όσο οι επιχειρήσεις διατηρούν υψηλά επίπεδα αποθεμάτων, μειώνοντας την περίοδο είσπραξης των απαιτήσεων τους, ενώ παράλληλα, διεκδικούν περισσότερο χρόνο αποπληρωμής των προμηθευτές τους, τόσο πιο κερδοφόρες είναι.

Σε αντίθεση, με την μελέτη των Lygoudi & Lazaridis (2000), έρχονται τα αποτελέσματα της μελέτης των Bienias & Golas (2011), για την αποτελεσματική διαχείριση του κεφαλαίου κίνησης του κλάδου των τροφίμων, τόσο στην Πολωνία, όσο και σε άλλες επιλεγμένες χώρες της Ε.Ε., για την περίοδο 2005-2009. Η συμβολή της έρευνας αυτής, καταδεικνύει την ύπαρξη ευνοϊκής επίδραση της μείωσης του κύκλου ταμειακής μετατροπής και της κερδοφορίας, καθώς οι επιχειρήσεις του συγκεκριμένου κλάδου, έχουν μικρότερο ταμειακό κύκλο και λαμβάνουν υψηλότερα ποσοστά κερδοφορίας, ενώ αντίθετα οι παρατεταμένοι κύκλοι ταμειακής μετατροπής μεταφράζονται σε μειωμένη κερδοφορία.

Οι Hong et al. (2011), μελέτησαν ένα δείγμα 16 επιχειρήσεων της Βραζιλίας για την περίοδο 2005-2009, σχετικά με τις μεταβλητές του κεφαλαίου κίνησης που επηρεάζουν περισσότερο την αποδοτικότητα τους (όπως είναι, ο κύκλος μετατροπής μετρητών, ο δείκτης χρέους, οι ημέρες του κεφαλαίου κίνησης, οι ημέρες απαιτήσεων και οι ημέρες αποθεμάτων). Η αποδοτικότητα μετρήθηκε με τρεις διαφορετικούς τρόπους: την απόδοση επί των πωλήσεων (R.O.S.), την απόδοση του ενεργητικού (R.O.A.) και την απόδοση των ιδίων κεφαλαίων (R.O.E.). Τα αποτελέσματα έδειξαν ότι, οι ημέρες αποθεμάτων έχουν αρνητική σχέση με την R.O.S. και την R.O.A. Οι ημέρες του κεφαλαίου κίνησης επηρεάζουν την R.O.S (θετική συσχέτιση), ενώ ο δείκτης χρέους είναι η μόνη μεταβλητή που επηρεάζει αρνητικά την R.O.A. Τέλος επισημαίνεται ότι, εάν η διαχείριση των

αποθεμάτων και ο κύκλος μετατροπής μετρητών, παραμείνουν σε ένα βέλτιστο δυνατό επίπεδο για την επιχείρηση, θα αποφέρουν περισσότερα οφέλη στο κεφάλαιο κίνησης.

Σημαντική αποτελεί η έρευνα των Hassan et al. (2011), για την αξιολόγηση των επιπτώσεων της διαχείρισης του κεφαλαίου κίνησης στην κερδοφορία, των 65 εισηγμένων επιχειρήσεων, στο Πακιστάν, για την περίοδο 2005 – 2009, οι οποίες επιλέχθηκαν με βάση την σταθερή ρευστότητα τους. Επίσης, αξιολογήθηκαν οι επιπτώσεις της αποτελεσματικής διαχείρισης του κεφαλαίου κίνησης, τόσο στην αγοραία αξία (Tobin Q) των επιχειρήσεων, όσο και στην απόδοση των περιουσιακών στοιχείων (R.O.A) και των επενδυμένων κεφαλαίων (R.O.I.C.). Τα ευρήματα της έρευνας έδειξαν ότι, υπάρχουν σημαντικές συσχετίσεις μεταξύ των παραγόντων διαχείρισης του κεφαλαίου κίνησης, της αγοραίας αξίας και της κερδοφορίας των Πακιστανών επιχειρήσεων, οι οποίες στηρίζονται σε μεγάλο βαθμό από τα κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία για την αύξηση των κερδών τους.

Οι Kieschnick et al. (2011), μελέτησαν την σχέση μεταξύ της διαχείρισης του κεφαλαίου κίνησης και του πλούτου των μετόχων, σε ένα δείγμα αμερικανικών εταιρειών για την περίοδο 1990 έως το 2006. Βρήκαν ενδείξεις ότι, η αξία ενός επιπλέον δολαρίου που επενδύεται στο καθαρό λειτουργικό κεφάλαιο κίνησης επηρεάζεται σημαντικά, από τις μελλοντικές πληθωριστικές προσδοκίες και το χρέους τους, ενισχύοντας την άποψη ότι, η αποτελεσματική διαχείριση του κεφαλαίου κίνησης προκαλεί ανησυχία στις επιχειρήσεις. Καταλήγοντας στα ίδια συμπέρασμα προηγούμενης μελέτης των Preve & Sarría (2010) ότι, οι πρόσθετες επενδύσεις παροχής πιστώσεως των πελατών, ασκούν μεγαλύτερη επίδραση στον πλούτο των μετόχων από ότι, οι επιπλέον επενδύσεις σε αποθέματα.

Οι Ding et al (2012), ανέλυσαν τις σχέσεις μεταξύ των επενδύσεων, σε πάγια στοιχεία και σε κεφάλαια κίνησης, καθώς και τους περιορισμούς χρηματοδότησης τους, για ένα δείγμα 116.000 επιχειρήσεων διαφορετικών κλάδων, στην Κίνα, για την περίοδο 2000-2007. Θεωρήθηκε ότι οι επιχειρήσεις που χαρακτηρίζονται από υψηλές επενδύσεις σε πάγια, εμφανίζουν χαμηλό βαθμό ευαισθησίας ταμιακών ροών ως προς τις επενδύσεις σε κεφαλαίου κίνησης (working capital /cash flow – W.K.S.) και υψηλό βαθμό ευαισθησίας ταμιακών ροών ως προς τις επενδύσεις σε πάγια στοιχεία (fixed capital to cash flow – F.K.S). Αντίθετα, οι επιχειρήσεις με υψηλό W.K.S. και χαμηλό F.K.S., διατηρούν υψηλά

ποσοστά επενδύσεων κεφαλαίου κίνησης, παρά τις περιορισμένες πηγές εξωτερικής χρηματοδότησης τους, διατηρούν υψηλά επίπεδα παγίων επενδύσεων, προσαρμόζοντας περισσότερο το κεφάλαιο κίνησης από τα πάγια στοιχεία. Αυτό καταδεικνύει ότι, η ορθή διαχείριση του κεφαλαίου κίνησης, είναι ένα μέσο με το οποίο, οι επιχειρήσεις θα μπορούσαν να αμβλύνουν τους οικονομικούς περιορισμούς που συχνά αντιμετωπίζουν, όπως προβλήματα χρηματοδότησης λόγω των συχνών διαταραχών των ταμειακών τους ροών.

Οι Afza & Nazir (2011), διερεύνησαν την αποτελεσματικότητα της διαχείρισης του κεφαλαίου κίνησης των επιχειρήσεων στον κλάδο τσιμέντου, στο Πακιστάν, κατά τη διάρκεια του 1988-2009, χρησιμοποιώντας συγκεκριμένες μεταβλητές από εξωτερικούς και εσωτερικούς παράγοντες, για τη διερεύνηση των αιτιών που επηρεάζουν τις ανάγκες σε κεφάλαιο κίνησης, αντί για την κοινή μέθοδο ανάλυσης των αριθμοδεικτών. Η διαχείριση του κεφαλαίου κίνησης, μετρήθηκε με το δείκτη του βιομηχανικού κλάδου ως επίτευξη στόχου-απόδοσης, σε σχέση με τους δείκτες αποδοτικότητας των συγκεκριμένων επιχειρήσεων (μέσοι όροι απόδοσης και αξιοποίησης των στοιχείων του κυκλοφορούντος ενεργητικού προς τις πωλήσεις τους) όπως προτείνεται και από την μελέτη του Bhattacharya (1997). Η αξιολόγηση έγινε, σε σχέση με την ταχύτητα επίτευξης αυτού του επιπέδου-στόχου, για κάθε μια μεμονωμένη επιχείρηση, επιβεβαιώνοντας τα ευρήματα της μελέτης στο σύνολο της, ότι ο τομέας του τσιμέντου είχε καλές επιδόσεις.

Τη σχέση μεταξύ της επιθετικής και συντηρητικής (αμυντικής) πολιτικής του κεφαλαίου κίνησης, είχε ως στόχο να διερευνήσει, η μελέτη του Al-Shubiri (2011), σε ένα δείγμα 59 εισηγμένων βιομηχανικών επιχειρήσεων στο Χρηματιστήριο του Αμάν, για την περίοδο 2004-2007. Τα αποτελέσματα έδειξαν, την αρνητική σχέση μεταξύ της κερδοφορίας και του βαθμού επιθετικότητας του κεφαλαίου κίνησης, ερμηνεύοντας ότι, όσο μεγαλύτερη είναι η επένδυση στο κυκλοφορούν ενεργητικό, με στόχο την μείωση του κινδύνου, τόσο χαμηλότερη είναι η κερδοφορία. Σε αντίθεση με την μελέτη του Al-Shubiri (2011), τα αποτελέσματα της μελέτης των Carpenter & Johnson (1983) απέδειξαν ότι, δεν υπάρχει γραμμική σχέση μεταξύ των στοιχείων του κυκλοφορούντος ενεργητικού και του συστηματικού κινδύνου των επιχειρήσεων των ΗΠΑ.

Εξίσου σημαντική, η έρευνα των Iffet & Suleyman (2011), οι οποίοι μελέτησαν τις επιπτώσεις της πρόσφατης παγκόσμιας οικονομικής κρίσης, της περιόδου 2007- 2008, σε ένα δείγμα 140 επιχειρήσεις βιομηχανικού κλάδου στο Χρηματιστήριο της Κωνσταντινούπολης, με την χρήση δεκατριών δεικτών που σχετίζονται με το κεφάλαιο κίνησης. Τα αποτελέσματα της μελέτης έδειξαν ότι, μόνο πέντε δείκτες από τους δεκατρείς των συγκεκριμένων εισηγμένων επιχειρήσεων, έχουν επηρεαστεί σημαντικά από την πρόσφατη κρίση. Συγκεκριμένα, οι δείκτες της κυκλοφοριακής ταχύτητας των αποθεμάτων, των απαιτήσεων και του κεφαλαίου κίνησης, καθώς και οι δείκτες των αποθεμάτων προς κυκλοφορούν ενεργητικό, και των βραχυπρόθεσμων τραπεζικών υποχρεώσεων προς το σύνολο των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων. Οι παραπάνω δείκτες, σχετίζονται με την πτώση των πωλήσεων της βιομηχανικής οικονομίας κατά τη διάρκεια της οικονομικής κρίσης. Συγκρίνοντας με οικονομίες άλλων ευρωπαϊκών χώρων όπως η Ιρλανδία, η Πορτογαλία, η Ισπανία και η Ελλάδα, που έχουν προβλήματα χρέους, η πραγματική οικονομία της Τουρκίας δεν επηρεάστηκε τόσο από την κρίση, λόγω των μεγάλων εισροών ξένων κεφαλαίων.

Οι Mojtahedzadeh et al. (2011), μελέτησαν τη σχέση μεταξύ των παραγόντων διαχείρισης του κεφαλαίου κίνησης και της κερδοφορίας, σε ένα δείγμα 101 εισηγμένων επιχειρήσεων στο Χρηματιστήριο της Τεχεράνης, κατά τα έτη 2004-2008. Τα αποτελέσματα επιβεβαιώνουν, μια ακόμη αρνητική σχέση μεταξύ της κερδοφορίας (μικτό λειτουργικό κέρδος) και των παραγόντων διαχείρισης κεφαλαίου κίνησης (του κύκλου μετατροπής μετρητών, της περιόδου διακανονισμού του χρέους και της περιόδου είσπραξης των απαιτήσεων), ενώ δεν επηρεάζεται ο παράγοντας της περιόδου διατήρησης των αποθεμάτων. Οι ερευνητές καταλήγουν ότι, το σημαντικότερο κριτήριο για την αξιολόγηση της διαχείρισης του κεφαλαίου κίνησης σε σχέση με την κερδοφορία, είναι ο κύκλος μετατροπής μετρητών.

Σε πρόσφατη μελέτη τους, οι Nobanee et al (2011), ερευνούν τη σχέση μεταξύ του κύκλου μετατροπής μετρητών και της κερδοφορίας σε ένα δείγμα 34.771 Ιαπωνικών επιχειρήσεων για την ίδια περίοδο 1990-2004. Τα ίδια αποτελέσματα επιβεβαιώνονται με την προηγούμενη έρευνα τους (Nobanee et al. 2009), ότι ο κύκλος μετατροπής μετρητών, σχετίζεται σημαντικά με την κερδοφορία, εκτός από τις επιχειρήσεις παροχής υπηρεσιών

και εμπορίου, όπου συμβαίνει το αντίθετο. Συγκεκριμένα, για τις μικρές σε μέγεθος επιχειρήσεις, οι συντελεστές του κύκλου μετατροπής μετρητών έχουν θετικές ασήμαντες τιμές, ενώ για τις βασικές βιομηχανίες και τις επιχειρήσεις τεχνολογίας και πληροφορικής, οι συντελεστές του κύκλου μετατροπής μετρητών έχουν σημαντικές αρνητικές τιμές σε σχέση με την κερδοφορία τους. Επίσης, από την έρευνα επιβεβαιώθηκε ότι, οι επιχειρήσεις με μικρότερο ταμειακό κύκλο, είναι πιο πιθανό να είναι επικερδείς, γιατί δεν καταφεύγουν σε εξωτερική χρηματοδότηση, επωμίζονται λιγότερα κόστη δανεισμού και λιγότερους χρεωστικούς τόκους, γεγονός που τις οδηγεί σε αύξηση της κερδοφορίας τους.

Τα αποτελέσματα της έρευνας του Gill (2011), σχετικά με τους παράγοντες που επηρεάζουν τις ανάγκες σε κεφάλαιο κίνησης των επιχειρήσεων στον Καναδά, διαφέρουν σε σχέση με τα αποτελέσματα των ερευνών των Afza & Nazir (2008; 2009) και Taleb et al (2010). Η ερμηνεία των αποτελεσμάτων αυτών, μπορεί να οφείλεται στα διαφορετικά οικονομικά περιβάλλοντα στα οποία λειτουργούν οι επιχειρήσεις, στις διαφορετικές πολιτικές διαχείρισης του κεφαλαίου κίνησης ή ακόμα και στις διαφορετικές πολιτικές των τραπεζικών ιδρυμάτων των διαφορετικών χωρών. Συγκεκριμένα, τα αποτελέσματα της έρευνας του Gill (2011) έδειξαν, θετικές σχέσεις μεταξύ του λειτουργικού κύκλου (OC), της απόδοσης συνολικού ενεργητικού (ROA) και των απαιτήσεων σε κεφάλαιο κίνησης, αποδεικνύοντας ότι, όσο μεγαλύτερη η διάρκεια του λειτουργικού κύκλου, τόσο περισσότερο κεφάλαιο κίνησης απαιτείται, για τις λειτουργικές ανάγκες των επιχειρήσεων. Η αρνητική σχέση μεταξύ του μεγέθους των επιχειρήσεων, εξηγεί γιατί οι μεγαλύτερες σε μέγεθος επιχειρήσεις έχουν χαμηλότερες απαιτήσεις σε κεφάλαιο κίνησης, έναντι των μικρότερων επιχειρήσεων, ενώ η θετική σχέση μεταξύ της μόχλευσης, δείχνει ότι ένα υψηλό επίπεδο του χρέους απαιτεί υψηλότερο επίπεδο κεφαλαίου κίνησης.

Η μελέτη των Hayajneh et al.(2011) διερεύνησε τη σχέση μεταξύ της αποτελεσματικότητας του κεφαλαίου κίνησης και της κερδοφορίας σε 53 μεταποιητικές εισηγμένες επιχειρήσεις του Χρηματιστηρίου του Αμάν, για την περίοδο 2000 έως 2006. Τα αποτελέσματα επιβεβαιώνουν προηγούμενες μελέτες των Lazaridis & Tryfonidis (2006); Afza & Nazi, (2009); Padachi (2006), καταδεικνύοντας ότι, οι επιχειρήσεις πρέπει να διαχειρίζονται τα κεφάλαια κίνησης τους αποτελεσματικά, επιτυγχάνοντας την μείωση του χρόνου είσπραξης των απαιτήσεων τους, την μείωση του χρόνου παραμονής των



αποθεμάτων στις αποθήκες τους, καθώς και την επιμήκυνση των πληρωμών των προμηθευτών τους, οδηγώντας σε ένα μικρότερο κύκλο μετατροπής μετρητών και στη επίτευξη της βέλτιστης αποδοτικότητας τους.

Σε αντίθεση με τα ευρήματα των Hayajneh et al.(2011), ο Abuzayed (2012), εξετάζοντας ένα δείγμα 52 εισηγμένων επιχειρήσεων στο Χρηματιστήριο του Αμμάν κατά τα έτη 2000-2008, βρήκε ότι υπάρχει θετική σχέση ανάμεσα στον κύκλο μετατροπής μετρητών και την κερδοφορία. Η ερμηνεία των αποτελεσμάτων που πρότεινε είναι ότι, οι κερδοφόρες επιχειρήσεις έχουν λιγότερα κίνητρα για μια ορθή και αποτελεσματική διαχείριση του κεφαλαίου κίνησης τους, καθώς οι κεφαλαιαγορές αποτυγχάνουν να τιμωρήσουν τις αποφάσεις των διοικούντων, για τον μη αποτελεσματικό τρόπο διοίκησης που ακολουθούν. Επίσης παρατηρείται ότι στην μελέτη των Hayajneh et al.(2011), η κερδοφορία μετριέται με το λόγο καθαρά λειτουργικά έσοδα / συνόλου ενεργητικού ενώ αντίθετα ο Abuzayed (2010) χρησιμοποιεί το μεικτό λειτουργικό κέρδος.

Αξιολογώντας τη σχέση μεταξύ της διαχείρισης του κεφαλαίου κίνησης και της απόδοσης του ενεργητικού, η έρευνα των Mousavi & Jari (2012), στοχεύει να αποδείξει ότι η άριστη διαχείριση του κεφαλαίου κίνησης αυξάνει την αγοραία αξία. Για τη δοκιμή των υποθέσεων της έρευνας, οι ερευνητές ανέλυσαν τις χρηματοοικονομικές καταστάσεις 56 εισηγμένων επιχειρήσεων στο Χρηματιστήριο της Τεχεράνης, για την περίοδο 2002 – 2006, λαμβάνοντας ως παράγοντες την απόδοση των στοιχείων του ενεργητικού, την απόδοση των ιδίων κεφαλαίων και τον δείκτη καθαρής ρευστότητας, για την αξιολόγηση της διαχείρισης του κεφαλαίου κίνησης. Τα αποτελέσματα της έρευνας έδειξαν ότι, υπάρχουν θετικές σχέσεις μεταξύ της διαχείρισης του κεφαλαίου κίνησης και των αποδόσεων ενεργητικού και ιδίων κεφαλαίων. Επίσης διαφαίνεται ότι, διατηρώντας τη άριστη διαχείριση του κεφαλαίου κίνησης, δημιουργείται ισορροπία μεταξύ της κερδοφορίας και της ρευστότητας των επιχειρήσεων.

Η μελέτη των Ogundipe et al. (2012), εξετάζει τον αντίκτυπο της διαχείρισης του κεφαλαίου κίνησης σχετικά με τις αποδόσεις και την αγοραία αξία ενός δείγματος 54 εισηγμένων μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων στο Χρηματιστήριο της Νιγηρίας, για την περίοδο 1995-2009. Τα ευρήματα επιβεβαιώνουν σύμφωνα και με προηγούμενες μελέτες, την σημαντική σχέση μεταξύ της αγοραίας αξίας, της κερδοφορίας και των

συστατικών του κεφαλαίου κίνησης,. Αυτό σημαίνει, σύμφωνα με τους ερευνητές, ότι οι Νιγηριανές επιχειρήσεις θα πρέπει να διασφαλίσουν την ορθή διαχείριση του κεφαλαίου κίνησης και των συστατικών του, ώστε να μεγιστοποιείται η αξία των μετόχων.

Εν κατακλείδι, οι παραπάνω έρευνες της βιβλιογραφικής ανασκόπησης που παρατίθενται, αναφορικά με την αποτελεσματική διαχείριση του κεφαλαίου κίνησης και την σημαντική επίδραση των επιμέρους στοιχείων του, στην κερδοφορία, αποδοτικότητα και στην αγοραία αξία, επιβεβαιώνουν τα αποτελέσματα ερευνών τόσο των επιχειρήσεων άλλων χώρων, όσο και τα πορίσματα στο μεγαλύτερο ποσοστό των ελληνικών εισηγμένων επιχειρήσεων. Τα συμπεράσματα καταδεικνύουν ότι, οι επιχειρήσεις μπορούν να επιτύχουν υψηλότερα επίπεδα κερδοφορίας, από τη σωστή διαχείριση των αποθεμάτων, την αποτελεσματική μείωση των απαιτήσεων τους και την επιμήκυνση των πιστώσεων τους, βελτιώνοντας έτσι τον κύκλο μετατροπής μετρητών, αυξάνοντας τις ευκαιρίες για επανεπένδυση των κερδών, ενισχύοντας την αποδοτικότητα και δημιουργώντας θετική αξία για τους μετόχους.

Επίσης, παρουσιάζονται επιδράσεις, στη σχέση κεφαλαίου κίνησης και κερδοφορίας, εξαιτίας των οικονομικών συνθηκών. Η χαμηλή οικονομική κατάσταση βρέθηκε να έχει αρνητικές επιπτώσεις στην κερδοφορία των επιχειρήσεων και συγκεκριμένα παρατηρήθηκε ότι, ο αντίκτυπος της σχέσης κεφαλαίου κίνησης και κερδοφορίας, είναι πιο έντονος σε περιόδους οικονομικής ύφεσης σε σχέση με περιόδους οικονομικής άνθησης. Ένα εξαιρετικό παράδειγμα στην τρέχουσα παγκόσμια οικονομική ύφεση, είναι το «πρεσάρισμα» της ζήτησης των καταναλωτών, με την κρίση να βυθίζει τις πωλήσεις, με αποτέλεσμα τη συμπίεση των εσόδων και την μείωση των περιθωρίων κέρδους των επιχειρήσεων. Το γεγονός αυτό καταδεικνύει, την εξαιρετική σημασία που αποδίδεται πλέον στο ζήτημα της διαχείρισης του κεφαλαίου κίνησης των επιχειρήσεων παγκοσμίως.

## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3 ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ ΕΡΕΥΝΑΣ ΚΑΙ ΕΡΕΥΝΗΤΙΚΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ**

### 3.1 ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ ΕΡΕΥΝΑΣ

#### *3.1.1 ΕΡΕΥΝΗΤΙΚΟΙ ΣΤΟΧΟΙ*

Η διαχείριση του κεφαλαίου κίνησης είναι η πιο σημαντική απόφαση στον τομέα της δημοσιονομικής διαχείρισης. Είναι γνωστό ότι η αναποτελεσματική διαχείριση του κεφαλαίου κίνησης, οδηγεί τις επιχειρήσεις σε μείωση της αποδοτικότητας και της αφερεγγυότητας, με αποτέλεσμα να οδηγούνται στην πτώχευση. Έτσι, η εμπειρική μελέτη σχεδιάστηκε με σκοπό:

- Τον προσδιορισμό διαφόρων παραγόντων, που επηρεάζουν το μέγεθος του κεφαλαίου κίνησης των επιχειρήσεων.
- Τη διερεύνηση της επίδρασης του κεφαλαίου κίνησης στην κερδοφορία, στην αποδοτικότητα και στην αγοραία αξία των επιχειρήσεων.
- Τη διερεύνηση της σχέσης μεταξύ των παραγόντων του κεφαλαίου κίνησης και της κερδοφορίας, της αποδοτικότητας και της κεφαλαιοποίησης των επιχειρήσεων.

#### *3.1.2 ΠΕΡΙΟΡΙΣΜΟΙ ΤΗΣ ΕΡΕΥΝΑΣ*

Ένας από τους περιορισμούς της έρευνας αφορά την πρόσφατη παγκόσμια οικονομική κρίση, η οποία έχει επηρεάσει όλες τις επιχειρήσεις και εταιρείες, σε όλο τον κόσμο, επιφέροντας σημαντικές συνέπειες τόσο στην κερδοφορία τους, όσο και στη διαχείριση του κεφαλαίου κίνησης τους. Έτσι, η περίοδος της οικονομικής κρίσης, η οποία ενσωματώνεται στην περίοδο της παρούσας έρευνας, ενδεχομένως να επηρεάζει τα ερευνητικά αποτελέσματα.

Ένας άλλος περιορισμός της παρούσας έρευνας, είναι η πληθώρα δεικτών και

στατιστικών δεδομένων με διαφορετικές μεθοδολογίες για τη μέτρηση της αποδοτικότητας των επιχειρήσεων, όπως είναι η απόδοση των ιδίων κεφαλαίων, η απόδοση των απασχολούμενων κεφαλαίων, το μεικτό λειτουργικό κέρδος κ.ά..

Τέλος, σημαντικό είναι να σημειωθεί πως η γενικοποίηση των συμπερασμάτων πρέπει να γίνεται με τη δέουσα προσοχή, καθώς έχουν εξαιρεθεί από το δείγμα οι εταιρίες του τραπεζικού και χρηματοπιστωτικού τομέα, οι εταιρίες ασφαλειών, συμβούλων και λοιπών υπηρεσιών συμβουλευτικού χαρακτήρα, λόγω της ιδιαιτερότητας τους, καθώς και οι εταιρίες που ήταν σε αναστολή λόγω ελλείπων στοιχείων.

### *3.1.3 ΣΥΛΛΟΓΗ ΔΕΔΟΜΕΝΩΝ*

Η παρούσα μελέτη διερευνά τους προσδιοριστικούς παράγοντες διαχείρισης του κεφαλαίου κίνησης και τις επιπτώσεις στην κερδοφορία, στην αποδοτικότητα και στην αγοραία αξία των Ελληνικών επιχειρήσεων, για την περίοδο 2005-2010. Ο συνολικός πληθυσμός της μελέτης είναι το σύνολο των μη χρηματοπιστωτικών εισηγμένων επιχειρήσεων που αναφέρονται στο Χρηματιστήριο της Αθήνας. Ο λόγος που επιλέχθηκε η συγκεκριμένη αγορά, ήταν κυρίως η αξιοπιστία των οικονομικών καταστάσεων αυτών των επιχειρήσεων. Οι επιχειρήσεις που απαριθμούνται στο Ελληνικό Χρηματιστήριο έχουν κίνητρο να παρουσιάσουν κέρδη αν αυτά υπάρχουν, ώστε να κάνουν τις μετοχές τους πιο ελκυστικές. Η απόκρυψη των κερδών προκειμένου να αποφευχθεί η φορολογία των επιχειρήσεων, είναι μια κοινή τακτική για τις μη εισηγμένες επιχειρήσεις στην Ελλάδα, γεγονός που τις καθιστά λιγότερο κατάλληλες για το δείγμα της ανάλυσης του κεφαλαίου κίνησης.

Πρώτο βήμα της συλλογής δεδομένων, ήταν η επιλογή 227 μη χρηματοπιστωτικών εισηγμένων επιχειρήσεων με διαθέσιμα οικονομικά στοιχεία για την περίοδο μελέτης 2005-2010. Επιπλέον, οι επιχειρήσεις με τα ελλείποντα στοιχεία, αρνητικά ίδια κεφάλαια και αρνητική κερδοφορία για την περίοδο μελέτης, έχουν διαγραφεί από το δείγμα, αφήνοντας, την τελική επιλογή του πληθυσμού, από 211 μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων από διάφορους βιομηχανικούς τομείς.

Τα απαιτούμενα οικονομικά στοιχεία των επιχειρήσεων αυτών, προέρχεται από τις

ετήσιες εκθέσεις και τις δημοσιεύσεις των εταιρειών της Ελληνικής Στατιστικής Εταιρείας (<http://www.hellastat.com>), ενώ οι τιμές της κεφαλαιοποίησης έχουν συλλεχθεί από την βάση Thomson Reuters (Thomson one <https://www.thomsonone.com>). Τέλος, τα δεδομένα της έρευνας αποτελούνται από χρονικά επαναλαμβανόμενα διαστρωματικά στοιχεία (panel data).

## 3.2 ΟΙΚΟΝΟΜΕΤΡΙΚΗ ΕΦΑΡΜΟΓΗ

### *3.2.1 ΕΙΣΑΓΩΓΙΚΑ*

Μετά την παρουσίαση της προηγούμενης βιβλιογραφίας, σχετικά με τους προσδιοριστικούς παράγοντες της διαχείρισης του κεφαλαίου κίνησης, σε αυτό το κομμάτι της εργασίας, θα γίνει η εμπειρική εφαρμογή σε οικονομετρικούς όρους της προαναφερθείσας θεωρίας, ώστε να ελεγχθεί το επίπεδο που επηρεάζουν την κερδοφορία, τις αποδόσεις των περιουσιακών τους στοιχείων και την αγοραία αξία των Ελληνικών επιχειρήσεων. Συγκεκριμένα, αφού παρουσιαστούν τα δεδομένα και η χρονική περίοδος που εξετάζεται, θα γίνει πλήρης παρουσίαση των περιγραφικών στατιστικών των σχηματιζόμενων μεταβλητών, θα εξαχθούν τα αποτελέσματα παλινδρόμησης μεταξύ των παραγόντων διαχείρισης του κεφαλαίου κίνησης και των μεταβλητών που προσδιορίζουν τα προαναφερθέντα μεγέθη. Τα αποτελέσματα θα συγκριθούν και με την προηγούμενη βιβλιογραφία, με σκοπό να εξεταστεί αν συμφωνούν με τις θεωρίες που έχουν αναπτυχθεί τα τελευταία χρόνια.

### *3.2.2 ΑΠΟΣΑΦΗΝΙΣΗ ΜΕΤΑΒΛΗΤΩΝ*

Η εξαρτημένη και οι ανεξάρτητες μεταβλητές της 1<sup>ης</sup> υπόθεσης αντανακλούν τη μέθοδο υπολογισμού του μοντέλου όπως αναφέρουν οι μελέτες των Jose et al (1996); Shin & Soenen (1998); Deloof (2003); Narware (2004); Teruel & Solan (2005); Lalaridis & Tryfonidis, (2006) ; Rehman (2006); Padachi (2006); Raheman & Nasr (2007); Nazir,

(2009); Christopher & Kamalavalli (2009); Masoud & Mbega (2009) ; Uyar (2009); Nobanee & Alhajjar (2009); Mathuva (2010); Huynh Phuong & Su (2010); Mojtahedzadeh et al. (2011).

Η εξαρτημένη και οι ανεξάρτητες μεταβλητές της 2<sup>ης</sup> και 3<sup>ης</sup> υποθετικής υπόθεσης αντανακλούν τη μέθοδο υπολογισμού του μοντέλου των ερευνών των Soenen (1993); Afza & Nazir (2007); Garcia & Martinez (2007); Afza & Nazir (2009a); Sen (2009); Mohamad & Saad (2010) ; Karaduman et al.(2010); Gill (2011); Hassan et al (2011); Ogundipe et al. (2012); Sen (2009).

#### i) Εξαρτημένες Μεταβλητές

Η εξαρτημένη μεταβλητή, που χρησιμοποιείται στην πρώτη ερευνητική υπόθεση είναι αυτή του μικτού κέρδους εκμετάλλευσης και για να υπολογιστεί αυτή η μεταβλητή αφαιρέσαμε το κόστος πωληθέντων, από το σύνολο των πωλήσεων και διαιρέσαμε το αποτέλεσμα του συνόλου του ενεργητικού μείον τα χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία, δηλαδή τις μετοχές και τις συμμετοχές σε άλλες επιχειρήσεις, οι οποίες θεωρούνται ως πάγια χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία.

$$\text{Μικτά Αποτελέσματα (GROSS PR)} = (\text{Πωλήσεις} - \text{κόστος πωληθέντων}) / (\text{Σύνολο Ενεργητικού} - \text{Χρηματοοικονομικά στοιχεία ενεργητικού})$$

Ο λόγος για τη χρήση αυτής τη μεταβλητής, αντί του αριθμοδείκτη κερδών προ αποσβέσεων, τόκων & φόρων (EBITDA), είναι επειδή θέλουμε να συνδεθεί με την λειτουργική «επιτυχία» ή «αποτυχία» και κυρίως, η σχέση της εν λόγω μεταβλητής, με άλλες μεταβλητές λειτουργίας (όπως με τον κύκλο μετατροπής μετρητών). Επιπλέον θέλουμε να αποκλείσουμε τη συμμετοχή οποιασδήποτε δραστηριότητας, από τη λειτουργική δραστηριότητα των επιχειρήσεων, που μπορεί να επηρεάσει την συνολική κερδοφορία τους, με αποτέλεσμα τα χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία να αφαιρούνται από το σύνολο του ενεργητικού.

Ως εξαρτημένες μεταβλητές της 2<sup>ης</sup> και 3<sup>ης</sup> ερευνητικής υπόθεσης είναι η απόδοση συνολικού ενεργητικού προ φόρων (R.O.A) και η κεφαλαιοποίηση ή χρηματιστηριακή αξία (capitalization):

*Η απόδοση συνολικού ενεργητικού προ φόρων (R.O.A)= Κέρδη Προ Φόρων / Σύνολο Ενεργητικού για την 2<sup>η</sup> υπόθεση, η οποία μετρά την αποδοτικότητα των περιουσιακών στοιχείων της επιχείρησης.*

*Η κεφαλαιοποίηση ή χρηματιστηριακή αξία μιας εισηγμένης επιχείρησης, είναι το γινόμενο των μετοχών της σε κυκλοφορία, επί την τρέχουσα χρηματιστηριακή της τιμή, στην τιμή κλεισίματος του έτους, για την 3<sup>η</sup> υπόθεση.*

Ως μέτρο, η κεφαλαιοποίηση είναι υποκειμενική, υπό την έννοια ότι, στην αποτίμηση της, εμπλέκονται οι προσδοκίες και οι εκτιμήσεις των επενδυτών για το μέγεθος της εκάστοτε επιχείρησης.

## ii) Ανεξάρτητες Μεταβλητές

Όπως αναφερθήκαμε στο θεωρητικό τμήμα της εργασίας, ο κύκλος μετατροπής μετρητών (C.C.C) χρησιμοποιείται ως ένα μέτρο μέτρησης, τόσο της κερδοφορίας όσο και του βαθμού επιθετικότητας της διαχείρισης κεφαλαίου κίνησης. Όταν ο κύκλος μετατροπής μετρητών είναι μικρός, σημαίνει ότι η επιχείρηση ακολουθεί επιθετική πολιτική, ενώ σε μεγαλύτερο κύκλο, η επιχείρηση υιοθετεί αμυντική πολιτική του κεφαλαίου κίνησης (Lazaridis & Tryfonidis, 2006). Ο ταμειακός κύκλος χρησιμοποιείται ως ανεξάρτητη μεταβλητή, σε τρεις διαφορετικές παλινδρομήσεις, για την διερεύνηση των σχέσεων της διαχείρισης κεφαλαίου κίνησης και της κερδοφορίας στην πρώτη παλινδρόμηση, ενώ στην δεύτερη και τρίτη, χρησιμοποιείται για την σχέση της διαχείρισης κεφαλαίου κίνησης με την αποδοτικότητα και την κεφαλαιοποίηση.

Το μέτρο αυτό περιγράφεται από την ακόλουθη εξίσωση:

$$\text{Ο κύκλος μετατροπής μετρητών (C.C.C.)} = \text{Αριθμός ημερών Απαιτήσεων (AR)} + \text{Αριθμός ημερών Αποθεμάτων (INV)} - \text{Αριθμός ημερών πιστώσεων (AP)}$$

Με τη σειρά είναι τα συστατικά του κύκλου μετατροπής μετρητών, τα οποία δίνονται παρακάτω:

$$\text{Αριθμός ημερών απαιτήσεων (AR)} = \text{Απαιτήσεις} / \text{Πωλήσεις} * 365$$

$$\text{Αριθμός ημερών αποθεμάτων (INV)} = \text{Αποθέματα} / \text{Κόστος Πωληθέντων} * 365$$

$$\text{Αριθμός ημερών πιστώσεων (AP)} = \text{Υποχρεώσεις} / \text{Κόστος Πωληθέντων} * 365$$

Επίσης, η μεταβλητή που χρησιμοποιούμε, η οποία σχετίζεται με χρηματοοικονομικά

περιουσιακά στοιχεία είναι η εξής:

$$\text{Χρηματοοικονομικά Πάγια Περιουσιακά (F.A.T.A.)} = \text{Πάγια χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία} / \text{Σύνολο Ενεργητικού}$$

Η μεταβλητή αυτή χρησιμοποιείται από πολλές εισηγμένες επιχειρήσεις, όταν τα χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία αποτελούν ένα σημαντικό μέρος του συνολικού ενεργητικού τους, ως δείκτης παγιοποίησης της εταιρικής περιουσίας και διαφέρει από κλάδο σε κλάδο.

Τέλος, η μεταβλητή που περιλαμβάνει το χρέος, η οποία υπολογίζεται με την ακόλουθη εξίσωση και χρησιμοποιείται για να διαπιστωθεί η σχέση μεταξύ της εξωτερικής χρηματοδότησης της επιχείρησης και του συνόλου του ενεργητικού της:

$$\text{Χρέους (DR)} = (\text{Βραχυπρόθεσμα Δάνεια} + \text{μακροπρόθεσμα δάνεια}) / \text{Σύνολο Ενεργητικού}$$

### 3.2.3 ΑΠΟΣΑΦΗΝΙΣΗ ΜΟΝΤΕΛΩΝ

Προκειμένου να διαπιστωθεί μεταξύ άλλων, η επιρροή που ασκούν οι προσδιοριστικοί παράγοντες της διαχείρισης του κεφαλαίου κίνησης, στην κερδοφορία στην αποδοτικότητα και στην αγοραία αξία των επιχειρήσεων, αναλύονται παρακάτω τα εξεταζόμενα μοντέλα:

#### **1<sup>η</sup> υπόθεση (Κερδοφορίας)**

Η επίδραση των προσδιοριστικών παραγόντων της διαχείρισης του κεφαλαίου κίνησης στην κερδοφορία ορίζεται ως εξής:

$$\text{GROSSPR}_{i,t} = b_0 + b_1 AR_{i,t} + b_2 DR_{i,t} + b_3 LOS_{i,t} + b_4 FATA_{i,t} + e_{i,t}$$

$$\text{GROSSPR}_{i,t} = b_0 + b_1 AP_{i,t} + b_2 DR_{i,t} + b_3 LOS_{i,t} + b_4 FATA_{i,t} + e_{i,t}$$

$$\text{GROSSPR}_{i,t} = b_0 + b_1 INV_{i,t} + b_2 DR_{i,t} + b_3 LOS_{i,t} + b_4 FATA_{i,t} + e_{i,t}$$

$$\text{GROSSPR}_{i,t} = b_0 + b_1 CCC_{i,t} + b_2 DR_{i,t} + b_3 LOS_{i,t} + b_4 FATA_{i,t} + e_{i,t}$$



GROSSPR: *Μικτά λειτουργικά κέρδη*. Υπολογίζεται από τη σχέση: (Πωλήσεις - Κόστος πωληθέντων) / (Σύνολο ενεργητικού - Χρηματοοικονομικά στοιχεία ενεργητικού)

AR: *Αριθμός ημερών εισπρακτέων λογαριασμών*. Υπολογίζεται από τη σχέση: (Μέσος όρος των εισπρακτέων λογαριασμών / Πωλήσεις) \* 365

AP: *Αριθμός ημερών πληρωτέων λογαριασμών*. Υπολογίζεται από τη σχέση: (Μέσος όρος των πληρωτέων λογαριασμών / Κόστος πωληθέντων) \* 365

INV: *Αριθμός ημερών αποθεμάτων*. Υπολογίζεται από τη σχέση: (Μέσος όρος αποθεμάτων/ Κόστος πωληθέντων) \* 365

C.C.C.: *Κύκλος μετατροπής μετρητών* (Αριθμός ημερών εισπρακτέων λογαριασμών + Αριθμός ημερών αποθεμάτων - Αριθμός ημερών πληρωτέων λογαριασμών)

DR: *Χρέη της επιχείρησης* (Συνολικά χρέη / Σύνολο ενεργητικού)

LOS: *Μέγεθος της επιχείρησης* (Φυσικός λογάριθμος πωλήσεων της επιχείρησης)

FATA: *Αριθμοδείκτης Παγιοποίησης* (Παγία χρηματοοικονομικά στοιχεία ενεργητικού/ Σύνολο ενεργητικού)

## **2<sup>η</sup> υπόθεση (Αποδοτικότητα)**

Η επίδραση των προσδιοριστικών παραγόντων της διαχείρισης του κεφαλαίου κίνησης στην αποδοτικότητα ορίζεται ως εξής:

$$ROA_{i,t} = b_0 + b_1 CCC_{i,t} + b_2 CA CLR_{i,t} + b_3 CATARit_{i,t} + b_4 CLTAR_{i,t} + b_5 DR_{i,t} + e_{i,t}$$

R.O.A: *Αποδόσεις περιουσιακών στοιχείων της επιχείρησης*. Υπολογίζεται από τη σχέση: (Κέρδη προ φόρων & τόκων / Σύνολο ενεργητικού)

C.C.C: *Κύκλος μετατροπής μετρητών*

CA.CL.R: *Αριθμοδείκτης γενικής ρευστότητας* (Κυκλοφορούντος ενεργητικού/ Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις)

CA.TA.R: *Αριθμοδείκτης εντάσεως κυκλοφοριακής περιουσίας* (Κυκλοφορούντος ενεργητικού / Σύνολο ενεργητικού)

CL.TA.R: *Αριθμοδείκτης ικανότητας βραχυπρόθεσμου δανεισμού* (Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις / Σύνολο ενεργητικού)

DR: *Χρέη της επιχείρησης* (Συνολικά χρέη / Σύνολο ενεργητικού)

### **3<sup>η</sup> υπόθεση (Αγοραίας αξίας)**

Η επίδραση των προσδιοριστικών παραγόντων της διαχείρισης του κεφαλαίου κίνησης στην αγοραία αξία ορίζεται ως εξής:

$$TQ_{i,t} = b_0 + b_1 CCC_{i,t} + b_2 CACLR_{i,t} + b_3 CATAR_{i,t} + b_4 CLTAR_{i,t} + b_5 DR_{i,t} + e_{i,t}$$

T.Q: *Η κεφαλαιοποίηση ή χρηματιστηριακή αξία εισηγμένης επιχείρησης*. Το γινόμενο των μετοχών σε κυκλοφορία της εταιρίας επί την τρέχουσα χρηματιστηριακή τιμή της εταιρίας, στην τιμή κλεισίματος του έτους.

C.C.C: *Κύκλος μετατροπής μετρητών*

CA.CL.R: *Αριθμοδείκτης γενικής ρευστότητας* (Κυκλοφορούντος ενεργητικού/ Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις)

CA.TA.R: *Αριθμοδείκτης εντάσεως κυκλοφοριακής περιουσίας* (Κυκλοφορούντος ενεργητικού / Σύνολο ενεργητικού)

CL.TA.R: *Αριθμοδείκτης ικανότητας βραχυπρόθεσμου δανεισμού* (Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις / Σύνολο ενεργητικού)

DR: *Χρέη της επιχείρησης* (Συνολικά χρέη / Σύνολο ενεργητικού)

### 3.2.4 ΠΕΡΙΓΡΑΦΙΚΗ ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΗ

Στους παρακάτω πίνακες παρουσιάζονται οι περιγραφικές στατιστικές των μεταβλητών μας:

**Πίνακας 1 Περιγραφικές στατιστικές των μεταβλητών της 1<sup>ης</sup> ερευνητικής υπόθεσης**

	<b>Observations</b>	<b>Mean</b>	<b>Median</b>	<b>Maximum</b>	<b>Minimum</b>	<b>Std. Dev.</b>
<b>GROSSPR</b>	1254	0.31	0.12	36.72	-0.25	2.05
<b>AR</b>	1254	188.84	164.00	976.00	0.00	148.10
<b>AP</b>	1254	126.79	94.86	999.53	0.00	135.86
<b>INV</b>	1254	110.62	71.00	984.00	0.00	136.20
<b>CCC</b>	1254	158.18	128.99	991.37	-964.59	213.41
<b>DR</b>	1254	0.53	0.52	8.45	0.01	0.43
<b>LOS</b>	1254	7.48	7.57	9.97	0.00	1.12
<b>FATA</b>	1254	0.56	0.55	1.00	0.00	0.22

Ο πίνακας 1 παρουσιάζει τα βασικά περιγραφικά μέτρα των μεταβλητών της πρώτης ερευνητικής υπόθεσης. Όπως παρατηρούμε, κατά μέσο όρο το ποσοστό των λειτουργικών κερδών προς το σύνολο του ενεργητικού ισούται με 31%, με υψηλή τυπική απόκλιση που αγγίζει τιμή 2,05 ενώ, η υψηλή διακύμανση των μεικτών λειτουργικών κερδών επιβεβαιώνεται και από το μεγάλο εύρος που αυτές παρουσιάζουν (Μεγιστο=36,72 και Ελάχιστο=-0,25).

Επιπλέον, ο μέσος αριθμός των ημερών που οι επιχειρήσεις εισπράττουν τις απαιτήσεις τους, ανέρχεται σε 188,84 με μέγιστο χρόνο τις 976 ημέρες και τυπική απόκλιση 148 ημερών, ενώ αρκετά μικρότερος είναι ο μέσος αριθμός ημερών που αυτές αποπληρώνουν τις υποχρεώσεις τους, που ισούται με 126,79 με μέγιστο χρόνο 999 ημερών και τυπική απόκλιση 136 ημερών περίπου. Παράλληλα, ο μέσος χρόνος του κύκλου μετατροπής μετρητών, που χρησιμοποιείται ως υποκατάστατο για τον έλεγχο της αποτελεσματικότητας στη διαχείριση του κεφαλαίου κίνησης, είναι 158 ημέρες περίπου, με τυπική απόκλιση 213,41 ημερών, ενώ απαιτούνται από τις επιχειρήσεις κατά μέσο όρο, περίπου 111 μέρες ώστε να πουλήσουν τα αποθέματα τους, με μια τυπική απόκλιση της τάξης των 136,20 ημερών.

Ο δείκτης των συνολικών χρεών προς το σύνολο του ενεργητικού, χρησιμοποιείται για να προσδιορίσει τη αναλογία του χρέους των επιχειρήσεων και να καθορίσει το επίπεδο κινδύνου τους, παρουσιάζει μέση αναλογία μεταξύ των δυο μεγεθών της τάξεως του 53% με τυπική απόκλιση 43%. Επιπλέον, ο φυσικός λογάριθμος των πωλήσεων που ουσιαστικά μετρά το μέγεθος των επιχειρήσεων, λαμβάνει μέση τιμή ίση με 7,48 με τυπική απόκλιση 1,12, ενώ τέλος, όπως παρατηρούμε τα πάγια χρηματοοικονομικά στοιχεία αποτελούν κατά μέσο όρο, το 56% του συνόλου του ενεργητικού με τυπική απόκλιση της τάξης του 22%.

Συμπεραίνουμε ότι, υπάρχει μεγάλη καθυστέρηση είσπραξης των απαιτήσεων τους και η μέση πίστωση που λαμβάνουν οι επιχειρήσεις είναι μικρότερη, από αυτή που δίνουν. Επιπλέον οι ελληνικές επιχειρήσεις ακολουθούν συντηρητική πολιτική κεφαλαίου κίνησης, χρηματοδοτώντας ένα τμήμα του κυκλοφορούντος ενεργητικού με ξένα κεφάλαια.

**Πίνακας 2 Περιγραφικές στατιστικές των μεταβλητών της 2<sup>ης</sup> ερευνητικής υπόθεσης**

	<b>Observations</b>	<b>Mean</b>	<b>Median</b>	<b>Maximum</b>	<b>Minimum</b>	<b>Std. Dev.</b>
<b>ROA</b>	1248	0.01	0.02	0.78	-3.46	0.18
<b>CCC</b>	1248	107.99	84.00	948.00	-930.00	214.38
<b>CACLR</b>	1248	3.05	1.44	173.73	0.00	11.06
<b>CATAR</b>	1248	0.45	0.45	1.08	0.00	0.23
<b>CLTAR</b>	1248	0.33	0.29	7.58	0.00	0.36
<b>DR</b>	1248	0.53	0.51	8.45	0.01	0.43

Όσον αφορά τις περιγραφικές στατιστικές των μεταβλητών της δεύτερης ερευνητικής υπόθεσης (Πίνακας 2) αρχικά παρατηρούμε ότι, οι μέσες αποδόσεις των περιουσιακών στοιχείων των επιχειρήσεων του δείγματος μας, είναι αρκετά χαμηλές καθώς τα καθαρά κέρδη αυτών, αποτελούν μόλις το 1% του συνόλου του ενεργητικού με τυπική απόκλιση που αγγίζει το 18%. Παράλληλα παρατηρείται μεγάλο εύρος στις μέσες αποδόσεις των περιουσιακών στοιχείων (Μέγιστο 0,78 και Ελάχιστο -3,46).

Επιπρόσθετα και λόγω της μη χρησιμοποίησης μέρος του δείγματος μας στη δεύτερη ερευνητική υπόθεση, ο μέσος χρόνος του κύκλου μετατροπής μετρητών μειώνεται σε 108 ημέρες. Ο δείκτης γενικής ρευστότητας λαμβάνει μέση τιμή ίση με 3,05 και αρκετά όμως υψηλή τυπική απόκλιση της τάξεως του 11,06. Αντίθετα , χαμηλότερες είναι οι μέσες

τιμές των αριθμοδεικτών τόσο του κυκλοφορούντος ενεργητικού προς το σύνολο του ενεργητικού όσο και των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων προς το σύνολο του ενεργητικού (0,45 και 0,33 αντίστοιχα), με ανάλογη χαμηλή μεταβλητότητα (τυπική απόκλιση 0,23 και 0,36 αντίστοιχα).

**Πίνακας 3 Περιγραφικές στατιστικές των μεταβλητών της 3<sup>ης</sup> ερευνητικής υπόθεσης**

	<b>Observations</b>	<b>Mean</b>	<b>Median</b>	<b>Maximum</b>	<b>Minimum</b>	<b>Std. Dev.</b>
<b>LOGTQ</b>	1242	7.57	7.44	10.09	0.00	0.80
<b>CCC</b>	1242	108.80	84.50	948.00	-930.00	214.23
<b>CACLR</b>	1242	3.06	1.45	173.73	0.00	11.08
<b>CATAR</b>	1242	0.45	0.45	1.08	0.00	0.23
<b>CLTAR</b>	1242	0.33	0.29	7.58	0.00	0.36
<b>DR</b>	1242	0.53	0.51	8.45	0.01	0.43

Παράλληλα, ο δείκτης της αγοραίας αξίας των επιχειρήσεων (Πίνακας 3) λαμβάνει μέση τιμή ίση με 7,57 με χαμηλή τυπική απόκλιση της τάξης του 0,80 και μέγιστη τιμή ίση με 10,09. Οι υπόλοιπες ανεξάρτητες μεταβλητές της τρίτης ερευνητικής υπόθεσης, δεν μεταβάλλονται λόγω της μη διαφοροποίησης του δείγματος των επιχειρήσεων σε σχέση με τη δεύτερη ερευνητική υπόθεση.

### 3.2.5 ΣΥΣΧΕΤΙΣΕΙΣ ΜΕΤΑΒΛΗΤΩΝ

Με τη διαδικασία των συσχετίσεων, ουσιαστικά σκιαγραφούμε το είδος της σχέσης ανάμεσα σε 2 μεταβλητές, εστιάζοντας αφενός στο πρόσημο της, αλλά και στο εάν η ενδεχόμενη συσχέτιση είναι ασθενής (συντελεστής συσχέτισης 0-0,3), μέτρια (συντελεστής συσχέτισης 0-0,5), ισχυρή (συντελεστής συσχέτισης 0,5-0,8) ή πολύ ισχυρή (συντελεστής συσχέτισης 0,8 και άνω).

Σύμφωνα με τους Deloof (2003) και Mathuva (2009), ένα μειονέκτημα της ανάλυσης της συσχέτισης είναι ότι, παρότι μας δείχνει ποια είναι η σχέση μεταξύ δύο μεταβλητών, δεν μας μπορούμε να προσδιορίσουμε τις αιτίες από τις συνέπειες τους.

**Πίνακας 4** Συσχέτιση μεταβλητών της 1<sup>ης</sup> ερευνητικής υπόθεσης

	<b>GROSSPR</b>	<b>AR</b>	<b>AP</b>	<b>INV</b>	<b>CCC</b>	<b>DR</b>	<b>LOS</b>	<b>FATA</b>
<b>GROSSPR</b>	1.000							
<b>AR</b>	-0.065*	1.000						
<b>AP</b>	-0.061*	0.223**	1.000					
<b>INV</b>	-0.034	0.211**	0.089**	1.000				
<b>CCC</b>	-0.023	0.357**	-0.159**	0.518**	1.000			
<b>DR</b>	-0.061*	0.037	0.114**	-0.028	0.008	1.000		
<b>LOS</b>	0.069*	-0.069*	0.002	-0.066	-0.025	-0.014	1.000	
<b>FATA</b>	0.114**	-0.176**	-0.012	-0.171**	-0.263**	-0.247**	-0.173**	1.000

Όπως σκιαγραφούμε, παρατηρείται ασθενής αρνητική στατιστική συσχέτιση των μεικτών λειτουργικών κερδών, με τον κύκλο μετατροπής μετρητών και τα τρία συστατικά του (αριθμό των ημερών εισπρακτέων, πληρωτέων λογαριασμών και αποθεμάτων). Αυτό αποδεικνύει ότι όσο τα παραπάνω μεγέθη αυξάνονται, τόσο μειώνεται η κερδοφορία των επιχειρήσεων. Ανάλογη είναι η σχέση της κερδοφορίας με τα χρέη των επιχειρήσεων, υποδεικνύοντας ότι, τα υπερβολικά επίπεδα ξένης χρηματοδότησης, μειώνουν την κερδοφορία, ενώ όπως είναι αναμενόμενο, όσο μεγαλύτερη είναι η επιχείρηση (ως φυσικός λογάριθμος των πωλήσεων), τόσο πιο κερδοφόρα είναι (συντελεστής συσχέτισης 0,069). Τέλος, η αύξηση του δείκτη παγιοποίησης της εταιρικής περιουσίας, δηλώνει ότι, το αποτέλεσμα των επενδύσεων σε άλλες επιχειρήσεις, επιδρά θετικά στην κερδοφορία. Άξιο αναφοράς είναι ότι όλα τα παραπάνω αποτελέσματα προσδίδουν χαμηλή στατιστική συσχέτιση των μεικτών λειτουργικών κερδών με τις υπόλοιπες ανεξάρτητες μεταβλητές της πρώτης ερευνητικής υπόθεσης.

Επιπρόσθετα, όπως παρατηρούμε, ο αριθμός ημερών εισπρακτέων λογαριασμών (AR), συσχετίζεται θετικά και στατιστικά σημαντικά τόσο με τον αριθμό ημερών πληρωτέων λογαριασμών όσο και με τον αριθμό ημερών αποθεμάτων. Κατά συνέπεια, η αύξηση των ημερών είσπραξης των απαιτήσεων των επιχειρήσεων από τους πελάτες, έχει ως αποτέλεσμα την αύξηση αποπληρωμής των υποχρεώσεων τους, καθώς και την αύξηση των ημερών διατήρησης των αποθεμάτων στις αποθήκες τους. Ακόμη πιο ισχυρή και θετική, είναι η συσχέτιση του αριθμού ημερών εισπρακτέων λογαριασμών και του κύκλου μετατροπής μετρητών (συντελεστής συσχέτισης ίσος με 0,357), ενώ αντίθετα

αποτελέσματα λαμβάνουμε, από τη συσχέτιση της μεταβλητής AR με το μέγεθος (LOS) και το δείκτη παγιοποίησης της περιουσίας των επιχειρήσεων (FATA).

Παράλληλα, η συσχέτιση του αριθμού ημερών πληρωτέων λογαριασμών (AP), με τον αριθμό ημερών αποθεμάτων, παρουσιάζει θετικό πρόσημο, ενώ αντίθετη είναι η σχέση της AP με τον κύκλο μετατροπής μετρητών (C.C.C). Επίσης, η συσχέτιση των AP και DR, είναι θετική, γεγονός που καταδεικνύει ότι μια αύξηση των χρεών των επιχειρήσεων αυξάνει όπως είναι αναμενόμενο, τις μέρες αποπληρωμής των υποχρεώσεων τους.

Η συσχέτιση του αριθμού ημερών αποθεμάτων (INV) και του κύκλου μετατροπής μετρητών αποδεικνύεται θετική ( $r=0,518$ ), ενώ αντίθετη είναι η συσχέτιση της INV και της FATA ( $r = -0,171$ ). Επιπλέον, παρατηρείται αρνητική σχέση μεταξύ του κύκλου μετατροπής μετρητών (C.C.C), των χρεών των επιχειρήσεων (DR), του μεγέθους (LOS) και του αριθμοδείκτη παγιοποίησης (FATA) με τους συντελεστές συσχέτισης να λαμβάνουν τιμές ίσες με  $-0,263$ ,  $-0,247$  και  $-0,173$  αντίστοιχα.

**Πίνακας 5 Συσχέτιση μεταβλητών της 2<sup>ης</sup> ερευνητικής υπόθεσης**

	<b>ROA</b>	<b>CCC</b>	<b>CACLR</b>	<b>CATAR</b>	<b>CLTAR</b>	<b>DR</b>
<b>ROA</b>	1.000					
<b>CCC</b>	-0.019	1.000				
<b>CACLR</b>	0.016	0.019	1.000			
<b>CATAR</b>	0.058*	0.252*	0.218*	1.000		
<b>CLTAR</b>	-0.360**	-0.067	-0.121*	0.351**	1.000	
<b>DR</b>	-0.339**	0.000	-0.149	0.237**	0.774**	1.000

**Πίνακας 6 Συσχέτιση μεταβλητών της 3<sup>ης</sup> ερευνητικής υπόθεσης**

	<b>LOGTQ</b>	<b>CCC</b>	<b>CACLR</b>	<b>CATAR</b>	<b>CLTAR</b>	<b>DR</b>
<b>LOGTQ</b>	1,000					
<b>CCC</b>	-0,179**	1,000				
<b>CACLR</b>	0,051	0,019	1,000			
<b>CATAR</b>	-0,293**	0,252*	0,218*	1,000		
<b>CLTAR</b>	-0,329**	0,064	-0,120*	0,352**	1,000	
<b>DR</b>	-0,279**	0,004	-0,149	0,239**	0,772**	1,000

Κατά τη διαδικασία συσχετίσεων των μεταβλητών της δεύτερης και τρίτης ερευνητικής υπόθεσης, αρχικά παρατηρούμε ότι οι αποδόσεις των περιουσιακών στοιχείων των επιχειρήσεων (R.O.A ) συσχετίζονται θετικά, με χαμηλό όμως συντελεστή συσχέτισης με τους αριθμοδείκτες γενικής ρευστότητας και κυκλοφορούν ενεργητικό / σύνολο ενεργητικού, δηλώνοντας ότι, οι επιχειρήσεις διατηρούν σωστή ποσότητα ρευστών διαθεσίμων. Αυτό σημαίνει ότι, όσο περισσότερα είναι τα κυκλοφορούντα περιουσιακά τους στοιχεία, άρα λιγότερη επιθετική πολιτική επένδυσης, τόσο υψηλότερη η αποδοτικότητα τους. Αντίστροφη είναι η συσχέτιση της R.O.A με τους αριθμοδείκτες των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων / σύνολο ενεργητικού και του χρέους των επιχειρήσεων, γεγονός που καταδεικνύει ότι, όσο αυξάνονται οι υποχρεώσεις και όσο περισσότερα ξένα κεφάλαια χρησιμοποιούνται, τόσο μεγαλύτερη επιθετική η πολιτική χρηματοδότησης του κυκλοφορούντος ενεργητικού, τόσο μειώνεται η αποδοτικότητα τους.

Ανάλογη είναι και η σχέση της αγοραία αξία των επιχειρήσεων (LOG T.Q.) με τις μεταβλητές που προσδιορίζουν υποχρεώσεις (CL.TA.R) και χρέη (DR), ενώ παρουσιάζει αρνητική χαμηλή συσχέτιση με τη μεταβλητή του κύκλου μετατροπής μετρητών (συντελεστής συσχέτισης ίσος με -0,081).

Οι παρατηρήσεις αυτές, σκιαγραφούν την θετική συσχέτιση μεταξύ των μεταβλητών C.C.C και CA.TA.R, CA.CR.L και CA.TA.R, της CA.TA.R με τις CL.TA.R και DR καθώς και των CL.TA.R και DR. Τέλος η μεταβλητή του αριθμοδείκτη γενικής ρευστότητας (CA.CR.L) συσχετίζεται αρνητικά τις μεταβλητές που απεικονίζουν υποχρεώσεις (CL.TA.R και DR), γεγονός αναμενόμενο, καθώς όσο μειώνονται τα χρηματικά διαθέσιμα των επιχειρήσεων, τόσο αυξάνονται τα χρέη και οι υποχρεώσεις τους προς τρίτους.



### 3.2.6 ΑΝΑΛΥΣΗ ΠΑΛΙΝΔΡΟΜΗΣΗΣ

#### ΕΚΤΙΜΗΣΗ POOLED OLS ΜΟΝΤΕΛΩΝ ΚΑΙ ΕΛΕΓΧΟΣ ΕΤΕΡΟΣΚΕΔΑΣΤΙΚΟΤΗΤΑΣ

Ξεκινώντας της εφαρμογή των παλινδρομήσεων μας με τη συνδυασμένη μέθοδο των ελαχίστων τετραγώνων (OLS pooled regression), διαπιστώνουμε την ύπαρξη ετεροσκεδαστικότητας σε κάθε ένα από τα εφαρμοζόμενα μοντέλα, με τη χρήση της μεθόδου του White, που είναι ένας γενικός έλεγχος με την έννοια ότι, δεν προϋποθέτει οι διαταρακτικοί όροι να ακολουθούν την κανονική κατανομή ή δεν προϋποθέτει τον καθορισμό των μεταβλητών που προκαλούν την ετεροσκεδαστικότητα. (Παραρτήματα, αναλυτικοί πίνακες ).

Η διαδικασία εφαρμογής του ελέγχου είναι:

$$\text{Έστω η παλινδρόμηση } Y_t = \beta_0 + \beta_1 X_{1t} + \beta_2 X_{2t} + u_t$$

- 1) Υπολογίζονται τα κατάλοιπα  $\widehat{u}_t$  που προκύπτουν από την μέθοδο OLS στο υπόδειγμα
- 2) Εκτιμάται η βοηθητική παλινδρόμηση 
$$\widehat{u}_t^2 = a_0 + a_1 X_{t1} + a_2 X_{t2} + a_3 X_{1t}^2 + a_4 X_{2t}^2 + a_5 X_{t1} X_{t2} + \varepsilon_t$$
 και υπολογίζεται το  $R^2$ . Αν ισχύει η υπόθεση της ετεροσκεδαστικότητας, η στατιστική  $TR^2$  ακολουθεί ασυμπτωτικά την κατανομή  $\chi^2$  με  $p=5$  βαθμούς ελευθερίας, όπου  $p$  είναι ο αριθμός των εκτιμητών της βοηθητικής παλινδρόμησης, χωρίς το σταθερό όρο
- 3) Η μηδενική υπόθεση  $H_0: a_1=a_2=\dots a_5=0$ , ότι δεν υπάρχει δηλαδή ετεροσκεδαστικότητα, γίνεται δεκτή αν  $TR^2 < \chi^2_{a,p}$ .

Αν απορριφτεί η υπόθεση της ετεροσκεδαστικότητας, από τον έλεγχο White, προχωρούμε σε εκτίμηση του μοντέλου, με τη μέθοδο Γενικευμένων Ελαχίστων Τετραγώνων (GLS). Οι εκτιμητές GLS είναι BLUE, όμως παρόλα αυτά η μορφή της ετεροσκεδαστικότητας παραμένει άγνωστη. Συνεπώς απαιτείται ο μετασχηματισμός των εκτιμητών GLS σε εφικτούς εκτιμητές GLS (F.G.L.S).

Τα αποτελέσματα των pooled OLS παλινδρομήσεων, παρατίθενται παρακάτω. Όπως παρατηρούμε η στατιστική  $TR^2$  λαμβάνει σε όλες τις περιπτώσεις τιμή εξαιρετικά

υψηλή, ενώ το p-value του ελέγχου White είναι μηδενικό, γεγονός που μας ωθεί να απορρίψουμε τη μηδενική υπόθεση της ομοσκεδαστικότητας.

**Πίνακας 7**

$$\text{GROSSPR}_{i,t} = b_0 + b_1 \text{AR}_{i,t} + b_2 \text{DR}_{i,t} + b_3 \text{LOS}_{i,t} + b_4 \text{FATA}_{i,t} + e_{i,t}$$

Μεταβλητή	b	t-statistic	p-value
c	-1.2673	-2.6212	0.0089
AR	-0.0005	-1.3275	0.1846
DR	-0.1433	-1.0395	0.2988
LOS	0.1554	2.9772	0.0030
FATA	1.0572	3.8145	0.0001

$$R^2=0.0231$$

$$F=7.3662$$

$$TR^2 = 125.8535, \text{ with p-value} = 0.0000$$

**Πίνακας 8**

$$\text{GROSSPR}_{i,t} = b_0 + b_1 \text{AP}_{i,t} + b_2 \text{DR}_{i,t} + b_3 \text{LOS}_{i,t} + b_4 \text{FATA}_{i,t} + e_{i,t}$$

Μεταβλητή	b	t-statistic	p-value
c	-1.2602	-2.8995	0.0038
AP	-0.0008	-2.0407	0.0415
DR	-0.1182	-0.8570	0.3916
LOS	0.1508	3.0775	0.0021
FATA	1.1048	4.1185	0.0000

$$R^2=0.0246$$

$$F=7.8763$$

$$TR^2 = 133.7519, \text{ with p-value} = 0.0000$$

Πίνακας 9

$$\text{GROSSPR}_{i,t} = b_0 + b_1 \text{INV}_{i,t} + b_2 \text{DR}_{i,t} + b_3 \text{LOS}_{i,t} + b_4 \text{FATA}_{i,t} + e_{i,t}$$

Μεταβλητή	b	t-statistic	p-value
c	-1.2976	-2.8997	0.0038
INV	-0.0001	-0.3524	0.7248
DR	-0.1547	-1.1243	0.2611
LOS	0.1482	3.0106	0.0027
FATA	1.0744	3.9279	0.0001

$R^2=0.0214$

$F=6.8441$

$TR^2 = 142.0719$ , with p-value = 0.0000

Πίνακας 10

$$\text{GROSSPR}_{i,t} = b_0 + b_1 \text{CCC}_{i,t} + b_2 \text{DR}_{i,t} + b_3 \text{LOS}_{i,t} + b_4 \text{FATA}_{i,t} + e_{i,t}$$

Μεταβλητή	b	t-statistic	p-value
c	-1.5111	-3.1632	0.0016
CCC	0.0001	0.4159	0.6776
DR	-0.1372	-0.9919	0.3214
LOS	0.1642	3.1516	0.0017
FATA	1.1594	4.0885	0.0000

$R^2=0.0218$

$F=6.9600$

$TR^2 = 135.4878$ , with p-value = 0.0000

Πίνακας 11

$$ROA_{i,t} = b_0 + b_1 CCC_{i,t} + b_2 CACLR_{i,t} + b_3 CATARit_{i,t} + b_4 CLTAR_{i,t} + b_5 DR_{i,t} + e_{i,t}$$

Μεταβλητή	b	t-statistic	p-value
c	0.0147	1.3288	0.1841
CCC	-5.74E-5	-2.5230	0.0118
CACRL	-0.0016	-3.7977	0.0002
CATAR	0.2060	8.5921	0.0000
CLTAR	-0.1846	-8.5094	0.0000
DR	-0.0553	-3.2473	0.0012

$R^2=0.1883$

$F=57.6516$

$TR^2 = 82.6618$ , with p-value = 0.0000

Πίνακας 12

$$TQ_{i,t} = b_0 + b_1 CCC_{i,t} + b_2 CACLR_{i,t} + b_3 CATARit_{i,t} + b_4 CLTAR_{i,t} + b_5 DR_{i,t} + e_{i,t}$$

Μεταβλητή	b	t-statistic	p-value
c	8.1111	162.4526	0.0000
CCC	-0.0005	-5.8239	0.0000
CACRL	-0.0041	-2.0937	0.0365
CATAR	-0.4870	-4.5348	0.0000
CLTAR	-0.5655	-5.8119	0.0000
DR	-0.1119	-1.4547	0.1460

$R^2=0.1714$

$F=51.1360$

$TR^2 = 100.5759$ , with p-value = 0.0000

### Υπόθεση 1

Μετά την επιλογή της μεθόδου GLS (καθότι τα απλά pooled OLS διέπονται από ετεροσκεδαστικότητα) για την εκτίμηση των μοντέλων, που θα μας βοηθήσει να κατανοήσουμε το είδος της σχέσης των μεγεθών που εξετάζουμε, εφαρμόζουμε τις παρακάτω παλινδρομήσεις:

$$\text{GROSSPR}_{i,t} = b_0 + b_1 \text{AR}_{i,t} + b_2 \text{DR}_{i,t} + b_3 \text{LOS}_{i,t} + b_4 \text{FATA}_{i,t} + e_{i,t}$$

$$\text{GROSSPR}_{i,t} = b_0 + b_1 \text{AP}_{i,t} + b_2 \text{DR}_{i,t} + b_3 \text{LOS}_{i,t} + b_4 \text{FATA}_{i,t} + e_{i,t}$$

$$\text{GROSSPR}_{i,t} = b_0 + b_1 \text{INV}_{i,t} + b_2 \text{DR}_{i,t} + b_3 \text{LOS}_{i,t} + b_4 \text{FATA}_{i,t} + e_{i,t}$$

$$\text{GROSSPR}_{i,t} = b_0 + b_1 \text{CCC}_{i,t} + b_2 \text{DR}_{i,t} + b_3 \text{LOS}_{i,t} + b_4 \text{FATA}_{i,t} + e_{i,t}$$

Κατά συνέπεια, προχωρώντας σε διόρθωση της ετεροσκεδαστικότητας και υπολογίζοντας τους εκτιμητές μας με τη χρήση της μεθόδου F.G.L.S., τα αποτελέσματα που λαμβάνουμε είναι τα εξής:

Πίνακας 13

$$\text{GROSSPR}_{i,t} = b_0 + b_1 \text{AR}_{i,t} + b_2 \text{DR}_{i,t} + b_3 \text{LOS}_{i,t} + b_4 \text{FATA}_{i,t} + e_{i,t}$$

Μεταβλητή	b	t-statistic	p-value
c	-0.6356	-14.8759	0.0000
AR	-0.0003	-12.2610	0.0000
DR	-0.0408	-3.2376	0.0012
LOS	0.0995	20.3245	0.0000
FATA	0.3389	15.6031	0.0000

$$R^2=0.8606$$

$$F=1923.444$$

Πίνακας 14

$$\text{GROSSPR}_{i,t} = b_0 + b_1 \text{AP}_{i,t} + b_2 \text{DR}_{i,t} + b_3 \text{LOS}_{i,t} + b_4 \text{FATA}_{i,t} + e_{i,t}$$

Μεταβλητή	b	t-statistic	p-value
c	-0.7345	-21.3944	0.0000
AP	-0.0001	-5.7398	0.0000
DR	-0.1018	-7.3909	0.0000
LOS	0.1193	32.1235	0.0000
FATA	0.2413	9.8365	0.0000

$R^2=0.8925$

$F=2594.433$

Πίνακας 15

$$\text{GROSSPR}_{i,t} = b_0 + b_1 \text{INV}_{i,t} + b_2 \text{DR}_{i,t} + b_3 \text{LOS}_{i,t} + b_4 \text{FATA}_{i,t} + e_{i,t}$$

Μεταβλητή	b	t-statistic	p-value
c	-0.5443	-12.7060	0.0000
INV	-1.13E-05	-0.5156	0.6062
DR	-0.1141	-7.2371	0.0000
LOS	0.0921	18.4974	0.0000
FATA	0.2389	10.2496	0.0000

$R^2=0.7536$

$F=824.722$

Πίνακας 16

$$\text{GROSSPR}_{i,t} = b_0 + b_1 \text{CCC}_{i,t} + b_2 \text{DR}_{i,t} + b_3 \text{LOS}_{i,t} + b_4 \text{FATA}_{i,t} + e_{i,t}$$

Μεταβλητή	b	t-statistic	p-value
c	-0.6523	-14.6258	0.0000
CCC	-7.00E-05	-3.7837	0.0002
DR	-0.1441	-9.7517	0.0000
LOS	0.1090	22.5579	0.0000
FATA	0.2617	10.4586	0.0000

$$R^2=0.7781$$

$$F=1092.670$$

Ερμηνεύοντας τα αποτελέσματα των παλινδρομήσεων της 1<sup>ης</sup> ερευνητικής μας υπόθεσης, που εστιάζει στους παράγοντες που επηρεάζουν την κερδοφορία των επιχειρήσεων εκφραζόμενη από τα μεικτά λειτουργικά τους κέρδη, αρχικά παρατηρούμε ότι η αύξηση των χρεών (υποχρεώσεων τους), επηρεάζει αρνητικά την κερδοφορία των επιχειρήσεων καθώς ο συντελεστής της ερμηνευτικής μεταβλητή χρέους (DR) καθίσταται στατιστικά σημαντικός και στα τέσσερα εξεταζόμενα μοντέλα με αρνητικό πρόσημο.

Παράλληλα, μια αύξηση του μεγέθους των επιχειρήσεων ως αποτέλεσμα της αύξησης των πωλήσεων, όπως αυτές εκφράζονται μέσω του φυσικού τους λογάριθμου, αυξάνει την κερδοφορία, γεγονός που συμβαίνει επίσης και μέσω της αύξησης των παγίων χρηματοοικονομικών στοιχείων του ενεργητικού (η σχέση της εταιρείας με άλλες επιχειρήσεις). Το αποτέλεσμα αυτό είναι αναμενόμενο καθώς ένας μεγαλύτερος όγκος πωλήσεων, συνεπάγεται με μεγαλύτερη διαπραγματευτική δύναμη έναντι των προμηθευτών, καθώς και καλύτερους όρους προς τους πελάτες τους, που οδηγεί σε αύξηση των πωλήσεων και κατ' επέκταση των κερδών τους. Επιπλέον, μπορούν να αντλήσουν πιο εύκολα κεφάλαια από την χρηματιστηριακή αγορά, διατηρώντας χαμηλό το επίπεδο των ρευστών τους, γεγονός θετικό για την κερδοφορία.

Όσον αφορά, την επιρροή που ασκεί ο αριθμός ημερών είσπραξης των απαιτήσεων τους (AR), παρατηρούμε ότι μια αύξηση του, μειώνει την κερδοφορία των επιχειρήσεων σε μικρό όμως βαθμό καθώς ο συντελεστής της μεταβλητής AR λαμβάνει χαμηλή τιμή ίση με

-0,003. Το εύρημα αυτό είναι αναμενόμενο, καθώς, η καθυστέρηση στην είσπραξη των απαιτήσεων τους, μειώνει την κερδοφορία τους. Επομένως η μελέτη μας προτείνει στις ελληνικές επιχειρήσεις να μειώσουν την διάρκεια της πίστωσης που παρέχουν στους πελάτες τους.

Ανάλογη, είναι η επιρροή που ασκεί η αύξηση του αριθμού των ημερών αποπληρωμής των υποχρεώσεων τους (AP), καταδεικνύοντας ότι η χορήγηση μεγάλων περιόδων πίστωσης των προμηθευτών, οδηγεί σε αύξηση της κερδοφορίας των επιχειρήσεων.

Αντίθετα, ο αριθμός των ημερών παραμονής των αποθεμάτων στις αποθήκες τους (INV), δεν επηρεάζει την κερδοφορία τους ( $t=-0,5156$ ), ενώ παρατηρείται σημαντική αρνητική σχέση μεταξύ του κύκλου μετατροπής μετρητών (C.C.C.) και της κερδοφορίας, η οποία είναι συνεπής με την άποψη ότι μια μείωση του, οδηγεί στην παραγωγή υψηλότερων κερδών. Επιπλέον, η πλειοψηφία των εμπειρικών μελετών, έχει δείξει ότι υπάρχει αρνητική σχέση ανάμεσα στην κερδοφορία και στο κύκλο μετατροπής μετρητών, γεγονός που συμφωνεί με την αναμενόμενη σχέση τους σύμφωνα με την θεωρία.

Οι επιχειρήσεις που έχουν πρόβλημα στο να εισπράξουν εγκαίρως και δεν έχουν την διαπραγματευτική δύναμη να μεταφέρουν το πρόβλημα τους, στους προμηθευτές τους, επιτυγχάνοντας αντίστοιχα μεγαλύτερη χρονική διάρκεια στην αποπληρωμή των υποχρεώσεων τους, θα συναντήσουν προβλήματα ρευστότητας.



## Υπόθεση 2

Πίνακας 17

$$ROA_{i,t} = b_0 + b_1 CCC_{i,t} + b_2 CACLR_{i,t} + b_3 CATARit_{i,t} + b_4 CLTAR_{i,t} + b_5 DR_{i,t} + e_{i,t}$$

Μεταβλητή	b	t-statistic	p-value
c	0.0298	8.5088	0.0000
CCC	-5.20E-5	-10.0759	0.0000
CACRL	-0.0011	-5.5675	0.0000
CATAR	0.1557	20.9634	0.0000
CLTAR	-0.1448	-14.6666	0.0000
DR	-0.0584	-7.4996	0.0000

$$R^2=0.3710$$

$$F=146.541$$

Όσον αφορά τη δεύτερη ερευνητική μας υπόθεση, που εξετάζει τον τρόπο που μια σειρά μεγεθών επηρεάζουν την αποδοτικότητα των περιουσιακών στοιχείων των επιχειρήσεων (R.O.A), παρατηρούμε ότι μια αύξηση του κύκλου μετατροπής μετρητών επηρεάζει αρνητικά την αποδοτικότητα, επιβεβαιώνοντας την άποψη που θέλει τις επιχειρήσεις να προσπαθούν να επιδιώξουν όσο το δυνατόν πιο σύντομο κύκλο μετατροπής μετρητών, ενώ ανάλογη (αρνητική) είναι η σχέση του αριθμοδείκτη του κυκλοφορούντος ενεργητικού / βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις (CA.CL.R).

Όπως είναι φυσικό, η αύξηση των υποχρεώσεων τους σε σχέση με το σύνολο του ενεργητικού (CL.TA.R) αλλά και των χρεών τους (DR), δηλαδή όσο πιο επιθετική είναι η πολιτική χρηματοδότησης του κυκλοφορούντος ενεργητικού, τόσο επιδρούν αρνητικά στην αποδοτικότητα των επιχειρήσεων.

Αντίθετα, εάν αυξηθεί η τιμή του λόγου του κυκλοφορούντος ενεργητικού προς το σύνολο του ενεργητικού (CA.TA.R), γεγονός που συνιστά λιγότερο επιθετική πολιτική επένδυσης του κυκλοφορούντος ενεργητικού, αυξάνεται η αποδοτικότητα τους ( $b=0,1557$ ).

### Υπόθεση 3

Πίνακας 18

$$TQ_{i,t} = b_0 + b_1 CCC_{i,t} + b_2 CACLR_{i,t} + b_3 CATARit_{i,t} + b_4 CLTAR_{i,t} + b_5 DR_{i,t} + e_{i,t}$$

Μεταβλητή	b	t-statistic	p-value
c	8.1358	167.3715	0.0000
CCC	-0.0005	-5.8341	0.0000
CACRL	-0.0039	-2.0531	0.0403
CATAR	-0.5060	-4.7838	0.0000
CLTAR	-0.5702	-6.1183	0.0000
DR	-0.0989	-1.4114	0.1583

$$R^2=0.6019$$

$$F=373.815$$

Εστιάζοντας στην τρίτη ερευνητική υπόθεση της μελέτης μας, στην οποία τίθενται σαν ανεξάρτητες οι ίδιες μεταβλητές με τη δεύτερη ερευνητική υπόθεση, ενώ ως εξαρτημένη καλείται η κεφαλαιοποίηση ή χρηματιστηριακή αξία εισηγμένης επιχείρησης.

Σύμφωνα με τον Πίνακα 18, παρουσιάζεται αρνητική στατιστικά σημαντική σχέση του κύκλου μετατροπής μετρητών (C.C.C.) με την αγοραία αξία (T.Q.), όπως επίσης και των αριθμοδεικτών τόσο της γενικής ρευστότητας (CA.CR.L) όσο και του λόγου βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων προς σύνολο ενεργητικού (CL.TA.R) και κυκλοφορούντος ενεργητικού προς το σύνολο του ενεργητικού (CA.TA.R.). Κατά συνέπεια, μια αύξηση της αγοραίας αξίας των επιχειρήσεων προέρχεται, τόσο από την μείωση του κύκλου μετατροπής μετρητών, όσο και από τη μείωση του δείκτη γενικής ρευστότητας, καθώς οι επιχειρήσεις με μικρότερο κόστος χρηματοδότησης παρουσιάζουν υψηλότερη κερδοφορία.

Τέλος, η ανάλυση των αποτελεσμάτων, καταδεικνύει ότι η αγοραία αξία των επιχειρήσεων εξαρτάται αρνητικά από μια επιθετική πολιτική επένδυσης του κυκλοφορούντος ενεργητικού, ενώ αντίθετα μια μείωση του δείκτη των υποχρεώσεων και των χρεών των επιχειρήσεων (λιγότερη επιθετική πολιτική χρηματοδότησης), αυξάνει την αγοραία αξία τους, καθώς γίνονται ελκυστικότερες προς τους επίδοξους επενδυτές.

### 3.3 ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ

Τα αποτελέσματα βρίσκονται σε αντιστοιχία με παρόμοιες έρευνες που διεξήχθησαν στο Βέλγιο από τον Deloof (2003), στην Ελλάδα από τους Lazaridis & Tryfonidis (2006), στο Πακιστάν από Afza & Nazir (2009); Rehman (2006) , στις Η.Π.Α. στο Χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης από Nobanee & Alhajjar ( 2009), στην Τουρκία από Uyar (2009); Karaduman et al (2010), στην Ιαπωνία από Nobanee et al (2011), στο Λονδίνο από Chaterji (2010), στην Τεχεράνη Mojtahezadeh et al. (2011), στον Καναδά Gill Amarjit (2011).

Σύμφωνα με τα οικονομετρικά ευρήματα της μελέτης, η αύξηση του αριθμού των ημερών που οι επιχειρήσεις εισπράττουν και αποπληρώνουν τους λογαριασμούς τους επηρεάζει αρνητικά την κερδοφορία τους (εκφρασμένη σε όρους μεικτών λειτουργικών κερδών). Κατά συνέπεια, όπως είναι αναμενόμενο, η κερδοφορία επηρεάζεται αρνητικά και από την αύξηση του κύκλου μετατροπής μετρητών, ενώ ανάλογη είναι και η σχέση κερδών-υποχρεώσεων των επιχειρήσεων. Αντίθετα η αύξηση του μεγέθους των επιχειρήσεων (εκφρασμένες με λογαριθμική μορφή των πωλήσεων) και η αύξηση των παγίων χρηματοοικονομικών στοιχείων των επιχειρήσεων, επηρεάζουν θετικά την κερδοφορία τους.

Παράλληλα, καταδεικνύεται ότι, οι αποδόσεις των περιουσιακών στοιχείων των επιχειρήσεων μειώνονται, καθώς αυξάνεται ο κύκλος μετατροπής μετρητών, το μέγεθος του κυκλοφορούντος ενεργητικού σε σχέση με τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις τους, οι ίδιες οι βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις και τα συνολικά χρέη των επιχειρήσεων. Αντίθετα, η αύξηση του κυκλοφορούντος ενεργητικού σε σχέση με το σύνολο των περιουσιακών στοιχείων των επιχειρήσεων (επιθετική πολιτική επένδυσης του κυκλοφορούντος ενεργητικού) ασκεί θετική επιρροή στην αποδοτικότητα τους.

Τέλος, ανάλογη (αρνητική), είναι η σχέση που παρατηρείται ανάμεσα σε όλους τους παραπάνω χρηματοοικονομικούς δείκτες και στην αγοραία αξία των επιχειρήσεων.

## ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Η σημασία της διαχείρισης κεφαλαίου κίνησης δεν μπορεί να αμφισβητηθεί από καμία επιχείρηση, καθώς ερευνητές από όλο τον κόσμο έχουν επικεντρωθεί και μελετήσει αυτό το θέμα διεξοδικά, με βάση τη ανάλυση και τη βελτιστοποίηση της διαχείρισης του κεφαλαίου κίνησης των αναπτυσσόμενων χωρών, όπως π.χ. το Πακιστάν, η Ινδία, η Τουρκία, οι Η.Π.Α. κλπ., όπου το κεφάλαιο κίνησης θεωρείται το αίμα της ζωής της κάθε επιχείρησης, καθώς αποτελεί το σημαντικότερο παράγοντα που καθορίζει την κερδοφορία τους. Η αποτελεσματική διαχείριση του κεφαλαίου κίνησης θεωρείται ως ένα θεμελιώδες τμήμα της συνολικής εταιρικής στρατηγικής για τη δημιουργία αξίας των μετόχων.

Γεγονός σήμερα παραμένει, ότι οι πωλήσεις των επιχειρήσεων έχουν μειωθεί και οι ταμειακές ροές έχουν επιβραδυνθεί στο πλαίσιο της παγκόσμιας κρίσης, υπογραμμίζοντας έτσι, τη σημασία της διαχείρισης του κεφαλαίου κίνησης για τη λήψη αναγκαίων αποφάσεων. Παράλληλα, οι επιχειρήσεις προσπαθούν να διατηρήσουν το βέλτιστο επίπεδο του κεφαλαίου κίνησης που μεγιστοποιεί την αξία τους. Σε γενικές γραμμές, οι επιχειρήσεις με υψηλό κεφάλαιο κίνησης, βρίσκονται σε καλύτερη θέση από πλευράς επιτυχίας απέναντι στον ανταγωνισμό, επειδή έχουν τα ρευστά περιουσιακά στοιχεία που είναι ουσιώδη για να επεκτείνουν τις επιχειρηματικές τους δραστηριότητες.

Οι παρακάτω προτάσεις έχουν γίνει με βάση τα ευρήματα της έρευνας:

- Υπάρχει αρνητική συσχέτιση μεταξύ των ημερών είσπραξης των απαιτήσεων και της κερδοφορίας (που μετράτε με το μεικτό λειτουργικό κέρδος), όπως αναφέρεται και στην υπάρχουσα βιβλιογραφία, των Deloof (2003); Lazaridis & Tryfonidis (2006); Raheman & Nasr (2007) ; Falope & Ajilore (2009) ; Mathuva (2009), καταδεικνύοντας ότι οι επιχειρήσεις μπορούν να δημιουργήσουν αξία για τους μετόχους τους, μειώνοντας τον αριθμό των ημερών είσπραξης των απαιτήσεων τους. Επιπλέον, οι λιγότερο κερδοφόρες επιχειρήσεις θα επιδιώξουν μείωση των απαιτήσεων τους, σε μια προσπάθεια να μειώσουν τον κύκλο μετατροπής μετρητών. Με βάση τα πορίσματα αυτής της εργασίας, καταλήγουμε στο συμπέρασμα ότι, η κερδοφορία μπορεί να ενισχυθεί εάν οι Ελληνικές επιχειρήσεις διαχειρίζονται τα κεφάλαια κίνησης τους με πιο αποτελεσματικό τρόπο.

➤ Υπάρχει αναμενόμενη αρνητική σχέση μεταξύ του κύκλου μετατροπής μετρητών και της κερδοφορίας, η οποία δείχνει ότι η πιο επιθετική διαχείριση του κεφαλαίου κίνησης σχετίζεται με την υψηλότερη κερδοφορία. Οι επιχειρήσεις μπορούν να δημιουργήσουν θετική αξία για τους μετόχους τους, μέσω της μείωσης του κύκλου μετατροπής μετρητών σε βέλτιστο επίπεδο, όπως αποδείχτηκε και από τις μελέτες των Smith & Begemann (1997); Howorth & Westhead (2003); Eljelly (2004); Maji & Ghosh (2004); Lazaridis & Tryfonidis (2006); Binti & Binti, (2010).

➤ Προτείνεται στις Ελληνικές επιχειρήσεις, να επικεντρώνονται περισσότερο στο σύντομο χρονικό διάστημα μεταξύ της αγοράς των πρώτων υλών για την παραγωγή τους και της είσπραξης των απαιτήσεων από τις πωλήσεις των τελικών προϊόντων. Ωστόσο, οι επιχειρήσεις που υπέρ-επενδύουν πολλά στα αποθέματα και στην εμπορική πίστωση μπορούν να υποστούν μείωση της κερδοφορίας τους. Έτσι, όσο μεγαλύτερες είναι οι επενδύσεις σε κυκλοφορούν ενεργητικό, λόγω της πιθανής μείωσης του κινδύνου, δηλαδή αν ακολουθούν περισσότερο επιθετική πολιτική, τόσο χαμηλότερη είναι η κερδοφορία που λαμβάνεται. Ομοίως, οι Lazaridis & Tryfonidis (2006) απέδειξαν ότι οι μικρές επιχειρήσεις επικεντρώνονται κυρίως στην διαχείριση των αποθεμάτων που ταυτίζεται με την βιωσιμότητα τους, ενώ οι επιχειρήσεις με χαμηλή κερδοφορία επικεντρώνονται στη διαχείριση των πιστώσεων των προμηθευτών, ως σημαντική πηγή χρηματοδότησης τους.

➤ Προτείνεται στις επιχειρήσεις να υπολογίζουν τη μέση περίοδο είσπραξης των απαιτήσεων, τη μέση περίοδο διακανονισμού του χρέους και τη μέση περίοδο διατήρησης των αποθεμάτων τους, σύμφωνα με τον μέγεθος και την φύση της κάθε επιχείρησης, ώστε να εξασφαλίζουν την επιλογή της κατάλληλης πολιτικής διαχείρισης του κεφαλαίου κίνησης.

➤ Προτείνεται για το Χρηματιστήριο της Αθήνας, να ζητάει πληροφορίες, από επιχειρήσεις που σχετίζονται με την διαχείριση επιχειρησιακού κινδύνου του κεφαλαίου κίνησης, σχετικά με τη μέση περίοδο είσπραξης των απαιτήσεων, τη μέση περίοδο διακανονισμού του χρέους και τη μέση διάρκεια της διατήρησης των αποθεμάτων, εξετάζοντας τόσο την ίδια την επιχείρηση όσο και τον αντίστοιχο κλάδο της και συγκρίνοντας τα αποτελέσματα αυτών. Σχετικά με το ερώτημα εάν οι επενδυτές θα συνεχίσουν να αναζητούν υψηλότερες αποδόσεις σε κατηγορίες επενδύσεων υψηλότερου

κινδύνου, είναι σημαντικό να λαμβάνεται υπόψη ότι, θα πρέπει να απαιτούνται πληροφορίες για την πρόβλεψη των πολιτικών στο συγκεκριμένο επιχειρηματικό κλίμα και κουλτούρα, της εκάστοτε επιχείρησης.

Είναι σημαντικός ένας μεγάλος, σε διάρκεια κύκλος μετατροπής μετρητών (αύξηση πελατών και αποθεμάτων ή/και σημαντική μείωση προμηθευτών) γιατί μπορεί να αυξήσει τις πωλήσεις των επιχειρήσεων και συνεπώς την κερδοφορία τους. Αυτό συμβαίνει για τους εξής λόγους: Πρώτον, τα μεγαλύτερα αποθέματα μπορούν να αποτρέψουν τις διακοπές τόσο στην παραγωγική διαδικασία όσο και στην απώλεια επιχειρηματικών δραστηριοτήτων, λόγω ενδεχόμενης σπανιότητας των προϊόντων, μειώνοντας παράλληλα το κόστος εφοδιασμού και τις διακυμάνσεις των τιμών. Δεύτερον, με την επέκταση μεγαλύτερης εμπορικής πολιτικής, μία επιχείρηση μπορεί να αυξήσει τις πωλήσεις της, επειδή επιτρέπει στους πελάτες, τόσο να ελέγχουν τα εμπορεύματα που λαμβάνουν (ποσότητα και ποιότητα), όσο και να διασφαλίζουν ότι οι παρεχόμενες υπηρεσίες τους εκτελούνται έγκαιρα. Το επιχείρημα αυτό υποστηρίζεται από τους Deloof & Jegers (1996), οι οποίοι πρότειναν ότι, η χορήγηση εμπορικής πίστωσης τονώνει τις πωλήσεις, διότι επιτρέπει στους πελάτες να αξιολογούν την ποιότητα των προϊόντων πριν από την καταβολή τους. Επίσης, βοηθάει τις επιχειρήσεις να ενισχύσουν τις μακροχρόνιες σχέσεις με τους πελάτες τους, καθώς και να αποκτήσουν εμπορεύματα σε περιόδους χαμηλής ζήτησης.

Συνεπώς, η διατήρηση των υψηλών επιπέδων αποθεμάτων, η χρήση εμπορικών πολιτικών πωλήσεων και αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας, καθώς και η διευθέτηση επιμήκυνσης πληρωμών των προμηθευτών τους, δίνουν τη δυνατότητα στις επιχειρήσεις να αξιολογούν την ποιότητα των υλικών που αγοράζονται. Επιπροσθέτως, αν και θεωρείται ευέλικτη πηγή χρηματοδότησης για τις επιχειρήσεις, η μόνιμη χορήγηση παράτασης των προθεσμιών πληρωμής των υποχρεώσεων τους, ενδεχομένως μπορεί να βλάψει τη φήμη και την οικονομική κατάσταση της επιχείρησης, καθώς επηρεάζει αρνητικά την κερδοφορία της.

Οι επιχειρήσεις που δεν θέλουν να αντιμετωπίσουν προβλήματα ρευστότητας στο μέλλον από μια πιθανή περίοδο ύφεσης, είναι πιο προσεκτικές στη διαχείριση των κυκλοφορούντων στοιχείων και των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων τους, διατηρούν ένα

κατάλληλο επίπεδο κεφαλαίου κίνησης, στοχεύοντας στην μείωση του κύκλου μετατροπής μετρητών, ώστε να βγουν ισχυρότερες μετά την περίοδο ύφεσης.

Η πραγματική αξία της επιχείρησης, βασίζεται σε μεγάλο βαθμό, στις πολιτικές που αναφέρονται στην λειτουργία διαχείρισης του κεφαλαίου κίνησης. Η γνώση των προσδιοριστικών παραγόντων του επίπεδου των ρευστών διαθεσίμων, των εισπρακτέων λογαριασμών, των πληρωτέων λογαριασμών και των αποθεμάτων, συντελεί στην ορθή διαχείριση του κεφαλαίου κίνησης, στην εξοικονόμηση ρευστότητας και στην μεγιστοποίηση της κερδοφορίας, αποτελεί γεγονός πρωταρχικής σημασίας για περιόδους ύφεσης όπως αυτή που διανύουμε.

Συνοψίζοντας τα αποτελέσματα τόσο από προηγούμενες έρευνες όσο και από την παρούσα έρευνα, για την σχέση μεταξύ της διαχείρισης του κεφαλαίου κίνησης με την κερδοφορία, την αποδοτικότητα και την αγοραία αξία, συμπεραίνουμε τα εξής:

(1) θα πρέπει να εξετάζεται από κοινού τα τρία συστατικά του κύκλου μετατροπής μετρητών, την διαχείριση των απαιτήσεων, των υποχρεώσεων και των αποθεμάτων μιας επιχείρησης,

(2) η σχέση μεταξύ της διαχείρισης του κεφαλαίου κίνησης και της αγοραία αξίας επιχείρησης, μπορεί να διαφέρει από τη σχέση μεταξύ της διαχείρισης κεφαλαίου κίνησης και της κερδοφορίας, λόγω της επίδρασης των μελλοντικών πωλήσεων,

(3) αν αναμένεται αύξηση των πωλήσεων, αυτή θα έχει σημαντική επίδραση στην αποτίμηση των επενδύσεων σε κεφάλαιο κίνησης (ευκαιρίες μεγέθυνσης),

(4) ιδιαίτερα η χρηματοδότηση του χρέους, επηρεάζει την ρευστότητα σε κεφάλαια κίνησης (υψηλές χρηματοοικονομικές επιβαρύνσεις),

(5) η καθιέρωση πιστώσεων ή / και οικονομικών περιορισμών, μπορεί να επηρεάσει σημαντικά την αποτίμηση των επενδύσεων στην διαχείριση του κεφαλαίου κίνησης, και

(6) τα πρότυπα του κλάδου, επηρεάζουν τις πολιτικές διαχείρισης του κεφαλαίου κίνησης των επιχειρήσεων μέσα σε μια βιομηχανία.

Επιπλέον, η αποτελεσματική διαχείριση των κεφαλαίων κίνησης είναι πολύ σημαντική, γιατί δημιουργεί υψηλότερο ποσοστό απόδοσης και μεγιστοποίησης του πλούτου των μετόχων. Όταν δεν υπάρχει σωστή διαχείριση των αναγκών σε κεφάλαιο κίνησης και οι πόροι κατανέμονται περισσότερο από ότι απαιτείται, τότε η επιχείρηση

οδηγείται σε μείωση αναμενομένων ωφελειών των βραχυπρόθεσμων πιστώσεων.

Αν το κεφάλαιο κίνησης είναι πολύ χαμηλό, η επιχείρηση μπορεί να χάσει πολλές επικερδείς επενδυτικές ευκαιρίες ή να υποστεί προβλήματα ρευστότητας, οδηγώντας σε υποβάθμιση της πιστωτικής της κατάστασης, δεδομένου ότι, δεν μπορεί να ανταποκριθεί αποτελεσματικά στις προσωρινές κεφαλαιακές της απαιτήσεις. Οι απαιτήσεις σε κεφάλαιο κίνησης και οι πολιτικές διοικητικής διαχείρισης, διαφέρουν ανά κλάδο βιομηχανίας και ανά χώρα, γι' αυτό και οι επενδυτές θα πρέπει να ασκούν προσεκτική ανάλυση των επιχειρήσεων, πριν να επενδύσουν σε χρεόγραφα και μετοχές. Αυτό μπορεί να είναι ένας από τους λόγους που κάποια από τα ευρήματα της έρευνας μας, έρχονται σε αντίθεση με τις προηγούμενες μελέτες συγγραφέων, όπως αυτές των Afza & Nazir (2008, 2009); Taleb et al (2010).

Συμπερασματικά, προτείνεται ότι, οι Ελληνικές επιχειρήσεις θα πρέπει να επικεντρωθούν στην διαχείριση του κεφαλαίου κίνησης, προκειμένου να αυξήσουν την αποδοτικότητα τους με σοβαρότητα και επαγγελματισμό, αναφορικά με την εξέταση των παραγόντων που σχετίζονται με τον κύκλο μετατροπής μετρητών, οι οποίοι προέρχονται από τον αριθμό των ημερών των υποχρεώσεων, τον αριθμό των ημερών των απαιτήσεων και τον αριθμό των ημερών αποθεμάτων.

Τέλος, περαιτέρω έρευνες θα πρέπει να γίνουν ώστε να μελετηθούν, πέρα από τη γενίκευση των ευρημάτων του συνόλου των κλάδων του Χρηματιστηρίου της Αθήνας, και άλλων υπό-κλάδων, όπως είναι ο κλάδος των τροφίμων, της τεχνολογίας κ.λπ. σε σύγκριση με τα παραπάνω ευρήματα. Το πεδίο εφαρμογής της περαιτέρω έρευνας, μπορεί να επεκταθεί στα επιμέρους συστατικά της διαχείρισης του κεφαλαίου κίνησης, συμπεριλαμβανομένων των μετρητών, απαιτήσεων, καθώς και της διαχείρισης των αποθεμάτων.



## ΑΡΘΡΟΓΡΑΦΙΑ – ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

- Abuzayed, B. (2012). Working capital management and firms' performance in emerging markets: the case of Jordan, *International Journal of Managerial Finance*, Vol. 8, Issue 2, p.p. 155 – 179
- Accenture, (2009). U.S. Companies Preparing to Adopt International Financial Reporting Standards (IFRS) See Opportunity to Transform Their Finance Functions available at: [http://newsroom.accenture.com/article\\_display.cfm?article\\_id=4816](http://newsroom.accenture.com/article_display.cfm?article_id=4816).
- Afza T., Nazir, M.S. (2007). Is it better to be aggressive or conservative in managing working capital? *Economic Review Conference (SERC)*, Singapore
- Afza T., Nazir M.S. (2008a). Working Capital Management Policies of Firms: Empirical Evidence from Pakistan, *Pakistan Journal of Commerce and Social Sciences*, Vol. 1, No. 1, pp. 25-36.
- Afza T., Nazir, M.S. (2008b). Working Capital Approaches and Firm's Returns in Pakistan, *Pakistan Journal of Commerce and Social Sciences*, Vol.1, pp. 34-54
- Afza T., Nazir M.S. (2009a). Working Capital Requirements and the Determining Factors in Pakistan, *IUP Journal of Applied Finance*, Vol. 15, pp, 23-30
- Afza, T., Nazir, M. S. (2009b). Impact of aggressive working capital management policy on firms' profitability, *The IUP Journal of Applied Finance*, Vol. 15(8), pp. 20-30.
- Afza T., Nazir, M.S. (2011). Working Capital Management Efficiency of Cement Sector of Pakistan, *Journal of Economics and Behavioral Studies*, Vol. 2, No. 5, pp. 223-235.
- Al-Shubiri, F.N. (2011). Analysis the Relationship between Working Capital Policy and Operating Risk: An Empirical Study on Jordanian Industrial Companies, *Hebron University Research Journal*, Vol.6(1), pp.287 – 306
- Anand, M. (2001). Working Capital Performance of Corporate: An empirical survey, *Management Accounting Research*, Vol.4 (4), pp 35-65
- Arbab A., Matarneh B. (2011). Financial Analysis the Working Capital, *Business and Management Review*, Vol. 1(4) pp.73–78

- Banos-Caballero S., García-Teruel P. J., Martínez-Solano P., (2009). How do market imperfections affect working capital management? W.P.-E.C.2009-14 available at: <http://www.ivie.es/downloads/docs/wpasec/wpasec-2009-14.pdf>
- Bhattacharya, H. (1997). *Total Management by Ratios*, Sage Publication India Pvt. Ltd., New Delhi
- Bhunia A. (2007). Liquidity management of public sector iron and steel enterprises in India, Vidyasagar University, *Journal of Commerce*, Vol. 12, pp. 55-65
- Berryman, J. (1983). Small Business Failure and Bankruptcy: A survey of the Literature, *European Small Business Journal*, Vol. 1(4), pp. 47-59
- Binti Azhar Mohamad, Binti Mohd Saad (2010). Working Capital Management: The Effect of Market Valuation and Profitability in Malaysia, *International Journal of Business and Management*, Vol. 5(11), pp.21-29
- Carpenter, M.D., Johnson, K.H. (1983). The Association between Working Capital Policy and Operating Risk, *The Financial Review*, Vol. 18(3), pp. 106-106.
- Christopher, S. B., Kamalavalli, A. L. (2009). Sensitivity of profitability to working capital management in Indian corporate hospital, available at: [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1331500](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1331500).
- Ding, S., Guariglia, A. and Knight, N. (2012). Investment and Financial Constraints in China: does Working Capital Management Make a Difference? *Journal of banking and finance*, available at: <http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0378426612000878>
- Deloof M. (2003). Does working capital management affect profitability of Belgian firms? *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol. 30, pp.3-4
- Deloof, M., Jegers, M. (1996). Trade Credit, Product Quality, and Intragroup Trade: Some European Evidence, *Financial Management*, Vol. 25 (3), pp. 33-43
- De Chazal, Du Mee. (1998). Research Study on Small and Medium Enterprises, Final Report, Port Louis

- Eljelly, A. M. (2004). Liquidity-profitability tradeoff: An Empirical Investigation in an Emerging Market. *International Journal of Commerce and Management*, Vol. 14(2), pp. 48-61.
- Enqvist J., Graham M., Nikkinen J. (2011). The impact of working capital management on firm profitability in different business cycle: Evidence from Finland, available at <http://ssrn.com/abstract=1794802>
- Falope Ol., Ajilore Ot., (2009). Working capital management and corporate profitability: evidence from panel data analysis of selected quoted companies in Nigeria. *Research Journal of Business Management*, Vol. 1, pp. 73-84.
- Filbeck, G. & Krueger, T. (2005). Industry related differences in working capital management, *Journal of Business*, Vol. 20(2), pp. 11-18.
- Ganesan, V. (2007). An Analysis of working capital management efficiency in telecommunication equipment industry, *River Academic Journal*, Vol.3(2), pp.23-34
- Garcia-Teruel, P. J., Martínez-Solano, P. (2007). Effects of working capital management on SME profitability. *International Journal of Managerial Finance*, Vol. 3(2), pp. 164-177.
- Chiou, J. R., Cheng, L. (2006). The Determinants of Working Capital Management, *Journal of American Academy of Business*, Vol. 10(1), pp. 149-155.
- Christopher S. B., Kamalavalli A. L. (2009). Sensitivity of profitability to working capital management in Indian corporate hospital, viewed on 17 October, 2011 available at <http://ssrn.com/abstract=1331500>
- Gill, A., Biger N., Mathur N., (2010). The Relationship between Working Capital Management And Profitability: Evidence from the United States, *Business and Economics Journal*, Vol.12, pp.56-65
- Gill, A. (2011). Factors that influence Working Capital Requirements in Canada, *Economics and Finance Review*, Vol. 1(3), pp. 30 – 40
- Grablowsky, B. J. (1976). Mismanagement of Accounts Receivable by Small Business, *Journal of Small Business*, Vol. 14, pp.23-28

- Gupta, M.C. (1969). The Effect of Size, Growth and Industry on the Financial Structure of Manufacturing Companies, *Journal of Finance*, Vol. 24(3), pp. 517-529.
- Gupta, M.C., Huefner, R.J. (1972). A Cluster Analysis Study of Financial Ratios and Industry Characteristics, *Journal of Accounting Research*, Vol. 10(1), pp. 77-95
- Hassan M. A., Liaqat A., Rehman, C., Muh.Akram, H. (2011). Impact of Working Capital Management on Profitability and Market Valuation of Pakistani Firms, *European Journal of Economics, Finance and Administrative Sciences* ISSN 1450-2275 Issue 32
- Hayajneh O., Lahcen, A., Yassine F. (2011). The Impact of Working Capital Efficiency on Profitability an Empirical Analysis on Jordanian Manufacturing Firms, *International Research Journal of Finance and Economics*, ISSN 1450-2887 Issue 66 (2011)
- Howorth, C., Westhead, P. (2003). The focus of working capital management in UK small firms, *Management Accounting Research*, Vol. 14(2), pp. 94-111
- Hong Y. Ching, Novazzi, A. Gerab F. (2011). Relationship between working capital management and profitability in Brazilian listed companies, *Journal of global business and economics*, Vol. 3(1), pp.23-30
- Huynh-Phuong D., Jyh-tay Su (2010). The Relationship between Working Capital Management and Profitability: A Vietnam Case, *International Research Journal of Finance and Economics*, Vol. 49, pp. 12-20
- Kesimli, I.G., Gunay S.G. (2011). The impact of the global economic crisis on Working capital of real sector in Turkey, *BEH*, Vol. 4(1), pp. 52-69
- Jarvis, R., Kitching, J., Curran, J., Lightfoot, G. (1996). The Financial Management Small Firms: An Alternative Perspective, *ACCA Research Report*, Vol.49, pp 45-50
- Jose, M. L., Lancaster, C., Stevens, J.L. (1996). Corporate Returns and Cash Conversion Cycle, *Journal of Economics and Finance*, Vol. 20(1), pp. 33-46.
- Karaduman H.A. , Akbas, H.E., Ozsozgun A., Durer, S. (2010). Effects of Working Capital Management on profitability: the case for selected companies in the Istanbul

Stock Exchange (2005-2008), *International Journal of Economics and Finance studies*, Vol. 2(1), pp.43-47

- Kargar, J, Blumenthal R. A. (1994) Leverage Impact of Working Capital in Small Businesses, *TMA Journal*, Vol. 14(6), pp.46-53
- Keown, A.J., Martin, J.D., Petty, J.W., Scott, D. (2003). *Foundations of Finance*, 4ed: *Pearson Education*, New Jersey
- Kieschnick, R., LaPlante, M., Moussawi, R. (2011). Working Capital Management and Shareholder Wealth, Social Science Electronic Publishing, available at: [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1431165](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1431165)
- Kieschnick, R., LaPlante, M., Moussawi, R. (2008). Working capital management, agency costs and firm value, *University of North Texas University Press*, Austin.
- Lamberson, M. (1995) Changes in working capital of small firms in relation to changes in economic activity. *Journal of Business*, Vol. 10(2), pp. 45-50.
- Lazaridis, I. & Tryfonidis, D. (2006). Relationship between working capital management and profitability of listed companies in the Athens stock exchange. *Journal of Financial Management and Analysis*, Vol. 19(1), pp. 26-35
- Long, M.S., Malitz, I.B., Ravid, S.A. (1993). Trade Credit, Quality Guarantees, and Product Marketability, *Financial Management*, Vol. 22 (4), pp. 117-127.
- Lyroudi K., Lazaridis J. (2000). The cash conversion cycle analysis of the food industry in Greece, available at: [http://papers.ssrn.com/paper.taf?abstract\\_id=236175](http://papers.ssrn.com/paper.taf?abstract_id=236175)
- Maleki, N.N., Asgari H.A., Gezelbash, A., Sajjadian M.A., (2012). The Effect of Working Capital Development on Financial Performance Measures, *American Journal of Scientific Research*, Issue 77, p.p.110-122
- Marfo-Yiadom E., Kwaku A.S. (2011). Working Capital Management practices of small scale enterprises in the central region of Ghana, *Asian Journal of Business and Management Sciences*, Vol. 1(4), pp. 29-47
- Mathuva, D. (2009). Effect of the adoption of International Financial Reporting Standards on the relationship between working capital management and profitability, Strathmore university research, available at:

<http://www.digital.library.strathmore.edu/xmlui/bitstream/handle/123456789/426/WCM%20and%20Profitability.pdf?sequence=1>

- Mathuva, D. (2010). The Influence of Working Capital Management Components on Corporate Profitability: A Survey on Kenyan Listed Firms, *Research Journal of Business Management*, Vol. 4, pp. 1-11
- Mojtahedzadeh, V., Tabari, S.H.A., Mosayebi, R. (2011). The Relationship between Working Capital Management and Profitability of the Companies (Case Study: Listed Companies on TSE), *International Research Journal of Finance and Economics*, Issue 76, Euro Journals Publishing, Inc. 2011
- Mongrut, S., Fuenzalida, D., Cubillas, C., Cubillas J., (2010). Determinants of working capital management in Latin American companies, available at: <http://www.ub.edu/iafi/Recerca/Seminaris/Papersamuel.pdf>
- Morawakage, P., (2008). Determinants of profitability underlining the working capital management and cost structure of Sri Lanka companies, ICBI 2010 - University of Kelaniya, Sri Lanka, available at: <http://www.kln.ac.lk/uokr/ICBI2010/20.pdf>
- Mousavi, Z., Jari, A., (2012). The Relationship between Working Capital Management and Firm Performance: Evidence from Iran, *International Journal of Humanities and Social Science*, Vol. 2(1), pp. 43-50
- Muhs, S. M., Mbega, S. (2009). An exploratory study of SMES' working capital management practices in DAR ES SALAAM TANZANIA, University of Dares Salaam Business school
- Narasimhan, M.S., Murty, L.S. (2001). Emerging Manufacturing Industry: A Financial Perspective, *Management Review*, Vol.6, pp.106-111
- Narware, P.C. (2004). Working capital and profitability- an empirical analysis. *The Management Accountant*, Vol. 39 (6), pp 120-127.
- Nobanee, H., AlHajjar, M., (2009). A note on Working Capital Management and corporate profitability of Japanese firms, available at <http://ssrn.com/abstract=1433243>

- Nobanee, H., Abdullatif, M., AlHajjar, M. (2011). Cash conversion cycle and firm's performance of Japanese firms, *Asian Review of Accounting*, Vol.19(2), pp.147 – 156
- Ogundipe, E., Sunday, A.I., Ogundipe, O.L. (2012). Working Capital Management, Firms' Performance and Market Valuation in Nigeria, *International Journal of Social and Human Sciences*, Vol. 2, pp.45-56
- Olomi, D.R. (2008). Demand Assessment for Micro Finance Services in Zanzibar with a Gender Perspective. *Report submitted to the International Labour Organization (ILO)*, Dares Salaam
- Padachi, K. (2006). Trends in Working Capital Management and its Impact on Firms' Performance: An Analysis of Mauritian Small Manufacturing Firms, *International Review of Business Research papers*, Vol.2 (2), pp 45-58
- Palombin, N., Nakamura, V., Nakamura, W.T. (2010). Key factors in working capital management in the Brazilian market, *RAE*, Sao Paulo, Vol. 52
- Peel, M.J., Wilson, N., Howorth, C.A. (2000). Late payment and Credit management in the small firm sector: Some Empirical Evidence, *International Small Business Journal*, Vol. 18(2), pp. 52-68
- Petersen M.A., Rajan, R.J. (1997). Trade Credit: Theories and Evidence, *Review of Financial Studies*, Vol. 10, p.p. 661-691.
- Pike, R., Cheng, N.S. (2001). Credit Management: An Examination of Policy Choices, Practices and Late Payment in UK Companies, *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol. 28(78), pp 1013.
- Preve, L., Sarria-Allende, V. (2010) Working Capital Management, Financial Management Association: Survey and Synthesis Series, *Oxford University*, REL 2005 Working Capital Survey
- PricewaterhouseCoopers (Marketing & Communications) Ltd (2009). «Πώς να χειριστείτε την πρόσκληση της σημερινής χρηματοοικονομικής κρίσης» Available at: [http://www.pwc.com.cy/en/publications/assets/pwc-cy\\_meeting\\_the\\_challenge-gr.pdf](http://www.pwc.com.cy/en/publications/assets/pwc-cy_meeting_the_challenge-gr.pdf)

- Rafuse, M. (1996). Working capital management: an urgent need to refocus, *Management Decision*, Vol. 34(2), pp. 59 – 63
- Rehman, A. (2006). Working Capital Management and Profitability: Case of Pakistani Firms, Unpublished Dissertation, *COMSATS Institute of Information Technology*, Islamabad, Pakistan
- Raheman, A., Nasr, M. (2007). Working capital management and profitability-case of Pakistani firms. *International Review of Business Research Papers*, Vol. 3(1), pp. 279-300.
- Raheman, A., Afza, T., Qayyum, A., Bodla, M.A. (2010). Working Capital Management and Corporate Performance of Manufacturing Sector in Pakistan, *International Research Journal of Finance and Economics*, ISSN 1450-2887 Issue 47 (2010), available at <http://www.eurojournals.com/finance.htm>
- Richards, V.D., Laughlin E.J., (1980). A cash conversion cycle approach to liquidity analysis. *Finance Management*, Vol. 9, pp. 32-38.
- Sai, D., Guariglia, A., Knight J., (2011). Investment and financing constraints in China: does working capital management make a difference? Research Paper series 2011/06, *China and the World Economy*, <http://ssrn.com/abstract=1863865>
- Schilling, G. (1996). Working capital's role in maintaining corporate liquidity, *TMA Journal*, Vol. 16(5), pp. 4-7.
- Sen, M. (2009). Relationship between Efficiency Level of Working Capital Management and Return on Total Assets in ISE, *International Journal of Business and management*, Vol. 4(10), pp. 23-30
- Shelton, F. (2002). Working Capital and the Construction Industry, *Journal of construction accounting and taxation*, Vol. 12, pp. 45-50
- Siddiquee, M. & Khan, S.M. (2009). Analyzing working capital performance: evidence from Dhaka stock exchange (D.S.E. ltd), *SSRN*, Vol. 10, pp. 23-30
- Sinha, S. (2011). Working Capital Leverage: A Conceptual Critique and Modified Formulation, available at <http://ssrn.com/abstract=1861424>



- Shin H., Soenen, L. (1998). Efficiency of working capital management and corporate profitability. *Journal Financial Practice and Education*, Vol. 8(2), pp.37-45.
- Singh, J. P., Pandey, S. (2008). Impact of working Capital Management in the Profitability of Hindalco Industries Limited. Icfai University, *Journal of Financial Economics*, Vol. 6(4), pp. 62-72.
- Singh, K., Asress, F.C. (2011). Determining Working Capital solvency and its effect on profitability in selected Indian manufacturing firms, *International Journal of research in commerce, economics and management*, Vol.1(2), p.p.52-56
- Smith, K. (1980). Profitability versus liquidity tradeoffs: in working capital management, readings on the management of working capital. *West Publishing Company*, St. Paul, New York
- Smith, M., Begemann, E. (1997). Measuring association between working capital and return on investment, *South African Journal of Business Management*, Vol. 28(1), pp. 56-60
- Soenen, L.A. (1993). Cash Conversion Cycle and Corporate Profitability, *Journal of Cash Management*, Vol. 13(4), pp. 53-58.
- Taleb, G.A., Zoued, A.N., Shubiri, F.N. (2010). The Determinants of Effective Working Capital Management Policy: A Case Study on Jordan. *Inter disciplinary Journal of Contemporary Research in Business*, Vol. 2(4), pp. 248-2
- Teruel, P., Solan, P. (2005). Effects of Working Capital Management on SME Profitability, *Working Paper series*, Spain
- Uyar, A. (2009). The relationship of cash conversion cycle with firm size and profitability: an empirical investigation in Turkey, *International Research Journal of Finance and Economics*, ISSN 1450-2887 Issue 24.
- Vishnani, S., Shah, B. (2007). Impact of Working Capital Management Policies on Corporate Performance an empirical study, *Global Business Review*, Vol. 8, pp. 267-290

- Wang, Z., Liu, W., Gao, F. (2007). The Working Capital Management Survey of Chinese Listed Companies (1997-2006), *Accounting Research*, Vol. 12, pp.69-75
- Weinraub, H.J., Visscher, S. (1998). Industry Practice Relating to Aggressive Conservative Working Capital Policies, *Journal of Financial and Strategic Decision*, Vol. 11(2), pp. 11-18.
- Zariyawati, M. A., Annuar M. N., Abdul Rahim A. S. (2009). Effect of Working Capital Management on Profitability of Firms in Malaysia, *Proceedings of the International Conference on Business and Information*, Kuala Lumpur, p.p. 1-9
- Βασιλείου, Δ., Ηρειώτης, Ν.(2008). Χρηματοοικονομική Διοίκηση, Θεωρία & πρακτική, *Εκδόσεις Rosili*, Αθήνα
- Γκίνου, Δ., Ταχυνάκης, Π., Μουσιός, Σ. (2005). Γενική Χρηματοοικονομική Λογιστική, *Εκδόσεις Rosili*, Αθήνα
- Καραγιάννη, Δ. (2008). Ανάλυση Ισολογισμών και Αριθμοδείκτες, *Εκδόσεις Minos Books*, Αθήνα
- Λαζαρίδης, Γ., Παπαδόπουλος, Δ. (2005). Χρηματοοικονομική Διοίκηση, *Πανεπιστημιακές Εκδόσεις*, Θεσσαλονίκη
- Λυρούδη, Α. (2004). Σύγχρονα Μεγέθη Μέτρησης της Ρευστότητας των Επιχειρήσεων, *Δελτίο Ένωσης Ελληνικών Τραπεζών*, 36, σ. 21-30, (Ιανουάριος-Μάρτιος 2004)
- Νιάρχου, Ν. (2004). Χρηματοοικονομική ανάλυση λογιστικών καταστάσεων, *Εκδόσεις Σταμούλη*, Αθήνα
- Παπάς, Α.,(2006). Χρηματοοικονομική Λογιστική, *Εκδόσεις Γ. Μπένου*, Αθήνα
- Συριόπουλος, Κ., Φίλιππας, Δ. (2010). Οικονομετρικά Υποδείγματα & Εφαρμογές με το Eviews, *Εκδόσεις Ανικούλα*, Θεσσαλονίκη
- Χάλκος, Γ. (2006). Οικονομετρία Θεωρία και Πράξη, *Εκδοτική Γκιούρδας*, Αθήνα
- Χατζηνικολάου, Στ., Ανδριανόπουλος, Γ.(2008). Τα Μυστικά των ισολογισμών τεχνικές ανάγνωσης και λειτουργίας λογιστικών καταστάσεων, *Εκδόσεις Κέρκυρα*

## ΠΑΡΑΡΤΗΜΑΤΑ

### ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3 ΕΛΕΓΧΟΙ ΕΤΕΡΟΣΚΕΔΑΣΤΙΚΟΤΗΤΑΣ ΚΑΤΑ WHITE

```
white's test for heteroskedasticity
OLS, using 1188 observations
Dependent variable: uhat^2
```

	coefficient	std. error	t-ratio	p-value	
const	102.689	97.0634	1.058	0.2903	
ARDAYS	0.0534580	0.142887	0.3741	0.7084	
DR	224.775	70.8985	3.170	0.0016	***
LOSS	-24.5764	16.9790	-1.447	0.1480	
FATA	-381.320	97.3615	-3.917	9.50e-05	***
sq_ARDAYS	-4.04906e-05	4.98891e-05	-0.8116	0.4172	
X2_X3	0.0459787	0.0451957	1.017	0.3092	
X2_X4	-0.00573833	0.0159077	-0.3607	0.7184	
X2_X5	-0.0131414	0.0614355	-0.2139	0.8307	
sq_DR	-8.45155	3.12811	-2.702	0.0070	***
X3_X4	-23.0735	8.79147	-2.625	0.0088	***
X3_X5	-136.044	34.2513	-3.972	7.56e-05	***
sq_LOSS	1.49915	0.796139	1.883	0.0599	*
X4_X5	38.0707	11.6897	3.257	0.0012	***
sq_FATA	182.356	36.4807	4.999	6.65e-07	***

warning: data matrix close to singularity!

Unadjusted R-squared = 0.105937

Test statistic:  $TR^2 = 125.853554$ ,  
with p-value =  $P(\text{Chi-square}(14) > 125.853554) = 0.000000$

```
white's test for heteroskedasticity
OLS, using 1188 observations
Dependent variable: uhat^2
```

	coefficient	std. error	t-ratio	p-value	
const	69.4255	92.8845	0.7474	0.4549	
DR	273.084	68.2605	4.001	6.71e-05	***
LOSS	-18.0444	16.9199	-1.066	0.2864	
FATA	-399.287	88.6179	-4.506	7.28e-06	***
APDAYS	0.206009	0.110430	1.866	0.0624	*
sq_DR	-15.4132	3.47046	-4.441	9.79e-06	***
X2_X3	-27.9260	8.81520	-3.168	0.0016	***
X2_X4	-155.405	35.9142	-4.327	1.64e-05	***
X2_X5	0.0899880	0.0404460	2.225	0.0263	**
sq_LOSS	1.19783	0.770976	1.554	0.1205	
X3_X4	42.3977	11.0770	3.828	0.0001	***
X3_X5	-0.0319860	0.0130073	-2.459	0.0141	**
sq_FATA	178.472	35.3281	5.052	5.07e-07	***
X4_X5	-0.0179425	0.0584693	-0.3069	0.7590	
sq_APDAYS	-2.91381e-05	3.03259e-05	-0.9608	0.3368	

warning: data matrix close to singularity!

Unadjusted R-squared = 0.112586

Test statistic:  $TR^2 = 133.751915$ ,  
with p-value =  $P(\text{Chi-square}(14) > 133.751915) = 0.000000$

white's test for heteroskedasticity  
 OLS, using 1188 observations  
 Dependent variable: uhat^2

	coefficient	std. error	t-ratio	p-value	
const	186.802	99.0598	1.886	0.0596	*
DR	251.013	71.2005	3.525	0.0004	***
LOSS	-36.1133	17.0288	-2.121	0.0342	**
FATA	-509.307	100.094	-5.088	4.20e-07	***
INVDAYS	-0.257540	0.177034	-1.455	0.1460	
sq_DR	-12.7801	3.20708	-3.985	7.17e-05	***
X2_X3	-21.1404	8.77567	-2.409	0.0162	**
X2_X4	-166.120	35.1140	-4.731	2.51e-06	***
X2_X5	-0.0792418	0.0658757	-1.203	0.2293	
sq_LOSS	1.56658	0.761823	2.056	0.0400	**
X3_X4	47.9729	11.7221	4.093	4.56e-05	***
X3_X5	0.0354366	0.0198074	1.789	0.0739	*
sq_FATA	227.322	36.7060	6.193	8.15e-010	***
X4_X5	0.218021	0.0751939	2.899	0.0038	***
sq_INVDAYS	-0.000127160	5.73245e-05	-2.218	0.0267	**

warning: data matrix close to singularity!

Unadjusted R-squared = 0.119589

Test statistic:  $TR^2 = 142.071930$ ,  
 with p-value =  $P(\text{Chi-square}(14) > 142.071930) = 0.000000$

white's test for heteroskedasticity  
 OLS, using 1188 observations  
 Dependent variable: uhat^2

	coefficient	std. error	t-ratio	p-value	
const	201.295	98.2167	2.049	0.0406	**
DR	213.292	68.4403	3.116	0.0019	***
LOSS	-36.5172	17.1242	-2.132	0.0332	**
FATA	-525.708	102.263	-5.141	3.20e-07	***
CCC	-0.226966	0.100040	-2.269	0.0235	**
sq_DR	-6.49514	3.31639	-1.959	0.0504	*
X2_X3	-19.7904	8.78143	-2.254	0.0244	**
X2_X4	-142.325	34.7746	-4.093	4.55e-05	***
X2_X5	-0.0367711	0.0301384	-1.220	0.2227	
sq_LOSS	1.53271	0.760652	2.015	0.0441	**
X3_X4	50.4275	11.9158	4.232	2.50e-05	***
X3_X5	0.0290839	0.0130590	2.227	0.0261	**
sq_FATA	224.352	39.1090	5.737	1.23e-08	***
X4_X5	0.0866056	0.0467991	1.851	0.0645	*
sq_CCC	-9.77237e-06	1.74814e-05	-0.5590	0.5763	

warning: data matrix close to singularity!

unadjusted R-squared = 0.114047

Test statistic:  $TR^2 = 135.487872$ ,  
 with p-value =  $P(\text{Chi-square}(14) > 135.487872) = 0.000000$

White's test for heteroskedasticity  
 OLS, using 1248 observations  
 Dependent variable: uhat^2

	coefficient	std. error	t-ratio	p-value	
const	-0.00661785	0.0512835	-0.1290	0.8973	
CCC	-0.000208938	0.000150422	-1.389	0.1651	
CACLR	-0.000717374	0.00595230	-0.1205	0.9041	
CATAR	0.0712149	0.213748	0.3332	0.7391	
CLTAR	0.259483	0.170752	1.520	0.1289	
DR	-0.0678769	0.140138	-0.4844	0.6282	
sq_CCC	-5.09087e-08	1.05391e-07	-0.4830	0.6291	
X2_X3	3.06293e-06	6.95106e-06	0.4406	0.6595	
X2_X4	0.000187421	0.000301267	0.6221	0.5340	
X2_X5	-0.000450733	0.000471692	-0.9556	0.3395	
X2_X6	0.000468864	0.000400844	1.170	0.2424	
sq_CACLR	-6.34774e-06	2.88139e-05	-0.2203	0.8257	
X3_X4	0.000599265	0.00768943	0.07793	0.9379	
X3_X5	-0.0150632	0.0373797	-0.4030	0.6870	
X3_X6	0.0139433	0.0317978	0.4385	0.6611	
sq_CATAR	0.0437726	0.260963	0.1677	0.8668	
X4_X5	0.0329992	0.474128	0.06960	0.9445	
X4_X6	-0.473040	0.403310	-1.173	0.2411	
sq_CLTAR	-0.617592	0.298811	-2.067	0.0390	**
X5_X6	0.687211	0.301539	2.279	0.0228	**
sq_DR	-0.00298466	0.0304527	-0.09801	0.9219	

Warning: data matrix close to singularity!

Unadjusted R-squared = 0.066235

Test statistic:  $TR^2 = 82.661897$ ,  
 with p-value =  $P(\text{Chi-square}(20) > 82.661897) = 0.000000$

White's test for heteroskedasticity  
 OLS, using 1242 observations  
 Dependent variable: uhat^2

	coefficient	std. error	t-ratio	p-value	
const	0.637428	0.275694	2.312	0.0209	**
CACLR	-0.0170979	0.0317431	-0.5386	0.5902	
CATAR	0.376304	1.13204	0.3324	0.7396	
CCC	-0.000395988	0.000801681	-0.4939	0.6214	
CLTAR	-1.11499	0.911331	-1.223	0.2214	
DR	-0.166793	0.791404	-0.2108	0.8331	
sq_CACLR	-1.54544e-05	0.000152176	-0.1016	0.9191	
X2_X3	0.00617655	0.0407596	0.1515	0.8796	
X2_X4	3.95647e-05	3.67443e-05	1.077	0.2818	
X2_X5	-0.129592	0.202614	-0.6396	0.5226	
X2_X6	0.129944	0.173288	0.7499	0.4535	
sq_CATAR	-0.0645012	1.38047	-0.04672	0.9627	
X3_X4	-0.000697987	0.00159499	-0.4376	0.6617	
X3_X5	3.80011	2.74875	1.382	0.1671	
X3_X6	-3.96559	2.34870	-1.688	0.0916	*
sq_CCC	4.08664e-07	5.57278e-07	0.7333	0.4635	
X4_X5	0.00289228	0.00252843	1.144	0.2529	
X4_X6	-0.00211188	0.00217159	-0.9725	0.3310	
sq_CLTAR	-8.59609	2.62034	-3.281	0.0011	***
X5_X6	8.72601	2.63783	3.308	0.0010	***
sq_DR	0.241266	0.161387	1.495	0.1352	

Warning: data matrix close to singularity!

Unadjusted R-squared = 0.080979

Test statistic:  $TR^2 = 100.575979$ ,  
 with p-value =  $P(\text{Chi-square}(20) > 100.575979) = 0.000000$

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3 ΔΙΟΡΘΩΣΗ ΤΗΣ ΕΤΕΡΟΣΚΕΔΑΣΤΙΚΟΤΗΤΑΣ ΜΕ ΤΗ ΧΡΗΣΗ ΤΗΣ ΜΕΘΟΔΟΥ F.G.L.S

Dependent Variable: GROSSPR  
 Method: Panel EGLS (Cross-section weights)  
 Sample: 2005 2010  
 Cross-sections included: 209  
 Total panel (unbalanced) observations: 1251  
 Linear estimation after one-step weighting matrix

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.635641	0.042729	-14.87599	0.0000
AR	-0.000318	2.60E-05	-12.26102	0.0000
DR	-0.040881	0.012627	-3.237613	0.0012
LOS	0.099525	0.004897	20.32450	0.0000
FATA	0.338949	0.021723	15.60315	0.0000

Weighted Statistics

R-squared	0.860623	Mean dependent var	2.093916
Adjusted R-squared	0.860175	S.D. dependent var	3.911030
S.E. of regression	1.462456	Sum squared resid	2664.917
F-statistic	1923.444	Durbin-Watson stat	0.336439
Prob(F-statistic)	0.000000		

Unweighted Statistics

R-squared	0.012918	Mean dependent var	0.307361
Sum squared resid	5184.778	Durbin-Watson stat	0.033212

Dependent Variable: GROSSPR  
 Method: Panel EGLS (Cross-section weights)  
 Sample: 2005 2010  
 Cross-sections included: 209  
 Total panel (balanced) observations: 1254  
 Linear estimation after one-step weighting matrix

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.734593	0.034336	-21.39445	0.0000
AP	-0.000182	3.16E-05	-5.739833	0.0000
DR	-0.101842	0.013798	-7.380978	0.0000
LOS	0.119313	0.003714	32.12357	0.0000
FATA	0.241341	0.024535	9.836538	0.0000

Weighted Statistics

R-squared	0.892575	Mean dependent var	2.019186
Adjusted R-squared	0.892231	S.D. dependent var	4.247150
S.E. of regression	1.394262	Sum squared resid	2428.014
F-statistic	2594.433	Durbin-Watson stat	0.337407
Prob(F-statistic)	0.000000		

Unweighted Statistics

R-squared	0.011563	Mean dependent var	0.306166
Sum squared resid	5192.707	Durbin-Watson stat	0.033775

Dependent Variable: GROSSPR  
 Method: Panel EGLS (Cross-section weights)  
 Sample: 2005 2010  
 Cross-sections included: 209  
 Total panel (balanced) observations: 1254  
 Linear estimation after one-step weighting matrix

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.544356	0.042842	-12.70601	0.0000
INV	-1.13E-05	2.19E-05	-0.515697	0.6062
DR	-0.114128	0.015770	-7.237142	0.0000
LOS	0.092125	0.004980	18.49747	0.0000
FATA	0.238962	0.023314	10.24967	0.0000

Weighted Statistics

R-squared	0.725367	Mean dependent var	1.895187
Adjusted R-squared	0.724488	S.D. dependent var	2.642918
S.E. of regression	1.387249	Sum squared resid	2403.650
F-statistic	824.7222	Durbin-Watson stat	0.289675
Prob(F-statistic)	0.000000		

Unweighted Statistics

R-squared	0.010148	Mean dependent var	0.306166
Sum squared resid	5200.141	Durbin-Watson stat	0.033067



Dependent Variable: GROSSPR  
 Method: Panel EGLS (Cross-section weights)  
 Sample: 2005 2010  
 Cross-sections included: 209  
 Total panel (unbalanced) observations: 1251  
 Linear estimation after one-step weighting matrix

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.652336	0.044602	-14.62580	0.0000
CCC	-7.00E-05	1.85E-05	-3.783733	0.0002
DR	-0.144198	0.014787	-9.751753	0.0000
LOS	0.109076	0.004835	22.55795	0.0000
FATA	0.261708	0.025023	10.45866	0.0000

Weighted Statistics

R-squared	0.778161	Mean dependent var	1.860219
Adjusted R-squared	0.777449	S.D. dependent var	2.951391
S.E. of regression	1.392329	Sum squared resid	2415.471
F-statistic	1092.670	Durbin-Watson stat	0.280797
Prob(F-statistic)	0.000000		

Unweighted Statistics

R-squared	0.011498	Mean dependent var	0.307361
Sum squared resid	5192.237	Durbin-Watson stat	0.033705

Dependent Variable: ROA  
 Method: Panel Least Squares  
 Sample: 2005 2010  
 Cross-sections included: 208  
 Total panel (balanced) observations: 1248

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.014795	0.011134	1.328843	0.1841
CCC	-5.74E-05	2.28E-05	-2.523006	0.0118
CACLR	-0.001672	0.000440	-3.797796	0.0002
CATAR	0.206005	0.023976	8.592110	0.0000
CLTAR	-0.184663	0.021701	-8.509483	0.0000
DR	-0.055358	0.017047	-3.247352	0.0012
R-squared	0.188372	Mean dependent var		0.005010
Adjusted R-squared	0.185105	S.D. dependent var		0.180513
S.E. of regression	0.162952	Akaike info criterion		-0.785932
Sum squared resid	32.97907	Schwarz criterion		-0.761272
Log likelihood	496.4216	F-statistic		57.65165
Durbin-Watson stat	1.658943	Prob(F-statistic)		0.000000

Dependent Variable: LOGTQ  
 Method: Panel EGLS (Period weights)  
 Sample: 2005 2010  
 Cross-sections included: 207  
 Total panel (balanced) observations: 1242  
 Linear estimation after one-step weighting matrix

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	8.135814	0.048609	167.3715	0.0000
CCC	-0.000583	9.99E-05	-5.834180	0.0000
CACLR	-0.003998	0.001947	-2.053115	0.0403
CATAR	-0.506074	0.105789	-4.783825	0.0000
CLTAR	-0.570270	0.093207	-6.118347	0.0000
DR	-0.098927	0.070074	-1.411754	0.1583

Weighted Statistics

R-squared	0.601942	Mean dependent var	7.686931
Adjusted R-squared	0.600332	S.D. dependent var	1.152156
S.E. of regression	0.728385	Sum squared resid	655.7526
F-statistic	373.8158	Durbin-Watson stat	0.483326
Prob(F-statistic)	0.000000		

Unweighted Statistics

R-squared	0.170519	Mean dependent var	7.570973
Sum squared resid	657.1791	Durbin-Watson stat	0.533768