



ΤΕΧΝΟΛΟΓΙΚΟ ΕΚΠΑΙΔΕΥΤΙΚΟ ΙΔΡΥΜΑ ΚΡΗΤΗΣ

ΣΧΟΛΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΚΑΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ

ΤΜΗΜΑ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗΣ ΚΑΙ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ

ΠΤΥΧΙΑΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ

«ΠΡΟΣΔΙΟΡΙΣΤΙΚΟΙ ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ ΚΕΡΔΟΦΟΡΙΑΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ»

ΜΑΡΚΑΚΗ ΜΑΡΙΑ Α.Μ 9832

ΕΠΙΒΛΕΠΩΝ : Επικ. Καθηγητής κ. Αρβανίτης Σταύρος

Ηράκλειο, Οκτώβριος 2017

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ.....	2
ΚΑΤΑΛΟΓΟΣ ΠΙΝΑΚΩΝ	4
ΚΑΤΑΛΟΓΟΣ ΣΧΗΜΑΤΩΝ	5
ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ.....	6
ΠΡΟΛΟΓΟΣ.....	9
ΜΕΡΟΣ Ι	11
ΚΕΦΑΛΑΙΑΚΗ ΔΙΑΡΘΡΩΣΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ	11
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1 – ΥΠΟΘΕΣΕΙΣ ΤΗΣ ΘΕΩΡΙΑΣ ΤΗΣ ΚΕΦΑΛΑΙΑΚΗΣ ΔΙΑΡΘΡΩΣΗΣ	12
1.1 Εισαγωγή.....	12
1.2 Παραδοσιακή Μέθοδος	16
1.3 Η μέθοδος του Καθαρού Λειτουργικού Εισοδήματος.....	21
1.3.1. Η Μέθοδος του Καθαρού Εισοδήματος.....	24
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2 – ΑΝΑΛΥΣΗ ΚΙΝΔΥΝΩΝ.....	28
2.1 Εισαγωγή.....	28
2.2 Επιχειρηματικός Κίνδυνος.....	28
2.3 Χρηματοοικονομικός κίνδυνος.....	30
2.4 Λειτουργικός κίνδυνος.....	31
2.5 Κίνδυνος μη κάλυψης του σταθερού χρηματοοικονομικού κόστους.....	32
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3 – Προσέγγιση μοντέλου Modigliani – Miller	33
3.1 Η θεωρία των MODIGLIANI - MILLER.....	33
3.2 Η θεωρία των MODIGLIANI – MILLER χωρίς φόρους.....	33
3.3 Η θεωρία των MODIGLIANI ΚΑΙ MILLER με επιχειρησιακούς φόρους.....	36
ΜΕΡΟΣ ΙΙ	39
ΠΡΟΣΔΙΟΡΙΣΤΙΚΟΙ ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ ΚΕΡΔΟΦΟΡΙΑΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ	39
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4 – ΚΑΙΝΟΤΟΜΙΑ	40
4.1 Καινοτομία.....	40
4.2 Κυριότεροι τύποι καινοτομιών.....	41
4.3 Οι επιδόσεις των χωρών της Ευρωπαϊκής Ένωσης στην καινοτομία, το 2016 (Εθνικό Κέντρο Τεκμηρίωσης, 2016)	45
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5 - ΕΞΩΣΤΡΕΦΕΙΑ	48
5.1 Εξωστρέφεια	48
5.2 Πλεονεκτήματα εξαγωγών.....	49
5.3 Επιδόσεις ελληνικών επιχειρήσεων στις Εξαγωγές	49

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6 – Μέγεθος επιχείρησης	52
6.1 Μέγεθος επιχείρησης	52
6.2 Θεωρίες των επιχειρήσεων.....	53
6.3 Πώς μετράμε το μέγεθος των επιχειρήσεων;	55
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7 - ΕΠΙΠΕΔΟ ΕΚΠΑΙΔΕΥΣΗΣ ΠΡΟΣΩΠΙΚΟΥ ΚΑΙ ΕΜΠΕΙΡΙΑ ΣΤΗΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗ	58
7.1 Επίπεδο εκπαίδευσης προσωπικού και εμπειρία στην επιχείρηση	58
7.2 Ελληνικό ανθρώπινο δυναμικό και επίπεδο εκπαίδευσης.....	59
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 8 - ΠΡΟΓΡΑΜΜΑΤΑ ΕΚΠΑΙΔΕΥΣΗΣ ΑΝΘΡΩΠΙΝΟΥ ΔΥΝΑΜΙΚΟΥ ΣΤΟ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΙΑΚΟ ΠΕΡΙΒΑΛΛΟΝ.....	62
8.1 Εισαγωγή.....	62
8.2 Αιτίες που καθιστούν αναγκαία την εκπαίδευση.....	63
8.3 Τα οφέλη της εφαρμογής προγραμμάτων εκπαίδευσης	64
ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ	67
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ.....	69

ΚΑΤΑΛΟΓΟΣ ΠΙΝΑΚΩΝ

Πίνακας 1.1 : Δεδομένα Υποθετικού παραδείγματος της Παραδοσιακής Μεθόδου	17
Πίνακας 1.2: Δεδομένα Υποθετικού παραδείγματος της Παραδοσιακής Μεθόδου με διπλασιασμό του χρέους της εταιρίας	18
Πίνακας 1.3: Δεδομένα Υποθετικού παραδείγματος της μέθοδος του Καθαρού Λειτουργικού Εισοδήματος	22
Πίνακας 1.4: Δεδομένα Υποθετικού παραδείγματος της μέθοδος του Καθαρού Εισοδήματος	25

ΚΑΤΑΛΟΓΟΣ ΣΧΗΜΑΤΩΝ

Διάγραμμα 1.1 : Τρόπος λειτουργίας Παραδοσιακής Μεθόδου Κεφαλαιακής Διάρθρωσης	20
Διάγραμμα 1.2: Τρόπος λειτουργίας της μεθόδου του Καθαρού Λειτουργικού Εισοδήματος της Κεφαλαιακής Διάρθρωσης	24
Διάγραμμα 1.3: Τρόπος λειτουργίας της μεθόδου του Καθαρού Εισοδήματος της Κεφαλαιακής Διάρθρωσης	26
Διάγραμμα 4.1: Ευρωπαϊκός πίνακας αποτελεσμάτων για την καινοτομία	45
Διάγραμμα 4.2: Χάρτης Καινοτομίας στην Ευρωπαϊκή Ένωση, έτους 2016	47
Διάγραμμα 7.1: Ποσοστό πληθυσμού ηλικίας 30-34 ετών κάτοχοι πτυχίου τριτοβάθμιας εκπαίδευσης	60
Διάγραμμα 7.2: Ποσοστό νέων κάτοχων διδακτορικού διπλώματος πληθυσμού ηλικίας 25-34 ετών	61

ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ

Ολοκληρώνοντας τις σπουδές μου, θα ήθελα να ευχαριστήσω την οικογένεια μου για την ανιδιοτελή αγάπη και στήριξη που μου πρόσφεραν για την πραγματοποίηση των ονείρων μου. Επίσης, θα ήθελα να ευχαριστήσω τους φίλους και τους συμφοιτητές μου για τις όμορφες στιγμές που περάσαμε μαζί, για τη διαρκή ενθάρρυνση και κατανόηση τους.

Τέλος, νιώθω την ανάγκη να εκφράσω την ευγνωμοσύνη μου στον καθηγητή κ. Αρβανίτη Σταύρο, για τη επιστημονική και προσωπική καθοδήγηση του κατά την συγγραφή της παρούσας πτυχιακής εργασίας καθώς και για την ευκαιρία που μου έδωσε να αποκτήσω νέες και πολύτιμες γνώσεις.

ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Δύο από τους σημαντικότερους προβληματισμούς με τους οποίους απασχολούνται τα σύγχρονα στελέχη των επιχειρήσεων αναφέρονται στην «Κεφαλαιακή διάρθρωση» που θα ακολουθήσει η εταιρία τους και στην προσπάθεια επίτευξης υψηλής κερδοφορίας.

Η «Κεφαλαιακή διάρθρωση» μιας εταιρίας αναφέρεται στο αποτελεσματικότερο μείγμα κεφαλαίων, το οποίο είναι απαραίτητο για την επιβίωση και επιτυχία λειτουργίας της επιχείρησης. Έτσι, τα στελέχη της καλούνται να αποφασίσουν ποιο είναι το ιδανικό όριο μεταξύ ξένων και ίδιων κεφαλαίων, ώστε η επιχείρηση να επιτυγχάνεται η ιδανική ισορροπία μεταξύ των αναμενόμενων αποδόσεων των κεφαλαίων που θα επενδυθούν και των αντίστοιχων κινδύνων που συνεπάγονται οι συγκεκριμένες, κάθε φορά, επενδυτικές αποφάσεις.

Όσον αφορά την επιχειρηματική πολιτική αναφορικά με την αποδοτικότητα και την κερδοφορία των επιχειρήσεων, αυτή επιτυγχάνεται μέσω μια σειράς αποφάσεων με στόχο την ανάπτυξη καινοτομιών, την εξωστρέφεια την εκπαίδευση του ανθρώπινου δυναμικού στο επιχειρησιακό περιβάλλον.

Λέξεις Κλειδιά: Κεφαλαιακή Διάρθρωση, Θεωρία Modigliani – Miller, Κερδοφορία, Καινοτομία, Εξωστρέφεια, Μέγεθος επιχειρήσεων, Εκπαίδευση εργαζομένων

ABSTRACT

Two of the most important reflections that the managers and business executives have to take care of are the capital structure and the profitability of their company.

Capital structure has to do with managers' decision about the capital point where -the combination between internal and external capital sources- is more efficient. On the other hand, managers' effort about business' profitability counts on a number of factors, such as innovation, extroversion and human resources training.

Keywords: Capital structure, profitability, Modigliani – Miller Theory, Innovation, Extroversion, Human Resources Training

ΠΡΟΛΟΓΟΣ

Δύο από τους σημαντικότερους προβληματισμούς με τους οποίους απασχολούνται τα σύγχρονα στελέχη των επιχειρήσεων αναφέρονται στην «Κεφαλαιακή διάρθρωση» που θα ακολουθήσει η εταιρία τους και στην προσπάθεια επίτευξης υψηλής κερδοφορίας.

Οι βασικές πηγές χρηματοδότησης, ειδικά σε μακροχρόνιο βαθμό, προέρχονται από «εξωτερικές» και «εσωτερικές» πηγές της επιχείρησης. Οι εξωτερικές πηγές χρηματοδότησης αποτελούνται από τα «ξένα», προς την επιχείρηση, κεφάλαια τα οποία μπορεί να προέρχονται είτε μέσω δανεισμού (δανειακά κεφάλαια), είτε μέσω νέου μετοχικού κεφαλαίου (συμμετοχή τρίτων μέσω αύξησης του Μετοχικού Κεφάλαιου της επιχείρησης). Από την άλλη, οι εσωτερικές πηγές χρηματοδότησης αποτελούνται από «εσωτερικές» ροές κεφαλαίων, όπως είναι τα παρακρατηθέντα κέρδη ή η αύξηση των ιδίων κεφαλαίων των υφιστάμενων ιδιοκτητών της επιχείρησης.

Η «Κεφαλαιακή διάρθρωση» μιας εταιρίας αναφέρεται στο αποτελεσματικότερο μείγμα κεφαλαίων, το οποίο είναι απαραίτητο για την επιβίωση και επιτυχία λειτουργίας της επιχείρησης. Έτσι, τα στελέχη της καλούνται να αποφασίσουν ποιο είναι το ιδανικό όριο μεταξύ ξένων και ιδίων κεφαλαίων, ώστε η επιχείρηση να επιτυγχάνεται η ιδανική ισορροπία μεταξύ των αναμενόμενων αποδόσεων των κεφαλαίων που θα επενδυθούν και των αντίστοιχων κινδύνων που συνεπάγονται οι συγκεκριμένες, κάθε φορά, επενδυτικές αποφάσεις.

Για την απάντηση σε αυτόν τον προβληματισμό, αναφορικά με το άριστο σημείο της κεφαλαιακής διάρθρωσης, έχουν αναπτυχθεί διάφορες προσεγγίσεις-μέθοδοι, όπως είναι η Παραδοσιακή Μέθοδος (Traditional Approach), η μέθοδος του Καθαρού Λειτουργικού Εισοδήματος (Net Operation Income Approach) και η Μέθοδος του Καθαρού Εισοδήματος (Net Income Approach). Ωστόσο σημαντικότερη όλων είναι η θεωρία των F.Modigliani και H. Miller.

Από την άλλη πλευρά, όσον αφορά τον δεύτερο σοβαρό προβληματισμό που έχουν να απαντήσουν τα στελέχη των επιχειρήσεων σχετίζεται με την επιχειρηματική πολιτική που θα πρέπει να ακολουθήσουν ώστε να εξασφαλίσουν την αποδοτικότητα και κερδοφορία των οργανισμών στις οποίες προΐστανται, διοικούν ή εργάζονται.

Αυτό επιτυγχάνεται μέσω μια σειράς αποφάσεων αναφορικά με τους κάτωθι τομείς:

- Καινοτομία (νέες τεχνολογίες, νέα προϊόντα ή νέες διαδικασίες/διεργασίες που δημιουργούν και χρησιμοποιούν οι επιχειρήσεις)
- Εξωστρέφεια (την στρόφη της επιχείρησης προς τις εξαγωγές)
- Μέγεθος επιχείρησης (μικρομεσαίες και μεγάλες επιχειρήσεις)
- Επίπεδο εκπαίδευσης προσωπικού (επίπεδο εκπαίδευσης και εμπειρία την οποία διαθέτουν τα στελέχη και οι εργαζόμενοι της επιχείρησης)
- Εκπαίδευση ανθρώπινου δυναμικού στο επιχειρησιακό περιβάλλον (συνεχής συμμετοχή εργαζομένων σε προγράμματα εκπαίδευσης).

Όλα τα παραπάνω πραγματεύεται η παρούσα πτυχιακή εργασία μέσα στα δύο μέρη της.

ΜΕΡΟΣ Ι

ΚΕΦΑΛΙΑΚΗ ΔΙΑΡΘΡΩΣΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1 – ΥΠΟΘΕΣΕΙΣ ΤΗΣ ΘΕΩΡΙΑΣ ΤΗΣ ΚΕΦΑΛΑΙΑΚΗΣ ΔΙΑΡΘΡΩΣΗΣ

1.1 Εισαγωγή

Ως «Κεφαλαιακή Διάρθρωση» μιας επιχείρησης νοούνται οι μορφές με τις οποίες χρηματοδοτείται μόνιμα προκειμένου να καλύψει τις διάφορες λειτουργικές και τις ανάγκες της σε πάγιο εξοπλισμό και επενδύσεις, όπως είναι ο μακροπρόθεσμος δανεισμός, το προνομιούχο μετοχικό κεφάλαιο της επιχείρησης και τα ίδια κεφάλαια των κοινών μετοχών.

Από τα παραπάνω γίνεται φανερό ότι οι βασικές πηγές χρηματοδότησης, ειδικά σε μακροχρόνιο βαθμό, προέρχονται από «εξωτερικές» και «εσωτερικές» πηγές της επιχείρησης. Οι εξωτερικές πηγές χρηματοδότησης αποτελούνται από τα «ξένα», προς την επιχείρηση, κεφάλαια τα οποία μπορεί να προέρχονται είτε μέσω δανεισμού (δανειακά κεφάλαια), είτε μέσω νέου μετοχικού κεφαλαίου (συμμετοχή τρίτων μέσω αύξησης του Μετοχικού Κεφάλαιο της επιχείρησης). Από την άλλη, οι εσωτερικές πηγές χρηματοδότησης αποτελούνται από «εσωτερικές» ροές κεφαλαίων, όπως είναι τα παρακρατηθέντα κέρδη ή η αύξηση των ιδίων κεφαλαίων των υφιστάμενων ιδιοκτητών της επιχείρησης.

Αναφορικά με τις εξωτερικές πηγές χρηματοδότησης αυτές, συνήθως, πραγματοποιούνται μέσω του τραπεζικού δανεισμού ή / και της έκδοσης ομολογιών και εξ' αυτών οι δανειστές αποκτούν πρόσβαση και δικαιώματα έναντι των περιουσιακών στοιχείων και των κερδών της επιχείρησης. Έτσι, σε περίπτωση αδυναμίας εκπλήρωσης των υποχρεώσεων (αποπληρωμή δανειζόμενου κεφαλαίου και τόκων), που αναλαμβάνει η επιχείρηση μέσω του δανεισμού, προκαλούνται χρηματοοικονομικές δυσχέρειες οι οποίες μπορεί να αποβούν κρίσιμες για την επιβίωση της.

Από την άλλη πλευρά, η χρηματοδότηση μιας επιχείρησης μέσω εσωτερικών πηγών (παρακρατηθέντα κέρδη ή / και αύξηση ιδίων κεφάλαια) μπορεί να αυξάνουν τις υποχρεώσεις της, ωστόσο αυτής της μορφής οι υποχρεώσεις -λόγω του γεγονότος ότι προέρχονται από τους ίδιους τους ιδιοκτήτες της- τις κάνουν να εμπεριέχουν μικρότερο κίνδυνο.

Γίνεται, λοιπόν, φανερό ότι λόγω της διαφορετικότητας που υπάρχει στον κίνδυνο μεταξύ της εξωτερικής και της εσωτερικής χρηματοδότησης, η κεφαλαιακή διάρθρωση μιας επιχείρησης είναι επιθυμητό να «γέρνει» προς την πλευρά της εσωτερικής, δηλαδή ο όγκος των απαραίτητων -για την λειτουργία της- κεφαλαίων να προέρχεται εκ των έσω της. Ωστόσο, όμως αφενός η πιθανότητα ανυπαρξίας διαθέσιμων «εσωτερικών» κεφαλαίων και, αφετέρου, η δυνατότητα εξεύρεσης φθηνών «εξωτερικών» κεφαλαίων (ειδικά σε περιόδους χαμηλών επιτοκίων και πληθωρισμού), κάνουν την επιλογή των πηγών χρηματοδότησης μια όχι εύκολη επιλογή. Έτσι, αναβλύζουν τα κάτωθι -ζωτικής σημασίας για το μέλλον της επιχείρησης - ερωτήματα και προβληματισμοί:

- Χρηματοδότηση επιχείρησης με εξωτερικό φθηνό, αλλά και επικίνδυνο, δάνειο ή εσωτερική, ακριβή και ίσως μη διαθέσιμη χρηματοδότηση;
- Ποιο είναι το σημείο (ποσοστό) εκείνο μέχρι του οποίου η κεφαλαιακή διάρθρωση μεταξύ εσωτερικών και εξωτερικών πηγών είναι άριστη και κάνει ασφαλή την λειτουργία της επιχείρησης;

Απάντηση στα παραπάνω ερωτήματα και ειδικότερα αναφορικά με το άριστο σημείο της κεφαλαιακής διάρθρωσης προσπάθησαν να δώσουν διάφορες έρευνες που πραγματοποιήθηκαν, κυρίως κατά την δεκαετία του 1950 στις Ηνωμένες Πολιτείες της Αμερικής. Αποτέλεσμα αυτών ήταν η «γέννηση» τριών βασικών προσεγγίσεων-μεθόδων:

- i. Η Παραδοσιακή Μέθοδος (Traditional Approach)
- ii. Η μέθοδος του Καθαρού Λειτουργικού Εισοδήματος (Net Operation Income Approach), και
- iii. Η Μέθοδος του Καθαρού Εισοδήματος (Net Income Approach)

Πριν την παρουσίαση των παραπάνω μεθόδων, θα αναλυθούν, παρακάτω, ορισμένες βασικές έννοιες και παράμετροι στις οποίες βασίζονται οι εν λόγω θεωρίες και κυριότερα αυτή της αναλογίας του χρέους μιας επιχείρησης σε σχέση με τα ίδια κεφάλαια ή την αξία των μετοχών της.

Πιο συγκεκριμένα δίδονται οι παρακάτω έννοιες:

- K_n = το ονομαστικό επιτόκιο του δανείου της επιχείρησης

- B= η ονομαστική αξία του δανείου
- R= οι τόκοι των δανείων σε ευρώ (=B x K_n) (1)
- I= τα χρηματοοικονομικά έξοδα, όπου οι τόκοι R έχουν αυξηθεί με τυχόν δαπάνες που αυξάνουν την εξυπηρέτηση του δανεισμού, διαφορετικά I=R (2)
- D= η χρηματιστηριακή αξία του δανείου η οποία όταν συμπίπτει με την ονομαστική είναι B
- E= τα καθαρά λειτουργικά κέρδη
- S= η ολική αξία των μετοχών ή των ιδίων κεφαλαίων
- V= το άθροισμα των αξιών του ομολογιακού δανείου D και των μετοχών S, δηλαδή V=D+S
- K_{πτφ}= τα λειτουργικά κέρδη πριν από την αφαίρεση των τόκων και του φόρου εισοδήματος
- T= ο φορολογικός συντελεστής του εισοδήματος

Επιπρόσθετα, οι τρεις βασικές κατηγορίες απόδοσης και κόστους στα χρηματοοικονομικά των επιχειρήσεων είναι οι ακόλουθες:

A. Απόδοση χρέους της επιχείρησης

Η απόδοση του χρέους της επιχείρησης ορίζεται ως η σχέση που υπάρχει μεταξύ των ετήσιων χρηματοοικονομικών εξόδων της και της αξίας του χρέους της, ενώ ως αλγεβρικής σχέσης παρουσιάζεται ως:

$$K_d = \frac{I}{D} (3)$$

Όπου,

I= ετήσια χρηματοοικονομικά έξοδα και

D= αξίας χρέους

Αν, σύμφωνα με τα παραπάνω αναφερόμενα (1) και (2) ως ετήσια χρηματοοικονομικά έξοδα ορίσουμε τους τόκους των δανείων σε ευρώ, τότε ο τύπος (3) μπορεί να γραφεί και ως ακολούθως:

$$K_d = \frac{I}{D} = \frac{K_n \times B}{D}$$

Β. Κόστος Ιδίων Κεφαλαίων

Ως κόστος Ιδίων Κεφαλαίων ορίζεται η σχέση μεταξύ των Λειτουργικών κερδών για τις μετοχές της εταιρίας προς την αντίστοιχη αξία των μετοχών και αντικατοπτρίζει την ζητούμενη από τους επενδυτές απόδοση επί των κερδών της εταιρίας.

Η αλγεβρική σχέση παρουσιάζεται ως:

$$K_e = \frac{E}{S} \quad (4)$$

όπου,

E= Λειτουργικά κέρδη για τις μετοχές και

S= Αξία των μετοχών

Λαμβάνοντας υπ' όψιν τους παραπάνω βασικές έννοιες, τότε η (4) μπορεί να γραφεί και ως ακολούθως:

$$K_e = \frac{E}{S} = \frac{(K_{\pi\Gamma\Phi} - DxK_d)x(1-T)}{S} \quad (5)$$

ενώ με λύση ως προς την αξία των μετοχών, S, η παραπάνω σχέση (5), γίνεται:

$$S = \frac{(K_{\pi\Gamma\Phi} - DxK_d)x(1-T)}{K_e} \quad (6)$$

Γ. Μέσο σταθμικό κόστος του κεφαλαίου

Ως Μέσο σταθμικό κόστος του κεφαλαίου ορίζεται η σχέση μεταξύ της Ταμειακής λειτουργικής ροής μετά από φόρους προς την συνολική αξία της επιχείρησης, ή αλγεβρικά ως:

$$K_o = \frac{O}{V} \quad (7)$$

Όπου,

O= Ταμειακή λειτουργική ροή μετά από φόρους και

V= Συνολική αξία της επιχείρησης

Λαμβάνοντας υπ' όψιν τους παραπάνω βασικές έννοιες, τότε η (6) μπορεί να γραφεί και ως ακολούθως:

$$K_o = \frac{O}{V} = \frac{K_{\pi\Gamma\Phi}x(1-T)}{V} \quad (8)$$

ενώ με λύση ως προς την συνολική αξία της επιχείρησης, V, η παραπάνω σχέση (7), γίνεται:

$$V = \frac{K_{\pi T \Phi} x(1-T)}{K_o} \quad (9)$$

Με τις κατάλληλες αλγεβρικές πράξεις μεταξύ των τύπων (7) και (9) καταλήγει στο συμπέρασμα ότι :

$$V = D + S(10)$$

1.2 Παραδοσιακή Μέθοδος

Η Παραδοσιακή Μέθοδος βασίζεται στην θεωρία σύμφωνα με την οποία η ύπαρξη της άριστης κεφαλαιακής διάρθρωσης μιας επιχείρησης εμφανίζεται στο σημείο εκείνο όπου το κόστος του κεφαλαίου ελαχιστοποιείται και, παράλληλα, η αξία της επιχείρησης μεγιστοποιείται. Με άλλα λόγια, μέσω της ορθής χρήσης των ξένων κεφαλαίων μπορεί να οδηγήσει στην μείωση του κεφαλαιακού κόστους με αποτέλεσμα η κεφαλαιακή διάρθρωση μιας επιχείρησης να φθάσει στο καλύτερο δυνατό επίπεδο και κατ' επέκταση η αξία της εταιρίας να αυξηθεί. Βασικοί πρεσβευτές της εν λόγω μεθόδου είναι οι P. Gordon¹, E. Solomon², J.F. Weston³, E.S. Schwartz⁴, J. Linter⁵ κ.α.

Για την κατανόηση τόσο της Παραδοσιακής Μεθόδου, όσο και των υπολοίπων μεθόδων (Μέθοδος του Καθαρού Λειτουργικού Εισοδήματος και Μέθοδος του Καθαρού Εισοδήματος), η παρουσίαση θα πραγματοποιηθεί μέσω μιας υποθετικής άσκησης κεφαλαιακής διάρθρωσης, από τα συμπεράσματα της οποίας θα γίνει

¹ Gordon,P., Barton,S., 1988, Corporate strategy and capital structure, Strategic Management Journal,Vol.9, Issue 6, pp 623–632, November/December 1988

² Solomon, E., 1963, Leverage and the Cost of Capital, The Journal of Finance, Vol 18, Issue 2, pp 273–279, May 1963

³ Weston J. F., 1982, Βασικές Αρχές της Χρηματοοικονομικής Διαχείρισης Και Πολιτικής, Εκδόσεις Παπαζήση.

⁴ Schwartz, E.S, Brennan, M. J., 1978, Corporate Income Taxes, Valuation, and the Problem of Optimal Capital Structure, The University of Chicago Press, Vol. 51, pp. 103-114, Jan. 1978

⁵ Lintner, J., 1963, The Cost of Capital and Optimal Financing of Corporate Growth, The Journal of Finance, Vol. 18, Issue 2, pp 292–310, May 1963

φανερή τόσο ο τρόπος σκέψης κάθε μεθόδου, όσο οι διαφορές που υπάρχουν μεταξύ τους.

Πιο συγκεκριμένα, έστω ότι για μια εταιρία ισχύουν τα ακόλουθα δεδομένα:

Πίνακας 1.1: Δεδομένα Υποθετικού παραδείγματος της Παραδοσιακής Μεθόδου

ΔΕΔΟΜΕΝΑ		ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ	ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑ
Χρέος	B		4.000€
Ονομαστικό επιτόκιο του δανείου	K_n		8%
Καθαρά Λειτουργικά Κέρδη	O		2.000€
Τόκοι	I	$I=B \times K_n = 4.000 \times 8\%$	320€
Κέρδη για τις μετοχές	E	$E=O - I = 2.000 - 320$	1.680€
Επιτόκιο Κεφαλαιοποίησης καθαρής περιουσίας	K_e		10%
Αξία των μετοχών	S	$K_e=E/S$ ή $S=E/K_e=1.680/10\%$	16.800€
Αξία του χρέους	D		4.000€
Ολική αξία της επιχείρησης	V	$V=D + S = 4.000+16.800$	20.800€
Τιμή μετοχής	P	$P=S / E = 16.800 / 1.680$	10€
Μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου (Ολικό επιτόκιο κεφαλαιοποίησης)	K_o	$K_o= O/V = 2.000 / 20.800$	9,6%

Πηγή: Ευθύνη της συγγραφέα

Εάν δεν υπήρχε χρέος (D) στην εταιρία, τότε η ολική αξία της επιχείρησης υπολογίζεται ως εξής:

$$V=D + S \Leftrightarrow V=S \text{ (11), όπου}$$

$$S=E/K_e = 2.000/10\%=20.000 \text{ (12)}$$

Άρα, από την (11) και (12) συνεπάγεται ότι η ολική αξία της επιχείρησης (V) ισούται με 20.000€ που με τη σειρά της παραπέμπει στο αποτέλεσμα ότι η αξία της εταιρίας -όταν δεν υπάρχει το προαναφερόμενο χρέος (4.000)- είναι χαμηλότερη από την αξία ότι υπάρχει χρέος (20.000<20.800).

Αντίστοιχα, αποτελέσματα προκύπτουν και από την διερεύνηση του ολικού

κόστους κεφαλαίου (K_0), όπου στην περίπτωση μη ύπαρξης χρέους ο τύπος του Μέσου σταθμικού κόστους κεφαλαίου δίδει:

$$K_0 = O/V = 2.000 / 20.000 = 10\%$$

Δηλαδή, το Μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου είναι μεγαλύτερο στην περίπτωση μη ύπαρξης χρέους, σε σχέση με το αντίστοιχο όταν υπάρχει χρέος κεφαλαίου ύψους 4.000€ ($10\% > 9,6\%$), που οδηγεί στο συμπέρασμα ότι η χρήση δανειακών κεφαλαίων αυξάνει την αξία της επιχείρησης και μειώνει το κόστος του κεφαλαίου.

Εναλλάκτικα, στην περίπτωση που παρθεί η απόφαση περί επέκτασης της χρηματοδότησης της εταιρίας μέσω ξένων κεφαλαίων (εξωτερικό δανεισμό) και μάλιστα σε υπέρμετρο επίπεδο, σύμφωνα με την Παραδοσιακή Μέθοδο, η τακτική αυτή θα οδηγήσει σε μείωση της αξίας της και σε αντίστοιχη άυξηση του κεφαλαίου της.

Έτσι, βασιζόμενοι στο προηγούμενο παράδειγμα, και υποθέτοντας, πλέον, ότι το χρέος της ίδιας εταιρίας διπλασιάζεται και τα 4.000€ ανεβαίνει στα 8.000€. Αυτό έχει ως αποτέλεσμα να αυξηθεί, παράλληλα, και ο χρηματοοικονομικός κίνδυνος για την πώληση των ομολογιών και η επιχείρηση να προσφέρει, αναγκαστικά, υψηλότερες αποδόσεις (υψηλότερο επιτόκιο). Έτσι, για παράδειγμα το νέο ονομαστικό επιτόκιο, πλέον, ανέρχεται σε 8,5% (από 8%) και το, αντίστοιχο επιτόκιο κεφαλαιοποίησης (για τον αυξημένο κίνδυνο) αυξάνεται από κατά δύο μονάδες και από 10% γίνεται 12%. Επιπρόσθετα, υποτίθεται ότι με το νέο χρέος των 4.000€ η εταιρία αγοράζει στην τρέχουσα τιμή των 10€ 400 μετοχές, με αποτέλεσμα οι μετοχές που απομένουν σε κυκλοφορία να περιόζονται σε 1.280 (=1680 - 400). Σύμφωνα με τα νέα δεδομένα, οι υπόλοιποι παράμετροι τροποποιούνται ως ακολούθως:

Πίνακας 1.2: Δεδομένα Υποθετικού παραδείγματος της Παραδοσιακής Μεθόδου με διπλασιασμό του χρέους της εταιρίας

ΔΕΔΟΜΕΝΑ		ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑ 1 ^{ου} ΠΑΡΑΔΕΙΓΜΑΤΟΣ	ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ	ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑ 2 ^{ου} ΠΑΡΑΔΕΙΓΜΑΤΟΣ
Χρέος	B	4.000€		8.000€
Ονομαστικό επιτόκιο του δανείου	K_n	8%		8,5%
Καθαρά Λειτουργικά Κέρδη	O	2.000€		2.000€

Τόκοι	I	320€	$I = B \times K_n$ $= 8.000 \times 8,5\%$	680€
Κέρδη για τις μετοχές	E	1.680€	$E = O - I$ $= 2.000 - 680$	1.320€
Επιτόκιο κεφαλαιοποίησης καθαρής περιουσίας	K_e	10%		12%
Αξία των μετοχών	S	16.800€	$K_e = E/S$ ή $S = E/K_e$ $= 1.320/12\%$	11.000€
Αξία του χρέους	D	4.000€		8.000€
Ολική αξία της επιχείρησης	V	20.800€	$V = D + S =$ $8.000 + 11.000$	19.000€
Τιμή μετοχής	P	10€	$P = S / E$ $= 11.000 / 1.280$	8,59€
Μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου (Ολικό επιτόκιο κεφαλαιοποίησης)	K_o	9,6%	$K_o = O/V$ $= 2.000 / 19.000$	10,5%

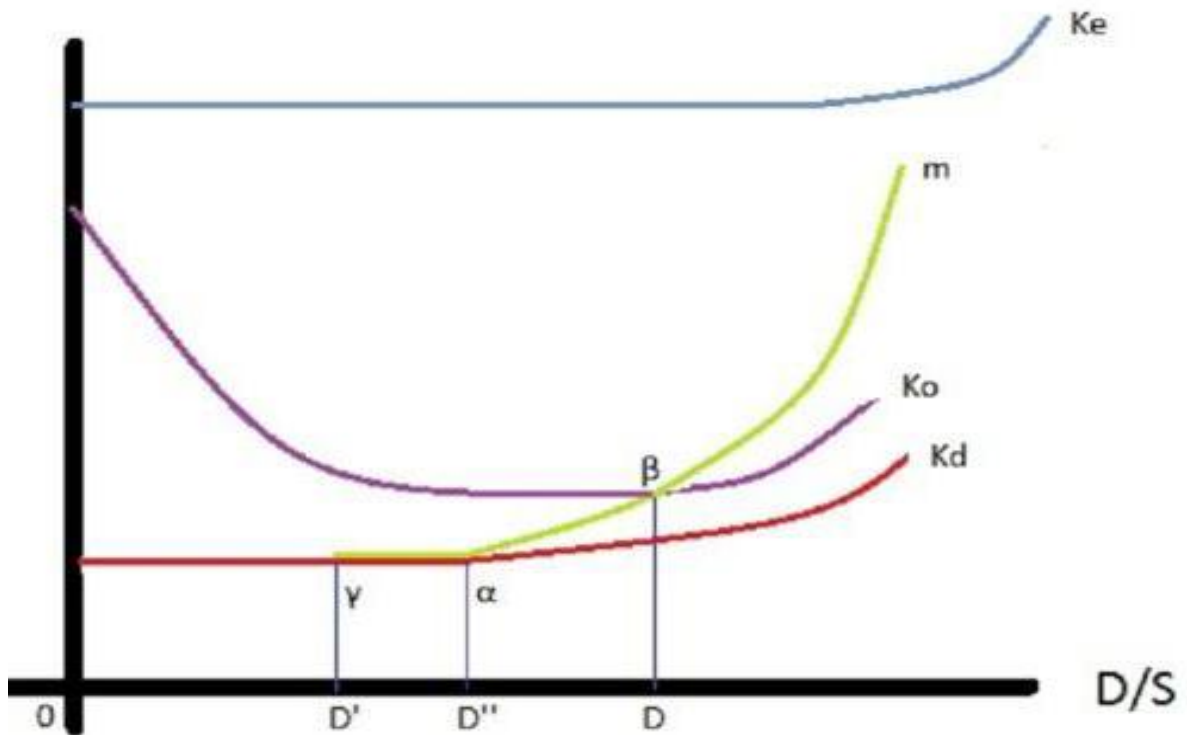
Πηγή: Ευθύνη της συγγραφέα

Άρα, εξ' αιτίας αυτής της μεταβολής (αύξησης χρέους), επιγραμματικά, συμπερένεται ότι η τιμή της μετοχής θα οριστεί, πλέον, σε 8,59€ ($= 11.000/1.280$), δηλαδή θα μειωθεί σε σχέση με την αρχική της τιμή, ενώ παράλληλα θα σημειωθεί αντίστοιχη μείωση και στην ολική αξία της εταιρίας, όπου από 20.800€ θα πέσει στα 19.000€. Τέλος, αύξηση σημειώνεται στο ολικό επιτόκιο κεφαλαιοποίησης το οποίο θα ανέλθει στο 10,5%, από 9,6%.

Συνοψίζοντας, η λειτουργία της Παραδοσιακής Μεθόδου Κεφαλαιακής Διάρθρωσης μπορεί να αποτυπωθεί διαγραμματικά ως ακολούθως (Παπούλιας, Γ., 2002)⁶:

⁶ Παπούλιας, Γ., 2002, Χρηματοοικονομική Διοίκηση (Financial Management), Πέμπτη Έκδοση, Εκδόσεις "Παλλάδιον" Αθανασίου

Διάγραμμα 1.1: Τρόπος λειτουργίας Παραδοσιακής Μεθόδου Κεφαλαιακής Διάρθρωσης



Πηγή: Παπούλιας, Γ., 2002, Χρηματοοικονομική Διοίκηση (Financial Management)

Όπου:

- Ke: το επιτόκιο με το οποίο η αγορά κεφαλαιοποιεί τα κέρδη, το οποίο κινείται ανοδικά καθώς αυξάνεται η δανειακή επιβάρυνση της εταιρίας. Ωστόσο, η άνοδος αυτή δεν είναι σε τέτοιο βαθμό, ώστε να αντισταθμίσει την, αντίστοιχη, αύξηση των κερδών που προέρχονται από τη χρήση των ξένων κεφαλαίων.
- Ko: το μέσο σταθμισμένο κόστος κεφαλαίου, το οποίο εξ' αιτίας του φθηνότερου κόστους των ξένων κεφαλαίων, έναντι της ακριβότερης εσωτερικής χρηματοδότησης (ιδίων κεφαλαίων), βαίνει μειούμενο, ενώ παράλληλα, η επερχόμενη αύξηση του Ke δεν είναι ικανή για να αντισταθμίσει το χαμηλό κόστος του χρέους. Ωστόσο, όμως, η μείωση αυτή δεν είναι «μόνιμη», καθώς μετά από κάποιο όριο αύξησης του χρέους το Ke, ξεκινάει να αυξάνεται και το Ko

μιας και η επίδραση του K_e δεν αντισταθμίζεται, πλέον, από τα «φθηνά» χρησιμοποιούμενα κεφάλαια.

- K_d : Το μέσο κόστος του χρέους της επιχείρησης, το οποίο παρότι για «μικρά» επίπεδα χρέους (D) παραμένει σταθερό καθώς οι επενδυτές θεωρούν χαμηλό το ρίσκο χρηματοδότησης αυτής, στην συνέχεια -και καθώς το χρέος αυξάνεται, μετά το σημείο α - ξεκινά να αυξάνει αυτό με την σειρά του αντικατοπτρίζοντας την ανάγκη των επενδυτών για αντιστάθμιση του αυξανόμενου κινδύνου (με αποτέλεσμα να ζητάνε μεγαλύτερη απόδοση για το χρέος της επιχείρησης).
- m : Η καμπύλη του οριακού κόστους δανεισμού, η οποία κινείται ανοδικά από το σημείο γ και μετά λόγω της συνεπακόλουθης πτώσης της τιμής της μετοχής της εταιρίας εξ' αιτίας της αντίστοιχης αύξησης της επίδρασης του χρέους (από το σημείο D' έως D''). Η άνοδος της m περνά από το κρίσιμο σημείο β στο οποίο οι καμπύλες m και K_o συναντώνται. Το σημείο αυτό αντιστοιχεί σε δανειακή επιβάρυνση (D) πέραν της οποίας οποιαδήποτε αύξηση δανεισμού θα συνοδευτεί από αντίστοιχη αύξηση του μέσου σταθμισμένου κόστους κεφαλαίου K_o . Με άλλα λόγια, όταν η επιχείρηση φθάνει στο σημείο όπου $m=K_o$ τότε θα πρέπει να σταματά την περαιτέρω χρηματοδότηση των επενδύσεων της μέσω αύξησης του χρέους.

Άρα, συμπερασματικά, σύμφωνα με τους υποστηρικτές της Παραδοσιακής Μεθόδου η άριστη κεφαλαιακή διάρθρωση μιας εταιρίας επιτυγχάνεται στο σημείο όπου η απόσταση του K_o από τον οριζόντιο άξονα είναι ελάχιστη, ενώ το ύψος του χρέους (D) στο σημείο αυτό θα υποδεικνύει το επίπεδο της δανειακής επιβάρυνσης στο οποίο θα πρέπει να κινείται η επιχείρηση.

1.3 Η μέθοδος του Καθαρού Λειτουργικού Εισοδήματος

Παρότι η Παραδοσιακή Μέθοδος προσπαθεί να εντοπίσει το άριστο επίπεδο της Κεφαλαιακής Διάρθρωσης της επιχείρησης το οποίο εξαρτάται από κόστος του κεφαλαίου (χαμηλό επίπεδο) και την αξία της εταιρίας (υψηλό επίπεδο), η μέθοδος του Καθαρού Λειτουργικού Εισοδήματος πρεσβεύει ότι η Κεφαλαιακή Διάρθρωση δεν

είναι συνάρτηση των δύο αυτών παραγόντων, αλλά κινείται ανεξάρτητα. Δηλαδή με άλλα λόγια, σε οποιοδήποτε επίπεδο και αν ανέρχεται η Κεφαλαιακή Διάρθρωση μιας επιχείρησης, αυτή δεν επηρεάζει και μεταβάλλει το κόστος κεφαλαίου και την αξία της. Οι κύριοι υποστηρικτές της μεθόδου αυτής είναι οι Modigliani και Miller (1958)⁷, των οποίων η μελέτη αποτελεί το βασικότερο θεώρημα κεφαλαιακής διάρθρωσης, πάνω στο οποίο βασίστηκαν οι περισσότερες μεταγενέστερες μελέτες. Κυριότερο, βέβαια, μειονέκτημα της θεωρίας τους αποτελεί το γεγονός ότι βασίζεται σε παραδοχές που ισχύουν μόνο κατά την ύπαρξη «τέλειων» κεφαλαιαγορών, δηλαδή απέχουν από την πραγματική οικονομική ζωή (όπως π.χ ύπαρξη τέλειας πληροφόρησης και ενιαίων επιτοκίων δανεισμού και μη ύπαρξη κόστους μεταβίβασης, κόστους χρεοκοπίας και φόρων).

Η παρουσίαση της, εν λόγω, μεθόδου θα γίνει -όπως και στην προηγούμενη ενότητα της Παραδοσιακής Μεθόδου - με το ίδιο υποθετικό παράδειγμα, με τις κάτωθι, όμως, διαφορές:

- Το ολικό κόστος κεφαλαίου (K_0) ανέρχεται σε 10% το οποίο, σύμφωνα με τα αναφερόμενα της μεθόδου, δεν μεταβάλλεται και
- Η αξία της επιχείρησης (V) ανέρχεται σε 10.000€, η οποία, σύμφωνα με τα αναφερόμενα της μεθόδου, δεν μεταβάλλεται.

Έτσι, λοιπόν, βασιζόμενοι στο παράδειγμα της ενότητας 1.2 (Παραδοσιακή Μέθοδος), ο πίνακας 1.2 μεταβάλλεται στον ακόλουθο πίνακα 1.3.

Πίνακας 1.3 Δεδομένα Υποθετικού παραδείγματος της μέθοδος του Καθαρού Λειτουργικού Εισοδήματος

ΔΕΔΟΜΕΝΑ		ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ	ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑ 1 ^{ου} ΠΑΡΑΔΕΙΓΜΑΤΟΣ	ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ	ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑ 2 ^{ου} ΠΑΡΑΔΕΙΓΜΑΤΟΣ
Χρέος	B		4.000€		8.000€
Ονομαστικό επιτόκιο του δανείου	K_n		8%		8%
Καθαρά Λειτουργικά Κέρδη	O		2.000€		2.000€
Τόκοι	I	$I=B \times K_n$ $=4.000 \times 8\%$	320€	$I=B \times K_n$ $=8.000 \times 8\%$	640€

⁷ Modigliani, F., Miller, H., 1958, «The Cost of Capital, Corporate Finance and the Theory of Investment»

Κέρδη για τις μετοχές	E	$E = O - I = 2.000 - 320$	1.680€	$E = O - I = 2.000 - 640$	1.360€
Επιτόκιο κεφαλαιοποίησης καθαρής περιουσίας	K_e		10,5%		11,33%
Αξία των μετοχών	S	$K_e = E/S$ ή $S = E/K_e = 1.680/10,5\%$	16.000€	$K_e = E/S$ ή $S = E/K_e = 1.360/11,33\%$	12.000€
Αξία του χρέους	D		4.000€		8.000€
Ολική αξία της επιχείρησης	V	$V = D + S = 4.000 + 16.000$	20.000€	$V = D + S = 8.000 + 12.000$	20.000€
Τιμή μετοχής	P	$P = S / E = 16.000 / 1.680$	9,52€	$P = S / E = 16.000 / 1.260$	9,52€
Μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου (Ολικό επιτόκιο κεφαλαιοποίησης)	K_o	$K_o = O/V = 2.000 / 19.000$	10%	$K_o = O/V = 2.000 / 19.000$	10%

Πηγή: Ευθύνη της συγγραφέα

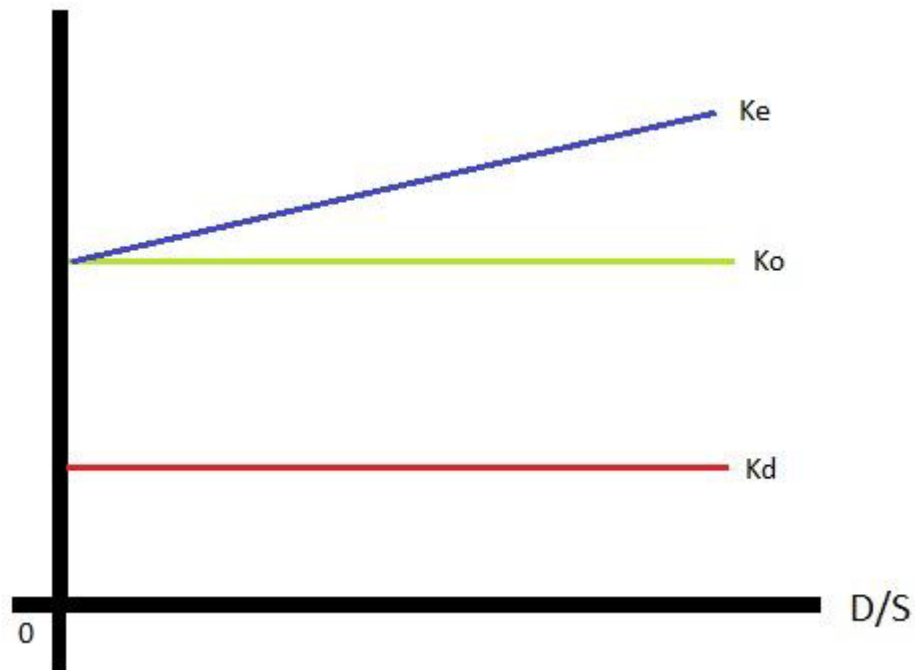
Από τα παραπάνω γίνεται φανερό ότι παρά την αύξηση του χρέους (διπλασιασμός) τόσο το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου (K_o) και η αξία της επιχείρησης (V) παρέμειναν σταθερά. Αντίθετα, αυτό που μεταβλήθηκε είναι το επιτόκιο κεφαλαιοποίησης (K_e), το οποίο ακολουθεί την μεταβολή (αύξηση) του βαθμού της δανειακής επιβάρυνσης, με αποτέλεσμα από 10,5% (με ύψος χρέους 4.000€) να αυξηθεί σε 11,33% (με επίπεδο χρέους 8.000€). Έτσι, υπό την υπόθεση της αγοράς μετοχών της εταιρίας με το νέο χρέος των 4.000€ έναντι της τρέχουσας τιμής (P) των 9,52€, η τιμή της μετοχής θα εξακολουθήσει να παραμένει σε αυτό το επίπεδο, καθώς τόσο οι νέες 420 (=4.000€/9,52€) μετοχές που αγοράζονται, όσο και οι 1260 (=1680-420) μετοχές που απομένουν (12.000/1260=9,52) έχουν ίδια τιμή. Ως εκ τούτου, η αλλαγή στην κεφαλαιακή διάρθρωση της εταιρίας δεν έχει επίπτωση στην τιμή της μετοχής της.

Έτσι, συμπεραίνεται εύκολα ότι, σύμφωνα και με τα αναφερόμενα της μεθόδου του Καθαρού Λειτουργικού Εισοδήματος οι παράμετροι της επιχείρησης: κόστος κεφαλαίου, αξία της επιχείρησης και τιμή μετοχής παραμένουν σταθερές παρά την μεταβολή του βαθμού δανειακής επιβάρυνσης. Έτσι, σύμφωνα με την μέθοδο αυτή άριστη κεφαλαιακή διάρθρωση δεν υπάρχει.

Διαγραμματικά, η μέθοδος του Καθαρού Λειτουργικού Εισοδήματος

απεικονίζεται στο παρακάτω Διάγραμμα 1.2.

Διάγραμμα 1.2 : Τρόπος λειτουργίας της μεθόδου του Καθαρού Λειτουργικού Εισοδήματος της Κεφαλαιακής Διάρθρωσης



Πηγή: Παπούλιας, Γ.,(2002), Χρηματοοικονομική Διοίκηση (Financial Management)

Από το παραπάνω διάγραμμα γίνεται εύκολα αντιληπτό τα προαναφερόμενα χαρακτηριστικά της μεθόδου του Καθαρού Λειτουργικού Εισοδήματος της Κεφαλαιακής Διάρθρωσης όπου το μέσο κόστος του χρέους της επιχείρησης (K_d) και το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου (K_o) παραμένουν αμετάβλητα σε αντίθεση με την απόδοση των κερδών (K_e), η οποία κινείται ανοδικά.

1.3.1. Η Μέθοδος του Καθαρού Εισοδήματος

Η τελευταία μέθοδος κεφαλαιακής διάρθρωσης είναι η Μέθοδος του Καθαρού Εισοδήματος, η οποία έρχεται σε αντίθεση με την προηγούμενη μέθοδο του Καθαρού Λειτουργικού Εισοδήματος. Ειδικότερα, σύμφωνα με την μέθοδο αυτή η σχέση μεταξύ της ολικής αξίας της εταιρίας και του ρυθμού χρήσης ξένων κεφαλαίων είναι

ανάλογη, ενώ σε σχέση με το κόστος του κεφαλαίου αντιστρόφως ανάλογη. Έτσι, όταν τα ξένα κεφάλαια αυξάνονται τότε παρατηρείται αύξηση στην ολική αξία της επιχείρησης και μείωση στο κόστος του κεφαλαίου. Αυτό οφείλεται στο γεγονός ότι, σύμφωνα με τη μέθοδο αυτή, στην αγορά η κεφαλαιοποίηση των καθαρών κερδών πραγματοποιείται με σταθερό επιτόκιο ανεξαρτήτου ύψους δανειακής επιβάρυνσης.

Και αυτή η μέθοδος θα παρουσιαστεί μέσω της ίδιας υποθετικής επιχείρησης με τα ίδια υποθετικά χαρακτηριστικά, με την μόνη διαφορά ότι πλέον παραμένουν σταθερά η απόδοση των κερδών (K_e) και το μέσο κόστος του χρέους της επιχείρησης (K_d).

Έτσι, σύμφωνα με τη μέθοδο του Καθαρού εισοδήματος, ο Πίνακας 1.3 του Καθαρού Λειτουργικού Εισοδήματος, τροποποιείται ως ακολούθως:

Πίνακας 1.4 Δεδομένα Υποθετικού παραδείγματος της μέθοδος του Καθαρού Εισοδήματος

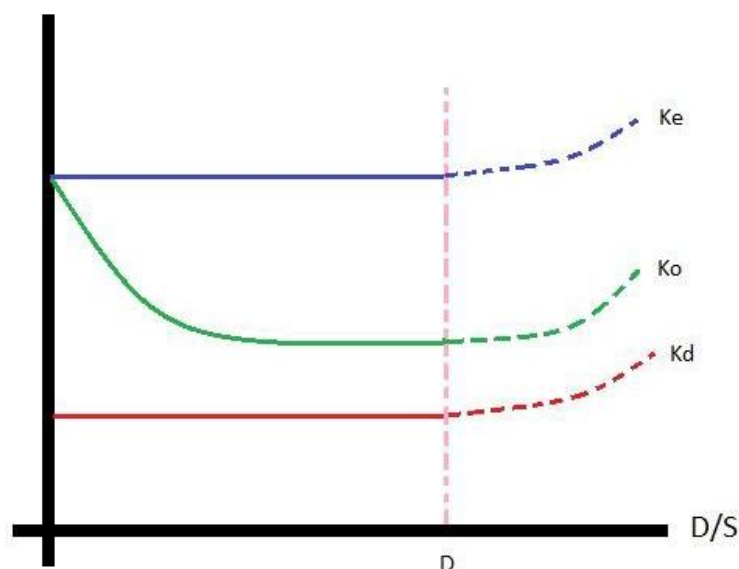
ΔΕΔΟΜΕΝΑ		ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ	ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑ 1 ^{ου} ΠΑΡΑΔΕΙΓΜΑΤΟΣ	ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ	ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑ 2 ^{ου} ΠΑΡΑΔΕΙΓΜΑΤΟΣ
Χρέος	B		4.000€		8.000€
Ουσιαστικό επιτόκιο του δανείου	K_n		8%		8%
Καθαρά Λειτουργικά Κέρδη	O		2.000€		2.000€
Τόκοι	I	$I=B \times K_n$ $=4.000 \times 8\%$	320€	$I=B \times K_n$ $=8.000 \times 8\%$	640€
Κέρδη για τις μετοχές	E	$E=O - I$ $=2.000 - 320$	1.680€	$E=O - I$ $=2.000 - 640$	1.360€
Επιτόκιο Κεφαλαιοποίησης καθαρής περιουσίας	K_e		10%		10%
Αξία των μετοχών	S	$K_e=E/S$ ή $S=E/K_e$ $=1.680/10\%$	16.800€	$K_e=E/S$ ή $S=E/K_e$ $=1.360/10\%$	13.600€
Αξία του χρέους	D		4.000€		8.000€
Ολική αξία της επιχείρησης	V	$V=D + S$ $=4.000+16.800$	20.800€	$V=D + S$ $=8.000+13.600$	21.600€
Τιμή μετοχής	P	$P=S / E$ $=16.800 / 1.680$	10,00€	$P=S / E'$ $=13.600 / 1.280$	10,63€
Μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου (Ολικό επιτόκιο κεφαλαιοποίησης)	K_o	$K_o= O/V$ $=2.000 / 20.800$	9,6%	$K_o= O/V$ $=2.000 / 21.600$	9,26%

Πηγή: Ευθύνη της συγγραφέα

Στο εν λόγω υποτιθέμενο παράδειγμα του παραπάνω πίνακα 1.4, γίνεται η παραδοχή ότι η αύξηση του χρέους προέρχεται από την αγορά 400 (=4.000€/10€) μετοχών της εταιρίας στην τρέχουσα τιμή, η οποία ανέρχεται σε 10€, με αποτέλεσμα ο αριθμός των εναπομένων μετοχών να ανέρχεται σε 1.280 (=1.680-400). Η νέα αξία αυτών των μετοχών ανά μονάδα (P) μεταβάλλεται πλέον σε 10,63€ (=13.600€/1.280), έτσι ώστε να γίνεται αντιληπτό ότι -παρά τον διπλασιασμό του χρέους- η τιμή των μετοχών, αντί να μειωθεί, αυξήθηκε. Αντίστοιχη αύξηση παρατηρείται και στην ολική αξία της επιχείρησης, V (από 20.800€ σε 21.600€), ενώ, αντίθετα, το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου (K_0) ακολουθεί καθοδική πορεία (από 9,6% σε 9,26%).

Διαγραμματικά, η μέθοδος του Καθαρού Λειτουργικού Εισοδήματος απεικονίζεται στο παρακάτω Διάγραμμα 1.3.

Διάγραμμα 1.3 : Τρόπος λειτουργίας της μεθόδου του Καθαρού Εισοδήματος της Κεφαλαιακής Διάρθρωσης



Πηγή: Παπούλιας, Γ.,(2002), Χρηματοοικονομική Διοίκηση (Financial Management)

Όπως προκύπτει από το παραπάνω Διάγραμμα 1.3, η δανειακή επιβάρυνση έως την οποία είναι δυνατή η έκταση της χωρίς να δημιουργούνται κίνδυνοι για την κεφαλαιακή διάρθρωση της επιχείρησης είναι το σημείο D, στο οποίο επιτυγχάνεται η μεγιστοποίηση της τιμής της μετοχής και ταυτόχρονα η ελαχιστοποίηση του

κεφαλαιακού κόστους. Ειδικότερα, στο σημείο D θεωρείται ότι υπάρχει άριστη κεφαλαιακή διάρθρωση. Βέβαια, στο σημείο αυτό θα πρέπει να τονιστεί ότι η εν λόγω μέθοδος δεν λαμβάνει υπ' όψιν της ότι η «ποιότητα» των κερδών μιας επιχείρησης επιβαρύνεται από την αύξηση των δανειακών υποχρεώσεων της, καθώς στην πραγματικότητα μια τέτοια κατάσταση αυξάνει τον χρηματοδοτικό κίνδυνο (και άρα το Ονομαστικό επιτόκιο δανεισμού) των κερδών της.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2 – ΑΝΑΛΥΣΗ ΚΙΝΔΥΝΩΝ

2.1 Εισαγωγή

Τα κέρδη μιας εταιρίας στο τέλος κάθε λειτουργικής χρήσης διανέμονται στους μετόχους (ιδιοκτήτες) της, αφού πρώτα καλυφθούν όλες οι υποχρεώσεις της επιχείρησης σε λειτουργικά και μη έξοδα, τόκους και φόρους. Αυτό το πλεόνασμα μεταξύ εσόδων και εξόδων μοιράζεται μεταξύ των προνομιούχων και των κοινών μετόχων. Φυσικά, οι προνομιούχοι μέτοχοι προηγούνται έναντι των κοινών στην διανομή των μερισμάτων, με αποτέλεσμα το όφελος των κοινών μετόχων από την συμμετοχή τους στην εταιρία να μην είναι πάντα εξασφαλισμένα. Έτσι, το κέρδος των δανειστών και των ομολογιούχων είναι συχνό φαινόμενο να υπερτερεί έναντι των εσόδων των μετόχων, ειδικά σε κλάδους επιχειρήσεων οι οποίοι βρίσκονται σε ύφεση ή σε μεμονωμένες επιχειρήσεις οι οποίες αντιμετωπίζουν πρόβλημα στις πωλήσεις τους.

Σε γενικότερες γραμμές, οι κίνδυνοι που έχουν να αντιμετωπίσουν οι μέτοχοι μιας εταιρίας είναι οι κάτωθι:

1. Ο επιχειρηματικός κίνδυνος
2. Ο χρηματοοικονομικός κίνδυνος
3. Ο λειτουργικός κίνδυνος
4. Ο κίνδυνος μη κάλυψης του σταθερού χρηματοοικονομικού κόστους.

2.2 Επιχειρηματικός Κίνδυνος

Σύμφωνα με την οικονομική θεωρία «επιχειρηματικός κίνδυνος» υπάρχει για οποιαδήποτε οικονομική δραστηριότητα, απ' όπου κι αν προέρχεται η χρηματοδότηση αυτής. Πιο συγκεκριμένα, ο επιχειρηματικός κίνδυνος αναφέρεται στην διαφορά (απόκλιση) που παρατηρείται μεταξύ των επιδιωκόμενων (προσδοκώμενων) κερδών και των πραγματοποιηθέντων. Η κατηγορία αυτή των εξεταζομένων κερδών αναφέρεται στα λειτουργικά κέρδη προ φόρων και τόκων

Καθώς ο επιχειρηματικός κίνδυνος αναφέρεται στα λειτουργικά κέρδη, γίνεται αντιληπτό ότι αυτός εξαρτάται από συνθήκες κάτω από τις οποίες λειτουργεί η επιχείρηση σε συνάρτηση με αναμενόμενες ροές χρήματος που θα προέρθουν από τις αντίστοιχες λειτουργικές πωλήσεις. Δηλαδή με απλά λόγια αυτός βασικά επηρεάζεται από την μέθοδο παραγωγής των προϊόντων που πουλάει και το ύψος των πωλήσεων αυτών των προϊόντων. Έτσι, η μέτρηση του εν λόγω κινδύνου δίδεται από την απόκλιση που υπάρχει μεταξύ του αναμενόμενου προσδοκώμενου κέρδους και της διακύμανσης που υπάρχει στα προβλεπόμενα κέρδη. Π.χ εάν το προσδοκώμενος μέσος όρος κέρδους για ένα κλάδο είναι 7%, ο επιχειρηματικός κίνδυνος θα είναι μικρότερος αν τα ετήσια λειτουργικά κέρδη της επιχείρησης κυμαίνονται μεταξύ 6 – 8% από ότι στην περίπτωση που αναμένεται να κυμανθούν μεταξύ 4 – 10%.

Ο επιχειρηματικούς κίνδυνος εκτός από τις εσωτερικές συνθήκες παραγωγής, εξαρτάται σε ένα σημαντικό βαθμό και από εξωτερικούς παράγοντες, τους οποίους δύσκολα -έως αδύνατον- μπορεί να ελέγξει και επηρεάσει. Ο βαθμός επίδρασης των εξωτερικών παραγόντων σε κάθε επιχείρηση δεν είναι ίδιος, αλλά εξαρτάται από τις ειδικότερες συνθήκες λειτουργίας και οργάνωσης της κάθε εταιρίας.

Γενικότερα, ως τέτοιοι παράγοντες (κίνδυνοι) μπορούν επιγραμματικά να ειπωθούν οι ακόλουθοι:

- Η οικονομική και πολιτική κατάσταση της χώρας που λειτουργεί η επιχείρηση
- Η οικονομική και πολιτική κατάσταση των χωρών από τις οποίες προέρχονται οι πρώτες ύλες της επιχείρησης (εισαγωγές)
- Η οικονομική και πολιτική κατάσταση των χωρών στις οποίες προωθούνται τα προϊόντα της επιχείρησης (εξαγωγές)
- Δημογραφικές μεταβολές (γεωγραφική κατανομή, ηλικία, ομάδες πληθυσμού κλπ) των περιοχών και χωρών στις οποίες απορροφούνται τα παραγόμενα προϊόντα.
- Η επιλεγμένη κυβερνητική πολιτική που ακολουθεί η εκάστοτε πολιτική ηγεσία της χώρας
- Το ύψος του ανταγωνισμού (σε εγχώριο και διεθνές επίπεδο)
- Εργατικό Κόστος

Ειδικότεροι παράγοντες που επηρεάζουν την επιχειρηματική δραστηριότητα της εταιρίας έχουν να κάνουν με τις συνθήκες που επικρατούν στον κλάδο δραστηριοποίησης της, όπως και στις εσωτερικές συνθήκες λειτουργίας της. Ως τέτοιοι παράγοντες (κίνδυνοι) μπορούν επιγραμματικά να ειπωθούν οι ακόλουθοι:

- Η φύση των αντικειμένου παραγωγής του κλάδου
- Το ύψος της απαιτούμενης επένδυσης για την δημιουργία και λειτουργία της επιχείρησης
- Η τεχνολογική επίδραση του κάθε κλάδου στον οποίο δραστηριοποιείται η κάθε επιχείρηση

Π.χ ο κλάδος της αυτοκινητοβιομηχανίας ενέχει μεγαλύτερο επιχειρηματικό κίνδυνο λόγω των υψηλών αναγκών σε εξειδικευμένο προσωπικό, επενδύσεις και εξοπλισμό, σε σχέση με τον μικρό κίνδυνο του κλάδου εστίασης

- Η λειτουργική μόχλευση η οποία χαρακτηρίζει κάθε επιχείρηση και η οποία σχετίζεται με την μεταβολή των κερδών (προ φόρων και τόκων) για κάθε μεταβολή στις δαπάνες. Πιο συγκεκριμένα, η λειτουργική μόχλευση η οποία χαρακτηρίζει μια εταιρία κατά την διάρκεια των προηγούμενων ετών δίδει ενδείξεις για τον τρόπο λειτουργίας και απόδοσης στο μέλλον. Έτσι, μια μεταβολή στις δαπάνες η οποία χαρακτηρίζεται πρωτίστως από μεταβολή των μεταβλητών δαπανών, εξ' αιτίας μιας μεταβολής των εσόδων, οδηγούν σε μεταβολή των κερδών εκμετάλλευσης με ρυθμό υψηλότερο από το ρυθμό μεταβολής των πωλήσεων. Ωστόσο όμως λόγω της επέκτασης της παραγωγής επεκτείνεται αντίστοιχα και ο επιχειρηματικός κίνδυνος.

2.3 Χρηματοοικονομικός κίνδυνος

Μια εταιρία καταφεύγει στην απόκτηση δανειακών κεφαλαίων προσδοκώντας ότι η απόδοσή τους θα οδηγήσει σε αύξηση των κερδών. Ο χρηματοοικονομικός κίνδυνος προέρχεται από αυτήν την προσπάθεια της επιχείρησης για εξεύρεση και άντληση ξένων κεφαλαίων με σκοπό την χρηματοδότηση των λειτουργιών της, ενώ αναφέρεται στον κίνδυνο που αναπτύσσεται για την εταιρία προκειμένου να καλύψει τα χρηματοοικονομικά έξοδα που δημιουργούνται προς τους δανειστές. Εξ' αιτίας

αυτού του γεγονότος (αύξηση σταθερών εξόδων λόγω αύξησης των χρηματοοικονομικών δαπανών) η οποία έχει αντίκτυπο στο ύψος των συνολικών εξόδων και κατ' επέκταση στο ύψος των καθαρών κερδών, σε περιόδους δυσμενών οικονομικών συνθηκών οι οποίες οδηγούν σε πτώση των πωλήσεων (και άρα των εσόδων), δημιουργούν επιπρόσθετους κινδύνους στην επιβίωση της επιχείρησης.

Με οικονομικούς όρους, ο εν λόγω κίνδυνος παρακολουθείται με τον βαθμό της χρηματοοικονομικής μόχλευσης. Η χρηματοοικονομική μόχλευση εκφράζεται ως ο λόγος των ξένων κεφαλαίων προς τα ίδια κεφάλαια. Μια θετική χρηματοοικονομική μόχλευση υποδεικνύει ότι το αποτέλεσμα της χρηματοδότησης της επιχείρησης δημιούργησε περισσότερα στοιχεία στο ενεργητικό μέσω της επένδυσης αυτών, παρά τις υποχρεώσεις (παθητικό) που δημιουργήθηκαν. Αντίθετα, μια αρνητική μόχλευση προδίδει ότι οι υποχρεώσεις που δημιουργήθηκαν είναι μεγαλύτερες από αυτά που κερδήθηκαν (αποκτήθηκαν).

2.4 Λειτουργικός κίνδυνος

Ο λειτουργικός κίνδυνος αναφέρεται στο σταθερό λειτουργικό κόστος το οποίο μια επιχείρηση έχει να καλύψει ανεξάρτητα από το ύψος της παραγωγής. Τέτοιες δαπάνες είναι το κόστος μισθοδοσίας, οι μισθώσεις ακινήτων (ενοίκια), οι εργοδοτικές εισφορές, τα χρηματοοικονομικά έξοδα κλπ. Ο εν λόγω κίνδυνος αποτελεί απειλή για την επιχείρηση καθώς ανεξάρτητα από τις οικονομικές συνθήκες που επικρατούν στην αγορά και το ύψος των πωλήσεων που επιτυγχάνει η εταιρία, οι δαπάνες αυτές πρέπει να καλυφθούν προκειμένου η λειτουργία της να παραμένει ανεπηρέαστη.

Προκειμένου η επιχείρηση να γνωρίζει το επίπεδο αυτό ορίζει το «νεκρό» σημείο παραγωγής της, δηλαδή το επίπεδο εκείνο παραγωγής το οποίο καλύπτει το σταθερό κόστος, προκειμένου να προσδιοριστεί το όριο πάνω από το οποίο η επιχείρηση πραγματοποιεί κέρδη. Αντίθετα, από το επίπεδο αυτό παραγωγής και κάτω η επιχείρηση δημιουργεί ζημιές.

2.5 Κίνδυνος μη κάλυψης του σταθερού χρηματοοικονομικού κόστους

Τελευταία κατηγορία κινδύνου, η οποία σχετίζεται και με τον κίνδυνο του χρηματοοικονομικού κινδύνου, είναι ο κίνδυνος αδυναμίας κάλυψης των χρηματοοικονομικών υποχρεώσεων της εταιρίας. Με άλλα λόγια πρόκειται για την κατάσταση κατά την οποία η επιχείρηση δεν μπορεί να πληρώσει (επιστρέψει) το κεφάλαιο που δανείστηκε από τρίτους, καθώς και τους αντίστοιχους τόκους αυτού.

Η κατάσταση αυτή δημιουργεί σοβαρές παρενέργειες στην λειτουργία της επιχείρησης και μπορεί να οδηγήσει ακόμα και στην πτώχευση και παύση των δραστηριοτήτων της. Συνήθως, ο υπερβολικός δανεισμός μιας εταιρίας και η αντίστοιχη αδυναμία ανταπόκρισης σε αυτόν οδηγεί σε δυσκολία ανεύρεσης νέων ξένων κεφαλαίων και σε πληρωμή ακόμα υψηλότερου χρηματοοικονομικού κόστους (λόγω αύξησης των επιτοκίων δανεισμού). Επιπρόσθετα, η ενδεχόμενη διάδοση αυτής της κατάστασης δημιουργούν επιπλέον προβλήματα καθώς πλέον οι προμηθευτές, οι συνεργάτες και τα στελέχη της επιχείρησης δυσκολεύονται να συνεχίσουν την συνεργασία μαζί της.

Ως εκ τούτων, αν τελικά το σύνολο των προβλημάτων οδηγήσει σε πλήρη αδυναμία πληρωμής των χρηματοοικονομικών δαπανών και άρα οδηγήσει την εταιρία σε κατάσταση πτώχευσης, τα κεφαλαιακά της αποθέματα εκτίθεται σε μέγιστο κίνδυνο.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3 – ΠΡΟΣΕΓΓΙΣΗ ΜΟΝΤΕΛΟΥ MODIGLIANI – MILLER

3.1 Η θεωρία των MODIGLIANI - MILLER

Όπως ειπώθηκε και στο Κεφάλαιο 1, η κεφαλαιακή διάρθρωση μιας επιχείρησης αναφέρεται στο συνδυασμό των διαφόρων μορφών κεφαλαίου (ξένα και ίδια κεφάλαια) με το οποίο κάθε εταιρία χρηματοδοτεί τις επενδύσεις της, ενώ ένας από τους ουσιαστικότερους προβληματισμούς είναι το ύψος και το επίπεδο εκείνο μεταξύ των ξένων και ιδίων κεφαλαίων με τα οποία μεγιστοποιείται η αξία της επιχείρησης.

Μεταξύ των θεωριών που έχουν αναπτυχθεί αναφορικά με τους παραπάνω προβληματισμούς, η σημαντικότερη και πιο πολυσυζητημένη, είναι η θεωρία των MODIGLIANI – MILLER^{8 9}. Ωστόσο, βέβαια η εν λόγω θεωρία εκτός από θερμούς υποστηρικτές (αναφορικά με την αξία και συμβολής της στην ερμηνεία της κεφαλαιακής διάρθρωσης) είχε και αυστηρούς επικριτές, σύμφωνα με τους οποίους υποστηριζόταν ότι η θεωρία της υιοθετούσε υπεραπλουστευμένες υποθέσεις και παραδοχές οι οποίες απείχαν από την πραγματικότητα.

3.2 Η θεωρία των MODIGLIANI – MILLER χωρίς φόρους

Η αρχική θεωρία των Modigliani - Miller βασίζεται στις κάτωθι παραδοχές - υποθέσεις:

1. Η τυπική απόκλιση των κερδών (προ τόκων και φόρων) προσδιορίζει τον επιχειρησιακό κίνδυνο των εταιριών, έτσι ώστε επιχειρήσεις να κατηγοριοποιούνται σε ομογενείς τάξεις κινδύνου ανάλογα με το βαθμό κινδύνου που τις χαρακτηρίζει.
2. Η κρίση των επενδυτών αναφορικά με τον προσδιορισμό των παρόντων κερδών πραγματοποιείται με τον ίδιο τρόπο, έτσι ώστε η εκτίμηση τους για τα μελλοντικά

⁸ Modigliani, F., Miller, H., 1958, «The Cost of Capital, Corporate Finance and the Theory of Investment», American Economic Review, June 1958

⁹ Modigliani, F., Miller, H., 1963, «Corporate income taxes and the Cost of Capital: A Correction», American Economic Review, June 1963

κέρδη να βασίζεται σε κοινά και ομογενή κριτήρια.

3. Η χρηματοοικονομική αγορά χαρακτηρίζεται από κοινά (ίδια) επιτόκια για όλες τις επιχειρήσεις και ανυπαρξία προμηθειών στις συναλλαγές.

4. Εξ' αιτίας της ύπαρξης της «τέλειας» κεφαλαιακής αγοράς και άρα της ανυπαρξίας δανειακού κινδύνου, υπάρχει κοινό και σταθερό επιτόκιο, τόσο στα κρατικά όσο και στα ιδιωτικά επιτόκια ανεξαρτήτως ύψους δανεισμού.

5. Η σχέση μεταξύ των ξένων και των ιδίων κεφαλαίων παραμένει σταθερή καθώς τα κέρδη μοιράζονται στους ιδιοκτήτες με την μορφή μερισμάτων και δεν επανεπενδύονται, ώστε να υπάρχει ανάπτυξη στην επιχείρηση.

6. Τέλος, δεν υπάρχουν επιχειρηματικοί και προσωπικοί φόροι.

Η παρουσίαση της θεωρίας των Modigliani και Miller χωρίς φόρους θα πραγματοποιηθεί με τις παρακάτω δύο προτάσεις:

ΠΡΟΤΑΣΗ 1

Σύμφωνα με την θεωρία των Modigliani και Miller, δεν υπάρχει διαφορά στην αξία μιας επιχείρησης είτε αυτή χρηματοδοτείται αποκλειστικά από ίδια κεφάλαια, είτε από συνδυασμό ιδίων και ξένων κεφαλαίων, καθώς η αξία και το κόστος κεφαλαίου δεν επηρεάζονται από την κεφαλαιακή της διάρθρωση.

Η συνολική αξία της εταιρίας υπολογίζεται από την κεφαλαιοποίηση των κερδών προ φόρων και τόκων (EBIT) και σε συνάρτηση με την πορεία ανάπτυξης που χαρακτηρίζει τον κλάδο στο οποίο ανήκει και λειτουργεί η επιχείρηση. Δηλαδή, ο προσδιοριστικός παράγοντας της αξίας της επιχείρησης είναι ο τρόπος λειτουργίας της, παρά η «καταγωγή» του χρησιμοποιούμενου κεφαλαίου.

Η παραπάνω παραδοχή εκφράζεται αλγεβρικά από το παρακάτω τύπο:

$$V = D + S = VL = Vu = E / Ko = E / KSU$$

όπου:

V = η ολική αξία της επιχείρησης

D = η αξία του χρέους

S = η αξία των μετοχών

VL = η αξία μιας επιχείρησης με μόχλευση (δανειακά κεφάλαια)

Vu = η αξία μιας επιχείρησης χωρίς μόχλευση

E = κέρδη προ τόκων και φόρων

KSU = κόστος ιδίων κεφαλαίων μιας επιχείρησης χωρίς μόχλευση

Ko = σταθμικό μέσο κόστος κεφαλαίου της επιχείρησης

ΠΡΟΤΑΣΗ 2

Σύμφωνα με την δεύτερη πρόταση των Modigliani και Miller δεν υπάρχει διαφορά στο κόστος των ιδίων κεφαλαίων μιας εταιρίας ανάλογα με την μόχλευση της. Αντίθετα, ο κίνδυνος είναι ίδιος και, απλά, προσαυξάνεται με το πριμ του χρηματοοικονομικού κινδύνου.

Η παραπάνω παραδοχή εκφράζεται αλγεβρικά από το παρακάτω τύπο:

$$KSL - KSU + \text{Risk Premium} = KSU + (KSU - KD) (D/S)$$

όπου:

KSL = κόστος ιδίων κεφαλαίων μιας επιχείρησης με μόχλευση ή το απαιτούμενο ποσοστό απόδοσης επί των ιδίων κεφαλαίων σε μια συγκεκριμένη ομάδα κινδύνου

KSU = κόστος ιδίων κεφαλαίων μιας επιχείρησης χωρίς μόχλευση

KD = κόστος δανειακών κεφαλαίων ή το απαιτούμενο ποσοστό απόδοσης επί των δανειακών κεφαλαίων που δε διατρέχει κίνδυνο

D/S = βαθμός δανειακής επιβάρυνσης

Έτσι, το κόστος των ιδίων κεφαλαίων αυξάνεται ανάλογα με την αύξηση του βαθμού μόχλευσης της εταιρίας.

Αναλυτικότερα, οι Modigliani και Miller αναφέρουν στην μελέτη τους ότι η προσπάθεια μιας εταιρίας να επωφεληθεί από το χαμηλό κόστος δανεισμού αντιπαρέρχεται από την ανάλογη αύξηση του κόστους των ιδίων κεφαλαίων λόγω της αντίστοιχης αύξησης του ρίσκου που αναλαμβάνουν οι μέτοχοι της (από την ύπαρξη του ρίσκου από την -εν δυνάμει- πιθανότητα αδυναμίας ανταπόκρισης στις απαιτήσεις των δανειακών κεφαλαίων). Επομένως, η ωφέλεια (κέρδος) του χαμηλού κόστους δανεισμού εξαλείφεται από την αύξηση του κόστους στα ίδια κεφάλαια.

Συμπερασματικά, λοιπόν, σύμφωνα με τις δύο παραπάνω προτάσεις των Modigliani και Miller η παραδοχή της μη ύπαρξης φόρων δεν επιδρά στην κεφαλαιακή διάρθρωση μιας επιχείρησης και άρα δεν επηρεάζει τόσο την αξία της, όσο και το κόστος κεφαλαίου της.

3.3 Η θεωρία των MODIGLIANI ΚΑΙ MILLER με επιχειρησιακούς φόρους

Σε συνέχεια των προτάσεων της προηγούμενης ενότητας 3.2, οι Modigliani και Miller επανήλθαν το 1963 με νέες προτάσεις με τις οποίες ουσιαστικά προσπάθησαν να επαναδιατυπώσουν τις αρχικές τους θέσεις, παραδεχόμενοι ότι η μη ύπαρξη φόρων αποτελεί σοβαρή παράλειψη. Έτσι, αναθεώρησαν τα αρχικά τους μοντέλα περιλαμβάνοντας, πλέον, και την επίδραση της ύπαρξη φόρων στην οικονομία και στην επιχείρηση. Μάλιστα, σύμφωνα με την δεύτερη πρότασή τους, οδηγούνται στο συμπέρασμα ότι τα ξένα (δανειακά) κεφάλαια στην κεφαλαιακή διάρθρωση της εταιρίας δημιουργούν εκπιπτόμενα έξοδα (τόκοι δανειακών κεφαλαίων) για την επιχείρηση, και ως εκ τούτου στους μετόχους να αναλογούν περισσότερα κέρδη.

ΠΡΟΤΑΣΗ 1

Σύμφωνα με την πρώτη πρόταση των Modigliani και Miller, η αξία μιας εταιρίας με μόχλευση υπολογίζεται ως το άθροισμα της αξίας μιας αντίστοιχης -χωρίς μόχλευση- εταιρίας η οποία ανήκει στην ίδια κατηγορία κινδύνου και της αξίας της σχετικής φορολογικής ελάφρυνσης (μόχλευσης) από την χρήση των ξένων κεφαλαίων (δανειακά κεφάλαια \times φορολογικός συντελεστής).

Τα παραπάνω, ως αλγεβρική συνάρτηση, αποτυπώνονται ως ακολούθως:

$$V_L = V_U + (T \times D)$$

όπου:

V_L = η αξία της μοχλευμένης επιχείρησης

V_U = η αξία της επιχείρησης χωρίς μόχλευση

D = η αξία των ξένων κεφαλαίων

T = ο φορολογικός συντελεστής

$T \times D$ = η ωφέλεια από τη χρήση δανειακών κεφαλαίων

Έτσι, σύμφωνα με την παραπάνω συνάρτηση, η αξία μιας επιχείρησης μεγιστοποιείται όσο περισσότερα ξένα κεφάλαια χρησιμοποιεί η εταιρία σε σχέση με τα ίδια κεφάλαια της.

Αντίστοιχα, η αξία μιας επιχείρησης χωρίς μόχλευση ως αλγεβρική συνάρτηση αποτυπώνεται ως ακολούθως:

$$V_U = S = \text{EBIT} (1 - T) / \text{KSU},$$

όπου:

V_U = η αξία της επιχείρησης χωρίς μόχλευση

S = η αξία των μετοχών

EBIT = τα κέρδη προ φόρων και τόκων

T = ο φορολογικός συντελεστής

KSU = κόστος ιδίων κεφαλαίων μιας επιχείρησης χωρίς μόχλευση

ΠΡΟΤΑΣΗ 2

Σύμφωνα με την δεύτερη πρόταση των Modigliani και Miller, η αξία μιας εταιρίας με μόχλευση υπολογίζεται ως το άθροισμα του κόστους των ιδίων κεφαλαίων μιας αντίστοιχης -χωρίς μόχλευση- εταιρίας η οποία ανήκει στην ίδια κατηγορία κινδύνου και ενός περιθωρίου (πριμ) κινδύνου. Το περιθώριο κινδύνου ισούται με την διαφορά που υπάρχει μεταξύ του κόστους των ίδιων κεφαλαίων μιας εταιρίας η οποία δεν έχει ξένα κεφάλαια και του αντίστοιχου κόστους των ξένων κεφαλαίων πολλαπλασιαζόμενο με τον συντελεστή (βαθμό) δανειακής επιβάρυνσης. Αλγεβρικά τα παραπάνω αποτυπώνονται ως ακολούθως:

$$\text{KSL} = \text{KSU} + (\text{KSU} - \text{KD}) (1 - T)(D / S),$$

όπου:

KSL = κόστος ιδίων κεφαλαίων μιας επιχείρησης με μόχλευση ή το απαιτούμενο ποσοστό απόδοσης επί των ιδίων κεφαλαίων σε μια συγκεκριμένη ομάδα κινδύνου

KSU = κόστος ιδίων κεφαλαίων μιας επιχείρησης χωρίς μόχλευση

KD = κόστος δανειακών κεφαλαίων ή το απαιτούμενο ποσοστό απόδοσης επί των δανειακών κεφαλαίων που δε διατρέχει κίνδυνο

T = ο φορολογικός συντελεστής

D = η αξία των ξένων κεφαλαίων

S = η αξία των μετοχών

Στον παραπάνω αλγεβρικό τύπο αναφορικά με τη μεταβλητή $(1-T)$ ισχύει ότι είναι χαμηλότερη της μονάδας, γεγονός που ορίζει ότι όταν μια επιχείρηση χρησιμοποιεί ξένα (δανικά) κεφάλαια και δραστηριοποιείται σε μια οικονομία όπου υπάρχει φορολογία, η αύξηση του κόστους στα ίδια κεφάλαια της είναι μικρότερη σε σχέση με την αντίστοιχη αύξηση στην περίπτωση δραστηριοποίησης της επιχείρησης σε οικονομία μη ύπαρξης φόρων. Και αυτό γιατί, όπως ειπώθηκε και παραπάνω, η φόροι μειώνουν το κόστος των ξένων κεφαλαίων λόγω της «έκπτωσης» αυτών από τα έξοδα της επιχείρησης.

ΜΕΡΟΣ ΙΙ

ΠΡΟΣΔΙΟΡΙΣΤΙΚΟΙ ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ ΚΕΡΔΟΦΟΡΙΑΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4 – ΚΑΙΝΟΤΟΜΙΑ

4.1 Καινοτομία

Σύμφωνα με τους Margaret A. White, Garry D. Bruton (White, Bruton, 2010¹⁰) ο όρος «Καινοτομία» αναφέρεται στις νέες τεχνολογίες, νέα προϊόντα ή νέες διαδικασίες/διεργασίες που δημιουργούν και χρησιμοποιούν οι επιχειρήσεις.

Κάθε καινοτομία, ανάλογα με την προέλευση της, διακρίνεται σε:

- Εσωτερική: όταν αυτή δημιουργήθηκε από την ίδια την εταιρία
- Εξωτερική: όταν αυτή δημιουργείται από μια εξωτερική πηγή και η επιχείρηση την αποκτά (με αγορά, παραχώρηση κλπ) για χρήση.

Οι καινοτομίες που χρησιμοποιεί μια επιχείρηση μπορεί να προέρχονται και από τις δύο πηγές.

Από την άλλη πλευρά, ο Οργανισμός για την Οικονομική Συνεργασία και την Ανάπτυξη (ΟΟΣΑ - OECD) έχει διατυπώσει πολλές φορές τον ορισμό της Καινοτομίας, με πρώτη προσπάθεια το 1992 στο Εγχειρίδιο του Όσλο. Ειδικότερα, στην 3η έκδοση εγχειριδίου του Όσλο (OECD, 2005¹¹), περιλαμβάνονται τέσσερις κατηγορίες καινοτομίας, από τις οποίες οι δύο αναφέρονται στην ανάπτυξης νέας ή ήδη υπάρχουσας τεχνολογίας, ενώ οι άλλες δύο σε μη τεχνολογικά σχετιζόμενες καινοτομίες. Πιο συγκεκριμένα, οι τέσσερις κατηγορίες καινοτομίας αποτυπώνεται ως ακολούθως:

- Η παραγωγή νέου προϊόντος ή η αναβάθμιση ενός προϊόντος ώστε να θεωρείται πλέον νέο αγαθό ή υπηρεσία (καινοτομία προϊόντος ή υπηρεσίας).
- Η δημιουργία και εφαρμογή μιας νέας μεθόδου παραγωγής ή μιας σημαντικά βελτιωμένης διαδικασίας παραγωγής (καινοτομία διεργασίας).
- Η εφαρμογή μιας νέας μεθόδου εμπορίας και προώθησης (marketing) των προϊόντων (καινοτομία εμπορικής εκμετάλλευσης)
- Η εφαρμογή μιας νέας οργανωτικής μεθόδου (καινοτομία οργάνωσης).

¹⁰ Margaret A. White, Garry D. Bruton, 2010, «Η στρατηγική διαχείριση της τεχνολογίας και της καινοτομίας», εκδόσεις ΚΡΙΤΙΚΗ.

Βασική προϋπόθεση για την ύπαρξη καινοτομίας σε μια επιχείρηση είναι η υιοθέτηση μιας ή περισσότερων από τις παραπάνω κατηγορίες, χωρίς να λαμβάνεται υπ' όψιν η πηγή από την οποία προέρχεται η καινοτομία (εσωτερική ή εξωτερική)

4.2 Κυριότεροι τύποι καινοτομιών

A. Καινοτομία προϊόντος

Η πιο απλή και κατανοητή μορφή καινοτομίας είναι η «Καινοτομία προϊόντος» (product innovation). Αναφέρεται, ουσιαστικά, στην ανάπτυξη ενός νέου προϊόντος ή στην βελτίωση ενός υφιστάμενου προϊόντος του οποίου τα τεχνικά και ποιοτικά χαρακτηριστικά του εξελίσσονται ώστε να ικανοποιεί πληρέστερα τις ανάγκες για τις οποίες παράγεται. Η καινοτομία προϊόντος αποτελεί αντικείμενο του τμήματος «Έρευνας και Ανάπτυξης» μιας εταιρίας, το οποίο είναι υπεύθυνο για την δημιουργία νέων προϊόντων ή για την βελτίωση και εξέλιξη των ήδη υφιστάμενων προϊόντων, ώστε να βελτιώνουν σε τέτοιο βαθμό την ικανοποίηση των αναγκών που να θεωρούνται ως «νέα» προϊόντα. Τέλος, καινοτομία προϊόντος θεωρείται και η κατάσταση κατά την οποία ένα αγαθό, χωρίς να μεταβληθεί σημαντικά, να μπορεί πλέον να χρησιμοποιηθεί σε νέες χρήσεις.

Πέραν της καινοτομίας προϊόντος, υπάρχει και η αντίστοιχη καινοτομία στις υπηρεσίες. Η Καινοτομία υπηρεσιών αναφέρεται στην ανάπτυξη νέων υπηρεσιών ή στην βελτίωση των μεθόδων κάλυψης μιας υπηρεσίας, ώστε αυτές να ικανοποιούνται πλέον αποτελεσματικότερα, ταχύτερα κλπ.

Η «πηγή» της Καινοτομία προϊόντος, όπως ειπώθηκε και στην αρχική ενότητα 4.1, μπορεί να προέρχεται είτε εκ των έσω της επιχείρησης μέσω του τομέα της Έρευνας και Ανάπτυξης, είτε από εξωτερικές πηγές. Όσον αφορά την πρώτη (εσωτερική) κατηγορία, η καινοτομία ανακύπτει κατόπιν διαφορετικών μορφών έρευνας. Πιο συγκεκριμένα, υπάρχουν τρεις βασικές μορφές έρευνας, οι οποίες είναι:

- Βασική έρευνα:

Αυτή η μορφή έρευνας επικεντρώνεται στην δημιουργία νέας γνώσης η οποία θα

¹¹ OECD, 2005, «Guidelines for collecting and interpreting innovation data», Oslo manual

είναι ικανή να συμβάλει στην ανάπτυξη νέων προϊόντων. Πρόκειται στην ουσία για θεωρητική έρευνα με σκοπό να προωθήσει τις υπάρχουσες θεωρίες και γνώσεις ένα βήμα παραπάνω. Συνήθως τέτοιου είδους έρευνα πραγματοποιείται από ακαδημαϊκά ιδρύματα, ειδικά ερευνητικά κέντρα και εργαστήρια.

- Εφαρμοσμένη έρευνα:

Η εφαρμοσμένη έρευνα έρχεται, ως προέκταση της προηγούμενης μορφής, να δώσει στην νέα γνώση -που παράχθηκε από την βασική έρευνα- μορφή με την δημιουργία νέων προϊόντων και με στόχο τη ανάπτυξη ανταγωνιστικού πλεονεκτήματος για κάθε επιχείρηση έναντι των υπολοίπων.

- Πειραματική έρευνα / Ολοκλήρωση συστημάτων:

Η μορφή αυτή έρευνας αποσκοπεί στην βελτίωση των ήδη υπάρχοντων αγαθών ή δραστηριοτήτων ώστε να εξελιχθούν και να ικανοποιούν καλύτερα τις ανάγκες για τις οποίες προορίζονται.

Από τις παραπάνω μορφές, η έρευνα που θα επιλέξει να χρησιμοποιήσει κάθε επιχείρηση, προκειμένου να καινοτομεί, εξαρτάται από τους διαθέσιμους χρηματικούς της πόρους (π.χ η βασική έρευνα θεωρείται ότι απαιτεί την δέσμευση μεγαλύτερων πόρων από ότι η εφαρμοσμένη έρευνα, ενώ η παραπάνω τρίτη μορφή δεσμεύει τους λιγότερους πόρους) καθώς και από τις μορφές έρευνας που επιλέγουν οι ανταγωνιστές και την αντίστοιχη ένταση έρευνας τους.

B. Καινοτομία διαδικασίας

Η καινοτομία διαδικασίας (process innovation) αναφέρεται στην δημιουργία και χρήση νέων αποδοτικότερων μεθόδων παραγωγής ή/και διανομής των προϊόντων μιας επιχείρησης μέσω της μεταβολής του τεχνικού εξοπλισμού και του λειτουργικού λογισμικού. Σκοπός αυτών είναι η ποσοτική και ποιοτική αύξηση της παραγωγής, η μείωση του συνολικού και του μέσου κόστους παραγωγής καθώς και η βελτίωση των συνθηκών και των χρόνων παράδοσης αυτών στους πελάτες. Τέτοιες καινοτομίες μπορεί να είναι η αντικατάσταση των γραμμών παραγωγής με νέες αυτοματοποιημένες ή ο ανασχεδιασμός του προϊόντος.

Πιο αναλυτικά, και σε αυτήν την κατηγορία καινοτομίας διακρίνονται τρεις διαφορετικές μορφές ανάλογα με το «βάθος» μεταβολής της παραγωγής:

- Νέες διαδικασίες

Στην μορφή αυτή καινοτομίας η διαδικασία παραγωγής μεταβάλλεται δραστικά με την αλλαγή τόσο του εξοπλισμού (νέος, βελτιωμένος εξοπλισμός) όσο και της συνολικής διαδικασίας παραγωγής του προϊόντος.

- Βελτιωμένες διαδικασίες

Στην μορφή αυτή οι μεταβολές είναι χαμηλότερου βαθμού σε σχέση με την προηγούμενη μορφή και βασίζονται περισσότερο στην βελτίωση των υφιστάμενων μεθόδων παραγωγής.

- Αναβαθμισμένες διαδικασίες

Η μορφή αυτή βασίζεται στην αντικατάσταση του εξοπλισμού με νέο εξοπλισμό ο οποίος όμως ακολουθεί την υφιστάμενη μέθοδο παραγωγής (ή μπορεί και να διαφοροποιείται ελαφρώς).

Αντίστοιχα με την Καινοτομία Προϊόντος, η «Καινοτομία διαδικασίας» μπορεί να αναφέρεται -πέρα από την παραγωγή υλικών αγαθών- και στην ανάπτυξη και μεταβολή των μεθόδων και τεχνικών παροχής υπηρεσιών μέσω της αντικατάστασης του εξοπλισμού ή του λογισμικού που χρησιμοποιεί η επιχείρηση.

Γ. Καινοτομία εμπορικής εκμετάλλευσης

Η καινοτομία εμπορικής εκμετάλλευσης (marketing innovation) αναφέρεται σε αλλαγές που πραγματοποιούνται στην προώθηση των προϊόντων και στην στρατηγική που ακολουθεί μια επιχείρηση με σκοπό την μεταβολή και βελτίωση:

- στη σχεδίαση των προϊόντων (σχήμα, εμφάνιση, λειτουργικά χαρακτηριστικά)
- στη συσκευασία τους (ειδικότερα όταν πρόκειται για κατηγορίες αγαθών όπως τρόφιμα, ποτά, απορρυπαντικά των οποίων η εμφάνιση τους μέσω της συσκευασίας αποτελεί προσδιοριστικό παράγοντα της «εικόνας» της επιχείρησης)
- στην τοποθέτησή τους στην αγορά
- στην προώθηση των προϊόντων
- στην τιμολόγησή τους

ώστε να επιτύχει:

- μεγαλύτερη ικανοποίηση των αναγκών των πελατών της
- την μεγαλύτερη διείσδυση στις υφιστάμενες αγορές της

- την είσοδο της σε νέες αγορές
- γενικότερα, την αύξηση των πωλήσεων της.

Η καινοτομία εμπορικής εκμετάλλευσης που χρησιμοποιεί μια επιχείρηση για να επιτύχει τα παραπάνω μπορεί είτε να αναπτύσσεται από την ίδια την εταιρία εκ των έσω της, είτε να αγοράζεται από εξωτερικές πηγές. Επιπρόσθετα, μπορεί είτε να εφαρμόζεται αποκλειστικά σε όλα ή σε μέρος από τα υφιστάμενα προϊόντα της, είτε να αφορά νέα προϊόντα όπου η επιχείρηση ενδιαφέρεται να περιλάβει στις πωλήσεις της.

Σε γενικές γραμμές, η εν λόγω μορφή καινοτομίας αναφέρεται σε μεθόδους τις οποίες η επιχείρηση τις χρησιμοποιεί για πρώτη φορά και οι οποίες στοχεύουν στην μεταβολή της προώθησης των προϊόντων της. Αντίθετα, εάν η μεταβολή στοχεύει απλά στην εισαγωγή μιας –ήδη χρησιμοποιημένης από την εταιρία- μεθόδου προώθησης σε ένα νέο προϊόν της, τότε η πράξη αυτή δεν θεωρείται καινοτομία εμπορικής εκμετάλλευσης.

Δ. Καινοτομία οργάνωσης (organizational innovation)

Η τελευταία μορφή καινοτομίας είναι η «Καινοτομία Οργάνωσης» (Organizational innovation) η οποία αναφέρεται στην οργάνωση της επιχείρησης και στις πρακτικές που ακολουθεί στις σχέσεις της με τους εργαζόμενους της και τους συνεργάτες της (προμηθευτές - πελάτες). Πιο αναλυτικά, όσον αφορά τις εσωτερικές σχέσεις της επιχείρησης (εργοδότη - εργαζομένου), η εν λόγω καινοτομία επικεντρώνεται τις ενέργειες που γίνονται με σκοπό την δημιουργία νέων καλύτερων μεθόδων και πρακτικών οργάνωσης της εργασίας. Όσον αφορά τις εξωτερικές σχέσεις της επιχείρησης η καινοτομία αναφέρεται στις μεθόδους συνεργασίας που αναπτύσσει με τις εξωτερικές πηγές (προμηθευτές, πελάτες, λοιπές επιχειρήσεις του κλάδου, ερευνητικά κέντρα, δημόσιο τομέα κλπ).

Στόχοι της «καινοτομίας οργάνωσης» για την επιχείρηση είναι:

- Η μείωση του διοικητικού κόστους
- Η μείωση του συναλλακτικού κόστους
- Η πτώση του κόστους προμηθειών
- Η αύξηση της ικανοποίησης του εργατικού προσωπικού για τις συνθήκες εργασίας που επικρατούν στην επιχείρηση

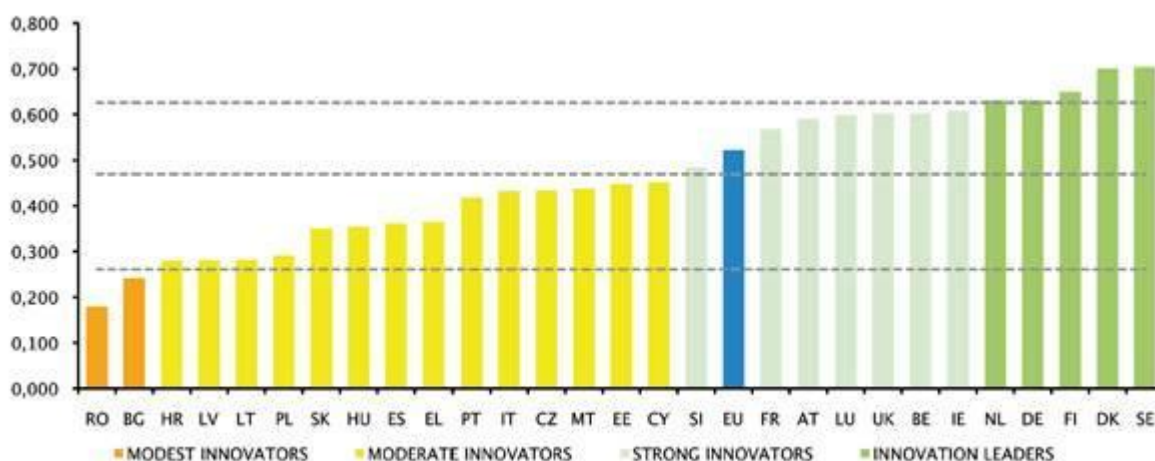
- Η βελτίωση της ικανοποίησης των εξωτερικών συνεργατών της επιχείρησης από την συνεργασία μαζί της

4.3 Οι επιδόσεις των χωρών της Ευρωπαϊκής Ένωσης στην καινοτομία, το 2016 (Εθνικό Κέντρο Τεκμηρίωσης, 2016)¹²

Η καινοτομία της ΕΕ πλησιάζει αυτήν της Ιαπωνίας και των ΗΠΑ, η Σουηδία κατέχει για μια ακόμη φορά ηγετική θέση, ενώ η Λετονία έχει αναδειχθεί στην ταχύτερα αναπτυσσόμενη χώρα σε αυτό τον τομέα. Αυτά είναι μερικά από τα κύρια συμπεράσματα που προκύπτουν από τον ευρωπαϊκό πίνακα αποτελεσμάτων για την καινοτομία (**European Innovation Scoreboard -EIS**) για το 2016, που ανακοινώθηκαν από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή.

Είναι, δε, χαρακτηριστικό ότι παρά τη θετική ανάπτυξη των επιδόσεων σε πολλά κράτη μέλη για την περίοδο 2008-2015, σημειώθηκε αναστροφή της τάσης κατά τη σύγκριση των ετών πριν και μετά το 2012, με πολλά κράτη μέλη να αντιμετωπίζουν αρνητική ανάπτυξη επιδόσεων για την περίοδο 2012-2015. Ειδικά για την περίοδο 2014-2015, σε 17 κράτη μέλη (μεταξύ των οποίων και η Ελλάδα) σημειώνεται αρνητική ανάπτυξη.

Διάγραμμα 4.1: Ευρωπαϊκός πίνακας αποτελεσμάτων για την καινοτομία



Πηγή: Εθνικό Κέντρο Τεκμηρίωσης

¹² Εθνικό Κέντρο Τεκμηρίωσης, 2016, Οι επιδόσεις των χωρών της Ευρωπαϊκής Ένωσης στην καινοτομία, το 2016, διαθέσιμο στο www.ekt.gr

Πιο αναλυτικά, η Ευρωπαϊκή Ένωση σε επίπεδο καινοτομίας πλησιάζει την Ιαπωνία και τις ΗΠΑ, ενώ χάνει έδαφος έναντι της Νότιας Κορέας. Αξίζει να σημειωθεί ότι κατά τη σύγκριση των κρατών μελών της ΕΕ με άλλες ευρωπαϊκές και γειτονικές χώρες, η Ελβετία παραμένει η πιο καινοτόμος ευρωπαϊκή χώρα.

Σύμφωνα με τις μέσες επιδόσεις καινοτομίας τους, όπως υπολογίζονται με έναν σύνθετο δείκτη (τον συνοπτικό δείκτη καινοτομίας), τα κράτη μέλη κατατάσσονται σε 4 ομάδες επιδόσεων. Η Δανία, η Φινλανδία, η Γερμανία, οι Κάτω Χώρες και η Σουηδία είναι "Πρωτοπόροι της καινοτομίας" (Innovation Leaders), με επιδόσεις πολύ υψηλότερες από εκείνες του μέσου όρου της ΕΕ, με την Σουηδία να ηγείται των ευρωπαϊκών χωρών. Η Αυστρία, το Βέλγιο, η Γαλλία, η Ιρλανδία, το Λουξεμβούργο, η Σλοβενία και το Ηνωμένο Βασίλειο είναι "Ισχυροί καινοτόμοι" (Strong Innovators), με επιδόσεις καινοτομίας μεγαλύτερες ή πλησίον του μέσου όρου της ΕΕ.

Οι επιδόσεις της Κροατίας, της Κύπρου, της Τσεχικής Δημοκρατία, της Εσθονίας, της Ελλάδας, της Ουγγαρίας, της Ιταλίας, της Λετονίας, της Λιθουανίας, της Μάλτας, της Πολωνίας, της Πορτογαλίας, της Σλοβακίας και της Ισπανίας είναι χαμηλότερες από τον μέσο όρο της ΕΕ. Αυτές είναι οι χώρες με "Μέτριες επιδόσεις στην καινοτομία" (Moderate Innovators). Η Βουλγαρία και η Ρουμανία είναι χώρες με "Χαμηλές επιδόσεις στην καινοτομία" (Modest Innovators), με επιδόσεις καινοτομίας πολύ κάτω από τον μέσο όρο της Ε.Ε.

Όσον αφορά την Ελλάδα, με βάση το European Innovation Scoreboard (EIS) 2016, η χώρα μας βρίσκεται στην 19η θέση μεταξύ των κρατών μελών της ΕΕ28, δύο θέσεις πιο πάνω σε σχέση με την αντίστοιχη κατάταξη για το 2015. Όσον αφορά τον δείκτη για τους ρυθμούς ανάπτυξης (growth performance) για όλη την περίοδο 2008-2015, η Ελλάδα κατέχει την 22η θέση.

Ιδιαίτερο ενδιαφέρον παρουσιάζουν τα στοιχεία για επιλεγμένους τομείς καινοτομίας, όπου την πρωτιά στην ΕΕ κατέχουν:

- η Σουηδία ως προς τους ανθρώπινους πόρους και την ποιότητα της ακαδημαϊκής έρευνας,
- η Φινλανδία ως προς τους γενικούς χρηματοδοτικούς όρους,
- η Γερμανία ως προς τις ιδιωτικές επενδύσεις στον τομέα της καινοτομίας,

- το Βέλγιο ως προς τα δίκτυα και τη συνεργασία στον τομέα της καινοτομίας, και
- η Ιρλανδία ως προς την καινοτομία στις μικρομεσαίες επιχειρήσεις.

Αξιοσημείωτη όμως είναι και η πορεία της Λετονίας που έχει αναδειχθεί στην ταχύτερα αναπτυσσόμενη χώρα στον τομέα της καινοτομίας, ενώ με εξίσου γρήγορους ρυθμούς αναπτύσσονται η Μάλτα, η Λιθουανία, οι Κάτω Χώρες και το Ηνωμένο Βασίλειο.

Διάγραμμα 4.2 Χάρτης Καινοτομίας στην Ευρωπαϊκή Ένωση, έτους 2016



Πηγή: Εθνικό Κέντρο Τεκμηρίωσης

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5 - ΕΞΩΣΤΡΕΦΕΙΑ

5.1 Εξωστρέφεια

Η εξωστρέφεια είναι άμεσα συνδεδεμένη με την στροφή της επιχείρησης προς τις εξαγωγές. Πιο συγκεκριμένα, η επαφή μιας επιχείρησης με το εξωτερικό ανοίγει τους ορίζοντες όχι μόνο ως προς τις πωλήσεις της αλλά και ως προς την οργάνωση της και τις μεθόδους παραγωγής και προώθησης. Έτσι, η επαφή αυτή με επιχειρήσεις του εξωτερικού με ευρύτερες και μοντέρνες μορφές οργάνωσης δίδουν την ευκαιρία στην εταιρία να χρησιμοποιήσει νέες μορφές οργάνωσης, οι οποίες θεωρούνται ως καινοτομία. Η νέες αυτές μορφές οργάνωσης μπορεί να είναι είτε «δανεικές» από επιχειρήσεις του εξωτερικού τις οποίες η επιχείρηση θεωρεί ότι ταιριάζουν με τα δεδομένα της, είτε μπορεί να αποτελούν αποτέλεσμα κίνητρου ή ιδέας από κάποια παρεμφερή μορφή οργάνωσης του εξωτερικού. Με αυτόν τον τρόπο οι εξαγωγές των επιχειρήσεων και η συναναστροφή με εταιρίες πέραν των εγχώριων συνόρων συμβάλει στην ανάπτυξη καινοτομιών.

Άρα, αναμένεται η αύξηση των εξαγωγών να οδηγεί και σε αντίστοιχη αύξηση των καινοτομιών, είτε προϊόντος (για να καλυφθούν με μεγαλύτερες ανάγκες παραγωγής), είτε οργάνωσης (ως αποτέλεσμα της επαφής με νέες μορφές οργάνωσης στο εξωτερικό). Το αποτέλεσμα αυτό επιβεβαιώνεται και από το Οικονομικό Οργανισμό Συνεργασίας και Ανάπτυξης όπου σύμφωνα με τα στοιχεία το 2008 παρατηρήθηκε ότι η αύξηση της εξωστρέφειας των επιχειρήσεων κατά δέκα ποσοστιαίες μονάδες συνέβαλε στην βελτίωση του βιοτικού επιπέδου κατά τέσσερις ποσοστιαίες μονάδες¹³. Φυσικά, με ο όρος «εξαγωγές» αναφέρεται στην αποστολή εγχώριων εμπορευμάτων στο εξωτερικό, με την αντίστοιχη τήρηση τελωνειακών, τραπεζικών ή άλλων διατυπώσεων και διαδικασιών και την εισαγωγή συναλλάγματος (Μαγδαληνός Α., 1990)¹⁴.

¹³ Ίδρυμα Οικονομικών & Βιομηχανικών Ερευνών, 2013, «Στρατηγική Μελέτη "ΑΝΑΠΤΥΞΗ ΑΝΘΡΩΠΙΝΟΥ ΔΥΝΑΜΙΚΟΥ ΚΑΙ ΚΑΙΝΟΤΟΜΟΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΟΤΗΤΑ"»

¹⁴ Μαγδαληνός Α., 1990, «Το Μάνατζμεντ Κόστους και Τιμών Αγαθών προς Εξαγωγή», International Trade Center, Αθήνα

5.2 Πλεονεκτήματα εξαγωγών

Η επίδραση των εξαγωγών στην ανάπτυξη τόσο των επιχειρήσεων, όσο και της οικονομίας ενός κράτους είναι, πέρα από κάθε αμφιβολία, σημαντική. Ειδικότερα, όσον αφορά τα οφέλη των εξαγωγών σε ένα κράτος αυτά είναι πολλά και κοινά, ανεξαρτήτως του μεγέθους της χώρας και του ύψους των εξαγωγών.

Το κυριότερο όφελος των εξαγωγών είναι η συμβολή τους στην μεγέθυνση της οικονομίας της χώρας της οποίας οι πωλήσεις των επιχειρήσεων της έχουν στραφεί προς το εξωτερικό (Krugman, P., Obstfeld, M., Melitz, M, 2011¹⁵). Πέραν του βασικού αυτού πλεονεκτήματος, οι εξαγωγές συμβάλουν στην:

- Μέγιστη εκμετάλλευση των εθνικών πόρων
- Αύξηση ροής ξένου συναλλάγματος
- Βελτίωση ισοζυγίου πληρωμών
- Μείωση γενικών δαπανών
- Βελτιωμένη απόδοση δαπανών σε υλικό εξοπλισμό
- Έρευνα και ανάπτυξη
- Δυνατότητα ορθολογικής παραγωγής και καλύτερης εκμετάλλευσης της παραγωγικής ικανότητας
- Αύξηση τζίρου εξαγωγικής επιχείρησης με ταυτόχρονη μείωση των γενικών εξόδων
- Εκμετάλλευση οικονομικών κλίμακας
- Βελτίωση της θέσης του προϊόντος στην εγχώρια αγορά

5.3 Επιδόσεις ελληνικών επιχειρήσεων στις Εξαγωγές¹⁶

Σύμφωνα με έρευνα του Πανελληνίου Συνδέσμου Εξαγωγέων (ΠΣΕ)¹⁷, ως προς το επίπεδο συμμετοχής της εξωστρέφειας στο σχηματισμό του Ακαθάριστου

¹⁵ Krugman, P., Obstfeld, M., Melitz, M., 2011, «International Economics, Theory and Policy», Global Edition

¹⁶ Ζησίμου, Στ., «Χαμηλές πτήσεις» για Ελλάδα στις εξαγωγές, www.euro2day.gr, δημοσίευση: 2 Απριλίου 2017, διαθέσιμο στο <http://www.euro2day.gr>

¹⁷ Πανελλήνιος Σύνδεσμος Εξαγωγέων, <http://www.pse.gr>

Εγχώριου Προϊόντος, η Ελλάδα **υπολείπεται κατά 14 μονάδες** από το μέσο όρο των χωρών της Ευρωπαϊκής Ένωσης.

Πιο συγκεκριμένα, το 2016 η συμμετοχή της εξωστρέφειας (εξαγωγές, τουρισμός, ναυτιλία) στο σχηματισμό του Ακαθάριστου Εγχώριου Προϊόντος στην Ελλάδα, περιορίζεται **στο μόλις 30,2%**, όταν ο ευρωπαϊκός μέσος όρος ανέρχεται στις σαράντα τέσσερις ποσοστιαίες μονάδες. Χαμηλή είναι και η εξωστρέφεια των επιχειρήσεων, με τον δείκτη εξαγωγών προς τις χώρες της Ευρωπαϊκής Ένωσης να περιορίζεται στο 6,05%, όταν ο αντίστοιχος μέσος όρος ανέρχεται στο 17,3%. Αντίστοιχα, ως προς τις εισαγωγές, το ελληνικό ποσοστό ανέρχεται στο 8,78%, υστερώντας κατά πολύ του ευρωπαϊκού μέσου όρου (26,95%). Όσον αφορά τις σχετικές ελληνικές εξαγωγές προς Τρίτες Χώρες, δραστηριοποιούνται 16.000 επιχειρήσεις με ποσοστό 2,5%, έναντι 3,2% του ευρωπαϊκού μέσου όρου. Επιπρόσθετα, με βάση και πάλι τα στοιχεία του Πανελληνίου Συνδέσμου Εξαγωγέων, από τις περίπου 705 χιλιάδες ενεργές επιχειρήσεις στην Ελλάδα, οι επιχειρήσεις που δραστηριοποιούνται στον τομέα των εξαγωγών περιορίζονται σε μόλις πενήντα επτά χιλιάδες, ενώ αν προστεθούν και οι επιχειρήσεις που δραστηριοποιούνται στις εισαγωγές, τότε αυτές μόλις που ξεπερνούν τις εβδομήντα χιλιάδες. Δηλαδή, μόλις το 10% του συνόλου των ενεργών επιχειρήσεων, έχει εξαγωγική ή εισαγωγική δραστηριότητα.

Ο αριθμός των εργαζομένων που απασχολούνται σε αυτές τις επιχειρήσεις ανέρχεται σε περίπου τετρακόσιες με τετρακόσιες είκοσι χιλιάδες, έναντι του συνολικού αριθμού των 2,14 εκατομμυρίων εργαζομένων (στο σύνολο των ενεργών επιχειρήσεων), ενώ από αυτούς οι εκατόν πενήντα χιλιάδες απασχολούνται σε μικρομεσαίες επιχειρήσεις. Έτσι, προκύπτει ένας μέσος όρος απασχόλησης 2,6 εργαζομένων ανά μικρομεσαία εξαγωγική – εισαγωγική επιχείρηση και 7-8 εργαζομένων ανά εξαγωγική – εισαγωγική επιχείρηση, γενικά.

Πέραν τις σημαντικής διαφοράς που υπάρχει στην απασχόληση μεταξύ μικρομεσαίων και μεγάλων επιχειρήσεων στο εν λόγω κλάδο, σοβαρές διαφορές υπάρχουν και όσον αφορά τη σύγκριση περιφέρειας και «Κέντρου». Πιο αναλυτικά, οι εξαγωγές που πραγματοποιούνται από επιχειρήσεις της Αττικής αντιστοιχούν οριακά πάνω από τις μισές συνολικές εξαγωγές της χώρας (50,9%). Ακολουθεί η Κεντρική Μακεδονία (22,4%), ενώ ουραγός είναι η Περιφέρεια των Ιονίων Νήσων με μόλις

0,1%¹⁸.

Εμπόδια στην ανάπτυξη και στην προώθηση των εξαγωγών αποτελούν:

- η έλλειψη χρηματοδότησης
- έλλειψη ικανών στελεχών με εμπειρία στις εξαγωγές
- έλλειψη κατάλληλων κέντρων πιστοποίησης προϊόντων
- έλλειψη κατάλληλων κέντρων πληροφόρησης για εξαγωγικές ευκαιρίες
- χαμηλά ποσοστά εξωστρέφειας επιχειρήσεων

Σύμφωνα με τον Πανελλήνιο Σύνδεσμο Εξαγωγέων, προκειμένου να αντιμετωπιστούν τα παραπάνω εμπόδια, είναι επιτακτική η δημιουργία δράσεων ανάπτυξης δεξιοτήτων των στελεχών που απασχολούνται στον τομέα των εξαγωγών και ειδικότερα στους τομείς του Διεθνούς Εμπορίου και της Εξωστρέφειας. Επιπρόσθετα, απαιτείται η δημιουργία δράσεων οι οποίες θα στοχεύουν στην εξωστρέφεια των ελληνικών επιχειρήσεων και στην προσαρμοστικότητα τους στους διεθνείς μεθόδους λειτουργίας και συνδιαλλαγής μέσω ανάπτυξης ειδικού στρατηγικού επιχειρησιακού προσανατολισμού, ανάπτυξη πολιτικών προσανατολισμού στον πελάτη, προσαρμογή στην εμπειρία πολλαπλών κουλτούρων και ανάπτυξη επικοινωνιακών δεξιοτήτων.

¹⁸ Πανελλήνιος Σύνδεσμος Εξαγωγέων, «Εξαγωγικό Εμπόριο της Ελλάδας», διαθέσιμο στο <http://www.pse.gr>

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6 – Μέγεθος επιχείρησης

6.1 Μέγεθος επιχείρησης

Σύμφωνα με έρευνες και μελέτες που έχουν πραγματοποιηθεί, το μέγεθος μιας επιχείρησης επηρεάζει σημαντικά την κερδοφορία της. Πιο συγκεκριμένα, οι Serrasqueiro και Nunes (Serrasqueiro και Nunes, 2008)¹⁹ οι μεγάλες εταιρίες διακρίνονται από τα κάτωθι πλεονεκτήματα:

- Έχουν ευκολότερη και καλύτερη πρόσβαση σε πηγές πληροφόρησης, ώστε να εκμεταλλεύονται αμεσότερα και αποτελεσματικότερα τις νέες ευκαιρίες.
- Η διαπραγματευτική ισχύς των μεγάλων επιχειρήσεων έναντι των προμηθευτών και των πελατών τους είναι κατά πολύ μεγαλύτερη σε σχέση με αυτή των μικρότερων.
- Έχουν ευκολότερη πρόσβαση σε πηγές χρηματοδότησης, ώστε να καλύπτουν τις κεφαλαιακές τους ανάγκες
- Διαθέτουν εξειδικευμένο στελεχιακό δυναμικό
- Διαθέτουν ικανότητα παρακολούθησης και διαφοροποίησης της επιχειρησιακής στρατηγικής που ακολουθούν εφόσον απαιτείται.

Αναφορικά με τις μικρές επιχειρήσεις, σύμφωνα με τους Yang και Chen (Yang και Chen, 2009)²⁰ μπορεί να μη χαρακτηρίζονται από τα παραπάνω πλεονεκτήματα, ωστόσο διαθέτουν τα δικά τους λειτουργικά στοιχεία με τα οποία αντιμετωπίζουν τα προβλήματα λόγω του μικρού τους μεγέθους. Πιο συγκεκριμένα, οι μικρές εταιρίες:

- Διαθέτουν ευελιξία ως προς την ιεραρχική δομή
- Μεταβάλλουν ευκολότερα την στρατηγική πολιτική τους και το περιβάλλον στο οποίο δραστηριοποιούνται

¹⁹ Serrasqueiro Z. S., P. M. Nunes, 2008, «Performance and Size: Empirical Evidence from Portuguese SMEs'», Small Business Economics

²⁰ Yang Chih-Hai, Ku-Hsieh Chen, 2009, «Are small firms less efficient?», Small Business Economics

6.2 Θεωρίες των επιχειρήσεων

Σύμφωνα με τον Johnsson (Johnsson,2007)²¹ έχουν αναπτυχθεί τρεις διαφορετικές θεωρίες αναφορικά με σχέση που υπάρχει μεταξύ του μεγέθους που έχει μια επιχείρηση και της αποδοτικότητας της. Έτσι, οι θεωρίες της επιρροής του μεγέθους στην αποδοτικότητα έχουν ως ακολούθως:

- Θεωρία εντολέα-εντολοδόχου

Καθώς συνήθως υπάρχει διαχωρισμός μεταξύ των ιδιοκτητών μιας μεγάλης επιχείρησης (μέτοχοι) και αυτών που είναι υπεύθυνοι για την διοίκηση αυτής (διευθύνων σύμβουλος, μέλη διοικητικού συμβουλίου κλπ), δημιουργούνται οι κατάλληλες συνθήκες ώστε να επιτελείται καταλληλότερη διοίκηση και διαχείριση της εταιρίας.

- Θεωρίες στρατηγικής

Δύο από τις βασικότερες αποφάσεις που πρέπει να πάρει μια επιχείρηση κατά τον στρατηγικό σχεδιασμό της είναι η θέση που θα λάβει της εντός του κλάδου στον οποίο δραστηριοποιείται. Αυτή η θέση αναφέρεται στην επιλογή θέσης χαμηλού κόστους ή στην επιλογή θέσης διαφοροποίησης, καθώς και το πόσο ευρύ ή περιορισμένο θα πρέπει να είναι το τμήμα της αγοράς στο οποίο απευθύνεται. Σύμφωνα με τον Porter ανάλογα με το πλεονέκτημα που έχει μια επιχείρηση (πλεονέκτημα κόστους ή πλεονέκτημα διαφοροποίησης) και την εστίαση που μπορεί να επιτύχει στην αγορά (ευρεία ή περιορισμένη εστίαση), αναπτύσσει την κατάλληλη στρατηγική ώστε να εκμεταλλευτεί στο έπακρο τα συγκριτικά της πλεονεκτήματα.

- Θεσμική θεωρία

Από μόνη της η ύπαρξη μιας μεγάλης επιχείρησης, δημιουργεί την ανάγκη να δραστηριοποιείται με συγκεκριμένα κριτήρια, τρόπους οργάνωσης και συμπεριφορές που χρησιμοποιούν οι μεγάλες εταιρίες

²¹ Johnsson, B., 2007, "Does the size matter? The relationship between size and profitability of Icelandic firms", Bifröst Journal of Social Science

Σε αντιπαράβολή με τα παραπάνω ο You (You, 1995)²² στην δική του μελέτη αναφορικά με τους προσδιοριστικούς παράγοντες του εταιρικού μεγέθους, εστιάζει στις μικρές επιχειρήσεις, καταγράφοντας τέσσερις προσεγγίσεις:

- Συμβατική μακροοικονομική προσέγγιση

Η προσέγγιση αυτή ονομάζεται και τεχνολογική προσέγγιση καθώς βασίζεται στην τεχνολογία που χρησιμοποιεί η επιχείρηση. Σύμφωνα, λοιπόν, με αυτή το μέγεθος μιας εταιρίας συναρτάται της τεχνικής και τεχνολογικής της αποδοτικότητας.

- Προσέγγιση του κόστους συναλλαγής

Η προσέγγιση αυτή ονομάζεται και θεσμική προσέγγιση και αναφέρεται στην σχέση που υπάρχει μεταξύ μεγέθους επιχείρησης και αποτελεσματικότητας ανεύρεσης των κατάλληλων χρηματοοικονομικών εργαλείων τα οποία προσδιορίζουν το κόστος συναλλαγής της.

- Προσέγγιση της βιομηχανικής οργάνωσης

Σύμφωνα με αυτή την προσέγγιση το μέγεθος της επιχείρησης προσδιορίζεται από την δύναμη και διάρθρωση της εταιρίας στην αγορά

- Προσέγγιση των δυναμικών μοντέλων κατανομής του μεγέθους των επιχειρήσεων

Σύμφωνα με αυτή την προσέγγιση το μέγεθος της επιχείρησης ορίζεται μέσω μοντέλων κύκλου ζωής και στοχαστικών μοντέλων.

Εκτός από τον You, έχουν αναπτυχθεί και άλλες σχετικές προσεγγίσεις, όπως είναι η μελέτη των Bauman και Kaen (Baumann, H. D. and Kaen, F. R., 2003)²³, σύμφωνα με την οποία υπάρχουν τεχνολογικές, οργανωτικές και θεσμικές θεωρίες αναφορικά με το μέγεθος μιας επιχείρησης. Πιο συγκεκριμένα:

- Τεχνολογικές θεωρίες

Οι θεωρίες αυτές επικεντρώνονται στο παράγοντα «φυσικό κεφάλαιο» μέσω του

²² You, J.-I., 1995, «Small firms in economic theory», Cambridge Journal of Economics

²³ Baumann, H. D. and Kaen, F. R., 2003 «Firm Size, Employees and Profitability in U.S. Manufacturing Industries», Social Science Research Network

οποίου επιτυγχάνονται οικονομίες κλίμακας και ο οποίος προσδιορίζει το βέλτιστο σημείο παραγωγής και κερδοφορίας της επιχείρησης.

- **Οργανωτικές θεωρίες**

Οι θεωρίες αυτές εστιάζουν στον τρόπο οργάνωσης και λειτουργίας της επιχείρησης με τους οποίους επιτυγχάνεται χαμηλά κόστη συναλλαγών και ελέγχου και συνεπώς αύξηση της κερδοφορίας της.

- **Θεσμικές θεωρίες**

Οι θεσμικές θεωρίες λαμβάνουν υπ' όψιν τους παράγοντες όπως ευρεσιτεχνίες ή η οργάνωση του κλάδου και της αγοράς που δραστηριοποιείται η επιχείρηση και τους οποίους εκμεταλλεύεται η εταιρία κατάλληλα ώστε να επιτύχει μέγιστη κερδοφορία.

6.3 Πώς μετράμε το μέγεθος των επιχειρήσεων;

Το μέγεθος μιας επιχείρησης μπορεί να προσδιοριστεί από διάφορους παράγοντες και με διάφορους υπολογισμούς, σύμφωνα με τους Kumar, K.B., R.G. Rajan, L. Zingales (Kumar, Rajan και Zingales, 2001)²⁴. Τέτοιοι παράγοντες αποτελούν:

- σύνολο ενεργητικού
- πωλήσεις
- προσωπικό
- προστιθέμενη αξία.

Ωστόσο, στην άποψη αυτή υπάρχουν και επικρίσεις. Πιο συγκεκριμένα, οι υποστηρικτές των τεχνολογικών θεωριών, οι οποίοι βασίζονται στην άποψη ότι οι εισροές κεφαλαίων δημιουργούν οικονομίες κλίμακας, πιστεύουν ότι το μέγεθος της επιχείρησης δεν μπορεί να προσδιοριστεί από τον παράγοντα «Ενεργητικό» και «Πωλήσεις». Αντίστοιχα, οι υποστηρικτές των οργανωτικών θεωριών και αυτή με τη σειρά τους δεν αποδέχονται τους δύο αυτούς παράγοντες ως προσδιοριστικούς του μεγέθους της επιχείρησης, με αποτέλεσμα οι δύο τελευταίοι παράγοντες (προσωπικό, προστιθέμενη αξία) να γίνονται περισσότερο, κοινά, αποδεκτοί.

²⁴ Kumar, K.B., R.G. Rajan, L. Zingales, 2001, «What determines firm size?», University of Chicago

Όσον αφορά τον παράγοντα της «προστιθέμενης αξίας», παρότι γίνεται αποδεκτός από την πλειοψηφία των θεωριών ως τρόπος υπολογισμού του μεγέθους μιας επιχείρησης, παρουσιάζει σοβαρές τεχνικές αδυναμίες. Πιο συγκεκριμένα, λόγω των σοβαρών δυσκολιών ακριβούς μέτρησης της, η προστιθέμενη αξία δεν μπορεί να χρησιμοποιείται πάντα με ευκολία και σιγουριά. Ως εκ τούτου, προτιμάται ο παράγοντας «προσωπικό», ο οποίος συνδυάζεται άμεσα και εύκολα με τις σχετικές δαπάνες και την σχετική προστιθέμενη αξία ανά απασχολούμενο.

Άλλες μελέτες οι οποίες έχουν πραγματοποιηθεί αναφορικά με την συσχέτιση που ενδεχομένως υπάρχει μεταξύ μεγέθους επιχείρησης και κερδοφορίας είναι οι κάτωθι:

- Μελέτη Yang και Chen

Οι Yang και Chen (Yang Chih-Hai, Ku-Hsieh Chen, 2009)²⁵ στην μελέτη που πραγματοποίησαν και στην οποία σύγκριναν μικρομεσαίες και μεγάλες επιχειρήσεις, ως προς την τεχνική τους απόδοση, με την χρήση διαφόρων μεθόδων εκτίμησης κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι δεν υπάρχει σαφής συσχετισμός.

- Μελέτη Serrasqueiro και Nunes

Οι Serrasqueiro και Nunes (Serrasqueiro, Z. S., Nunes P. M., 2008)²⁶ στην έρευνα που διενήργησαν το 2008 σε μικρομεσαίες και μεγάλες επιχειρήσεις στην Πορτογαλία διαπίστωσαν ότι υπάρχει μια θετική συσχέτιση μεταξύ μεγέθους και οικονομικής αποδοτικότητας στην πρώτη κατηγορία επιχειρήσεων (μικρομεσαίες), σε αντίθεση με τις μεγάλες επιχειρήσεις όπου η έρευνα έδειξε αρνητική συσχέτιση.

- Μελέτη Majmumdar (1997)

Ο Majmumdar (Majmumdar, S. K., 1997)²⁷ σε δική του μελέτη στην Ινδία προσπάθησε να διερευνήσει την συσχέτιση που υπάρχει μεταξύ μεγέθους, κερδοφορίας και παραγωγικότητας. Μελετώντας χίλιες είκοσι επιχειρήσεις κατέληξε

²⁵ Yang Chih-Hai, Ku-Hsieh Chen, 2009, «Are small firms less efficient?», Small Business Economics»

²⁶ Serrasqueiro Z. S., P. M. Nunes, 2008, «Performance and Size: Empirical Evidence from Portuguese SMEs», Small Business Economics

²⁷ Majmumdar, S. K., 1997 «The Impact of Size and Age in Firm-Level Performance: some Evidence from Indi», Review of Industrial Organization

στο συμπέρασμα ότι οι μεγάλες επιχειρήσεις υστερούν στην παραγωγικότητα αλλά υπερτερούν στην κερδοφορία σε σύγκριση με τις μικρότερες επιχειρήσεις.

- Μελέτη Lee

Ο Lee (Lee, J., 2009)²⁸ προσπάθησε να συσχετίσει το μέγεθος με την κερδοφορία των επιχειρήσεων χρησιμοποιώντας ένα δείγμα επτά χιλιάδων εισηγμένων -στο Αμερικάνικο Χρηματιστήριο- επιχειρήσεων. Στο συμπέρασμα που κατέληξε είναι ότι ναι, μεν, υπάρχει ισχυρή σχέση μεταξύ του μεγέθους επιχείρησης και της κερδοφορίας που επιτυγχάνει, ωστόσο η σχέση αυτή δεν είναι γραμμική.

- Μελέτη Amato και Burson

Τέλος, οι Amato και Burson (Amato, L. H., Burson, T. E., 2007)²⁹ στην δική τους έρευνα επικεντρώθηκαν στο κλάδο των χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων. Το αποτέλεσμα της μελέτης τους κατέδειξε μια ελαφρώς αρνητική σχέση στους παράγοντες μέγεθος – κερδοφορία, η οποία όμως –λόγω της μικρής συσχέτισης- εντοπίζονταν στα όρια του στατιστικού λάθους και γι αυτό και κατέληξε στο τελικό συμπέρασμα της ύπαρξης μιας ήπιας - αλλά όχι απαραίτητα γραμμικής - συσχέτισης.

²⁸ Lee, J., 2009, «Does Size Matter in Firm Performance? Evidence from US Public Firm», *Int. J. of the Economics of Business*

²⁹ Amato, L. H., Burson, T. E., 2007, *The Effects of firm size on profit rates in the financial services. Journal of Economics and Economic Education Research*, 8(1), 67–81.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7 - ΕΠΙΠΕΔΟ ΕΚΠΑΙΔΕΥΣΗΣ ΠΡΟΣΩΠΙΚΟΥ ΚΑΙ ΕΜΠΕΙΡΙΑ ΣΤΗΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗ

7.1 Επίπεδο εκπαίδευσης προσωπικού και εμπειρία στην επιχείρηση

Καθοριστικής σημασίας παράγοντας για την αποδοτικότητα μιας επιχείρησης αποτελεί το επίπεδο εκπαίδευσης και η εμπειρία την οποία διαθέτουν τα στελέχη και οι εργαζόμενοι της. Κι αυτό γιατί μια επιχείρηση από μόνη της δεν λειτουργεί. Το ανθρώπινο δυναμικό είναι αυτό που αποφασίζει, ενεργεί και αποδίδει.

Αναφορικά με την συνεισφορά του, εν λόγω, παράγοντα εκπαίδευσης – πείρα προσωπικού έχουν συγγραφεί μια πληθώρα μελετών και βιβλίων. Έτσι, οι M. Cant, A.Brink και A.A Ligthelm (Cant, Brink, Ligthelm, 2003)³⁰ αναγνώρισαν την συμβολή της εμπειρίας στην αποδοτικότητα της επιχείρησης και στην ουσιαστική επίδρασή της στην, εν γένει, λειτουργία της.

Σε αντίστοιχη μελέτη του G. Toohey (Toohey, 2009)³¹ πέρα από την αναφορά στην συμβολή της εμπειρίας στην λειτουργία μιας εταιρίας προχώρησε και στον διαχωρισμό των διαφόρων μορφών εμπειρίας που υπάρχουν (εμπειρία η οποία προέρχεται από προϋπηρεσία σε αντίστοιχη θέση άλλου οργανισμού ή επιχείρησης και εμπειρία η οποία έχει αποκτηθεί από την προϋπηρεσία στην ίδια την επιχείρηση). Επίσης, τόνισε το γεγονός ότι όταν λαμβάνεται υπ' όψιν ο παράγοντας εμπειρία κατά την επιλογή του προσωπικού τότε είναι πιθανότερη η επιτυχής πορεία της εταιρίας.

Οι W.M.S.K Wanigasekara και H.K.N.S Surangi (Wanigasekara και Surangi, 2011)³² σε δική τους έρευνα στις βιβλιογραφικές αναφορές που υπάρχουν αναφορικά με το ζήτημα σχέσης που ενδεχομένως υπάρχει μεταξύ αποδοτικότητας - εκπαίδευσης – εμπειρίας επιβεβαίωσαν την, εν λόγω, ισχυρή συσχέτιση.

³⁰ Cant, M., Brink, A. & Ligthelm A.A., 2003, «Problems experienced by small businesses in South Africa», 16th Annual Conference of Small Enterprise Association of Australia and New Zealand

³¹ Toohey G., 2009, «Experience and New Venture Performance», Cambridge Scholars Publishing, United Kingdom,

³² Wanigasekara, W.M.S.K & Surangi H.K.N.S, 2011, «Impact of level of education and business experience on business success among small retail owner managers in Sri Lanka», University of Kelaniya

Ο Α. Thapa (Thapa, 2007)³³ σε δική του έρευνα κατέληξε σε δύο συμπεράσματα. Το πρώτο ήταν ότι στις μικρομεσαίες επιχειρήσεις η συσχέτιση που υπάρχει μεταξύ κερδοφορίας και επιπέδου εκπαίδευσης του προσωπικού είναι θετική, ενώ το δεύτερο συμπέρασμα σχετίζεται με την εμπειρία και το εκπαιδευτικό επίπεδο του ίδιου του μάνατζερ της ίδιας εταιρίας. Πιο συγκεκριμένα, επιχειρήσεις των οποίων οι διαχειριστές τους χαρακτηρίζονταν από υψηλού επιπέδου εκπαίδευσης (τουλάχιστον 4 έτη ανώτατων σπουδών) και μεγάλη εργασιακή εμπειρία (άνω των δέκα ετών), είχαν μικρή πιθανότητα αποτυχίας.

Τέλος, στο αντίποδα των παραπάνω βιβλιογραφικών αναφορών, υπάρχουν και μελέτες οι οποίες κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι οι παράγοντες επίπεδο εκπαίδευσης – εργασιακή εμπειρία δεν είναι υποχρεωτικά θετικά συνδεδεμένοι με την επιτυχία της επιχείρησης. Πιο συγκεκριμένα, οι H. D. Baumann και F. R. Kaen (Baumann και Kaen, 2003)³⁴ υποστήριξαν ότι η συσχέτιση μεταξύ προϋπηρεσίας και αποδοτικότητας μπορεί να είναι αρνητική καθώς οι γνώσεις και οι τεχνικές που «κουβαλάει» κάποιος μαζί του από προηγούμενες επιχειρήσεις μπορεί να έρχονται σε σύγκρουση με την φιλοσοφία και τις τεχνικές της νέας εταιρίας και ως εκ τούτου να μην μπορεί να αποδώσει να μέγιστα και επιθυμητά.

7.2 Ελληνικό ανθρώπινο δυναμικό και επίπεδο εκπαίδευσης

Σύμφωνα με στοιχεία της Ευρωπαϊκής Ένωσης (Innovation Union Scoreboard³⁵) για το 2011, η θέση που κατέχει η Ελλάδα -όσον αφορά τους κάτοχους τριτοβάθμιου πτυχίου- είναι η εικοστή θέση ανάμεσα στις 27 χώρες της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Πιο συγκεκριμένα, στην Ελλάδα στην ηλικιακή ομάδα 30-34, περίπου ένας στους τρεις (30%) είναι κάτοχος πτυχίου τριτοβάθμιας εκπαίδευσης (Ανώτατης ή Ανώτερης Τεχνολογικής εκπαίδευσης). Το ποσοστό αυτό είναι ελαφρώς χαμηλότερο από τον ευρωπαϊκό μέσο όρο ο οποίος κινείται κοντά στο 33%, ενώ αξίζει να σημειωθεί, όπως

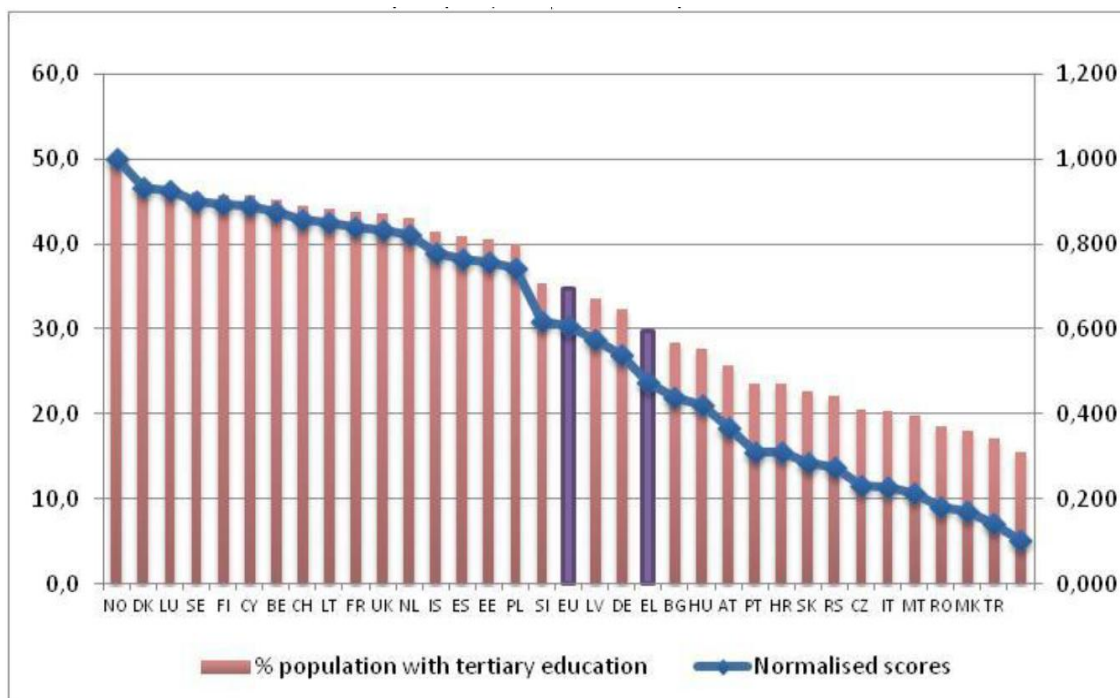
³³ Thapa A., 2007, «Micro-enterprises and household Income», The Journal of Nepalese Business Studies

³⁴ Baumann, H. D. and Kaen, F. R., 2003, «Firm Size, Employees and Profitability in U.S. Manufacturing Industries», Social Science Research Network

³⁵ Innovation Union Scoreboard 2011, διαθέσιμο στο <https://ec.europa.eu>

παρουσιάζεται αναλυτικά και το παρακάτω διάγραμμα 7.1, ότι υπάρχουν χώρες με ποσοστά που ξεπερνούν το 45%. Αυτό το στοιχείο παραπέμπει στην διαπίστωση ότι υπάρχουν αρκετά περιθώρια βελτίωσης.

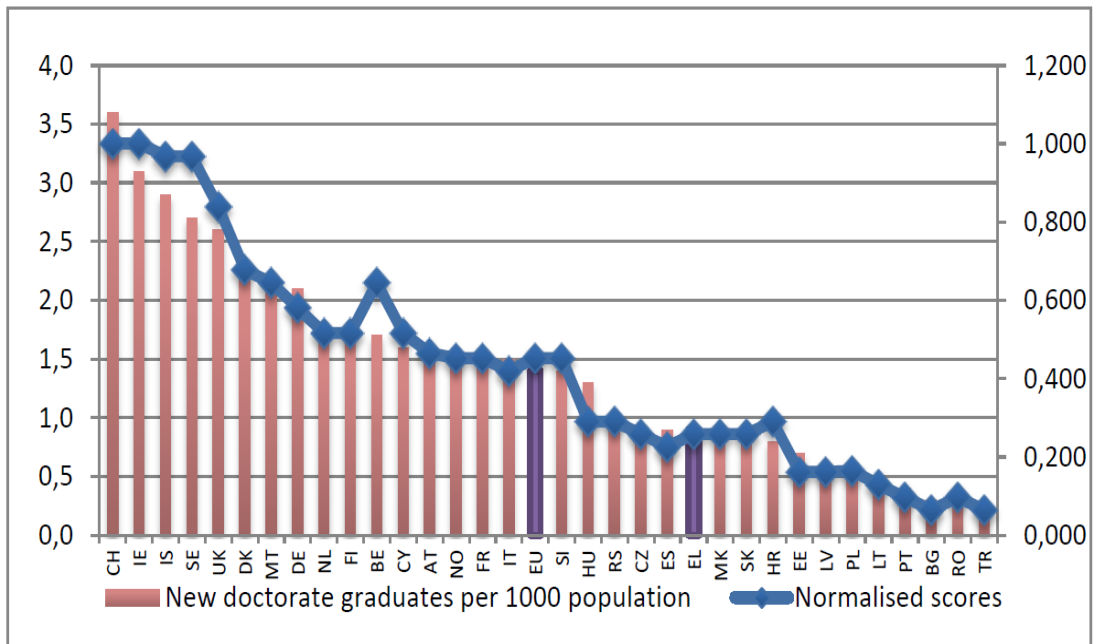
Διάγραμμα 7.1: Ποσοστό πληθυσμού ηλικίας 30-34 ετών κάτοχοι πτυχίου τριτοβάθμιας εκπαίδευσης



Πηγή: Innovation Union Scoreboard, 2011

Όσον αφορά, τους κατόχους διδακτορικού διπλώματος, η Ελλάδα στην ομάδα ηλικιών 25 – 34, κατέχει ένα ποσοστό λίγο χαμηλότερο από έναν τοις χιλίους, καταλαμβάνοντας την 22^η θέση μεταξύ των 27 κρατών μελών της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Όπως αποτυπώνεται και στο Διάγραμμα 7.2, το ποσοστό αυτό απέχει του ευρωπαϊκού μέσου όρου που ανέρχεται σε 1,5%, γεγονός που καταδεικνύει για μια ακόμη φορά την δυνατότητα περιθωρίων βελτίωσης.

Διάγραμμα 7.2: Ποσοστό νέων κάτοχων διδακτορικού διπλώματος πληθυσμού ηλικίας 25-34 ετών



Πηγή: Innovation Union Scoreboard, 2011

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 8 - ΠΡΟΓΡΑΜΜΑΤΑ ΕΚΠΑΙΔΕΥΣΗΣ ΑΝΘΡΩΠΙΝΟΥ ΔΥΝΑΜΙΚΟΥ ΣΤΟ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΙΑΚΟ ΠΕΡΙΒΑΛΛΟΝ

8.1 Εισαγωγή

Σύμφωνα με Δ. Μπουραντά και Ν. Παπαλεξανδρή (Μπουραντάς, Παπαλεξανδρή, 2003) η «Εκπαίδευση είναι η οργανωμένη διαδικασία μάθησης που στοχεύει στην απόκτηση γνώσεων και ικανοτήτων για τον ορισμένο σκοπό. Η εκπαίδευση έχει στόχο τη μεταφορά γνώσεων, ή δεξιοτήτων από έναν πομπό (εκπαιδευτή), σε ένα δέκτη (εκπαιδευόμενο), μέσω μια τυπικής διαδικασίας (διδασκαλία) πάνω σε ένα ή περισσότερα αντικείμενα»³⁶.

Αντίστοιχα, σε άρθρο των Ν. Baroukh και Β. Η. Kleiner (Baroukh, Kleiner, 2002)³⁷ τονίζεται η συμβολή του ανθρώπινου δυναμικού ως του σημαντικότερου πόρου για ένα οργανισμό, γι' αυτό το λόγο θα πρέπει να συμμετέχει συνεχώς σε προγράμματα εκπαίδευσης με σε στόχο:

- Την ανάπτυξη κριτικής ικανότητας για την αναγνώριση και αντιμετώπιση ενδεχομένων προβλημάτων στην εργασία.
- Την υποκίνηση για συνεχή σκέψη και μάθηση.
- Την βελτίωση των παρεχόμενων υπηρεσιών.
- Την κατανόηση και ενδυνάμωση της επιχειρηματικής υπευθυνότητας
- Την ανάπτυξη επιχειρησιακών δεξιοτήτων για την κατανόηση των προβλημάτων και την επίλυση τους μέσω εναλλακτικών λύσεων
- Την συνειδητοποίηση της αξίας και της δύναμης που έχουν και την εξάρτηση της επιτυχίας της επιχείρησης από την δική τους προσπάθεια και ικανότητα.

Επιπρόσθετα, τόνισαν την αξία της συστηματικής και οργανωμένης εκπαίδευσης των εργαζομένων και την συμβολή της στην βελτίωση της παραγωγικότητας, μέσω της ανάπτυξης της ατομικής ικανότητας και απόδοσης.

³⁶ Μπουραντάς Δ., Παπαλεξανδρή Ν., 2003, «Εισαγωγή στη Διοίκηση Επιχειρήσεων», Εκδόσεις Μπένου, Αθήνα 2003

³⁷ Baroukh N., Kleiner B. H., 2002, «Recruitment and training of public servants», Management Research News, Vol. 25 Issue: 3, pp.28-42

Οι J.Evans και W.Lindsay (Evans, Lindsay, 1999)³⁸ σε σύγγραμμα τους υποστηρίζουν την άμεση και απόλυτη σχέση που υπάρχει μεταξύ της επιτυχίας μιας εταιρίας και σωστής λειτουργίας, εκπαίδευσης και διαχείρισης του ανθρώπινου δυναμικού. Κατέληξαν, ωστόσο, στο συμπέρασμα ότι σε πολλές επιχειρήσεις υπάρχει αδυναμία κατανόησης αυτής της σχέσης λόγω δυσκολίας υπολογισμού του συσχετισμού κόστος/ όφελος που προκύπτει από την εκπαίδευση του προσωπικού.

8.2 Αιτίες που καθιστούν αναγκαία την εκπαίδευση

Η συνεχής διαδικασία εκπαίδευσης του προσωπικού σε μια επιχείρηση ή οργανισμό βασίζεται σε πολλές αιτίες, οι οποίες σχετίζονται τόσο με το εσωτερικό, όσο και με το εξωτερικό περιβάλλον στο οποίο δραστηριοποιείται η επιχείρηση ή ο οργανισμός. Αυτές οι αιτίες συνοψίζονται, σύμφωνα με τους Δ. Μπουραντάς και Ν. Παπαλεξανδρή (Μπουραντάς, Παπαλεξανδρή, 2003)³⁹ στις ακόλουθες:

- Συνεχείς τεχνολογικές μεταβολές λόγω τεχνολογικής πρόοδος η οποία οδηγεί στην ανάγκη απόκτησης νέων γνώσεων, εφαρμογών και μεθόδων παραγωγής, όπως και στην αντίστοιχη εμφάνιση νέων ειδικοτήτων.
- Συνεχείς μεταβολές στις ανάγκες καταναλωτή οι οποίες οδηγούν στην απαίτηση για δημιουργία νέων προϊόντων και τεχνικών.
- Συνεχείς μεταβολές στο οικονομικό περιβάλλον οι οποίες οδηγούν σε συγχωνεύσεις και εξαγορές επιχειρήσεων με αποτέλεσμα να επιβάλλουν την ανάπτυξη νέων οργανωτικών κουλτούρων και θέσεων εργασίας.
- Μεταβολές στο στρατηγικό και επιχειρησιακό σχεδιασμό που ακολουθεί η εταιρία με αποτέλεσμα την ύπαρξη νέων λειτουργικών και οργανωτικών αλλαγών.

³⁸ Evans J. & Lindsay W., 1999, «The Management and Control of Quality», Fourth Edition, South – Western College Publishing Cincinnati, Ohio

³⁹ Μπουραντάς Δ. & Παπαλεξανδρή Ν., 2003, «Εισαγωγή στη Διοίκηση Επιχειρήσεων», Εκδόσεις Μπένου, Αθήνα

8.3 Τα οφέλη της εφαρμογής προγραμμάτων εκπαίδευσης

Όπως αναφέρθηκε και στην προηγούμενη ενότητα (βλ. 8.2) οι συνεχείς μεταβολές στις τεχνολογικές μεθόδους παραγωγής κάνουν επιτακτική την ανάγκη εκπαίδευσης του προσωπικού της επιχείρησης, καθώς αδυναμία συμπόρευσης με τις τεχνολογικές αλλαγές ελλοχεύει σοβαρό κίνδυνο για την επιβίωσή της. Ως εκ τούτου, η συνεχής εκπαίδευση συμβάλλει ενεργά στην επιβίωση της εταιρίας μέσω μιας σειράς από οφέλη. Πιο συγκεκριμένα, η εκπαίδευση του προσωπικού συμβάλλει στα κάτωθι⁴⁰:

- **Αυξημένη παραγωγικότητα**

Η εκπαίδευση του προσωπικού μιας επιχείρησης οδηγεί στην βελτίωση τόσο της ατομικής, όσο και ομαδικής -ποσοτικής και ποιοτικής- απόδοσης και παραγωγικότητας. Αυτό με τη σειρά του συμβάλλει στην αύξηση του συνολικά παραγόμενου προϊόντος (σε ποσότητα και ποιότητα) καθώς και στην βελτίωση των εσωτερικών σχέσεων μεταξύ των εργαζομένων και την μείωση των λαθών τους.

- **Μείωση της επίβλεψης των εργαζομένων**

Η βελτίωση των ικανοτήτων των εργαζομένων μέσω της εκπαιδευτικής διαδικασίας συμβάλει στην μείωση της ανάγκης επίβλεψης του έργου και της αποδοτικότητας του, καθώς και της συνεχούς καθοδήγησης του.

- **Μείωση ατυχημάτων**

Εκπαίδευση των εργαζομένων αναφορικά με την λειτουργία και συντήρηση των μηχανημάτων που χρησιμοποιούνται καθώς και για τα απαιτούμενα μέτρα ασφαλείας θα πρέπει να τηρούνται κάθε φορά, συμβάλλουν στην αντιμετώπιση της πιθανότητας εργατικών ατυχημάτων.

- **Αύξηση της οργανωσιακής σταθερότητας και της ευελιξίας**

Η εκπαίδευση των εργαζομένων τους εφοδιάζει με πολύπλευρες γνώσεις, έτσι ώστε σε περιπτώσεις ξαφνικής αποχώρησης κάποιου υπαλλήλου ή οργανωτικής αλλαγής

⁴⁰ Μπουραντάς Δ. & Παπαλεξανδρή Ν., 2003, «Εισαγωγή στη Διοίκηση Επιχειρήσεων», Εκδόσεις Μπένου, Αθήνα

στον κλάδο να είναι σε θέση η επιχείρηση να προσαρμοστεί άμεσα στις νέες συνθήκες.

- Ανάπτυξη κουλτούρας προσανατολισμένης στη βελτίωση της απόδοσης
Βασικός στόχος της εκπαίδευσης των εργαζομένων οφείλει να είναι -πέρα από την προαναφερόμενη ανάπτυξη των δεξιοτήτων και γνώσεων τους- η καλλιέργεια της κουλτούρας του προσωπικού ώστε να γίνει κτήμα τους ότι η συνεχής προσπάθεια για βελτίωση της απόδοσης τους. Έτσι, η συνεχής βελτίωση της απόδοσής τους πέρα από τα οφέλη που άμεσα αποκομίζει η επιχείρηση, συμβάλει και στην εξασφάλιση του μέλλον της και άρα στην εξασφάλιση των θέσεων εργασίας των ίδιων των υπαλλήλων.

Έτσι, η κατάρτιση του προσωπικού μιας επιχείρησης μέσω της συνεχιζόμενης εκπαίδευσης συμβάλει

- ο στην βελτίωση της κερδοφορίας της
- ο στην ανάπτυξη της
- ο στην βελτίωση της εξωτερικής εικόνας της
- ο στην λήψη ορθών αποφάσεων
- ο στην άμεση επίλυση προβλημάτων
- ο στην μείωση του μέσου κόστους
- ο στην μείωση του απαιτούμενου αριθμού εργαζομένων

Τα παραπάνω οφέλη της εκπαίδευσης έχουν υποστηριχτεί και από διάφορες ερευνητικές μελέτες. Πιο συγκεκριμένα, οι A. Cosh και A. Hughes (Cosh και Hughes, 2003)⁴¹ σε έρευνα που πραγματοποίησαν σε μεγάλες αγγλικές επιχειρήσεις κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι η κερδοφορία και η εκπαίδευση σχετίζονταν θετικά με ταυτόχρονη αύξηση του κύκλου εργασιών αυτών, ενώ παράλληλα διαπιστώθηκαν θετικά στοιχεία ως προς την παραγωγικότητα και την προσαρμοστικότητα των εργαζομένων.

⁴¹ Cosh, A., Hughes, A., 2003, «The Relationship between Training and Business Performance», University of Cambridge

Επιπρόσθετα, οι L. Mazur και A. Coleman (Mazur και Coleman, 2008)⁴² διαπίστωσαν και αυτοί με τη σειρά τους την θετική συσχέτιση που υπάρχει μεταξύ εκπαίδευσης και οικονομικών αποτελεσμάτων των επιχειρήσεων.

⁴² Mazur, L., Coleman, A., 2008, «Training and the small business», Institute of Directors, London

ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Βασικός σκοπός της παρούσας πτυχιακής εργασίας ήταν η ανάλυση των προσδιοριστικών παραγόντων της κερδοφορίας μιας επιχείρησης μέσα από την παρουσίαση δύο εκ των σοβαρότερων προβληματισμών που καλούνται τα σύγχρονα επιχειρησιακά στελέχη να επιλύσουν.

Ο Πρώτος προβληματισμός που παρουσιάστηκε ήταν της «Κεφαλαιακής Διάρθρωσης» μιας εταιρίας, δηλαδή του ακολουθούμενου μείγματος κεφαλαίων (ίδιων και ξένων) που θα αποφασίσει να βρει η επιχείρηση προκειμένου να καλύψει τις λειτουργικές της ανάγκες, καθώς και τις ανάγκες σε αγορά πάγιου εξοπλισμού και σε λοιπές επενδύσεις. Και αυτό γιατί υπάρχει το δίλλημα μεταξύ της χρηματοδότησης της επιχείρησης με εξωτερικό φθηνό, αλλά και επικίνδυνο, δάνειο και της εναλλακτικής εσωτερικής, ακριβής και ίσως μη διαθέσιμης χρηματοδότησης. Απάντηση στα παραπάνω ερωτήματα προσπάθησαν να δώσουν διάφορες έρευνες που πραγματοποιήθηκαν, κυρίως κατά την δεκαετία του 1950 στις Ηνωμένες Πολιτείες της Αμερικής. Αποτέλεσμα αυτών ήταν η «γέννηση» τριών βασικών προσεγγίσεων-μεθόδων:

- iv. Η Παραδοσιακή Μέθοδος (Traditional Approach)
- v. Η μέθοδος του Καθαρού Λειτουργικού Εισοδήματος (Net Operation Income Approach), και
- vi. Η Μέθοδος του Καθαρού Εισοδήματος (Net Income Approach).

Ωστόσο, η σημαντικότερη και πιο πολυσυζητημένη θεωρία είναι αυτή των F. Modigliani και H. Miller, η οποία μέσα από διάφορες μορφές που πήρε προσπαθεί να εξηγήσει το άριστο σημείο χρηματοδότησης μιας επιχείρησης η οποία λειτουργεί είτε σε ένα υπεραπλουστευμένο περιβάλλον (ανυπαρξία φόρων και φορολογικού πλαισίου), είτε όχι.

Ο δεύτερος προβληματισμός τον οποίο πραγματεύεται η παρούσα πτυχιακή αναφέρεται στους διάφορους παράγοντες οι οποίοι μπορούν να επηρεάζουν την αποδοτικότητα και κερδοφορία μιας εταιρίας. Μέσα από βιβλιογραφικές αναφορές και μελέτες, οι κυριότεροι παράγοντες είναι οι: Καινοτομία, Εξωστρέφεια, Μέγεθος επιχείρησης, Επίπεδο εκπαίδευσης και εμπειρίας του προσωπικού και, τέλος, Προγραμματισμός εκπαίδευσης του ανθρώπινου δυναμικού της εταιρίας. Έτσι, στην

συντριπτική πλειοψηφία των ερευνών οι οποίες έχουν πραγματοποιηθεί οι παραπάνω αναφορές αποτελούν σημαντικούς προσδιοριστικούς παράγοντες στην κερδοφορία της επιχείρησης.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

1. Εθνικό Κέντρο Τεκμηρίωσης, 2016, Οι επιδόσεις των χωρών της Ευρωπαϊκής Ένωσης στην καινοτομία, το 2016, διαθέσιμο στο www.ekt.gr
2. Ζησίμου, Στ., «Χαμηλές πτήσεις» για Ελλάδα στις εξαγωγές, www.euro2day.gr, δημοσίευση: 2 Απριλίου 2017, διαθέσιμο στο <http://www.euro2day.gr>
3. Ίδρυμα Οικονομικών & Βιομηχανικών Ερευνών, 2013, «Στρατηγική Μελέτη "ΑΝΑΠΤΥΞΗ ΑΝΘΡΩΠΙΝΟΥ ΔΥΝΑΜΙΚΟΥ ΚΑΙ ΚΑΙΝΟΤΟΜΟΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΟΤΗΤΑ"»
4. Μαγδαληνός Α., 1990, «Το Μάνατζμεντ Κόστους και Τιμών Αγαθών προς Εξαγωγή», International Trade Center, Αθήνα
5. Μπουραντάς Δ., Παπαλεξανδρή Ν., 2003, «Εισαγωγή στη Διοίκηση Επιχειρήσεων», Εκδόσεις Μπένου, Αθήνα 2003
6. Πανελλήνιος Σύνδεσμος Εξαγωγέων, «Εξαγωγικό Εμπόριο της Ελλάδας», διαθέσιμο στο <http://www.pse.gr>
7. Παπούλιας, Γ., 2002, Χρηματοοικονομική Διοίκηση (Financial Management), Πέμπτη Έκδοση, Εκδόσεις "Παλλάδιον" Αθανασίου
8. Amato, L. H., Burson, T.E., 2007, The Effects of firm size on profit rates in the financial services. Journal of Economics and Economic Education Research, 8(1), 67–81.
9. Baroukh N., Kleiner B. H., 2002, «Recruitment and training of public servants», Management Research News, Vol. 25 Issue: 3, pp.28-42
10. Baumann, H. D. and Kaen, F. R., 2003 «Firm Size, Employees and Profitability in U.S. Manufacturing Industries», Social Science Research Network
11. Cant, M., Brink, A. & Ligthelm A.A., 2003, «Problems experienced by small businesses in South Africa», 16th Annual Conference of Small Enterprise Association of Australia and New Zealand
12. Cosh, A., Hughes, A., 2003, «The Relationship between Training and Business Performance», University of Cambridge
13. Evans J. & Lindsay W., 1999, «The Management and Control of Quality», Fourth Edition, South – Western College Publishing Cincinnati, Ohio
14. Gordon, P., Barton, S., 1988, Corporate strategy and capital structure, Strategic

Management Journal, Vol. 9, Issue 6, pp 623–632, November/December 1988

15. Innovation Union Scoreboard 2011, διαθέσιμο στο <https://ec.europa.eu>
16. Johnsson, B., 2007, “Does the size matter? The relationship between size and profitability of Icelandic firms”, Bifröst Journal of Social Science
17. Krugman, P., 1994, «Past and Prospective Causes of High Unemployment», Economic Review
18. Krugman, P., Obstfeld, M., Melitz, M., 2011, International Economics, Theory and Policy, Global Edition
19. Kumar, K.B., R.G. Rajan, L. Zingales, 2001, «What determines firm size?», University of Chicago
20. Lee. J., 2009, «Does Size Matter in Firm Performance? Evidence from US Public Firm», Int. J. of the Economics of Business
21. Lintner, J., 1963, The Cost of Capital and Optimal Financing of Corporate Growth, The Journal of Finance, Vol. 18, Issue 2, pp 292–310, May 1963
22. Majmumdar, S. K., 1997 «The Impact of Size and Age in Firm-Level Performance: some Evidence from Indi», Review of Industrial Organization
23. Mazur, L., Coleman, A., 2008, «Training and the small business», Institute of Directors, London
24. Modigliani, F., Miller, H., 1958, «The Cost of Capital, Corporate Finance and the Theory of Investment», American Economic Review, June 1958
25. Modigliani, F., Miller, H., 1963, «Corporate income taxes and the Cost of Capital: A Correction», American Economic Review, June 1963
26. Organisation for Economic Co-operation and Development (OECD), 2005, «Guidelines for collecting and interpreting innovation data», Oslo manual
27. Schwartz, E.S, Brennan, M. J., 1978, Corporate Income Taxes, Valuation, and the Problem of Optimal Capital Structure, The University of Chicago Press, Vol. 51, pp. 103-114, Jan. 1978
28. Serrasqueiro Z. S., P. M. Nunes, 2008, «Performance and Size: Empirical Evidence from Portuguese SMEs’», Small Business Economics
29. Solomon, E., 1963, Leverage and the Cost of Capital, The Journal of Finance, Vol 18, Issue 2, pp 273–279, May 1963

30. Thapa A., 2007, «Micro-enterprises and household Income», The Journal of Nepalese Business Studies
31. Toohey G., 2009, «Experience and New Venture Performance», Cambridge Scholars Publishing, United Kingdom
32. Wanigasekara, W.M.S.K & Surangi H.K.N.S, 2011, «Impact of level of education and business experience on business success among small retail owner managers in Sri Lanka», University of Kelaniy
33. Weston J. F., 1982, Βασικές Αρχές της Χρηματοοικονομικής Διαχείρισης Και Πολιτικής, Εκδόσεις Παπαζήση.
34. Yang Chih-Hai, Ku-Hsieh Chen, 2009, «Are small firms less efficient?», Small Business Economics 2009
35. You, J.-I., 1995, «Small firms in economic theory», Cambridge Journal of Economics
36. Yang Chih-Hai, Ku-Hsieh Chen, 2009, «Are small firms less efficient?», Small Business Economics»

ΗΛΕΚΤΡΟΝΙΚΕΣ ΠΗΓΕΣ

1. Organisation for Economic Co-operation and Development (OECD)
<http://www.oecd.org>
2. Εθνικό Κέντρο Τεκμηρίωσης
<http://www.ekt.gr>
3. Διαδικτυακός χώρος : Euro2day.gr
<http://www.euro2day.gr>
4. Πανελλήνιος Σύνδεσμος Εξαγωγέων, «Εξαγωγικό Εμπόριο της Ελλάδας»
<http://www.pse.gr>
5. Innovation Union Scoreboard
<https://ec.europa.eu>