

**ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΜΕΣΟΓΕΙΑΚΟ
ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ**

**ΣΧΟΛΗ ΕΠΙΣΤΗΜΩΝ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΚΑΙ
ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ**

Τμήμα Λογιστικής και Χρηματοοικονομικής

**ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ
«ΛΟΓΙΣΤΙΚΗ ΚΑΙ ΕΛΕΓΚΤΙΚΗ»**

Κεφάλαιο Κίνησης – Ταμειακός Κύκλος Επιχειρήσεων

Διπλωματική Εργασία
που υποβλήθηκε στο Τμήμα Λογιστικής και Χρηματοοικονομικής του ΕΛΜΕΠΑ
ως μέρος των απαιτήσεων για την απόκτηση
Μεταπτυχιακού Διπλώματος Ειδίκευσης στην Λογιστική και Ελεγκτική
από τον

Μανωλεδάκη Ιωσήφ

Ηράκλειο
Δεκέμβριος 2019

ΔΗΛΩΣΗ ΑΥΘΕΝΤΙΚΟΤΗΤΑΣ

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

ΤΡΙΜΕΛΗΣ ΕΞΕΤΑΣΤΙΚΗ ΕΠΙΤΡΟΠΗ

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

- Δ. Τερζάκης, καθηγητής (επιβλέπων)
- Θ. Σταματόπουλος, καθηγητής
- Σ. Αρβανίτης, Αναπλ. Καθηγητής

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

Πίνακας περιεχομένων

Περίληψη.....	5
Abstract.....	6
Κεφάλαιο 1. Εισαγωγή.....	7
Κεφάλαιο 2. Θεωρητικό υπόβαθρο.....	8
2.1 Κεφάλαιο κίνησης.....	8
2.2 Κεφάλαιο κίνησης και αποδοτικότητα επιχειρήσεων.....	9
2.3 Άλλοι παράγοντες που συμβάλλουν στην κερδοφορία.....	12
2.3.1 Η κατανάλωση.....	12
2.3.2 Το κόστος κεφαλαίου και ο πληθωρισμός.....	13
2.3.3 Η πολιτική σταθερότητα.....	14
2.3.4 Η επιχειρηματικότητα.....	15
2.3.5 Η Διαφήμιση.....	15
2.3.6 Η τεχνολογία.....	16
2.3.7 logistics.....	18
2.3.8 Η διαχείριση των αποτελεσμάτων.....	20
2.4 Υποδείγματα ταχύτητας προσαρμογής του κεφαλαίου κίνησης.....	21
2.5 Οι παράγοντες που προσδιορίζουν το κεφάλαιο κίνησης. Σύντομη βιβλιογραφία.....	27
2.5.1 Η ικανότητα να παράγει η εταιρία εσωτερικές πηγές κεφαλαίου.....	29
2.5.2 Η δανειακή επιβάρυνση.....	29
2.5.3 Οι ευκαιρίες για μεγέθυνση της εταιρίας.....	30
2.5.4 Το μέγεθος της εταιρίας.....	30
2.5.5 Ηλικία εταιρίας.....	31
2.5.6 Άυλα πάγια στοιχεία.....	31
2.5.7 Κερδοφορία.....	32
2.5.8 Κλάδος.....	32

Κεφάλαιο 3. Βιβλιογραφική επισκόπηση.....	32
3.1 Γενικά	33
3.2 Μεθοδολογία	37
3.3 Επέκταση του υποδείγματος.....	38
Κεφάλαιο 4. Η βιωσιμότητα.....	38
Κεφάλαιο 5. Το ερευνητικό ερώτημα	44
5.1 Γενικά	44
5.2 Οι Ελληνικές εταιρίες.....	45
5.3 Ισπανικές εταιρίες.....	45
Κεφάλαιο 6. Το Οικονομικό υπόδειγμα.....	46
6.1 Ο ορισμός του υποδείγματος.....	46
6.2 Ο ορισμός των μεταβλητών.....	46
6.3 Η ερευνητική υπόθεση	46
6.4 Το μέγεθος του δείγματος.....	47
6.5 Περιγραφική στατιστική.....	49
6.6 Τα αποτελέσματα του υποδείγματος	51
6.7 Παρατηρήσεις στα αποτελέσματα	53
Συμπεράσματα.....	53
Αποτελέσματα βάσει του υποδείγματος.....	54
Βελτίωση του υποδείγματος.....	56
Ο ρόλος των διεθνών λογιστικών προτύπων	56
Βιβλιογραφία	58

Περίληψη

Η παρούσα εργασία αφορά το κεφάλαιο κίνησης και τον ταμειακό κύκλο επιχειρήσεων. Στο κεφάλαιο 1 θα αναφερθούμε στον ορισμό του κεφαλαίου κίνησης. Κατόπιν στο κεφάλαιο 2 θα γίνει αναφορά στην χρησιμότητα του κεφαλαίου κίνησης στην κερδοφορία και επίσης θα αναφερθούν και διάφοροι άλλοι παράγοντες που επιδρούν στην κερδοφορία. Στο κεφάλαιο 3 θα αναλυθεί η βιβλιογραφία αναφορικά με τις έρευνες που έχουν γίνει γενικά για το κεφάλαιο κίνησης και ακολουθεί ανάλυση έρευνας σχετικά με τον «κύκλο μετατροπής μετρητών», δηλαδή τον ταμειακό κύκλο. Ακολούθως στο κεφάλαιο 4 θα γίνει αναφορά στην οικονομική κρίση σε σχέση με την επίπτωση της στην επιβίωση των επιχειρήσεων. Στο ίδιο κεφάλαιο θα γίνει ανάλυση διαφόρων μεθόδων πρόβλεψης χρεοκοπίας των επιχειρήσεων στις οποίες το κεφάλαιο κίνησης παίζει σημαντικό ρόλο όπου θα καταλήξουμε και στο ερευνητικό μας ερώτημα(κεφάλαιο 5).

Στη συνέχεια, στο κεφάλαιο 6 θα διατυπωθεί το ερευνητικό μας ερώτημα και ο ορισμός του οικονομετρικού μας υποδείγματος. Μετά από αυτό θα εκτιμηθεί το οικονομετρικό υπόδειγμα και στο τέλος θα αναφερθούν τα συμπεράσματα. Ακολουθεί η βιβλιογραφία

Η συνεισφορά μου είναι ότι με την χρήση οικονομετρικού υποδείγματος απέδειξα ότι όταν αυξάνεται ο κύκλος μετατροπής μετρητών της προηγούμενης περιόδου τότε θα αυξάνεται και ο κύκλος μετατροπής μετρητών της τωρινής περιόδου. Επίσης, η μεταβλητή (καθαρά κέρδη + αποσβέσεις)/ενεργητικό δεν έχει επίδραση πάνω στον κύκλο μετατροπής μετρητών της τωρινής περιόδου. Επίσης, όταν αυξάνεται η δανειακή επιβάρυνση τότε θα μειώνεται ο κύκλος μετατροπής μετρητών της τωρινής περιόδου. Ομοίως, όταν αυξάνονται οι πωλήσεις τότε θα μειώνεται ο κύκλος μετατροπής μετρητών της τωρινής περιόδου. Η μεταβλητές μέγεθος και ηλικία της εταιρίας δεν έχουν καμία επίδραση πάνω στον κύκλο μετατροπής μετρητών της τωρινής περιόδου. Επίσης, όταν αυξάνεται η επένδυση σε υλικά πάγια τότε θα μειώνεται ο κύκλος μετατροπής μετρητών της τωρινής περιόδου. Τέλος, η κερδοφορία δεν έχει επίδραση πάνω στον κύκλο μετατροπής μετρητών της τωρινής περιόδου.

Στην παρούσα μελέτη χρησιμοποιήθηκε το υπόδειγμα του κύκλου μετατροπής μετρητών για πρώτη φορά σε ελληνικές επιχειρήσεις.

Λέξεις – Κλειδιά: κεφάλαιο κίνησης, κύκλος μετατροπής μετρητών, κερδοφορία, οικονομική κρίση, οικονομετρικό υπόδειγμα

Abstract

The present work concerns working capital and business cash flow. In chapter 1 we will refer to the definition of working capital. Chapter 2 will then refer to the usefulness of working capital in profitability and will also mention a number of other factors that affect profitability. In Chapter 3 will analyze the literature on general working capital research followed by an analysis of the "cash conversion cycle", ie the cash cycle. Chapter 4 will then refer to the financial crisis in relation to its impact on business survival. In the same chapter, we will analyze various methods of predicting bankruptcy of businesses in which working capital plays an important role, where we will also come up with our research question (Chapter 5). Then, in Chapter 6, our research question and definition of our econometric model will be formulated. After that the econometric model will be evaluated and the conclusions will be mentioned at the end. Then comes the bibliography

My contribution is that by using the econometric model I have shown that when the cash conversion cycle of the previous period is increased then the cash conversion cycle of the current period will also be increased. Also, the variable (net earnings + depreciation) / assets has no effect on the cash conversion cycle of the current period. Also, as the debt burden increases, the cash conversion cycle of the current period will decrease. Similarly, when sales increase, the cash conversion cycle of the current period will decrease. The variable size and age of the company have no impact on the cash conversion cycle of the current period. Also, when the investment in fixed assets increases, the cash conversion cycle of the current period will decrease. Finally, profitability has no effect on the cash conversion cycle of the current period.

The present study used the cash conversion model for the first time in Greek companies.

Key words: working capital, cash conversion cycle, profitability, financial crisis, econometric model

Κεφάλαιο 1. Εισαγωγή

Η διεθνής βιβλιογραφία, σχετικά με τη χρηματοοικονομική διαχείριση και εξέλιξη των επιχειρήσεων διαχρονικά, κυρίως ασχολείται με τις μακροχρόνιες χρηματοοικονομικές αποφάσεις και ειδικότερα με τις επενδύσεις, την κεφαλαιακή διάρθρωση, την μερισματική πολιτική και την αποτίμηση των επιχειρήσεων (Caballero et al, 2010). Η έννοια της διαχείρισης του κεφαλαίου κίνησης μπορεί να οριστεί ως «η διαχείριση των τρεχουσών περιουσιακών στοιχείων και υποχρεώσεων και των τρεχουσών χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων» (Shin and Soenen, 1998) Παρόλα αυτά, σύμφωνα με τον Smith (1980), η διαχείριση των βραχυχρόνιων περιουσιακών στοιχείων και υποχρεώσεων αποτελεί βασικό πεδίο έρευνας καθότι η διαχείριση του κεφαλαίου κίνησης διαδραματίζει πολύ σημαντικό ρόλο στην κερδοφορία, τους κινδύνους και την αξία των επιχειρήσεων (Viskari et al, 2011). Βασικότατο πεδίο έρευνας αποτελεί το πόσο σημαντική είναι η διαχείριση του κεφαλαίου κίνησης και η σχέση του με τη ρευστότητα και κερδοφορία των επιχειρήσεων καθότι ο πρωταρχικός στόχος των επιχειρήσεων είναι η επίτευξη κέρδους. Ωστόσο, τα αυξημένα κέρδη εις βάρος της ρευστότητας μπορούν να επιφέρουν σοβαρά προβλήματα στην επιχείρηση. Για τον λόγο αυτό θα πρέπει να υπάρχει μια ισορροπία μεταξύ των δύο αυτών στόχων από την μεριά των επιχειρήσεων (Raheman and Nasr, 2007). Οι επιχειρήσεις έχουν ένα βέλτιστο επίπεδο κεφαλαίου κίνησης το οποίο μεγιστοποιεί την αξία τους. Μεγάλα αποθέματα και χαλαρή πιστωτική πολιτική μπορούν να οδηγήσουν σε μεγάλες πωλήσεις. Αυτό συμβαίνει διότι, τα μεγαλύτερα αποθέματα μειώνουν τον κίνδυνο ελλείψεων ενώ η χαλαρή πιστωτική πολιτική τονώνει τις πωλήσεις, καθότι επιτρέπει στους πελάτες να αξιολογήσουν την ποιότητα των εμπορευμάτων προτού πληρώσουν (Long, Maltiz and Ravid, 1993; Deloof and Jegers, 1996). Μια άλλη βασική παράμετρος του κεφαλαίου κίνησης είναι οι πληρωτέοι λογαριασμοί. Κάποια επιχείρηση μπορεί να αργεί να εξοφλήσει τους προμηθευτές ώστε να αξιολογήσει την ποιότητα των αγορασθέντων εμπορευμάτων καθώς αποτελεί μια φθηνή και ευέλικτη πηγή χρηματοδότησης γι' αυτήν, αλλά από την άλλη μεριά, οι καθυστερημένες πληρωμές των παραγγελιών ενδέχεται να αποτελέσουν μια κοστοβόρα επιλογή αν η επιχείρηση λαμβάνει μια έκπτωση εξαιτίας του γεγονότος ότι πληρώνει σύντομα (Deloof, 2003).

Κεφάλαιο 2. Θεωρητικό υπόβαθρο

2.1 Κεφάλαιο κίνησης

Το κεφάλαιο κίνησης ήταν από πάντοτε βασικό για τη λειτουργία κάθε επιχείρησης (Dewing, 1941); (Sagan, 1955); (Lamberson, 1995) και ιδιαίτερα μετά την εξάπλωση της διεθνούς κρίσης, όπου η έλλειψη ρευστότητας και η γενική αβεβαιότητα που επικρατούν στις παγκόσμιες αγορές έχουν καταστήσει πιο επιτακτική την ανάγκη για ορθολογικό μανάτζμεντ του κεφαλαίου κίνησης. Πράγματι, το ύψος αλλά και η διάρθρωση του κεφαλαίου κίνησης επιδρά τόσο στο επιχειρηματικό ρίσκο (κίνδυνο) όσο και στην κερδοφορία της επιχείρησης καθώς και στην τιμή της μετοχής της (Van Horne and Wachowicz, 2005).

Το καθαρό κεφάλαιο κίνησης υπολογίζεται ως η διαφορά «σύνολο των κυκλοφορούντων περιουσιακών στοιχείων μείον το σύνολο των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων». Τα κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία (ή κυκλοφορούν ενεργητικό) περιλαμβάνουν τα αποθέματα, τις απαιτήσεις, τα χρεόγραφα καθώς και τα διαθέσιμα. Οι βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις περιέχουν τους «πληρωτέους λογαριασμούς» και τα «βραχυπρόθεσμα δάνεια».

Το κεφάλαιο κίνησης ασκεί θετική συνήθως επίδραση στην κερδοφορία της επιχείρησης. Έχει πάντως υποστηριχτεί ότι η ρευστότητα και η κερδοφορία είναι αντικρουόμενοι στόχοι σε μια επιχείρηση (Smith, 1980). Μια σχετική μελέτη από (Georgiou, 2009) υποστηρίζει την άποψη αυτή για τον τραπεζικό τομέα.

2.2 Κεφάλαιο κίνησης και αποδοτικότητα επιχειρήσεων

Μια σημαντική χρησιμότητα του κεφαλαίου κίνησης είναι το ότι συμβάλλει στην κερδοφορία της επιχείρησης, αν και μερικές μελέτες αποδεικνύουν το αντίθετο. Θα ακολουθήσει μια περίληψη άρθρων.

Δυο βασικοί δείκτες έχουν κυρίως χρησιμοποιηθεί στην πιο κάτω αρθρογραφία:

1. ο «Κύκλος μετατροπής μετρητών» = (cash conversion cycle)
2. ο Κύκλος καθαρού εμπορίου (net trade cycle).

«Κύκλος μετατροπής μετρητών» = (cash conversion cycle) = ΚΜΜ ορίζεται:

$$\text{ΚΜΜ} = \left(\frac{\text{Αποθέματα}}{\text{Κόστος Πωλήσεων}} + \frac{\text{Απαιτήσεις}}{\text{Πωλήσεις}} - \frac{\text{Πληρωτέοι Λογαριασμοί}}{\text{Κόστος Πωλήσεων}} \right) * 365$$

«Κύκλος καθαρού εμπορίου» (net trade cycle) = (Μέσο ύψος αποθεμάτων + Μέσο ύψος απαιτήσεων - Μέσο ύψος πληρωτέων λογαριασμών) x (365/Πωλήσεις).

Σύμφωνα με τον Hager (1976) όσο πιο μικρός είναι ο ΚΜΜ (cash conversion cycle) τόσο αυξάνεται η επίδοση της επιχείρησης. Ο Kamath (1989) κατέληξε επίσης στο συμπέρασμα ότι υπάρχει αρνητική σχέση ανάμεσα στη διάρκεια του κύκλου μετατροπής μετρητών (cash conversion cycle) και την κερδοφορία των επιχειρήσεων. Και πιο αναλυτικά, τόσο ο κύκλος μετατροπής μετρητών (cash conversion cycle) όσο και ο κύκλος καθαρού εμπορίου (net trade cycle) σχετίζονται αρνητικά με την κερδοφορία. Ο Wang (2002) ισχυρίζεται ότι ο κύκλος μετατροπής μετρητών (cash conversion cycle) σχετίζεται αρνητικά με την κερδοφορία (ROA και ROE), καθώς και ότι αυτό εξαρτάται από παράγοντες του κλάδου στον οποίον ανήκει η κάθε επιχείρηση. Στο ίδιο συμπέρασμα κατέληξε και ο Deloof (2003) καθώς και Eljelly (2004) και (Falope and Ajilore, 2009). Σε παρόμοιο συμπέρασμα έφτασαν για Ελληνικές επιχειρήσεις οι Lazaridis and Tryfonidis (2006) και συγκεκριμένα ανακάλυψαν ότι υπάρχει αρνητική σχέση ανάμεσα στη διοίκηση του κεφαλαίου κίνησης και την κερδοφορία και μάλιστα ανέφεραν ότι θα πρέπει να υπάρχει και μια optimum χρήση κεφαλαίου κίνησης για την βελτίωση της κερδοφορίας. Οι Jose et al., (1996) υποστήριξαν ότι η κερδοφορία μίας

εταιρίας ευρίσκεται σε αντίστροφη σχέση με τον κύκλο μετατροπής μετρητών (cash conversion cycle). Οι Raheman and Nasr (2007) δείχνουν ότι η κερδοφορία σχετίζεται αρνητικά: α) με τον κύκλο μετατροπής μετρητών, β) τις ημέρες παραμονής των αποθεμάτων στην αποθήκη, γ) τις ημέρες είσπραξης των απαιτήσεων, τις ημέρες εξόφλησης των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων και δ) τον αριθμοδείκτη κυκλοφοριακής ρευστότητας. Εκτός από τα πιο πάνω, οι Raheman and Nasr (2007) απέδειξαν ότι η κερδοφορία σχετίζεται θετικά με το μέγεθος της επιχείρησης και ότι η δανειακή επιβάρυνση είναι αντίστροφη με την κερδοφορία της εταιρίας. Οι Afza and Nazir (2007a) κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι όσο πιο επιθετική¹ είναι η πολιτική μίας επιχείρησης στη διοίκηση του κεφαλαίου κίνησης τόσο χαμηλότερη είναι η κερδοφορία της. Σε επόμενο άρθρο τους, οι (Afza and Nazir, 2007b, 2009) έφτασαν στο συμπέρασμα ότι ο βαθμός επιθετικότητας στη διοίκηση κεφαλαίου κίνησης επιδρά αρνητικά στην κερδοφορία. Οι (Garcia-Teruel & Martinez-Solano, 2007), εξετάζοντας ένα δείγμα 8872 μικρομεσαίων επιχειρήσεων της Ισπανίας στο διάστημα 1996-2002, βρήκαν ότι η μείωση της διάρκειας του κύκλου μετρητών αυξάνει την κερδοφορία και έτσι πρότειναν να μειωθεί το ύψος των αποθεμάτων και των ημερών (που οι λογαριασμοί εκκρεμούν) για να αυξηθούν τα κέρδη. Ακόμα, συμπεραίνουν ότι ο αριθμός εξόφλησης των πληρωτέων λογαριασμών δεν έχει καμία επίδραση πάνω στην κερδοφορία αυτών των μικρομεσαίων επιχειρήσεων. Οι (Vishnani & Shah, 2007) ανέλυσαν ένα δείγμα 23 εταιριών από τον κλάδο των ηλεκτρονικών ειδών ευρείας κατανάλωσης της Ινδίας στην περίοδο 1994-95 και 2004-05 και ανακάλυψαν ότι η κερδοφορία έχει αρνητική συσχέτιση με τις ημέρες παραμονής των αποθεμάτων στην αποθήκη και τις ημέρες είσπραξης των απαιτήσεων, ενώ έχει θετική συσχέτιση με τις ημέρες εξόφλησης των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων. Αρνητική σχέση ανάμεσα στο κύκλο μετατροπής μετρητών και την κερδοφορία ανακαλύφτηκε και από τους: (Zariyawati et al., 2009); (Ramachandran & Janakiraman, 2009); (Dong & Su, 2010); (Chatterjee, 2010); (Stefanou Charitou et al., 2010); (Karaduman et al., 2010); (Alipour, 2011); καθώς και (Enqvist et al., 2012).

Θα πρέπει να σημειωθεί ότι η αρνητική σχέση ανάμεσα στο κύκλο μετατροπής μετρητών και στην κερδοφορία δεν υπάρχει σε όλους τους κλάδους. Συγκεκριμένα, σύμφωνα με την έρευνα των Nobanee et al., (2011) η αρνητική αυτή σχέση δεν υφίσταται στον κλάδο παροχής υπηρεσιών και τον κλάδο εμπορίου.

¹ Η επιθετική πολιτική μετριέται με το κλάσμα (κυκλοφορούν ενεργητικό / σύνολο του ενεργητικού) (βλέπε: Weinraub and Visscher (1998)). Όσο μικρότερη είναι η τιμή του κλάσματος, τόσο πιο επιθετική είναι η πολιτική επένδυσης στο κυκλοφορούν ενεργητικό.

Εκτός από την πιο πάνω διαπίστωση, σύμφωνα με τον (Mojtahedzadeh et al., 2011) αποκαλύφθηκε ότι υπάρχει αρνητική σχέση ανάμεσα στην κερδοφορία και τον κύκλο μετατροπής μετρητών, αλλά η κερδοφορία σχετίζεται αρνητικά και με την περίοδο είσπραξης των απαιτήσεων και με την περίοδο εξόφλησης των πληρωτέων λογαριασμών.

Οι Gill et al., (2010) αντίθετα διαπίστωσαν ότι υπάρχει θετική σχέση ανάμεσα στον κύκλο μετατροπής μετρητών (cash conversion cycle) και το μικτό λειτουργικό κέρδος. Σύμφωνα με τους (Sharma and Kumar, 2011) στην Ινδία από έρευνα σε 263 ινδικές εταιρίες για το χρονικό διάστημα 2000-2008 βρέθηκε ότι υπάρχει μια θετική σχέση ανάμεσα στην κερδοφορία και τη διάρκεια του κύκλου μετρητών και την περίοδο είσπραξης των απαιτήσεων. Αντίθετα, υπάρχει αρνητική συσχέτιση της κερδοφορίας με τη διάρκεια παραμονής των αποθεμάτων στην αποθήκη και με την περίοδο εξόφλησης των πληρωτέων λογαριασμών.

Η σχέση ανάμεσα στον κύκλο καθαρού εμπορίου και στην κερδοφορία εξαρτάται και από τον κλάδο (Soenen, 1993). Οι Shin and Soenen (1998), κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι η κερδοφορία μιας επιχείρησης αυξάνεται όταν μειωθεί η διάρκεια του κύκλου καθαρού εμπορίου (net trade cycle).

Ο Padachi (2006) κατέληξε ότι οι υψηλές επενδύσεις σε αποθέματα και εισπρακτέους λογαριασμούς συνδέονται με χαμηλότερα κέρδη.

Οι Smith and Begemann (1997) έδειξαν ότι η κυκλοφοριακή και η άμεση ρευστότητα δεν έχουν στατιστικά σημαντική σχέση με την κερδοφορία. Οι Şamiloğlu and Demirgünes (2008) χρησιμοποίησαν ένα δείγμα επιχειρήσεων που ανήκουν στον κατασκευαστικό κλάδο και βρήκαν ότι η κερδοφορία δεν έχει στατιστικά σημαντική σχέση με: α) τον κύκλο μετατροπής μετρητών, β) το μέγεθος της επιχείρησης και γ) το βαθμό παγιοποίησης². Ο Uyar (2009) που εξέτασε δείγμα 166 εταιριών, οι οποίες ανήκαν σε επτά διαφορετικούς κλάδους, ανακάλυψε ότι η διάρκεια του κύκλου μετατροπής μετρητών είναι αντίστροφη με την κερδοφορία (όταν αυτή μετριέται με το δείκτη ROA), ενώ δεν σχετίζεται με την κερδοφορία (όταν η κερδοφορία μετριέται με βάση το δείκτη ROE). Απέδειξε ακόμη ότι η διάρκεια του κύκλου μετατροπής μετρητών σχετίζεται αρνητικά με το μέγεθος των επιχειρήσεων.

Στην έρευνα των (Hayajneh and Yassine, 2011) βρέθηκε ότι η κερδοφορία σχετίζεται αρνητικά με τον κύκλο μετατροπής μετρητών, καθώς και με τη δανειακή

² Πάγια στοιχεία / Σύνολο Ενεργητικού.

επιβάρυνση. Αντίθετα, η κερδοφορία έχει θετική συσχέτιση με τη κυκλοφοριακή ρευστότητα, την μεγέθυνση των πωλήσεων και το μέγεθος της επιχείρησης.

Ακόμα, σύμφωνα με την έρευνα Al-Mwalla (2012) προκύπτει πως η αύξηση των πωλήσεων, το μέγεθος της επιχείρησης καθώς και η οικονομική ανάπτυξη έχουν θετική συσχέτιση με την κερδοφορία. Αντίθετα, η δανειακή επιβάρυνση δεν έχει καμία επίδραση πάνω στη κερδοφορία. Σε αντίθεση με τα συμπεράσματα των Hayajneh and Yassine (2011), ο Abuzayed (2012), καταλήγει στο ότι υπάρχει θετική σχέση ανάμεσα στον κύκλο μετατροπής μετρητών και στην κερδοφορία. Η αιτία που πρότεινε είναι το ότι οι κερδοφόρες εταιρίες έχουν λιγότερα κίνητρα για σωστή διαχείριση του κεφαλαίου κίνησής τους καθώς και ότι οι χρηματοπιστωτικές αγορές αποτυγχάνουν να τιμωρήσουν τους μάνατζερ για τον μη αποτελεσματικό τρόπο διοίκησης που ακολουθούν. Πρέπει, βέβαια, να λάβουμε υπόψη ότι οι Hayajneh and Yassine (2011) μετρούν την κερδοφορία με βάση το κλάσμα (Καθαρά λειτουργικά έσοδα / Σύνολο Ενεργητικού), ενώ ο Abuzayed (2012) χρησιμοποιεί το μικτό λειτουργικό κέρδος.

Κλείνοντας το κεφάλαιο 2 είδαμε τη χρησιμότητα του κεφαλαίου κίνησης διότι αυτό συμβάλλει στην κερδοφορία της επιχείρησης, αν και μερικές μελέτες αποδεικνύουν το αντίθετο, κάτι που ίσως αποδίδεται και στο διαφορετικό τρόπο κατασκευής και υπολογισμού των μεταβλητών του υποδείγματος, το μέγεθος της επιχείρησης, καθώς και στον κλάδο όπου ανήκουν οι εταιρίες, και επίσης σε διαφορετικές «control variables» μικρό-οικονομικής και μακρό-οικονομικής φύσεως, που χρησιμοποιήθηκαν κατά περίπτωση. Θα πρέπει να επισημανθεί ότι για να γίνει μια αξιόπιστη οικονομετρική ανάλυση θα πρέπει προηγουμένως όλες οι εξεταζόμενες εταιρίες να εφαρμόζουν το ενιαίο λογιστικό σύστημα, έτσι ώστε τα παρεχόμενα λογιστικά στοιχεία να είναι και σωστά, και συγκρίσιμα αλλά και να εκφράζουν την αληθινή οικονομική κατάσταση της κάθε επιχείρησης (Kerr, 2015). Όλοι γνωρίζουμε ότι η παραοικονομία δεν είναι στην ίδια έκταση σε όλες τις χώρες. Γι' αυτό θα χρειαστεί να ληφθεί υπόψη επί πλέον και μια χρήσιμη «control variable»: αυτή που μετρά το επίπεδο της παραοικονομίας.

2.3 Άλλοι παράγοντες που συμβάλλουν στην κερδοφορία

2.3.1 Η κατανάλωση

Η κατανάλωση είναι το θεμέλιο του καπιταλιστικού συστήματος. Οι επιχειρήσεις παράγουν προϊόντα με σκοπό το κέρδος. Όταν γίνονται πωλήσεις, τότε τα νοικοκυριά αγοράζουν από τις παραγωγικές μονάδες. Στη συνέχεια αυτές οι μονάδες αποκομίζοντας κέρδη έχουν κίνητρο να συνεχίσουν να παράγουν ή και ακόμα να αυξήσουν την παραγωγή τους. Τότε, η αυξανόμενη παραγωγή συντελεί στην αύξηση του ΑΕΠ. Με άλλα λόγια η κατανάλωση είναι βασικός παράγων για την οικονομική μεγέθυνση (Saito, 2007).

Θα πρέπει όμως να μπορούν τα νοικοκυριά (δηλαδή οι καταναλωτές) να αγοράζουν. Αυτό σημαίνει ότι θα πρέπει να έχουν ικανό εισόδημα. Δηλαδή, όταν το εισόδημα τους μειώνεται, τότε θα μειωθεί και η κατανάλωση, οπότε θα προκληθεί ύφεση. Είναι λοιπόν κατανοητό ότι η υψηλή φορολογία και η μείωση του εισοδήματος των νοικοκυριών από τα διάφορα μέτρα λιτότητας (μείωση μισθών, μείωση συντάξεων, επιβολή διάφορων φόρων κλπ.) δημιουργεί ύφεση, βλέπε (Theodoropoulou και Watt, 2011) καθώς και (Οικονομική Καθημερινή, 2014, 15/8). Εκτός όμως από τα πιο πάνω, η σημερινή λιτότητα στην Ελλάδα έφτασε στο σημείο ώστε τα νοικοκυριά να αδυνατούν να δώσουν στα παιδιά τους βασικά αγαθά (Οικονομική Καθημερινή, 2014, 19/11).

2.3.2 Το κόστος κεφαλαίου και ο πληθωρισμός

Ο πληθωρισμός πάντα επιδρά αρνητικά στην οικονομική ανάπτυξη. Υπάρχουν διάφοροι τρόποι για να αναλυθεί αυτό. Μια προσέγγιση είναι το γεγονός ότι μια αύξηση του πληθωρισμού παρασύρει προς τα πάνω τα επιτόκια. Σύμφωνα με την έρευνα των (Raza και Jawaid, 2014) τα επιτόκια επιδρούν αρνητικά πάνω στις τιμές των μετοχών. Την ίδια άποψη ακολουθούν και οι (Rigobon και Sack, 2002) ότι δηλαδή τα βραχυχρόνια επιτόκια όταν αυξάνονται τότε οι τιμές των μετοχών πέφτουν. Ο λόγος είναι πολύ απλός. Μια άνοδος των επιτοκίων θα γίνει εμπόδιο για τις επιχειρήσεις. Και τούτο διότι το επιτόκιο δανεισμού τους θα ανέλθει επίσης. Επομένως τα κέρδη τους θα μειωθούν. Έτσι, αυτό θα επιδράσει σαν αποθαρρυντικός παράγων για τα μελλοντικά τους επενδυτικά σχέδια. Επομένως, θα μειωθούν οι επενδύσεις και θα αρχίσει ύφεση. Αυτή την άποψη έχουν και οι (Nissim και Penman, 2003). Η άλλη προσέγγιση είναι ότι ο πληθωρισμός αυξάνει το κόστος παραγωγής (Bonini και Alkan, 2011), δηλαδή μειώνεται το κέρδος. Αν λοιπόν σκεφτούμε ότι οι επιχειρηματίες ιδρύουν μια εταιρία με σκοπό το κέρδος, τότε η κάθε αύξηση στο κόστος θα μειώσει το κέρδος, οπότε αν συνεχιστεί αυτό το φαινόμενο

του πληθωρισμού, τότε δεν θα υπάρχει και ο λόγος της διατήρησης λειτουργίας της κάθε επιχείρησης.

2.3.3 Η πολιτική σταθερότητα

Η πολιτική σταθερότητα είναι επίσης ένας σημαντικός παράγων για την οικονομική μεγέθυνση. Όταν ένας επιχειρηματίας σχεδιάζει να επενδύσει τα κεφάλαια του για να ιδρύσει ένα εργοστάσιο θα πρέπει να είναι προηγουμένως βέβαιος ότι όχι μόνο δεν θα χάσει τα κεφάλαια του, αλλά και ότι ακόμα θα έχει κέρδος. Και τούτο διότι η δέσμευση των κεφαλαίων του θα χρειαστεί μερικά χρόνια για να αποδώσει καρπούς. Συγκεκριμένα, (για παράδειγμα) χρειάζονται περίπου τρία-τέσσερα χρόνια για την ίδρυση κάποιου εργοστασίου. Μετά θα περάσει σχεδόν άλλος ένας ακόμα χρόνος για να φτάσει η επιχείρηση σε ένα επίπεδο πωλήσεων έτσι ώστε να υπάρχουν κέρδη. Αν λοιπόν στα πρώτα αυτά χρόνια αλλάξει το πολιτικό σκηνικό, τότε ο επιχειρηματίας δεν είναι βέβαιος ότι θα αποκομίσει κέρδη. Μπορεί επίσης να αλλάξει και η φορολογική νομοθεσία έτσι ώστε η υψηλότερη φορολόγηση κερδών να αποδεκατίζει τα κέρδη του. Εκτός από τις αλλαγές στη φορολογική νομοθεσία υπάρχουν και άλλοι κίνδυνοι όπως: η ξαφνική αύξηση του κόστους κεφαλαίου (επιτόκια δανεισμού), ο συναλλαγματικός κίνδυνος.

Βέβαια, η πολιτική σταθερότητα εξαρτάται κατά σε μεγάλο ποσοστό και από την δίκαιη κατανομή του εισοδήματος. Πράγματι, η σημερινή λιτότητα στην Ελλάδα έφτασε στο σημείο έτσι ώστε τα νοικοκυριά να αδυνατούν να δώσουν στα παιδιά τους βασικά αγαθά (Οικονομική Καθημερινή, 2014, 19/11). Δηλαδή η κατανάλωση, που είναι βασικός πυλώνας για την επιβίωση των επιχειρήσεων και για την οικονομική ανάπτυξη, έχει μειωθεί σημαντικά (Saito, 2007). Ταυτόχρονα, στην Ελλάδα τα τελευταία χρόνια με την επιβολή μέτρων λιτότητας υπάρχει μία σοβαρή κοινωνική αγανάκτηση και κάποιος κίνδυνος πολιτικής αστάθειας. Και τούτο γιατί, σύμφωνα με την Καθημερινή (2014, 21/11) το 45% του συνολικού πληθυσμού δηλώνει (με βάση την ΕΛΣΤΑΤ) έλλειψη εμπιστοσύνης στο Ελληνικό πολιτικό σύστημα. Αυτό φανερώνει όχι μόνο ότι θα γίνει μία αλλαγή στο πολιτικό σκηνικό αλλά και κάποια μεταβολή στο νομοθετικό καθεστώς. Έτσι διαχέεται μια αβεβαιότητα, η οποία δρα αρνητικά στα οποιαδήποτε επενδυτικά επιχειρηματικά σχέδια. Αυτή λοιπόν η κατάσταση προξενεί ύφεση. Το χειρότερο δε θα είναι ότι τα «κεφάλαια φεύγουν από την Ελλάδα (Οικονομική Καθημερινή, 2014, 7/12)

αναζητώντας κάποια «άλλη» χώρα με πολιτική και νομοθετική σταθερότητα. Έτσι, η ύφεση χειροτερεύει στην Ελλάδα και επιχειρήσεις κλίνουν, ενώ αντίθετα στην «άλλη» χώρα θα δημιουργηθεί ανάκαμψη. Υπάρχει και μια μελέτη για την επίπτωση της πολιτικής αστάθειας στην ύφεση, ότι δηλαδή η πολιτική αστάθεια παράγει ύφεση (Aisen και Veiga, 2010) και (Georgiou, 2014).

2.3.4 Η επιχειρηματικότητα

Η επιχειρηματικότητα είναι ένας επίσης σημαντικός παράγων για την οικονομική μεγέθυνση. Ο ορισμός του επιχειρηματία έχει πολλά χαρακτηριστικά. Σύμφωνα με τον (Lazear, 2003) οι επιχειρηματίες είναι άνθρωποι με πολλές ικανότητες σε πολλούς τομείς. Ο επιχειρηματίας είναι αυτός που θα συλλάβει την ιδέα μιας νέας ευκαιρίας για επένδυση και να την υλοποιήσει (Schumpeter, 1950). Κατά τον (Drucker, 1970) ο επιχειρηματίας είναι εκείνος ο οποίος θα αναλάβει τον κίνδυνο (ρίσκο) μιας απόφασης. Ο επιχειρηματίας είναι εκείνος που μπορεί να οργανώσει ανθρώπους ώστε τελικά να δημιουργήσει μια νέα παραγωγική μονάδα και να προσφέρει και θέσεις εργασίας. Ο επιχειρηματίας έχει ακόμα και το άγχος και την οργανωτική ικανότητα (Wade et al., 2003). Επίσης, ότι οι επιχειρηματίες είναι άνθρωποι επίμονοι, αποφασιστικοί, διακατέχονται από ανεξαρτησία και έχουν ισχυρή την επιθυμία της επιτυχίας, το οποίο τελικά τους καθιστά πρωτοπόρους (Collins και Moore, 1970). Η σημασία της επιχειρηματικότητας τονίζεται επίσης και από τον (Casson, 2014), ο οποίος υποστηρίζει ότι η μέχρι πρόσφατα επικρατούσα υπόθεση ότι όλος ο κόσμος έχει πλήρη πληροφόρηση είναι λάθος και ότι ο ρόλος του επιχειρηματία (που έχει περισσότερη πληροφόρηση από τους άλλους) αποκτά περισσότερη βαρύτητα, και έτσι τον κάνει ικανό να υλοποιήσει διάφορα επιχειρηματικά σχέδια. Επίσης, σύμφωνα με τους (Carree και Thurik, 2003) ο επιχειρηματίας έχει τρία βασικά χαρακτηριστικά: α) την καινοτομία, β) την διαίσθηση των κερδοφόρων ευκαιριών καθώς και γ) την ικανότητα της αντίληψης του κινδύνου.

2.3.5 Η Διαφήμιση

Στο παρελθόν οι βασικοί κανόνες της λειτουργίας του marketing ήταν η επίτευξη ισχυρού ονόματος (Coca Cola, BMW, IBM, κλπ) και στη συνέχεια μια διαφήμιση για να αυξηθεί η κατανάλωση. Πίστευαν τότε οι manager και οι οικονομολόγοι ότι η

διαφήμιση είναι το μέσον που θα πείσει τον καταναλωτή να αγοράσει το τελικό προϊόν. Αλλά σήμερα αυτή η αντίληψη είναι μάλλον ξεπερασμένη. Σήμερα αντίθετα πιστεύεται ότι οι επιχειρήσεις πρέπει να βασιστούν μόνο στις δικές τους ικανότητες και δικά τους ανταγωνιστικά πλεονεκτήματα για να επιβιώσουν στην αγορά (Stalk, Evans and Shulman, 1992) και (Prahalad and Hamel, 1990). Με άλλα λόγια δηλαδή, οι επιχειρήσεις θα πρέπει να επιτύχουν και να παράγουν νέα προϊόντα (τα οποία να μην μοιάζουν με κανένα άλλο προϊόν) και να δώσουν περισσότερη σημασία στις απαιτήσεις του πελάτη. Έτσι, οι επιχειρήσεις θα έχουν το πλεονέκτημα στην αγορά, και τούτο διότι δεν θα υπάρχει άλλο παρόμοιο προϊόν, το οποίο θα το προτιμούσε ο πελάτης με κριτήριο μόνο την τιμή. Πράγματι, σύμφωνα με την μελέτη του (Christopher, 2011) η έρευνες απέδειξαν ότι οι καταναλωτές δεν είναι πιστοί πάντα στην αγορά του ίδιου προϊόντος, αλλά έχουν υπόψη τους μια γκάμα από παρόμοια προϊόντα και επιλέγουν από αυτά το φθηνότερο.

2.3.6 Η τεχνολογία

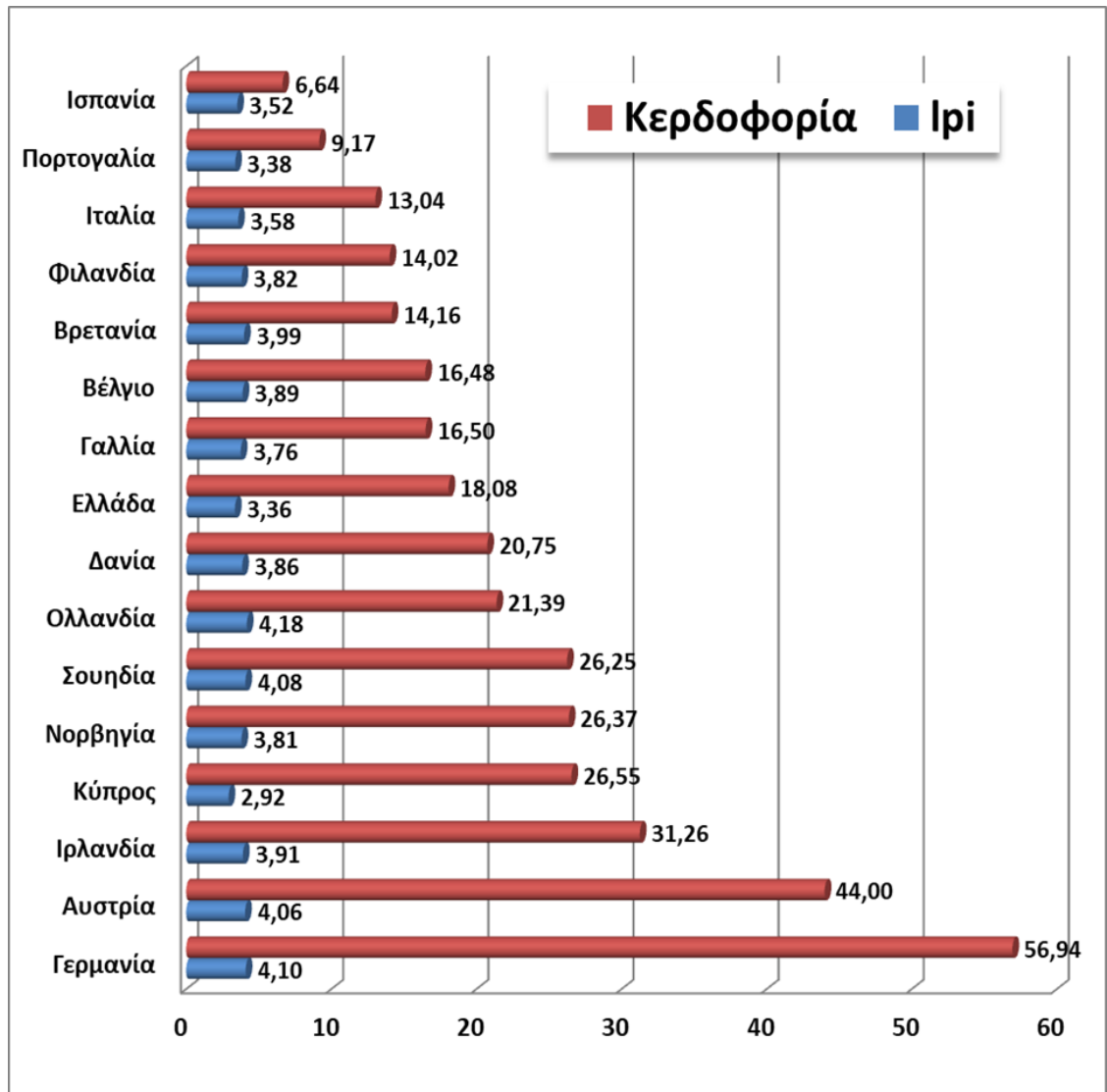
Τα πληροφοριακά συστήματα σήμερα αποτελούν αναπόσπαστο κομμάτι των επιχειρήσεων και ταυτόχρονα ένα μέσο για να επιβιώσουν μέσα στα πλαίσια του σκληρού διεθνούς ανταγωνισμού. Η ανάπτυξη των αγορών σε παγκόσμιο επίπεδο έχει επεκτείνει τις αλυσίδες εφοδιασμού και τέτοιες αλυσίδες χρειάζονται αποτελεσματική και αποδοτική διαχείριση κάτι το οποίο χωρίς την ύπαρξη των πληροφοριακών συστημάτων θα είναι αδύνατον. Η επιλογή των κατάλληλων συστημάτων και η αξιοποίηση τους είναι ένας από τους βασικούς παράγοντες επιτυχίας για μια αποτελεσματική διαχείριση της εφοδιαστικής αλυσίδας. Τα πληροφοριακά συστήματα και οι σύγχρονες τεχνολογίες της πληροφορικής αποτελούν σήμερα τα εργαλεία για την διαχείριση της εφοδιαστικής αλυσίδας. Το σύγχρονο παγκόσμιο επιχειρηματικό περιβάλλον απαιτεί οι εταιρίες να διαχειρίζονται προσεκτικά τις εφοδιαστικές τους αλυσίδες και να ενεργούν όσο το δυνατόν ταχύτερα στις σύγχρονες απαιτήσεις των πελατών τους. Η χρήση των πληροφοριακών συστημάτων συμβάλλουν στην βελτίωση των λειτουργιών της επιχείρησης και συντελούν στη μείωση του κόστους διαχείρισης των προϊόντων από την παραγωγή, την μεταφορά και αποθήκευση έως και την τελική πώληση τους.

Ένα σύγχρονο σήμερα πληροφοριακό σύστημα θα πρέπει να καλύπτει όλες τις λειτουργικές και διαχειριστικές ανάγκες της κάθε εφοδιαστικής αλυσίδας. Για την διαχείριση της εφοδιαστικής αλυσίδας χρειάζονται διάφοροι τύποι πληροφοριακών συστημάτων για να υποστηρίξουν τη λήψη αποφάσεων και τις εργασιακές δραστηριότητες στις διάφορες διεργασίες και διάφορα στάδια της εφοδιαστικής αλυσίδας. Πιο αναλυτικά τα συστήματα της εφοδιαστικής αλυσίδας διαχειρίζονται τη ροή των προϊόντων και των πληροφοριών για την παράδοση των προϊόντων στο σωστό χρόνο, και στο σωστό σημείο. Η ικανοποίηση των απαιτήσεων του πελάτη είναι ο βασικός στόχος των επιχειρήσεων, η δε ικανοποίηση των πελατών εξαρτάται σε μεγάλο βαθμό από την αποτελεσματικότητα των δραστηριοτήτων της κάθε εφοδιαστικής αλυσίδας. Τα πληροφοριακά συστήματα παίζουν καθοριστικό ρόλο στην βελτίωση της αποτελεσματικότητας της αλυσίδας. Οι (Gunasekaran & Ngai, 2004) τα ονόμασαν “το νευρικό σύστημα της εφοδιαστικής αλυσίδας” και τόνισαν την ανάγκη των επιχειρήσεων να επενδύσουν σε πληροφοριακά συστήματα για να αλλάξουν τις παραδοσιακές και παλαιού τύπου διαδικασίες τους.

2.3.7 logistics

Σύμφωνα με την έρευνα Georgiou (2017) η κερδοφορία των επιχειρήσεων ανέρχεται όταν το σύστημα της εφοδιαστικής (μετρούμενο από τον δείκτη LPI) είναι πιο αποτελεσματικό. Στην μελέτη αυτή έχει εκτιμηθεί για κάθε χώρα ένας δείκτης κερδοφορίας των επιχειρήσεων καθώς και ένας δείκτης ο οποίος μετρά για κάθε χώρα την αποτελεσματικότητα της εφοδιαστικής αλυσίδας και ονομάζεται «Logistics Performance Index» (LPI). Αυτό παρουσιάζεται στο γράφημα 1. Στο γράφημα 1 (για το έτος 2007) διαπιστώνεται ότι καθώς ο «Logistics Performance Index» (LPI) αυξάνεται τότε ανέρχεται και η κερδοφορία. Η Ισπανία έχει την χαμηλότερη τιμή LPI (3,52) και έτσι έχει κερδοφορία 6.64. Στο άλλο άκρο η Γερμανία έχει την μέγιστη τιμή LPI (4,10) και έτσι έχει την μεγαλύτερη κερδοφορία 56,94.

Γράφημα 1 Κερδοφορία και LPI



Πηγή: World Bank

2.3.8 Η διαχείριση των αποτελεσμάτων

Σύμφωνα με (Guenther, 1994) στις επιχειρήσεις των ΗΠΑ γίνεται χειραγώγηση των αποτελεσμάτων όταν μεταβάλλεται ο φόρος επί των κερδών. Οι εταιρίες προσπαθούν να εμφανίσουν κατώτερο κέρδος στα αποτελέσματα χρήσεως με σκοπό να πληρώσουν λιγότερο φόρο και αυτό κυρίως γίνεται από τις μεγάλες επιχειρήσεις. Έχουν γίνει για αυτό το σκοπό αρκετές εμπειρικές έρευνες όπως: DeAngelo (1986), Jones (1991), Cahan (1992). Η χειραγώγηση αποτελεσμάτων παρουσίασε σημαντική εξάπλωση από το 1997 μέχρι το 2002 (Cohen et al., 2004). Η απότομη τεχνολογική πρόοδος καθώς και ανάπτυξη της κεφαλαιαγοράς κατέστησε τα λογιστικά συστήματα πολύπλοκα. Η παγκοσμιοποίηση της οικονομίας είχε επίσης σαν αποτέλεσμα οι εταιρίες να προβούν σε παραποίηση των αποτελεσμάτων τους με σκοπό να προσελκύουν περισσότερους επενδυτές (Vanasco, 1998). Όλες αυτές οι παγκόσμιες αλλαγές προκάλεσαν την ανάπτυξη της λεγομένης «λογιστικής του δεδουλευμένου» (Καραμάνης, 2008). Για αυτό το λόγο χρειάζεται η παγκόσμια εφαρμογή του διεθνούς λογιστικού συστήματος, για να υπάρχει διαφάνεια. Η παγκόσμια ιστορία έδειξε ότι οι χώρες που έχουν σωστά δομημένα λογιστικά συστήματα και τα εφαρμόζουν, τότε εμφανίζουν οικονομική ανάπτυξη και πολιτική σταθερότητα (Georgiou et al., 2015); (Rogdaki, E. Koutoupis, A. G. and Rodosthenous, M., 2011); (Bekiaris et al., 2011).

2.4 Υποδείγματα ταχύτητας προσαρμογής του κεφαλαίου κίνησης

Ο κύκλος ταμειακής μετατροπής (στο εξής θα αναφέρεται ως CCC, Cash Conversion Cycle), αποτελεί ένα πολύ σημαντικό εργαλείο στα χέρια των διαχειριστών μιας εταιρείας, για τον προσδιορισμό του χρόνου κατά τον οποίο η επιχείρηση χρειάζεται περισσότερη ρευστότητα για την κάλυψη των λειτουργικών της δραστηριοτήτων. Επίσης, είναι η μεταβλητή εκείνη που θα απαντήσει στα ερωτήματα «πότε» και «πώς» θα αναπληρωθεί η ρευστότητα της επιχείρησης. Ο δείκτης CCC αποτελεί έναν ισχυρό σύνδεσμο της πολιτικής διαχείρισης της παραγωγής μιας επιχείρησης και ειδικότερα της διαχείρισης αποθέματος και της πολιτικής ελέγχου των προς πώληση εμπορευμάτων. Η μεγάλη σημασία του αριθμοδείκτη αυτού για την επιχείρηση, οφείλεται στο γεγονός ότι μας βοηθάει στον προσδιορισμό, την παρουσίαση και τον υπολογισμό του επιπέδου αποθέματος σε πρώτες ύλες καθώς και των εν εξελίξει και ετοιμών προϊόντων (Ozbayrak et al, 2006). Κύκλος μετατροπής μετρητών» = (cash conversion cycle) = KMM ορίζεται:

$$KMM = \left(\frac{\text{Αποθέματα}}{\text{Κόστος Πωλήσεων}} + \frac{\text{Απαιτήσεις}}{\text{Πωλήσεις}} - \frac{\text{Πληρωτέοι Λογαριασμοί}}{\text{Κόστος Πωλήσεων}} \right) * 365$$

Μετά από την περιγραφή της βιβλιογραφίας αναφορικά με τη χρησιμότητα του κεφαλαίου κίνησης, οι (Baños-Caballero et al., 2013) κάνουν μια προσπάθεια να εκτιμήσουν τους παράγοντες που προσδιορίζουν το κεφαλαίο κίνησης.

Από την εποχή του άρθρου του Smith (1980), ο οποίος είπε ότι η διοίκηση (διαχείριση) του κεφαλαίου κίνησης είναι αναγκαία για τα αποτελέσματα που έχει αυτό πάνω στην κερδοφορία και το ρίσκο, γραφήκαν πολλά άρθρα για το θέμα αυτό. Και πιο συγκεκριμένα, έχουν γραφτεί μελέτες για το πώς επιδρά το κεφάλαιο κίνησης στην απόδοση και λειτουργία της επιχείρησης (βλέπε: (Jose, Lancaster, and Stevens 1996); (Shin and Soenen 1998); Deloof 2003; Padachi 2006; Garcia and Martinez, 2007; (Raheman and Nasr 2007) κλπ). Εκτός από αυτό, γράφτηκαν πολλές εργασίες, στις οποίες γίνεται ποσοτική εκτίμηση των παραγόντων που προσδιορίζουν το κεφάλαιο κίνησης (βλέπε: (Chiou, Cheng, and Wu, 2006); (Baños, Garcia, and Martinez, 2010); (Hill, Kelly, and Highfield, 2010). Μια πιο εκτενής ανάλυση στη συνέχεια.

Οι (Baños-Caballero et al., 2013) ακολουθούν την μέθοδο των Shin and Soenen (1998), και χρησιμοποιούν την μεταβλητή κύκλο καθαρού εμπορίου (net trade cycle)

(NTC) σαν ένα δείκτη μέτρησης των αναγκών σε κεφαλαίο κίνησης, η οποία υπολογίζεται με βάση τον τύπο:

$NTC = \text{«Κύκλος καθαρού εμπορίου» (net trade cycle) = (Μέσο ύψος αποθεμάτων + Μέσο ύψος απαιτήσεων - Μέσο ύψος πληρωτέων λογαριασμών) * (365/Πωλήσεις)}$.

Αυτός ο δείκτης μας δείχνει ότι όταν Κύκλος καθαρού εμπορίου» ανέρχεται τότε και οι ανάγκες για Κεφάλαιο Κίνησης αυξάνονται (Shin and Soenen 1998).

Οι (Baños-Caballero et al., 2013) χρησιμοποιώντας ένα μοντέλο «partial adjustment» (μερικής, βαθμιαίας προσαρμογής) εξετάζουν την ταχύτητα με την οποία οι επιχειρήσεις προσεγγίζουν τον «στόχο κεφαλαίου κίνησης». Και πιο αναλυτικά, στο άρθρο αυτό οι (Baños-Caballero et al., 2013) εξετάζουν τους παράγοντες που προσδιορίζουν την ταχύτητα της προσέγγισης αυτής. Η δε διαδικασία της προσέγγισης εξαρτάται από τα διάφορα χαρακτηριστικά της κάθε επιχείρησης όπως: η δύναμη της στην αγορά καθώς και η πρόσβαση της στην τραπεζική χρηματοδότηση. Η έρευνα των (Baños-Caballero et al., 2013) κατέληξε στα εξής συμπεράσματα:

- Οι εταιρίες θέτουν ένα μέγεθος στόχο για το κεφάλαιο κίνησης
- Η προσαρμογή στον στόχο γίνεται γρήγορα
- Η ταχύτητα προσαρμογής διαφέρει ανάμεσα στις εταιρίες (πιο γρήγορα προσαρμόζονται οι επιχειρήσεις με καλή πρόσβαση στη χρηματοδότηση και με μεγάλη διαπραγματευτική δύναμη)

Θα πρέπει να αναφερθεί ότι το μέγεθος του αναγκαίου κεφαλαίου κίνησης άλλοτε ωφελεί και άλλοτε βλάπτει.

Και πιο αναλυτικά, μεγάλο μέγεθος στο αναγκαίο κεφάλαιο κίνησης επιδρά θετικά την αποδοτικότητα της επιχείρησης διότι:

- Αυξάνει τις πωλήσεις (Emery, 1987); (Smith, 1987); (Blinder and Maccini, 1991); (Deloof and Jegers, 1996); (Petersen and Rajan, 1997); (Ng, Smith, and Smith, 1999).

- Μειώνει το κόστος της χρηματοδότησης προμηθειών (έκπτωση λόγω γρήγορης πληρωμής προμηθευτών) (Ng, Smith, and Smith, 1999); (Wilner, 2000).

Επιδρά όμως και αρνητικά το πολύ μεγάλο μέγεθος του αναγκαίου κεφαλαίου κίνησης διότι:

- Αυξάνει το κόστος χρηματοδότησης του και προκαλεί ρίσκο (credit risk) το οποίο ίσως να οδηγήσει και σε χρεοκοπία (Soenen 1993).
- Αυξάνει το κόστος φύλαξης του (Kim and Chung, 1990).

Σύμφωνα με τον Nadiri (1969), οι εταιρίες δεν μπορούν να εκτιμήσουν με ακρίβεια τις πωλήσεις τους ούτε και τις αλλαγές στη νομισματική πολιτική ούτε και τις αλλαγές στην ποσότητα αγορών των πρώτων υλών. Ακόμη, με βάση τους (Peles and Schneller, 1989) οι επιχειρήσεις αποκλίνουν από τον στόχο του αναγκαίου κεφαλαίου κίνησης λόγω αιφνίδιων αλλαγών στο κόστος, στην τεχνολογία ή στη ζήτηση. Άρα, θα χρειαστεί μια προσπάθεια στη διοίκηση (διαχείριση) του κεφαλαίου κίνησης έτσι ώστε να πλησιάσουμε τον επιθυμητό στόχο στο αναγκαίο κεφάλαιο κίνησης.

Οι (Baños-Caballero et al., 2013) για να αναλύσουν τη διαδικασία προσέγγισης του επιθυμητού στόχου για κεφάλαιο κίνησης χρησιμοποιούν την ακόλουθη εξίσωση (standard partial adjustment model):

$$NTC_{it} - NTC_{it-1} = \gamma * (NTC_{it}^* - NTC_{it-1}), \text{ όπου } 0 < \gamma < 1. \quad (1)$$

Η μεταβλητή NTC είναι ο «Κύκλος καθαρού εμπορίου» (net trade cycle) και η μεταβλητή NTC^* είναι ο στόχος για τον «Κύκλο καθαρού εμπορίου». Ο συντελεστής γ μετρά την ταχύτητα της προσαρμογής, η οποία έχει αντίστροφη σχέση με το κόστος προσαρμογής.

Ο δε στόχος του «Κύκλου καθαρού εμπορίου» εξαρτάται από τις ακόλουθες μεταβλητές (Baños, Garcia, and Martinez, 2010); (Hill, Kelly, and Highfield, 2010):

CFLOW: Η προτίμηση για κεφάλαια που δημιουργούνται στο εσωτερικό της επιχείρησης (Myers, 1984) και ο πιθανός περιορισμός της χρηματοδότησης «credit rationing» (Greenwald, Stiglitz, and Weiss, 1984) που οφείλεται σε ασύμμετρη

πληροφόρηση και σε «agency costs»³ επιδρά στο WCR (working capital requirements = ανάγκη για κεφάλαιο κίνησης). Μια θετική ταμειακή ροή **CFLOW** επιτρέπει στις επιχειρήσεις να χρηματοδοτήσουν ένα θετικό WCR, οπότε αναμένεται μια θετική σχέση ανάμεσα στο CFLOW και NTC. Η μεταβλητή **CFLOW** = (κέρδη προ τόκων και φόρων + αποσβέσεις) / πωλήσεις).

FCOST: Το κόστος της χρηματοδότησης. Αναμένεται μια αρνητική σχέση ανάμεσα στο FCOST και NTC. Το κόστος του εξωτερικού δανεισμού μετριέται με δύο τρόπους. (**FCOST1**) = έξοδα από τόκους/(συνολικό χρέος – πληρωτέοι λογαριασμοί). Επίσης, (**FCOST2**) = έξοδα από τόκους/συνολικό χρέος.

GROWTH: Είναι η μεγέθυνση της επιχείρησης. Όσο περισσότερο μεγαλώνει μια εταιρία τότε έχει περισσότερη χρηματοδότηση (Petersen and Rajan, 1997); (Cuñat, 2007) και δίνει λιγότερη πίστωση στους πελάτες της (Molina and Preve, 2009). Με αυτό το σκεπτικό υπάρχει μια αρνητική σχέση ανάμεσα στη μεγέθυνση της εταιρίας και στο WCR. Η μεγέθυνση υπολογίζεται με δυο τρόπους: **GROWTH1** = (χρηματιστηριακή αξία μετοχικού κεφαλαίου + λογιστική αξία χρέους)/(σύνολο ενεργητικού). **GROWTH2** = (χρηματιστηριακή αξία μετοχικού κεφαλαίου / λογιστική αξία μετοχικού κεφαλαίου).

SIZE: Το μέγεθος. Οι μεγάλες εταιρίες έχουν μικρότερη ασύμμετρη πληροφόρηση (Jordan, Lowe, and Taylor, 1998); (Berger, Klapper, and Udell, 2001) και τούτο διότι έχουν πολύ καλή πληροφόρηση. Άρα έχουν καλλίτερη πρόσβαση στην αγορά κεφαλαίου. Το μέγεθος και το WCR σχετίζονται θετικά. Εδώ όμως υπάρχει και η εξής παρατήρηση ότι δηλαδή και οι μικρές επιχειρήσεις χρειάζονται υψηλό ποσό από WCR (Lee and Stowe, 1993); (Long, Malitz, and Ravid, 1993); (Pike et al., 2005) και (Niskanen and Niskanen, 2006). Τελικά δηλαδή, όπως συμπεραίνουν και οι, (Baños-Caballero et al., 2013) δεν υπάρχει εκ των προτέρων σαφής σχέση ανάμεσα στο SIZE και WCR. SIZE = ο φυσικός λογάριθμος του συνόλου ενεργητικού.

³ agency costs = τα προβλήματα των αντικρουόμενων συμφερόντων ανάμεσα στην ιδιοκτησία και τους μάνατζερ

FA: Η επένδυση σε πάγια. Σύμφωνα με τους (Fazzari and Petersen, 1993), υπάρχει αρνητική σχέση ανάμεσα στο FA και WCR. FA = υλικά πάγια στοιχεία/σύνολο ενεργητικού.

ZSCORE: Είναι η πιθανότητα οικονομικής κατάρρευσης (financial distress) που προκύπτει όταν υπάρχει αδυναμία πληρωμών των χρεών. Άρα, υψηλή πιθανότητα οικονομικής κατάρρευσης σχετίζεται με μικρότερο WCR. Αυτή η πιθανότητα υπολογίζεται με βάση το υπόδειγμα του Altman's (1968), το οποίο επεκτάθηκε από τους (Begley, Mints, and Watts, 1996).

PRO: Είναι η κερδοφορία. Και είναι γνωστό ότι επιχειρήσεις με υψηλά κέρδη παίρνουν πιο εύκολα τα δάνεια. Έτσι παίρνουν μεγαλύτερη πίστωση από τους προμηθευτές τους (Petersen and Rajan 1997) και επίσης να κρατούν λιγότερα αποθέματα έτοιμων προϊόντων (Blazenko and Vandezande, 2003). Μετά από αυτά, οι (Baños-Caballero et al., 2013) εκτιμούν ότι υπάρχει αρνητική σχέση ανάμεσα στην κερδοφορία και στο WCR. Οι (Baños-Caballero et al., 2013) παρέχουν δύο μεθόδους για την εκτίμηση της κερδοφορίας: **(PRO1)** = (κέρδη προ τόκων και φόρων) / Ενεργητικό, και **(PRO2)** = (κέρδη προ τόκων και φόρων) / πωλήσεις.

GDP: Η αύξηση του ΑΕΠ (ακαθάριστο εγχώριο προϊόν) επιδρά στους εισπρακτέους λογαριασμούς (Smith, 1987; Walker, 1991), στα αποθέματα (Blinder and Maccini, 1991); (Carpenter et al., 1994); (Kashyap et al., 1994), και στους πληρωτέους λογαριασμούς (Nilsen, 2002). Επομένως, το ΑΕΠ επιδρά και στο WCR.

Μετά λοιπόν από την πιο πάνω ανάλυση οι (Baños-Caballero et al., 2013) ορίζουν την συνάρτηση προσδιορισμού του στόχου για τον «Κύκλο καθαρού εμπορίου» με βάση την εξίσωση (2):

$$NTC^*_{it} = \beta_0 + \beta_1 * CFLOW_{it} + \beta_2 * FCOST_{it} + \beta_3 * GROWTH_{it} + \beta_4 * SIZE_{it} + \beta_5 * FA_{it} + \beta_6 * ZSCORE_{it} + \beta_7 * PRO_{it} + \beta_8 * GDP_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

Με την αντικατάσταση της δεύτερης εξίσωσης στην προηγούμενη προκύπτει η τελική εξίσωση (3):

$$\text{NTC}_{it} = \alpha + \rho * \text{NTC}_{it-1} + \delta_1 * \text{CFLOW}_{it} + \delta_2 * \text{FCOST}_{it} + \delta_3 * \text{GROWTH}_{it} + \delta_4 * \text{SIZE}_{it} + \delta_5 * \text{FA}_{it} + \delta_6 * \text{ZSCORE}_{it} + \delta_7 * \text{PRO}_{it} + \delta_8 * \text{GDP}_{it} + \eta_i + \lambda_t + u_{it} \quad (3)$$

Όπου: $\alpha = \gamma * \beta_0$, $\rho = (1 - \gamma)$, $\delta_k = \gamma * \beta_k$, και $u_{it} = \gamma * \varepsilon_{it}$

Έτσι, οι (Baños-Caballero et al., 2013) εκτίμησαν το υπόδειγμα της πιο πάνω εξίσωσης (3). Οι (Baños-Caballero et al., 2013) βελτίωσαν ακόμα περισσότερο την εξίσωση (3) προσθέτοντας δύο ψευδομεταβλητές (dummy variables). Και πιο συγκεκριμένα, η πρώτη ψευδομεταβλητή αφορά την ευκολία της κάθε εταιρίας σχετικά με την ευκολία της στην πρόσβαση στην αγορά κεφαλαίου. Αυτή η ψευδομεταβλητή ονομάστηκε **WWD**, διότι επινοήθηκε από τους (Whited and Wu, 2006). Αυτή η μεταβλητή παίρνει την τιμή 1 (όταν η εταιρία έχει καλή πρόσβαση στην αγορά κεφαλαίου) και την τιμή 0 (όταν η εταιρία δεν έχει καλή πρόσβαση στην αγορά κεφαλαίου). Η δεύτερη ψευδομεταβλητή ονομάζεται **BPD** και εκφράζει την διαπραγματευτική ικανότητα της επιχείρησης (Hill, Kelly, and Highfield, 2010). Η μέτρηση της διαπραγματευτικής ικανότητας της κάθε επιχείρησης ισούται με το κλάσμα (ετήσιες πωλήσεις της εταιρίας/ετήσιες πωλήσεις όλων των εταιριών στον ίδιο κλάδο). Με αυτό το σκεπτικό, η BPD λαμβάνει την τιμή 1 (όταν το κλάσμα αυτό έχει υψηλή τιμή) και την τιμή 0 (σε αντίθετη περίπτωση)⁴.

Μετά από τα πιο πάνω, η εξίσωση (3) βελτιώνεται και παίρνει την μορφή (4) και (5).

$$\text{NTC}_{it} = \alpha + (\rho_0 + \rho_1 * \text{WWD}_{it}) * \text{NTC}_{it-1} + \delta_1 * \text{CFLOW}_{it} + \delta_2 * \text{FCOST}_{it} + \delta_3 * \text{GROWTH}_{it} + \delta_4 * \text{SIZE}_{it} + \delta_5 * \text{FA}_{it} + \delta_6 * \text{ZSCORE}_{it} + \delta_7 * \text{PRO}_{it} + \delta_8 * \text{GDP}_{it} + \eta_i + \lambda_i + u_{it} \quad (4)$$

$$\text{NTC}_{it} = \alpha + (\rho_0 + \rho_1 * \text{BPD}_{it}) * \text{NTC}_{it-1} + \delta_1 * \text{CFLOW}_{it} + \delta_2 * \text{FCOST}_{it} + \delta_3 * \text{GROWTH}_{it} + \delta_4 * \text{SIZE}_{it} + \delta_5 * \text{FA}_{it} + \delta_6 * \text{ZSCORE}_{it} + \delta_7 * \text{PRO}_{it} + \delta_8 * \text{GDP}_{it} + \eta_i + \lambda_i + u_{it} \quad (5)$$

⁴ Αυτή η διαδικασία γίνεται λαμβάνοντας το 25ο και 50ο εκατοστημόριο καθώς και την μέση τιμή του κλάσματος αυτού (Baños-Caballero et al., 2013).

Παρατήρηση:

Το η_i είναι τα ατομικά χαρακτηριστικά της κάθε εταιρίας. Η μεταβλητή li είναι μια ψευδομεταβλητή που αφορά τον κάθε κλάδο βιομηχανίας. Τέλος, το u_{it} είναι το τυχαίο σφάλμα της παλινδρόμησης.

Οι (Baños-Caballero et al., 2013) από τα πιο πάνω κατέληξαν στα ακόλουθα συμπεράσματα:

- Οι εταιρίες έχουν υψηλή ταχύτητα προσαρμογής στο επιθυμητό στόχο κεφαλαίου κίνησης
- Η ταχύτητα αυτής της προσαρμογής ποικίλει ανάμεσα στις εταιρίες
- Η πρόσβαση σε εξωτερική χρηματοδότηση ασκεί θετική επίδραση στη ταχύτητα αυτή
- Η διαπραγματευτική ικανότητα ασκεί θετική επίδραση στη ταχύτητα αυτή
- Επιχειρήσεις που μπορούν να δημιουργήσουν εσωτερικά κεφάλαια έχουν μεγαλύτερη ανάγκη για κεφάλαιο κίνησης
- Αρνητική επίδραση στην ανάγκη για κεφάλαιο κίνησης δημιουργούν το κόστος εξωτερικού δανεισμού, η μεγέθυνση της εταιρίας, η επένδυση σε πάγια, η περίπτωση οικονομικής δυσπραγίας, και η περίπτωση κερδοφορίας
- Η οικονομική ανάπτυξη ασκεί θετική επίδραση στην ανάγκη για κεφάλαιο κίνησης

Επίσης, οι (Baños-Caballero et al., 2013) προκειμένου να μελετηθεί το θέμα αυτό και σε διεθνές επίπεδο, προτείνουν ότι θα χρειαστούν και περισσότερες πληροφορίες αναφορικά με το οικονομικό σύστημα και τη νομοθεσία της κάθε χώρας. Τέλος, το θέμα αυτό χρειάζεται ακόμα περισσότερη έρευνα σε βάθος (Baños-Caballero et al., 2013).

2.5 Οι παράγοντες που προσδιορίζουν το κεφάλαιο κίνησης. Σύντομη βιβλιογραφία

Στις τέλειες αγορές κεφαλαίου οι επενδυτικές αποφάσεις δεν εξαρτώνται από τις χρηματοδοτικές αποφάσεις, οπότε η επενδυτική πολιτική εξαρτάται αποκλειστικά από

τις ευκαιρίες και από την θετική παρούσα αξία (Modigliani and Miller, 1958). Και τούτο διότι, στις τέλει αγορές κεφαλαίου, οι εταιρίες έχουν απεριόριστη πρόσβαση σε πηγές χρηματοδότησης και όπου τα εξωτερικά κεφάλαια είναι τέλεια υποκατάστατα των εσωτερικών πηγών χρηματοδότησης. Έτσι, σε αυτές τις ιδανικές συνθήκες, μια πιο μακροχρόνια CCC δεν θα είχε κανένα κόστος ευκαιρίας, επειδή οι εταιρίες θα μπορούσαν να έχουν εξωτερική χρηματοδότηση χωρίς πρόβλημα και με λογική τιμή (Baños-Caballero et al., 2010). Αλλά η πραγματικότητα είναι διαφορετική. Και τούτο διότι, η εσωτερική και η εξωτερική χρηματοδότηση δεν είναι τέλεια υποκατάστατα. Η εξωτερική χρηματοδότηση, το δάνειο ή η έκδοση νέων μετοχών μπορεί να κοστίζει περισσότερο από την εσωτερική χρηματοδότηση, επειδή η αγορά κεφαλαίου δεν είναι τέλεια. Το συμπέρασμα λοιπόν είναι ότι στην πράξη οι επενδυτικές αποφάσεις και οι αποφάσεις σχετικά με την εξεύρεση κεφαλαίου αλληλεξαρτώνται, οπότε οι εταιρίες μπορούν να φτάσουν σε ένα «άριστο» (optimal) CCC, το οποίο εξισορροπεί τα οφέλη και τα κόστη, και το οποίο μεγιστοποιεί την αξία των επιχειρήσεων (Baños-Caballero et al., 2010).

Ένας μεγάλου μεγέθους «κύκλος μετατροπής μετρητών» (CCC) μπορεί να αυξήσει τις πωλήσεις και την κερδοφορία για τους εξής λόγους: α) τα υψηλά αποθέματα δεν σταματούν την παραγωγική διαδικασία και μειώνουν τα κόστη προμηθειών (Blinder and Maccini, 1991), β) με περισσότερη χρηματοδότηση του εμπορίου οι εταιρίες αυξάνουν τις πωλήσεις τους (Petersen and Rajan, 1997), επειδή οι πελάτες μπορούν να ελέγξουν ότι το εμπόρευμα είναι καλής ποιότητας και ότι οι όροι της συμφωνίας πληρούνται (Smith, 1987). Αυτή η άποψη υποστηρίζεται και από (Deloof and Jegers, 1996). Επίσης, βοηθά τις εταιρίες να βελτιώσουν τις μακροχρόνιες σχέσεις τους με τους πελάτες τους (Ng et al., 1999), και επίσης παρέχει κίνητρα στους πελάτες να αγοράσουν όταν η ζήτηση έχει πτώση (Emery, 1987). Προσθέτως, από την άποψη των πληρωτέων λογαριασμών (accounts payable), οι εταιρίες θα επιτύχουν έκπτωση για προπληρωμή αν μειώσουν την πίστωση από τους προμηθευτές (Ng et al., 1999); (Wilner, 2000). Αλλά, δεν πρέπει να λησμονηθεί το ότι η επένδυση σε υψηλό ποσό κεφαλαίου κίνησης θα έχει κόστος ευκαιρίας (μη πραγματοποίηση άλλων επενδυτικών ευκαιριών) Soenen (1993), οπότε με αυτή τη λογική ένας μεγάλου μεγέθους «κύκλος μετατροπής μετρητών» (CCC) μπορεί να χρεοκοπήσει την εταιρία.

Επίσης, σε αρκετές μελέτες (βλέπε: Soenen (1993), Deloof (2003), Padachi (2006) and Garcia-Teruel and Martinez-Solano (2007)) έχει μετρηθεί η ποιότητα της

διαχείρισης (διοίκησης) του κεφαλαίου κίνησης με βάση το «κύκλος μετατροπής μετρητών» (CCC).

Αφού λοιπόν αναφθήκαν πιο πάνω όλες οι θεωρητικές απόψεις, οι (Baños-Caballero *et al.*, 2010) μετρούν το δείκτη «κύκλο μετατροπής μετρητών» (CCC) με βάση τον τύπο:

$$CCC = (\text{λογαριασμοί εισπρακτέοι/πωλήσεις}) \cdot 365 + (\text{αποθέματα/αγορές}) \cdot 365 - (\text{λογαριασμοί πληρωτέοι/αγορές}) \cdot 365.$$

Όσο πιο μεγάλος είναι ο κύκλος αυτός (CCC), τότε τόσο πιο πολύ κεφάλαιο κίνησης χρειάζεται.

2.5.1 Η ικανότητα να παράγει η εταιρία εσωτερικές πηγές κεφαλαίου.

Η ασύμμετρη πληροφόρηση συνεπάγεται υψηλότερο κόστος στην εξωτερική χρηματοδότηση, διότι υπάρχουν αντικρουόμενα συμφέροντα ανάμεσα στους μετόχους και στους πιστωτές (Myers, 1977). Οι μέτοχοι επιθυμούν περισσότερο δάνειο, κάτι που αυξάνει το ρίσκο. Έτσι, με βάση τη θεωρία «pecking order» οι επιχειρήσεις προτιμούν χρηματοδότηση από το εσωτερικό της εταιρίας αντί να πάρουν δάνειο ή και να εκδώσουν νέες μετοχές (Myers, 1984).

Έτσι, οι (Baños-Caballero *et al.*, 2010) ορίζουν την μεταβλητή CFLOW για να μετρήσουν την ικανότητα της επιχείρησης να δημιουργήσει εσωτερικές πηγές κεφαλαίου. $CFLOW = (\text{καθαρά κέρδη} + \text{αποσβέσεις}) / \text{ενεργητικό}$. Αξίζει να σημειωθεί ότι οι (Baños-Caballero *et al.*, 2010) προτίμησαν αυτή τη μεταβλητή επειδή και σε όλη τη βιβλιογραφία αυτή θεωρείται σαν η καλλίτερη μεταβλητή για την μέτρηση της ικανότητας της εταιρίας να παράγει κεφάλαιο από εσωτερικές πηγές.

2.5.2 Η δανειακή επιβάρυνση

Το κόστος των κεφαλαίων που επενδύονται στο CCC είναι μεγαλύτερο σε εταιρίες που έχουν υψηλή δανειακή επιβάρυνση, και τούτο διότι (σύμφωνα με τις πιο πάνω θεωρίες) θα πρέπει να πληρώσουν μεγαλύτερο επιτόκιο λόγω της προσθήκης στο επιτόκιο του ασφαλιστρου κινδύνου (risk premium). Πράγματι, αναμένεται μια αρνητική

σχέση ανάμεσα στο CCC και στη δανειακή επιβάρυνση. Και τούτο αποδείχτηκε και στην πράξη (Chiou et al., 2006). Η δανειακή επιβάρυνση (LEV) = χρέη/ενεργητικό.

2.5.3 Οι ευκαιρίες για μεγέθυνση της εταιρίας

Σύμφωνα με την μελέτη των Kieschnich et al., (2006) η αύξηση των πωλήσεων της εταιρίας σχετίζεται θετικά με το CCC. Την ίδια άποψη έχουν και οι (Blazenko and Vandezande, 2003). Υπάρχει όμως και η αντίθετη άποψη ότι δηλαδή η αύξηση των πωλήσεων της εταιρίας σχετίζεται αρνητικά με το CCC. Σύμφωνα, κατά πρώτον, με τον Cunāt (2007), οι εταιρίες με υψηλή ανάπτυξη χρησιμοποιούν πολύ την χρηματοδότηση του εμπορίου για να αναπτυχθούν και τούτο διότι έχουν δύσκολη πρόσβαση σε άλλες πηγές κεφαλαίου. Δεύτερον, με βάση τον Emery (1987), οι εταιρίες παρέχουν περισσότερη πίστωση στους πελάτες τους για να τονώσουν τις πωλήσεις τους σε περίπτωση χαμηλής ζήτησης. Και αυτές οι δύο απόψεις υποστηρίζονται από τους (Petersen and Rajan, 1997).

Μετά λοιπόν από τα πιο πάνω, δεν είναι σαφές από θεωρητική άποψη ποια είναι η σχέση ανάμεσα στο CCC και στη αύξηση των πωλήσεων της εταιρίας. Οι (Baños-Caballero et al., 2010) όρισαν την μεταβλητή (GROWTH) για την μέτρηση της αύξησης των πωλήσεων ως το κλάσμα (πωλήσεις₁ - πωλήσεις₀)/ πωλήσεις₀. Επίσης, σύμφωνα με τους (Scherer and Hulburt, 2001), αναμένεται να συνεχιστεί και στο μέλλον ή αύξηση των πωλήσεων που πραγματοποιήθηκε στο παρελθόν και ότι οι εταιρίες προετοιμάζονται για αυτό το σκοπό.

2.5.4 Το μέγεθος της εταιρίας

Από την εμπειρική έρευνα προέκυψε ότι υπάρχει μια θετική σχέση ανάμεσα στο μέγεθος της εταιρίας και το CCC (Kieschnich et al., 2006); (Chiou et al., 2006). Αυτό μπορεί να αποδοθεί στο γεγονός ότι το κόστος του κεφαλαίου που επενδύεται στο κυκλοφορούν ενεργητικό μειώνεται όσο αυξάνεται το μέγεθος της εταιρίας, καθώς οι μικρές εταιρίες έχουν μεγαλύτερη ασυμμετρία στην πληροφόρηση (Jordan et al., 1998); (Berger et al., 2001), καθώς και μεγαλύτερη αδιαφάνεια στην πληροφόρηση (Berger and Udell, 1998). Επιπλέον, σύμφωνα με τη θεωρία «trade-off» οι μικρές εταιρίες έχουν μεγαλύτερο κίνδυνο για χρεοκοπία καθώς οι μεγάλες εταιρίες έχουν υψηλότερη διασπορά και αποτυγχάνουν λιγότερο συχνά. Αυτό επηρεάζει το δάνειο που χορηγείται,

διότι εταιρίες με καλλίτερη πρόσβαση στην αγορά κεφαλαίου χρησιμοποιούν περισσότερη χρηματοδότηση εμπορίου (Petersen and Rajan, 1997); (Niskanen and Niskanen, 2006). Επίσης οι Whited (1992) και Fazzari and Petersen (1993) απέδειξαν ότι οι μικρές επιχειρήσεις έχουν περιορισμένη χρηματοδότηση ή έχουν μικρά περιθώρια να αναλάβουν νέα δάνεια (Walker, 1991); (Petersen and Rajan, 1995); (Cunãt, 2007).

Από τα πιο πάνω, καταλήγουν οι (Baños-Caballero et al., 2010) ότι αναμένεται η σχέση ανάμεσα στο μέγεθος των εταιριών και στο κόστος κεφαλαίου που επενδύεται στο κυκλοφορούν ενεργητικό να είναι αρνητική. Έτσι, η μεταβλητή SIZE (μέγεθος), ορίζεται ως ο φυσικός λογάριθμος του ενεργητικού (Baños-Caballero et al., 2010).

2.5.5 Ηλικία εταιρίας

Η ηλικία της εταιρίας έχει θετική επίδραση στην ανάγκη για το κεφάλαιο κίνησης (Chiou et al., 2006). Και τούτο διότι μια παλιά εταιρία έχει φήμη (Petersen and Rajan, 1997), έχει αποκτήσει καλές σχέσεις με τους πελάτες και προμηθευτές στην αγορά (Cunãt, 2007) και τέλος είναι αξιόπιστη σε θέματα πίστωσης και δανείων (Niskanen and Niskanen, 2006). Αυτός είναι και ο λόγος που μια παλιά εταιρία λαμβάνει δάνειο πιο εύκολα και με καλλίτερες συνθήκες (Berger and Udell, 1998). Οι (Baños-Caballero et al., 2010) σαν ηλικία (AGE) έλαβαν τον φυσικό λογάριθμο της ηλικίας της εταιρίας.

2.5.6 Άυλα πάγια στοιχεία

Οι (Kieschnich et al., 2006) κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι τα πάγια σχετίζονται αρνητικά με το CCC. Από την άλλη όμως πλευρά τα άυλα πάγια στοιχεία του ενεργητικού δημιουργούν πιο ασύμμετρη πληροφόρηση από τα φυσικά πάγια στοιχεία. Επομένως, εταιρίες που έχουν κυρίως πάγια στοιχεία με φυσική υπόσταση θα έχουν χαμηλότερο κόστος όταν αναζητούν κεφάλαια για να επενδύσουν σε κυκλοφορούν ενεργητικό, οπότε θα αυξηθεί το CCC. Φαίνεται δηλαδή από τα πιο πάνω ότι από θεωρητική άποψη δεν υπάρχει συμφωνία αναφορικά με τη σχέση των επενδύσεων σε πάγια στοιχεία και του CCC.

Οι (Baños-Caballero et al., 2010) όρισαν την μεταβλητή (FA) για την επένδυση σε υλικά πάγια σαν το κλάσμα (υλικά πάγια/ενεργητικό).

2.5.7 Κερδοφορία

Έχει αποδειχθεί από έρευνες ότι η κερδοφορία της επιχείρησης επιδρά στη διαχείριση του κεφαλαίου κίνησης (Chiou et al., 2006); and Wu (2001). Επίσης, έχει αποδειχθεί από τους (Chiou et al., 2006) ότι η κερδοφορία (ROA) έχει αρνητική επίδραση στη διαχείριση του κεφαλαίου κίνησης. Υπάρχουν δύο αίτια για αυτό. Πρώτον, επειδή εταιρίες με καλλίτερη πληροφόρηση λαμβάνουν ευκολότερα κεφάλαια από εξωτερική πηγή (Chiou et al., 2006). Και δεύτερον, κερδοφόρες εταιρίες έχουν καλλίτερη διαχείριση κεφαλαίου κίνησης, επειδή κυριαρχούν στην αγορά και έχουν ισχυρότερη διαπραγματευτική ικανότητα με προμηθευτές και πελάτες (Shin and Soenen, 1998). Έκτος από αυτά, σύμφωνα με τους (Petersen and Rajan, 1997) οι κερδοφόρες επιχειρήσεις λαμβάνουν περισσότερη πίστωση από τους προμηθευτές.

Οι (Baños-Caballero et al., 2010) όρισαν την μεταβλητή (ROA) για την κερδοφορία, και αυτή ισούται με τι κλάσμα (Κέρδη προ τόκων και φόρων)/ενεργητικό. Αναμένεται να υπάρξει αρνητική σχέση ανάμεσα στο (ROA) και CCC.

2.5.8 Κλάδος

Πολλές μελέτες έχουν γραφτεί για το θέμα που αφορά τις διαφορές στην διαχείριση του κεφαλαίου κίνησης ανάμεσα σε διάφορους βιομηχανικούς κλάδους (Hawawini et al., 1986); (Weinraub and Visscher, 1998); (Filbeck and Krueger, 2005); (Kieschnich et al., 2006). Όλοι αυτοί κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι ανάμεσα στους βιομηχανικούς κλάδους υπάρχουν διαφορές αναφορικά με τη διαχείριση του κεφαλαίου κίνησης. Πράγματι, υπάρχουν σημαντικές διαφορές στους όρους χρηματοδότησης ανάμεσα στους κλάδους, αλλά μικρές διαφορές ανάμεσα σε εταιρίες του ίδιου κλάδου (Smith, 1987); (Ng et al., 1999). Προσθέτως, οι (Niskanen and Niskanen, 2006) κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι σε θέματα «λογαριασμοί εισπρακτέοι» και «λογαριασμοί πληρωτέοι» υπάρχουν διαφορές ανάμεσα σε διαφορετικούς κλάδους.

Με αυτό το σκεπτικό, οι (Baños-Caballero et al., 2010) όρισαν την ψευδομεταβλητή (INDUSTRY) σαν «control variable» για κάθε κλάδο χωριστά.

Κεφάλαιο 3. Βιβλιογραφική επισκόπηση

3.1 Γενικά

Οι περισσότερες έρευνες που έχουν γίνει σχετίζονται με την επίδραση του κεφαλαίου κίνησης στην κερδοφορία των επιχειρήσεων. Παραθέτω παρακάτω μερικές μελέτες που έχουν γίνει. Ο M. Deloof (2003) εξέτασε την σχέση μεταξύ κεφαλαίου κίνησης και κερδοφορίας των Βελγικών επιχειρήσεων. Για την διερεύνηση της σχέσης αυτής, χρησιμοποίησε ένα ισορροπημένο δείγμα (balanced panel) 2000 επιχειρήσεων για το χρονικό διάστημα μεταξύ 1992-1996. Η κερδοφορία των επιχειρήσεων προσδιορίστηκε μέσα από την μεταβλητή του μεικτού λειτουργικού εισοδήματος, ενώ η διαχείριση του κεφαλαίου κίνησης, μέσα από τις μεταβλητές, «Ημέρες είσπραξης λογαριασμών απαιτήσεων» (Number of Days Accounts Receivable), «Ημέρες πληρωμής λογαριασμών υποχρεώσεων» (Number of Days Accounts Payable), «Ημέρες Αποθεμάτων» (Number of Days Inventories) και «Κύκλος Ταμειακής Μετατροπής», (Cash Conversion Cycle). Εκτιμώντας ένα οικονομετρικό υπόδειγμα σταθερών επιδράσεων (Fixed-effects model) με την μέθοδο των ελαχίστων τετραγώνων (OLS), εξέτασε την επιρροή της διαχείρισης του κεφαλαίου κίνησης στην κερδοφορία των επιχειρήσεων. Από την έρευνα αυτή παρατήρησε ότι, μια αύξηση κατά μια (1) ημέρα στις ημέρες είσπραξης των λογαριασμών απαιτήσεων (Days Accounts Receivable) έχει ως αποτέλεσμα τη μείωση του μεικτού λειτουργικού εισοδήματος κατά 0,048%. Συμπερασματικά, τα αποτελέσματα της έρευνας του Deloof έδειξαν ότι, οι διαχειριστές δύναται να αυξήσουν την κερδοφορία μειώνοντας τις ημέρες που μεσολαβούν για την είσπραξη των λογαριασμών απαιτήσεων καθώς και τις ημέρες παρακράτησης των αποθεμάτων. Επίσης, ερμήνευσε την αρνητική σχέση μεταξύ μεικτού λειτουργικού εισοδήματος και ημερών αποπληρωμής των υποχρεώσεων με την διαπίστωση ότι οι λιγότερο επικερδής επιχειρήσεις, αργούν να πληρώσουν τις υποχρεώσεις τους.

Οι Λαζαρίδης και Τρυφωνίδης (2006), εξέτασαν την σχέση μεταξύ διαχείρισης κεφαλαίου κίνησης και κερδοφορίας 131 επιχειρήσεων εισηγμένων στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών για την περίοδο 2001 έως 2004. Μέσα από την έρευνα αυτή, προσπάθησαν να καταδείξουν μια στατιστικά σημαντική σχέση μεταξύ της κερδοφορίας, του κύκλου ταμειακής μετατροπής (Cash Conversion Cycle) των επιχειρήσεων και των συνιστωσών που συνθέτουν αυτό τον κύκλο. Στο εμπειρικό τμήμα της έρευνας τους, χρησιμοποίησαν την κερδοφορία ως ενδογενή μεταβλητή σε αντιδιαστολή με έξι (6) εξωγενείς μεταβλητές και ψευδομεταβλητές (κλάδοι της ελληνικής βιομηχανίας). Οι ανεξάρτητες μεταβλητές, οι οποίες χρησιμοποιήθηκαν ήταν: πάγιο χρηματοοικονομικό

ενεργητικό (fixed financial assets), φυσικός λογάριθμος των πωλήσεων (natural logarithm of sales), δείκτης χρηματοοικονομικού χρέους (financial debt ratio) και ο κύκλος ταμειακής μετατροπής (cash conversion cycle). Συμπερασματικά, οι ερευνητές επισημαίνουν ότι οι διαχειριστές των επιχειρήσεων, μπορούν να βελτιώσουν την κερδοφορία μέσα από μια ορθή και αποτελεσματική διαχείριση του κύκλου ταμειακής μετατροπής σε συνδυασμό με την επίτευξη ενός άριστου επιπέδου των συνιστωσών του.

Σε συνέχεια της μελέτης των Λαζαρίδη και Τρυφωνίδη (2006) κινήθηκαν και οι Gill, Biger και Mathur (2010), οι οποίοι εξέτασαν την σχέση μεταξύ διαχείρισης του κεφαλαίου κίνησης και της κερδοφορίας των επιχειρήσεων. Σκοπός της μελέτης αυτής, ήταν να διευρύνει τα ήδη γνωστά αποτελέσματα της έρευνας των Λαζαρίδη και Τρυφωνίδη, συνεπώς χρησιμοποίησαν ένα δείγμα 88 αμερικανικών εταιρειών εισηγμένων στο Χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης και για μια περίοδο τριών ετών, από το 2005 έως και το 2007. Για την ανάλυση των στοιχείων αυτών, χρησιμοποιήθηκε ένα σταθμισμένο μοντέλο ελαχίστων τετραγώνων με διατμηματική στάθμιση (weighted least square model with cross section weight) και εφαρμόστηκε σε πέντε βιομηχανικούς κλάδους. Οι ερευνητές συμπέραναν, ότι η λειτουργική κερδοφορία επηρεάζεται από τον τρόπο με τον οποίο αντιδρούν οι διαχειριστές, ως προς την διαχείριση των εισπρακτέων λογαριασμών. Ως εκ τούτου, οι διαχειριστές των επιχειρήσεων, μπορούν να δημιουργήσουν αξία για τους μετόχους, μειώνοντας τον αριθμό των ημερών είσπραξης. Σημαντικό γεγονός, το οποίο προκύπτει από τα αποτελέσματα της έρευνάς τους, αποτελεί η αρνητική σχέση μεταξύ εισπρακτέων λογαριασμών και εταιρικής κερδοφορίας, γεγονός το οποίο καταδεικνύει ότι οι λιγότερο κερδοφόρες επιχειρήσεις, επιδιώκουν μια μείωση των εισπρακτέων τους λογαριασμών, σε μια προσπάθεια να μειώσουν το κενό ρευστότητας μέσα στον κύκλο ταμειακής μετατροπής (CCC). Γενική και συνεπής, με παλαιότερες έρευνες, διαπίστωση αποτελεί το γεγονός ότι η κερδοφορία μιας επιχείρησης μπορεί να διασφαλιστεί, αν οι επιχειρήσεις διαχειρίζονται κατά τρόπο αποδοτικό το κεφάλαιο κίνησής τους.

Επίσης, οι Nazir και Afza (2009), ερεύνησαν την παραδοσιακή σχέση μεταξύ των πολιτικών διαχείρισης του κεφαλαίου κίνησης και της κερδοφορίας των επιχειρήσεων. Στην έρευνά τους, χρησιμοποίησαν την έννοια της επιθετικής επενδυτικής πολιτικής (Aggressive Investment Policy, AIP), όπως αυτή χρησιμοποιήθηκε από τους Weinraub και Visscher (1998). Η έννοια αυτή, ως μεταβλητή, καταδεικνύει το μικρότερο επίπεδο της επένδυσης στο τρέχον ενεργητικό, σε αντιδιαστολή με το πάγιο ενεργητικό. Από την άλλη μεριά, χρησιμοποίησαν την μεταβλητή της επιθετικής χρηματοοικονομικής

πολιτικής (Aggressive Financing Policy, AFP), η οποία αξιοποιεί μεγαλύτερα επίπεδα των τρεχουσών υποχρεώσεων και λιγότερο μακροπρόθεσμο χρέος. Τέλος, χρησιμοποιήθηκαν οι μεταβλητές ROA (Return On Investment) και Tobin's Q, με σκοπό να προσδιοριστούν οι επιδράσεις των πολιτικών διαχείρισης του κεφαλαίου κίνησης στην κερδοφορία των επιχειρήσεων. Η αξιολόγηση των ανωτέρω έγινε με την εφαρμογή μιας παλινδρόμησης σε δεδομένα πάνελ (panel data analysis). Τα στοιχεία της έρευνας αφορούσαν δείγμα 2004 εισηγμένων επιχειρήσεων στο χρηματιστήριο του Karachi, 17 διαφορετικών βιομηχανικών κλάδων, για την περίοδο 1998-2005. Η έρευνά τους καταλήγει σε μια αρνητική σχέση μεταξύ της κερδοφορίας των επιχειρήσεων και του βαθμού επιθετικότητας των επενδύσεων και των χρηματοοικονομικών πολιτικών του κεφαλαίου κίνησης. Οι επιχειρήσεις παρουσιάζουν αρνητική απόδοση, όταν ακολουθούν μια επιθετική πολιτική κεφαλαίου κίνησης. Τα αποτελέσματα του υποδείγματος με εξαρτημένη μεταβλητή το Tobin's Q, παρουσιάζουν παρόμοια αποτελέσματα για την πολιτική επενδύσεων κεφαλαίου κίνησης, με εκείνα της λογιστικής μέτρησης της κερδοφορίας. Συμπερασματικά, η έρευνα αυτή καταλήγει σε δυο σημαντικές διαπιστώσεις. Πρώτον, ότι οι επιχειρήσεις με πιο επιθετική πολιτική κεφαλαίου κίνησης, είναι πολύ πιθανό να μην επιτύχουν περισσότερο κέρδος και δεύτερον, ότι οι επενδυτές προσδίδουν μεγαλύτερη αξία σε επιχειρήσεις, οι οποίες ακολουθούν μια πιο επιθετική προσέγγιση σχετικά με τις χρηματοοικονομικές πολιτικές του κεφαλαίου κίνησης.

Οι Mohamad και Saad (2010), παρουσίασαν μια έρευνα με σκοπό να καλύψουν το κενό της διεθνούς βιβλιογραφίας, σχετικά με την διαχείριση του κεφαλαίου κίνησης και της επίδρασης της στην απόδοση των επιχειρήσεων του χρηματιστηρίου της Μαλαισίας, από την πλευρά της χρηματιστηριακής αξίας και της κερδοφορίας τους. Για την έρευνα αυτή, άντλησαν στοιχεία από την βάση της Bloomberg για ένα δείγμα 172, τυχαίως επιλεγμένων, εταιρειών του χρηματιστηρίου της Bursa της Μαλαισίας. Τα δεδομένα αυτά αφορούσαν μια περίοδο πέντε ετών από το 2003 έως και το 2007. Στόχος της έρευνας αυτής, είναι η διερεύνηση των επιδράσεων των στοιχείων που συνθέτουν το κεφάλαιο κίνησης, όπως, ο κύκλος ταμειακής μετατροπής (Cash Conversion Cycle), ο δείκτης γενικής ρευστότητας (Current Ratio), ο δείκτης τρέχοντος ενεργητικού προς συνολικό ενεργητικό (CATAR), ο δείκτης τρεχουσών υποχρεώσεων προς το συνολικό ενεργητικό (CLTAR) και ο δείκτης χρέους προς ενεργητικό (DTAR), στην απόδοση των επιχειρήσεων μέσω του δείκτη Tobin Q, που υποδηλώνει την εταιρική αξία, και την κερδοφορία ή τον δείκτη απόδοσης συνολικού

ενεργητικού ROA και απόδοσης επενδυμένων κεφαλαίων ROIC. Συμπερασματικά, η έρευνα αυτή καταδεικνύει στατιστικά σημαντικές αρνητικές σχέσεις μεταξύ των μεταβλητών του κεφαλαίου κίνησης με την χρηματιστηριακή αξία των εταιρειών και την κερδοφορία. Ως εκ τούτου, η ορθή διαχείριση του κεφαλαίου κίνησης αποτελεί ισχυρή προϋπόθεση για την διασφάλιση της βελτίωσης της χρηματιστηριακής αξίας και της κερδοφορίας μιας επιχείρησης.

Υπενθυμίζεται ότι:

«Κύκλος μετατροπής μετρητών» = (cash conversion cycle) = KMM ορίζεται:

$$KMM = \left(\frac{\text{Αποθέματα}}{\text{Κόστος Πωλήσεων}} + \frac{\text{Απαιτήσεις}}{\text{Πωλήσεις}} - \frac{\text{Πληρωτέοι Λογαριασμοί}}{\text{Κόστος Πωλήσεων}} \right) * 365$$

Στη μελέτη των (Baños-Caballero et al., 2010) έγινε μια προσπάθεια να αναλυθούν οι προσδιοριστικοί παράγοντες του Cash Conversion Cycle (CCC) «Κύκλος μετατροπής μετρητών» ειδικά για τις μικρό-μεσαίες επιχειρήσεις (SME). Στην μελέτη τους αυτή οι (Baños-Caballero et al., 2010) έχουν ένα στόχο στον «Κύκλο μετατροπής μετρητών» στον οποίο προσπαθούν να συγκλίνουν. Τα αποτελέσματά τους έδειξαν ότι οι «παλιές» εταιρίες καθώς και οι εταιρίες με μεγάλες ταμειακές ροές συγκλίνουν στον στόχο αυτό σχετικά αργότερα. Αντίθετα, οι εταιρίες που εμφανίζουν ανάπτυξη, υψηλή δανειακή επιβάρυνση, υψηλή επένδυση σε πάγια, καθώς και υψηλή κερδοφορία (απόδοση ενεργητικού) έχουν πιο επιθετική πολιτική για το κεφάλαιο κίνησης.

Οι (Baños-Caballero et al., 2010) χρησιμοποιούν ένα δείγμα από Ισπανικές SME (μικρομεσαίες επιχειρήσεις), διότι το κεφάλαιο κίνησης είναι σημαντικό για τη λειτουργία τους. Επίσης, πρέπει να ληφθεί υπόψη ότι η Ισπανία είναι από τις χώρες στις οποίες το χρηματοοικονομικό σύστημα είναι όχι πολύ ανεπτυγμένο και όπου η αγορά κεφαλαίου εξαρτάται κυρίως από τις τράπεζες (banking oriented financial system) (Schmidt and Tyrell, 1997). Κάτω από αυτές τις συνθήκες, οι εταιρίες κάνουν περισσότερη πίστωση στους πελάτες τους και συγχρόνως παίρνουν περισσότερη χρηματοδότηση από τους προμηθευτές τους (Demigurre-Kunt and Maksimovic, 2002). Επομένως, οι Ισπανικές SME έχουν πιο λίγες εναλλακτικές πηγές εξωτερικής χρηματοδότησης, και έτσι εξαρτώνται περισσότερο στη βραχυπρόθεσμη χρηματοδότηση

(Garcia-Teruel and Martinez-Solano, 2007b), και ειδικά στη χρηματοδότηση του εμπορίου (Baños-Caballero et al., 2010).

Τα αποτελέσματα της έρευνας των (Baños-Caballero et al., 2010) δείχνουν ότι οι Ισπανικές SME έχουν ένα στόχο για τον «κύκλο μετατροπής μετρητών» (CCC), και ότι προσπαθούν να φτάσουν τον στόχο αυτό γρήγορα. Επίσης παρατηρήθηκε ότι η παλιές εταιρίες και οι εταιρίες με μεγαλύτερες ταμειακές ροές έχουν μεγαλύτερο CCC, ενώ βραχύτερο CCC παρουσιάζεται στις εταιρίες όπου υπάρχει σε μεγάλο βαθμό: επένδυση σε πάγια, μεγέθυνση, δανειακή επιβάρυνση καθώς και απόδοση ενεργητικού (ROA). Επίσης οι (Baños-Caballero et al., 2010) επισημαίνουν ότι θα ήταν χρήσιμο να εξεταστεί το υπόδειγμα τους και σε άλλες χώρες, στις οποίες στις το χρηματοοικονομικό σύστημα είναι όχι πολύ ανεπτυγμένο και όπου η αγορά κεφαλαίου εξαρτάται κυρίως από τις τράπεζες (banking oriented financial system) (Schmidt and Tyrell, 1997), κάτι το οποίο συμβαίνει στις περισσότερες χώρες της ΕΕ, με εξαίρεση τη Βρετανία (Baños-Caballero et al., 2010).

3.2 Μεθοδολογία

Ο στόχος του (CCC) «Κύκλος μετατροπής μετρητών» συμβολίζεται ως CCC^* και εξαρτάται από τους παράγοντες που αναφέρονται στην εξίσωση (1) πιο κάτω:

$$CCC^*_{it} = \beta_0 + \beta_1 * CFLOW_{it} + \beta_2 * LEV_{it} + \beta_3 * GROWTH_{it} + \beta_4 * SIZE_{it} + \beta_5 * AGE_{it} + \beta_6 * FA_{it} + \beta_7 * ROA_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

Οι εταιρίες προσπαθούν να κάνουν το CCC να φτάσει τον στόχο (CCC^*). Αλλά, αυτή η προσαρμογή γίνεται βαθμιαία σύμφωνα με την εξίσωση (2):

$$CCC_{it} - CCC_{it-1} = \gamma * (CCC^*_{it} - CCC_{it-1}), \quad \text{όπου} \quad 0 < \gamma < 1. \quad (2)$$

Μετά από τα πιο πάνω, ο συνδυασμός των (1) και (2) δημιουργεί την (4)

$$CCC_{it} = \alpha + \rho * CCC_{it-1} + \delta_1 * CFLOW_{it} + \delta_2 * LEV_{it} + \delta_3 * GROWTH_{it} + \delta_4 * SIZE_{it} + \delta_5 * AGE_{it} + \delta_6 * FA_{it} + \delta_7 * ROA_{it} + \eta_i + \lambda_t + u_{it} \quad (4)$$

Η μεταβλητή η_i εκφράζει τα μη παρατηρήσιμα ατομικά χαρακτηριστικά της εταιρίας (1) και επίσης περιέχει και τα χαρακτηριστικά γνωρίσματα του κλάδου μέσα στον οποίο αυτή η εταιρία λειτουργεί. Η μεταβλητή λ_i είναι μια ψευδομεταβλητή που είναι σταθερή για κάθε εταιρία, αλλά μεταβάλλεται διαχρονικά.

3.3 Επέκταση του υποδείγματος

Οι (Baños-Caballero et al., 2010) προτείνουν τρόπους για να αυξηθεί η ερμηνευτική ικανότητα του υποδείγματος (4). Αυτό μπορεί να γίνει εφικτό αφενός με την εισαγωγή πρόσθετων ψευδομεταβλητών και αφετέρου με την εισαγωγή πρόσθετων μακρό-οικονομικής φύσεως μεταβλητών (επιτόκια και οικονομική ανάπτυξη).

Κεφάλαιο 4. Η βιωσιμότητα

Η οικονομική κρίση που βιώνει η Ελλάδα αλλά και γενικότερα όλη η Ευρώπη έχει ως αποτέλεσμα πολλές επιχειρήσεις να αντιμετωπίζουν σοβαρά προβλήματα βιωσιμότητας. Η κατάσταση αυτή οδήγησε στην πτώχευση πολλών επιχειρήσεων. Για αυτό το λόγο, πολλοί αναλυτές έχουν ασχοληθεί με το πρόβλημα της πρόβλεψης της πτώχευσης των επιχειρήσεων. Οι μελέτες τους κυρίως περιλαμβάνουν την ανάλυση των οικονομικών καταστάσεων πτωχευμένων επιχειρήσεων και τη σύγκριση τους με μη πτωχευμένες, χρησιμοποιώντας βασικούς χρηματοοικονομικούς δείκτες. Ωστόσο, μέχρι σήμερα δεν υπάρχει σύγκλιση των απόψεων για την επιλογή των χρηματοοικονομικών δεικτών, σχετικά με την καταλληλότητα των δεικτών για την πρόβλεψη της πτώχευσης.

Η ανάλυση των δεικτών (ratio analysis) από πολλά χρόνια απετέλεσε ένα χρήσιμο εργαλείο για τον εντοπισμό των αδυναμιών και προβληματικών καταστάσεων των εταιριών. Ήδη από την μελέτη του Foulke (1961) είχε αρχίσει να χρησιμοποιείται η ανάλυση των χρηματοοικονομικών δεικτών (ratio analysis) για τον εντοπισμό των

αδυναμιών και προβληματικών καταστάσεων των επιχειρήσεων (Altman, 1968). Πράγματι, με βάση την μελέτη των (Winakor and Smith, 1935) γίνεται φανερό ότι οι εταιρίες που αδυνατούν να εκπληρώσουν τις υποχρεώσεις τους είχαν ήδη από πριν πολύ διαφορετικούς χρηματοοικονομικούς δείκτες από τις υγιείς επιχειρήσεις. Ακολούθησε και η έρευνα Hickman (1958) που έγινε για τους χρηματοοικονομικούς δείκτες μεγάλων επιχειρήσεων οι οποίες είχαν προβλήματα αναφορικά με τις πληρωμή των δανειακών τους υποχρεώσεων. Στη συνέχεια έγιναν μελέτες από τους Beaver (1966) και Tamari (1966), οι οποίοι χρησιμοποίησαν χρηματοοικονομικούς δείκτες για την πρόβλεψη της χρεοκοπίας. Αξίζει να αναφερθεί ότι ειδικά στη μελέτη Tamari (1966) χρησιμοποιήθηκε ένα δείγμα από χρεοκοπημένες και μη χρεοκοπημένες επιχειρήσεις έτσι ώστε να μπορεί να γίνει σύγκριση ανάμεσα στους χρηματοοικονομικούς δείκτες τους.

Η πιο διαδεδομένη είναι η μέθοδος του Altman (1968). Με βάση αυτή τη μέθοδο μπορεί να προβλεφθεί αν μία επιχείρηση είναι υγιής ή ευρίσκεται σε κίνδυνο χρεοκοπίας. Αυτό πραγματοποιείται με βάση την χρήση αριθμοδεικτών (X_1, X_2, \dots) από την εξίσωση:

$$Z = 0.1 \cdot X_1 + 0.16667 \cdot X_2 + 0.06667 \cdot X_3 + 2,4 \cdot X_4 + 1,33333 \cdot X_5$$

Όπου:

X_1 = κεφάλαιο κίνησης / ενεργητικό,

X_2 = αποθεματικά από κέρδη/ ενεργητικό,

X_3 = κέρδη προ τόκων και φόρων / ενεργητικό,

X_4 = χρηματιστηριακή αξία μετοχών/λογιστική αξία συνολικών υποχρεώσεων,

X_5 = πωλήσεις / ενεργητικό,

Z = βαθμολογία επιχείρησης.

Με βάση τον Altman (1968) όταν σε μια επιχείρηση $Z > 2.99$ τότε η επιχείρηση αυτή δεν χρεοκοπεί. Όταν, $Z < 1.81$ τότε η επιχείρηση αυτή θεωρείται ήδη χρεοκοπημένη. Η περιοχή ανάμεσα στο 1.81 και 2.99 αφορά την «γκρίζα περιοχή». Υπάρχει και μία μελέτη για την Ελληνική οικονομία από τους (Grammatikos & Gloubos, 1984).

Η μέθοδος του Altman παρά το ότι είναι ακόμα και σήμερα σε κοινή αποδοχή και είναι πολύ χρήσιμη, όμως παρουσιάζει μερικά μειονεκτήματα:

1. Προϋποθέτει το ίδιο λογιστικό σύστημα (κάτι που δεν υφίσταται ακόμα). Πράγματι, προκειμένου για διεθνείς συγκρίσεις, το υπόδειγμα αυτό διατρέχει τον κίνδυνο να καταλήξει σε λάθος συμπεράσματα. Και τούτο διότι, με βάση την μελέτη ICAEW (2010) υπάρχουν εμπόδια στην εφαρμογή των διεθνών λογιστικών προτύπων (πολιτικό περιβάλλον, επιχειρηματικό περιβάλλον, νομικό καθεστώς, εκπαίδευση). Αυτή την αδυναμία της παγκόσμιας εφαρμογής των διεθνών λογιστικών προτύπων έχει δυστυχώς ήδη προβλέψει ο Leuz (2010).

2. Δεν λαμβάνει υπόψη την διοικητική ικανότητα και ταλέντο των manager (Georgiou, 2009)

3. Στο άρθρο Shumway (2001) στο οποίο αναλύεται το υπόδειγμα *hazard model* ασκείται έντονη κριτική στο υπόδειγμα Altman (1968). Παρόμοιες κριτικές ασκήθηκαν και από τους (Campbell, Hilscher, and Szilagyi, 2011). Συγκεκριμένα, οι βασικές γραμμές αυτής της κριτικής αναφέρονται στο ότι τα υποδείγματα *hazard model* είναι πιο αποτελεσματικά από τα στατικά μοντέλα σε θέματα πρόβλεψης χρεοκοπίας. Και τούτο διότι στα υποδείγματα *hazard model* λαμβάνεται υπόψη η ανά έτος μεταβολή στα χρηματοοικονομικά στοιχεία των εταιριών.

Αλλά και το *hazard model* έχει με τη σειρά του υποστεί κριτική. Πράγματι στη μελέτη των (Balcaen and Ooghe, 2004), τα υποδείγματα *hazard model* έχουν το σοβαρό πρόβλημα της πολυσυγγραμμικότητας. Ακόμα, όπως τονίστηκε από τους (Lane, Looney, & Wansley, 1986) οι εμφανιζόμενες πολύ ισχυρές συσχετίσεις (correlations) θα πρέπει να αποφεύγονται. Μια ακόμα κριτική για τα *hazard model* αφορά και την χρονική περίοδο που επιλέχτηκε για την έρευνα. Με άλλα λόγια η ημερομηνία των δημοσιευμένων ισολογισμών-απολογισμών των επιχειρήσεων δεν συμπίπτει αναγκαστικά με την χρονική στιγμή της έναρξης της χρεοκοπίας της εν λόγω εταιρίας (Loam & Laitinen, 1991).

Η προβλεπτική ικανότητα των υποδειγμάτων σε θέματα χρεοκοπίας απασχόλησε τους ερευνητές για αρκετό χρονικό διάστημα. Οι (Beaver, 1966 και 1968) χρησιμοποίησαν *univariate analysis* μερικούς επιλεγμένους χρηματοοικονομικούς δείκτες και μερικοί από αυτούς τους δείκτες είχαν αρκετά καλή προβλεπτική ικανότητα. Στη συνέχεια στην μελέτη του ο Altman (1968) χρησιμοποίησε το υπόδειγμα «Z-Score Model» με πέντε χρηματοοικονομικούς δείκτες. Επίσης, ο (Taffler, 1984) βελτίωσε ακόμα περισσότερο το υπόδειγμα Z-Score Model, και το οποίο στη συνέχεια βελτιώθηκε και από τον (Majewskis, 1984) ο οποίος χρησιμοποίησε την μέθοδο probit. Έτσι, τα προβλεπτικά υποδείγματα χρησιμοποιήθηκαν από πολλές χώρες και κυρίως από τις ΗΠΑ

και Βρετανία (Dimitras et al., 1996). Μια νέα μέθοδος που μπορεί να προβλέψει την πιθανότητα χρεοκοπίας μιας εταιρίας έχει προταθεί από (Dielman, 1996) και η οποία χρησιμοποιεί Logistic Regression Analysis εξετάζοντας και τις δύο κατηγορίες (χρεοκοπημένες εταιρίες και μη χρεοκοπημένες εταιρίες) (Charitou et al., 2004).

Μετά από το άρθρο του Altman αναφορικά με το Z-score model έγινε πολλή έρευνα στον τομέα της χρεοκοπίας των εταιριών και ειδικότερα στην πρόβλεψη της χρεοκοπίας. Έτσι, στην έρευνα του Deakin (1972) προτείνεται ένα υπόδειγμα πρόβλεψης χρεοκοπίας έχοντας συλλέξει στατιστικά στοιχεία για τρία ιστορικά χρόνια. Στη συνέχεια, στην έρευνα του Wilcox (1973) προτείνεται ένα υπόδειγμα πρόβλεψης χρεοκοπίας έχοντας συλλέξει στατιστικά στοιχεία για τέσσερα ιστορικά χρόνια, το οποίο έμοιαζε με αυτό του Beaver (1966).

Στη συνέχεια, στο άρθρο του Merton (1974) αναφέρεται το θέμα του κινδύνου αλλαγής των επιτοκίων (που αποτέλεσε και τη βάση για πολλά κατοπινά άρθρα), και αναγνωρίζεται ακόμα και πολύ αργότερα από το άρθρο των (Bharath and Shumway, 2008). Ένα επίσης σπουδαίο άρθρο, το οποίο έδειξε την προβλεπτική ικανότητα των χρηματοοικονομικών δεικτών σε θέματα χρεοκοπίας επιχειρήσεων, παρουσιάστηκε από τον Libby (1975). Αργότερα, στο ενδιαφέρον άρθρο των (Altman and Loris, 1976) χρησιμοποιήθηκε η μέθοδος *quadratic discriminant analysis* για το σύστημα προειδοποίησης χρεοκοπίας και ονομάστηκε FEWS (Financial Early Warning System). Με βάση αυτό το σύστημα προβλέπεται έγκαιρα η χρεοκοπία μιας εταιρίας. Βασίζομενος σε αυτό το σύστημα ο Ohlson (1980) αντί να χρησιμοποιήσει την μέθοδο MDA (multiple discriminant analysis) χρησιμοποίησε το υπόδειγμα *conditional logit* έτσι ώστε να παρέχει στον αναλυτή διάφορες πιθανότητες χρεοκοπίας των επιχειρήσεων. Έγιναν και άλλες μελέτες με βάση την πιθανότητα (Lau, 1987), (Keasey and McGuinness, 1990). Η ανάλυση αυτή ονομάζεται (Logit analysis) και μπορεί να προβλέψει την πιθανότητα χρεοκοπίας κάποιας επιχείρησης (probability of failure) με βάση τον τύπο:

$$\text{Probability of failure} = \frac{1}{1 + e^{-z}} = \frac{1}{1 + e^{-(\beta_1 + \beta_2 x_2 + \dots + \beta_n x_n)}}$$

Όπου:

β_i ($i=1, 2, \dots, n$) = σταθμικοί συντελεστές,

x_i ($i= 1, 2, \dots, n$) = οι ανεξάρτητοι χρηματοοικονομικοί δείκτες.

Καθώς η πανεπιστημιακή έρευνα προόδευε, άρχισε να τότε να χρησιμοποιείται η μέθοδος των *neural networks* για την πρόβλεψη της χρεοκοπίας των επιχειρήσεων (Tam, 1991)⁵, (Wilson & Sharda, 1994).

Οι (Balcaen and Ooghe, 2006) ασχολήθηκαν με υποδείγματα πρόβλεψης πτώχευσης εταιριών. Παρόλα αυτά δεν εξέτασαν τα υποδείγματα που αναφέρονται σε option pricing theory and contingent claims (Vassalou and Xing, 2004). Οι (Kumar and Ravi, 2007) εξέτασαν πολλά υποδείγματα αναφορικά με την πρόβλεψη της πτώχευσης τραπεζών και εταιριών και επεσήμαναν ότι η μέθοδος «neural networks» είναι η πλέον διαδεδομένη μέθοδος πρόβλεψης. Στη συνέχεια οι (Jackson and Wood, 2013) κατέταξαν τις πιο δημοφιλείς μεθόδους αναφορικά με την πρόβλεψη της πτώχευσης με την έξης σειρά: πρώτη «multiple discriminant analysis», δεύτερη «the logit model», τρίτη «neural network», τέταρτη «contingent claims» και τέλος «univariate analysis».

Αναφορικά με την αποτελεσματικότητα των μοντέλων πρόβλεψης, έγιναν σχετικές μελέτες από τους (Agarwal and Taffler, 2008), (Das, Hanouna and Sarin, 2009) και (Bauer and Agarwal, 2014), οι οποίο αναφέρονται στα «accounting-based models», «market-based models» και «hazard models».

Αυτά τα μοντέλα κυριαρχούν στη μοντέρνα χρηματοοικονομική βιβλιογραφία. Συγκεκριμένα, σύμφωνα με τους (Agarwal and Taffler, 2008) τα προβλεπτικά μοντέλα που βασίζονται σε «accounting-based» και «market-based» πληροφορίες έχουν ισάξια προβλεπτική ικανότητα αλλά, τα υποδείγματα «accounting-based» έχουν το πλεονέκτημα να παρέχουν ανωτέρου επιπέδου απόδοση προσαρμοσμένη στον κίνδυνο (higher level of risk-adjusted return) αναφορικά με την χορήγηση πιστώσεων.

Τέλος, στη μελέτη των (Bauer and Agarwal, 2014) χρησιμοποιήθηκαν «hazard models» τα οποία χρησιμοποιούν και «accounting information» και «market information» (Shumway, 2001), (Campbell et al., 2011) και συγκρίνονται με την προσέγγιση αφενός του υποδείματος του (Taffler, 1984) (accounting based z-score model) και αφετέρου του μοντέλου «contingent claims-based model» το οποίο κατασκευάστηκε από τους (Bharath and Shumway, 2008).

⁵ Το υπόδειγμα αυτό ασχολείται με την πρόβλεψη χρεοκοπίας των τραπεζών.

Κεφάλαιο 5. Το ερευνητικό ερώτημα

Αφού λοιπόν η κρίση επιβαρύνει κυρίως τις νότιες χώρες της ΕΕ και ειδικά τις επιχειρήσεις μικρού μεγέθους, καθίσταται αναγκαία η φροντίδα για την επιβίωση των ΜΜΕ. Έτσι η ορθολογική χρήση του κεφαλαίου κίνησης αποτελεί βασικό παράγοντα για την επιβίωση των ΜΜΕ.

Έχουν γραφτεί πολλά άρθρα για τα χρηματοοικονομικά θέματα των επιχειρήσεων (κεφαλαιουχική διάρθρωση, επενδύσεις, μερίσματα, κλπ). Αλλά σύμφωνα με τον Smith (1980) δεν θα πρέπει να αγνοηθεί το θέμα της διαχείρισης (διοίκησης) του κεφαλαίου κίνησης, και τούτο διότι το κεφάλαιο κίνησης συμβάλλει στην κερδοφορία των επιχειρήσεων.

Μετά από τα πιο πάνω, το ερευνητικό μας ερώτημα είναι τι επίδραση πάνω στον κύκλο μετατροπής μετρητών θα έχει: α) ο κύκλος μετατροπής μετρητών της προηγούμενης περιόδου, β) το κλάσμα (καθαρά κέρδη + αποσβέσεις)/ενεργητικό, γ) η δανειακή επιβάρυνση, δ) η αύξηση των πωλήσεων, ε) το μέγεθος της επιχείρησης, στ) η ηλικία της επιχείρησης, ζ) η επένδυση σε υλικά πάγια, η) η κερδοφορία της επιχείρησης

5.1 Γενικά

Με βάση τον (Faden, 2014) έγιναν πολλές μελέτες αναφορικά με την επίδραση της διαχείρισης του κεφαλαίου κίνησης πάνω στην κερδοφορία της επιχείρησης. Οι μελέτες δεν έχουν το ίδιο μέγεθος δείγματος από χώρα σε χώρα. Το μικρότερο δείγμα ήταν 29 εταιρίες της Σαουδικής Αραβίας και το μεγαλύτερο δείγμα ήταν 2718 για τις ΗΠΑ. Παρά τη διαφορετική μεθοδολογία που παρατηρήθηκε ανάμεσα στις επί μέρους μελέτες, το αξιοσημείωτο είναι ότι όλες οι μελέτες κατέληξαν στο ίδιο συμπέρασμα ότι δηλαδή μια ορθή διαχείριση του κεφαλαίου κίνησης δημιουργεί κερδοφορία για την επιχείρηση.

5.2 Οι Ελληνικές εταιρίες

Σύμφωνα με τους (Lazaridis and Tryfonidis, 2006), η καλλίτερη μέθοδος για τη διοίκηση κεφαλαίου κίνησης είναι ο κύκλος μετατροπής μετρητών. Αυτοί ανέλυσαν ένα δείγμα από 131 επιχειρήσεις εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αθηνών στην περίοδο 2001-2004. Κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι υπάρχει αρνητική σχέση μεταξύ στη διοίκηση του κεφαλαίου κίνησης και την κερδοφορία (η οποία εκτιμήθηκε με βάση το μεικτό λειτουργικό κέρδος). Έτσι, υποστήριξαν ότι οι επιχειρήσεις θα αυξήσουν τα κέρδη τους κάνοντας ορθή διαχείριση του κύκλου μετατροπής μετρητών. Επίσης, με βάση την μελέτη των (Lazaridis , & Lygoudi, 2000) αναλύοντας τα στοιχεία των μεγαλύτερων εταιριών του κλάδου τροφίμων και ποτών στην Ελλάδα για το έτος 1997 αποδείχτηκε ότι υπάρχει μία θετική συσχέτιση ανάμεσα στον κύκλο μετατροπής μετρητών και την κυκλοφοριακή και άμεση ρευστότητα.

5.3 Ισπανικές εταιρίες

Οι (Garcia-Teruel & Martinez-Solano, 2007) για τις ισπανικές επιχειρήσεις κατέληξαν στο ότι η μείωση της διάρκειας του κύκλου μετρητών αυξάνει την κερδοφορία.

Κεφάλαιο 6. Το Οικονομετρικό υπόδειγμα

6.1 Ο ορισμός του υποδείγματος

Το οικονομετρικό υπόδειγμα είναι:

$$CCC_{it} = \alpha + \rho * CCC_{it-1} + \delta_1 * CFLOW_{it} + \delta_2 * LEV_{it} + \delta_3 * GROWTH_{it} + \delta_4 * SIZE_{it} + \delta_5 * AGE_{it} + \delta_6 * FA_{it} + \delta_7 * ROA_{it} + \eta_i + \lambda_t + u_{it} \quad (4\alpha)$$

6.2 Ο ορισμός των μεταβλητών

Η μεταβλητή **CCC** είναι ο κύκλος μετατροπής μετρητών. Η μεταβλητή **CFLOW** είναι (καθαρά κέρδη + αποσβέσεις)/ενεργητικό. Η μεταβλητή **LEV** (ή **LEVERAGE**) είναι η δανειακή επιβάρυνση. Η μεταβλητή **GROWTH** αφορά την μέτρηση της αύξησης των πωλήσεων ως το κλάσμα [(πωλήσεις₁ - πωλήσεις₀)/ πωλήσεις₀]. Η μεταβλητή **SIZE** είναι το μέγεθος της εταιρίας και ορίζεται ως ο φυσικός λογάριθμος του ενεργητικού. Η μεταβλητή **AGE** είναι ο φυσικός λογάριθμος της ηλικίας της εταιρίας. Η μεταβλητή **FA** είναι η επένδυση σε υλικά πάγια σαν το κλάσμα (υλικά πάγια/ενεργητικό). Η μεταβλητή **ROA** είναι η κερδοφορία (κέρδη προ τόκων και φόρων)/ενεργητικό. Η μεταβλητή η_i εκφράζει τα μη παρατηρήσιμα ατομικά χαρακτηριστικά της εταιρίας (i) και επίσης περιέχει και τα χαρακτηριστικά γνωρίσματα του κλάδου μέσα στον οποίο αυτή η εταιρία λειτουργεί. Η μεταβλητή λ_t είναι μια ψευδομεταβλητή που είναι σταθερή για κάθε εταιρία, αλλά μεταβάλλεται διαχρονικά.

6.3 Η ερευνητική υπόθεση

Η ερευνητική μας υπόθεση είναι:

«Η μεταβλητή CCC_{it-1} δεν έχει επίδραση στη CCC_{it}
και

Η μεταβλητή $CFLOW_{it}$ δεν έχει επίδραση στη CCC_{it}
και

Η μεταβλητή LEV_{it} δεν έχει επίδραση στη CCC_{it}

και

Η μεταβλητή $GROWTH_{it}$ δεν έχει επίδραση στη CCC_{it}

και

Η μεταβλητή $SIZE_{it}$ δεν έχει επίδραση στη CCC_{it}

και

Η μεταβλητή AGE_{it} δεν έχει επίδραση στη CCC_{it}

και

Η μεταβλητή FA_{it} δεν έχει επίδραση στη CCC_{it}

και

Η μεταβλητή ROA_{it} δεν έχει επίδραση στη CCC_{it} »

6.4 Το μέγεθος του δείγματος

Πίνακας 1 Το δείγμα

year	Basic Mat	Consumer Cyclical s	Consumer non_Cyclic als	Energy	Healthcar	Industria	Technolog	Telecommunication Total	Total
2004	33	49	25	5	9	41	16	4	182
2005	35	51	28	5	9	41	18	4	191
2006	35	52	29	5	10	42	21	5	199
2007	35	52	29	5	11	43	21	5	201
2008	35	52	29	5	12	44	23	5	205
2009	35	53	29	5	12	44	23	5	206
2010	35	53	29	5	12	44	23	5	206
2011	35	53	29	5	12	44	23	5	206
2012	35	53	29	5	12	44	23	5	206
2013	35	52	29	5	10	43	23	5	202
2014	31	45	28	4	10	39	23	4	184
2015	31	45	28	4	10	39	23	4	184
Total	410	610	341	58	129	508	260	56	2.372

Πίνακας 2 Το ποσοστό συμμετοχής των διαφόρων κλάδων του δείγματος

	Freq.	Percent	Cum.
Basic Materials	410	17,28	17,28
Consumer Cyclicals	610	25,72	43
Consumer Non-Cyclicals	341	14,38	57,38
Energy	58	2,45	59,82
Healthcare	129	5,44	65,26
Industrials	508	21,42	86,68
Technology	260	10,96	97,64
Telecommunications Services	56	2,36	100
Total	2.372	100	

Πίνακας 3 Η συσχέτιση των μεταβλητών

	ccc	cflow	lev	growth	size	age1	fa	roa
CCC	1							
CASHFLOW	-0.0866*	1						
LEVERAGE	-0.0702*	-0.4488*	1					
GROWTH	-0.1121*	0.2534*	-0.1183*	1				
SIZE	-0.1290*	0.1883*	0.0735*	0.0481*	1			
AGE	0,0119	-0.1342*	0.1274*	-0.0909*	0.3005*	1		
FIXED ASSETS	-0.1165*	-0.0824*	0.0595*	-0.0722*	0.2138*	0.2711*	1	
ROA	-0.0500*	0.9030*	-0.3850*	0.2682*	0.1958*	-0.1228*	-0.1469*	1

Από τον πίνακα 5 φαίνεται ότι υπάρχει αρνητική συσχέτιση της μεταβλητής **CCC** με όλες τις λοιπές μεταβλητές εκτός από την μεταβλητή **AGE** με την οποία έχει θετική συσχέτιση.

6.5 Περιγραφική στατιστική

Πίνακας 4 Ορισμός μεταβλητών

CASH FLOW	CFLOW	(Net profits + Depreciations)/ Total Assets	(Καθαρά κέρδη + Αποσβέσεις)/Ενεργητικό
LEVERAGE	LEV	Dept/Total Assets	Χρέος/Ενεργητικό
GROWTH OPPORTUNITIES	GROWTH	$(sales_t - sales_{t-1}) / sales_{t-1}$	Μεταβολή πωλήσεων
FIXED ASSETS	FA	Property, Plants and Equipment/Total Assets	Πάγια/Ενεργητικό
SIZE	SIZE	lnsales	Λογάριθμος των πωλήσεων
AGE	AGE	lnage	Λογάριθμος ηλικίας
PROFITABILITY	ROA	EBIT/Total Assets	Κέρδη προ τόκων και φόρων/Ενεργητικό

Πίνακας 5 Περιγραφική στατιστική των μεταβλητών

stats	Ccc	cfow	lev	growth	size	age1	fa	roa
mean	193,205	0,010	0,373	0,012	18,395	3,363	0,386	0,011
sd	381,055	0,124	0,279	0,293	1,480	0,588	0,221	0,117
min	-4128,729	-1,310	0,000	-0,989	13,876	1,099	0,000	-1,052
max	4180,239	0,714	3,623	2,794	23,243	4,977	0,972	0,847
p10	-4,147	-0,099	0,081	-0,278	16,616	2,639	0,089	-0,092
p25	57,087	-0,023	0,205	-0,132	17,389	2,996	0,214	-0,027
p50	146,305	0,025	0,347	0,000	18,313	3,367	0,371	0,024
p75	270,938	0,061	0,487	0,119	19,323	3,714	0,545	0,062
p90	422,439	0,106	0,638	0,273	20,330	4,060	0,682	0,107
N	2085	2085	2085	2085	2085	2085	2085	2085

Ενδεικτικά:

- CCC: Όσον αφορά στον ταμειακό κύκλο, προκύπτει ότι η μετατροπή σε μετρητά γίνεται κατά μέσο όρο σε 193 ημέρες (193,205). Δηλαδή θέλουμε κατά μέσο όρο 193 ημέρες από την ημέρα αγοράς των πρώτων υλών για

τη δημιουργία των αποθεμάτων μέχρι την πώλησή τους και την είσπραξη των μετρητών.

- Οι μισές επιχειρήσεις (P50) ολοκληρώνουν τον κύκλο μετατροπής μετρητών σε 146 ημέρες.
- Η μέση δανειακή επιβάρυνση του δείγματος (LEV) αντιπροσωπεύει το 37,3% του συνολικού ενεργητικού. Το 50% των επιχειρήσεων έχει περίπου ίδια δανειακή επιβάρυνση ενώ στις πολύ μεγάλες επιχειρήσεις η δανειακή επιβάρυνση υπερβαίνει το 48% του συνόλου του ενεργητικού (TA).
- Ο μέσος ρυθμός ανάπτυξης των επιχειρήσεων (GROWTH) είναι της τάξης του 1,2%. Για τις μισές επιχειρήσεις του δείγματος παρατηρείται μηδενικός ρυθμός ανάπτυξης. Οι μικρές και μεσαίου μεγέθους επιχειρήσεις έχουν αρνητικό ρυθμό ανάπτυξης που κυμαίνεται από 13% έως 28% και οφείλεται σε σημαντικό βαθμό και στην οικονομική κρίση.
- Οι μέσες ταμειακές ροές του δείγματος αντιπροσωπεύουν το 1% του ενεργητικού.

Πίνακας 6 Πολυσυγγραμικότητα

Variable	VIF	1/VIF
CASHFLOW	5,94	0,17
ROA	5,69	0,18
LEVERAGE	1,3	0,77
SIZE	1,24	0,80
AGE	1,2	0,83
FIXED ASSETS	1,15	0,87
GROWTH	1,08	0,92
Mean VIF	2,52	

Από τον πίνακα 6 προκύπτει ότι δεν υπάρχει πολυσυγγραμικότητα στο υπόδειγμα (4α) αφού ο δείκτης $VIF < 6$.

6.6 Τα αποτελέσματα του υποδείγματος

Πίνακας 7 Τα αποτελέσματα του υποδείγματος

VARIABLES	(1) model
CCC _{t-1}	0.520*** (31.44)
CFLOW	-127.0 (-0.728)
LEVERAGE	-115.0** (-2.367)
GROWTH	-153.3*** (-7.597)
SIZE	-4.134 (-0.151)
AGE	-41.44 (-0.427)
FIXED ASSETS	-198.0** (-1.965)
ROA	118.7 (0.754)
Observations (firms-year)	1,903
Number of firms	216

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

Από τον πίνακα 7 προκύπτει ότι η μεταβλητή **CCC_{t-1}** έχει στατιστικά σημαντική θετική επίδραση πάνω στη μεταβλητή **CCC_t**. Επίσης, η μεταβλητή **CFLOW** δεν έχει στατιστικά σημαντική επίδραση πάνω στη μεταβλητή **CCC_t**. Βρήκαμε ότι ο συντελεστής είναι σχεδόν 0,5 δείχνοντας έτσι μια ταχύτητα προσαρμογής της $\gamma \sim 0,5$. Αυτό σημαίνει ότι οι επιχειρήσεις έχουν διανύσει το 50% του στόχου τους σχετικά με το επίπεδο CCC για το διάστημα που μελετήσαμε. Οι Baños and Caballero (2010) οι οποίοι μελέτησαν ισπανικές μικρομεσαίες επιχειρήσεις (SMEs) βρήκαν υψηλότερη ταχύτητα προσαρμογής με $\gamma=0,8$, όπου ομοίως με τη δικό μας δείγμα το κεφάλαιο κίνησης είναι σημαντικό για τη λειτουργία τους. Συγχρόνως και το χρηματοοικονομικό τους σύστημα είναι στα ίδια επίπεδα ανάπτυξης με το ελληνικό συνεπώς οι SMEs βασίζονται στη βραχυπρόθεσμη χρηματοδότηση και ειδικά στην χρηματοδότηση του εμπορίου. Επίσης, η μεταβλητή **LEVERAGE** (LEV) έχει στατιστικά σημαντική αρνητική επίδραση πάνω στη μεταβλητή **CCC_t**. Ομοίως, η μεταβλητή **GROWTH** έχει στατιστικά σημαντική

αρνητική επίδραση πάνω στη μεταβλητή CCC_t . Η μεταβλητές **SIZE** και **AGE** δεν έχουν στατιστικά σημαντική επίδραση πάνω στη μεταβλητή CCC_t . Η μεταβλητή **FIXED ASSETS** (FA) έχει στατιστικά σημαντική αρνητική επίδραση πάνω στη μεταβλητή CCC_t . Τέλος, η μεταβλητή **ROA** δεν έχει στατιστικά σημαντική επίδραση πάνω στη μεταβλητή CCC_t . Άρα, η ερευνητική μας υπόθεση δεν γίνεται αποδεκτή.

6.7 Παρατηρήσεις στα αποτελέσματα

Από την πιο πάνω ανάλυση προκύπτει ότι όταν αυξάνεται το CCC_{t-1} τότε θα αυξάνεται το CCC_t . Επίσης, η μεταβλητή **CFLOW** δεν έχει επίδραση πάνω στη μεταβλητή CCC_t . Επίσης, όταν αυξάνεται το **LEVERAGE** (LEV) τότε θα μειώνεται το CCC_t . Ομοίως, όταν αυξάνεται το **GROWTH** τότε θα μειώνεται το CCC_t . Η μεταβλητές **SIZE** και **AGE** δεν έχουν καμία επίδραση πάνω στη μεταβλητή CCC_t . Επίσης, όταν αυξάνεται το **FIXED ASSETS** (FA) τότε θα μειώνεται το CCC_t . Τέλος, η μεταβλητή **ROA** δεν έχει επίδραση πάνω στη μεταβλητή CCC_t .

Συμπεράσματα

Στη μελέτη αυτή προσπαθήσαμε να εξετάσουμε το κεφάλαιο κίνησης και τη θεωρία που το συνοδεύει, τη διεθνή βιβλιογραφία για το συγκεκριμένο θέμα και κυρίως διερευνήσαμε την ταχύτητα προσαρμογής του κεφαλαίου κίνησης χρησιμοποιώντας το υπόδειγμα του «κύκλου μετατροπής μετρητών» (CCC). Διαπιστώσαμε από διάφορες έρευνες που έχουν γίνει σχετικά με τον (CCC) ότι σχετίζεται και με την κερδοφορία των επιχειρήσεων. Οι Blinder and Maccini (1991), Petersen and Rajan (1997), Emery (1987) και Wilner (2000) βρήκαν ότι ένας μεγάλου μεγέθους «κύκλος μετατροπής μετρητών» (CCC) αυξάνει την κερδοφορία των επιχειρήσεων εξαιτίας μειωμένου κόστους προμηθειών λόγω συνεχόμενης παραγωγικής διαδικασίας, αύξηση πωλήσεων λόγω χρηματοδότησης εμπορίου και καλύτερης σχέσης εμπιστοσύνης με τους πελάτες. Αυτό προκύπτει από τη δυνατότητα των πελατών να ελέγχουν καλύτερα τα προϊόντα και τους συμβατικούς όρους ότι αυτοί πληρούνται. Έτσι παρέχονται και κίνητρα να αγοράσουν όταν η ζήτηση έχει πτώση. Από την πλευρά τώρα των πληρωτέων λογαριασμών, οι επιχειρήσεις μπορούν να πετύχουν έκπτωση για προπληρωμή αν μειώσουν την πίστωση από τους προμηθευτές. Αντιθέτως υπάρχει ο κίνδυνος επένδυση σε υψηλό ποσό κεφαλαίου κίνησης το οποίο έχει κόστος ευκαιρίας (Soenen, 1993) να οδηγήσει σε χρεοκοπία. Γι' αυτό το λόγο οι επιχειρήσεις μέσω της διοίκησης του κεφαλαίου κίνησης επιλέγουν το βέλτιστο επίπεδο αυτού.

Εμείς μελετήσαμε ένα δείγμα 216 εισηγμένων ελληνικών μη χρηματοοικονομικών επιχειρήσεων για το διάστημα 2004-2015. Να σημειώσουμε εδώ ότι μέσα στο διάστημα αυτό εξελίχθηκε και η ελληνική οικονομική κρίση, κάτι το οποίο προφανώς επηρεάζει τα συμπεράσματά μας. Πράγματι σε περιόδους οικονομικής κρίσης προκύπτουν αιφνίδιες αλλαγές τόσο στη ζήτηση όσο και στο κόστος, συνεπώς οι επιχειρήσεις αποκλίνουν από τον στόχο του αναγκαίου κεφαλαίου κίνησης (Peles and Schneller, 1987).

Μελετήσαμε σε προηγούμενο κεφάλαιο την έρευνα των (Baños-Caballero et al., 2013) σε ένα δείγμα ισπανικών μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων, οι οποίοι καταλήγουν σε παρόμοια με τα δικά μας συμπεράσματα, όπως ότι η ταχύτητα προσαρμογής διαφέρει ανάμεσα στις εταιρίες δηλαδή ότι προσαρμόζονται πιο γρήγορα οι εταιρίες με καλή πρόσβαση στη χρηματοδότηση και μεγάλη διαπραγματευτική δύναμη.

Οι ίδιοι (Baños-Caballero et al., 2010) μελέτησαν νωρίτερα ένα δείγμα μικρομεσαίων, μη χρηματοπιστωτικών, ισπανικών επιχειρήσεων και συμπέραναν ότι οι επιχειρήσεις αυτές θέτουν ένα στόχο για τον «κύκλο μετατροπής μετρητών» (CCC) και προσπαθούν να φτάσουν γρήγορα σε αυτόν. Παρατηρήθηκε ότι οι παλιές εταιρίες και οι εταιρίες με μεγαλύτερες ταμειακές ροές έχουν μεγαλύτερο CCC, ενώ βραχύτερος CCC παρουσιάζεται σε εταιρίες που εμφανίζουν σε μεγάλο βαθμό: επένδυση σε πάγια, μεγέθυνση, δανειακή επιβάρυνση και απόδοση ενεργητικού (ROA).

Ερευνώντας και εμείς το ίδιο υπόδειγμα (κύκλος μετατροπής μετρητών) καταλήξαμε στα παρακάτω.

Αποτελέσματα βάσει του υποδείγματος

Από την πιο πάνω οικονομετρική μας ανάλυση προκύπτει ότι όταν αυξάνεται ο κύκλος μετατροπής μετρητών της προηγούμενης περιόδου (CCC_{t-1}) τότε θα αυξάνεται και ο κύκλος μετατροπής μετρητών της τωρινής περιόδου. Προκύπτει συνεπώς μια στατιστικά σημαντική θετική σχέση. Στο ίδιο συμπέρασμα κατέληξαν και οι Baños and Caballero (2010), βρίσκοντας ότι οι επιχειρήσεις και ιδιαίτερα οι μικρομεσαίες θέτουν ένα στόχο «κύκλου μετατροπής μετρητών (CCC)» που εξισορροπεί τα κόστη και τα οφέλη διατήρησής του. Επίσης, η μεταβλητή CFLOW (καθαρά κέρδη + αποσβέσεις)/ενεργητικό δεν έχει επίδραση πάνω στον κύκλο μετατροπής μετρητών της τωρινής περιόδου επιδρώντας όμως αρνητικά. Αντίθετα θετική και στατιστικά σημαντική σχέση βρήκαν στην έρευνα τους οι Baños and Caballero (2010). Επίσης, όταν αυξάνεται

η δανειακή επιβάρυνση (LEV) τότε θα μειώνεται ο κύκλος μετατροπής μετρητών της τωρινής περιόδου. Προκύπτει λοιπόν μια στατιστικά σημαντική αρνητική σχέση που σύμφωνα και με τις περισσότερες προηγούμενες έρευνες όπως των Nazir and Afza (2008) και Samiloglu and Demirgunes (2008). Επιπλέον η δανειακή επιβάρυνση επιδρά αρνητικά και στην κερδοφορία (Hayat and Yaseen, 2011). Ομοίως, όταν αυξάνονται οι πωλήσεις δηλαδή όταν μεγεθύνεται η επιχείρηση (GROWTH) τότε θα μειώνεται ο κύκλος μετατροπής μετρητών της τωρινής περιόδου με υψηλό συντελεστή (-153,3). Σε αντίθεση με τα αποτελέσματα της έρευνας του Kieschnich (2006), το παραπάνω υποστηρίζει την υπόθεση ότι οι εταιρίες με ευκαιρίες ανάπτυξης λαμβάνουν περισσότερες εμπορικές πιστώσεις από τους προμηθευτές τους (Cunãt, 2007) ενώ αυτές με μειούμενες πωλήσεις προσφέρουν περισσότερες συναλλαγές επί πιστώσει στους πελάτες τους (Emery, 1987). Συνεπάγεται λοιπόν ότι οι επωφελήθηκαν πολύ περισσότερο από την οικονομική κρίση σε σχέση με αυτές με μικρό ρυθμό μεγέθυνσης. Οι μεταβλητές μέγεθος (SIZE) και ηλικία (AGE) δεν έχουν καμία επίδραση πάνω στον κύκλο μετατροπής μετρητών της τωρινής περιόδου (CCCt). Αντιθέτως από άλλες έρευνες έχει προκύψει ότι υπάρχει θετική σχέση ανάμεσα στο μέγεθος της επιχείρησης και στον κύκλο μετατροπής μετρητών (Kieschnich, 2006);(Chiou, 2006) και αυτό οφείλεται στο μειούμενο κόστος κεφαλαίου που επενδύεται στο ενεργητικό όσο αυξάνεται το μέγεθος της εταιρίας λόγω υψηλότερης διασποράς και συνεπώς μικρότερου κινδύνου αποτυχίας. Συγχρόνως οι μικρές εταιρίες έχουν μεγαλύτερη ασυμμετρία στην πληροφόρηση (Jordan, 1998). Όσο αφορά στην μεταβλητή της ηλικίας της εταιρίας (AGE) τα ευρήματά μας συμφωνούν με άλλες έρευνες ως προς την κατεύθυνση της επίδρασης πάνω στον κύκλο μετατροπής μετρητών της τωρινής περιόδου (CCCt). Μια παλιά εταιρεία έχει φήμη (Petersen and Rajan, 1997) καλή σχέση με πελάτες και προμηθευτές στην αγορά (Cunãt, 2007) και αξιοπιστία σε θέματα πιστώσεων και δανείων (Niskanen, 2006), συνεπώς μικρότερο κύκλο μετατροπής μετρητών (CCC). Στη συνέχεια βρήκαμε ότι τα πάγια περιουσιακά στοιχεία (FA) έχουν μια στατιστικά σημαντική αρνητική σχέση με τον κύκλο μετατροπής μετρητών της τωρινής περιόδου (CCCt). Όταν αυξάνεται η επένδυση σε υλικά πάγια τότε θα μειώνεται ο κύκλος μετατροπής μετρητών της τωρινής περιόδου. Στο ίδιο συμπέρασμα κατέληξε και ο Kieschnich (2006). Επιχειρήσεις με υψηλές επενδύσεις σε πάγια έχουν καλύτερη πρόσβαση σε χρηματοδότηση άρα και μικρότερο κύκλο μετατροπής μετρητών (CCC). Συνεπώς μετατρέπουν πιο γρήγορα τα εμπορεύματά τους σε μετρητά. Στα ίδια συμπεράσματα κατέληξαν και οι Fazzari and Petersen (1993) καθώς και οι Banos and Caballero (2010). Τέλος, η κερδοφορία (ROA) αποδείχτηκε ότι

δεν ασκεί καμία επίδραση πάνω στον κύκλο μετατροπής μετρητών της τωρινής περιόδου αφού προέκυψε ως στατιστικά μη σημαντική. Συμφωνούμε όμως ως προς τη θετική σχέση με τον ταμειακό κύκλο. Το εύρημα αυτό είναι σε αντίθεση με τους Hager (1976), Kamath (1986) και Wang (2002) που κατέληξαν ότι ο κύκλος μετατροπής μετρητών (CCC) σχετίζεται αρνητικά με την επίδοση της επιχείρησης, δηλαδή μεγαλύτερη κερδοφορία συνεπάγεται μικρότερο κύκλο μετατροπής μετρητών. Τουναντίον οι Shin and Soenen (1998) εξετάζοντας τον ταμειακό κύκλο σε επίπεδο κλάδων κατέληξαν ότι η κερδοφορία ασκεί σημαντική επίδραση.

Πάγια περιουσιακά στοιχεία λοιπόν, ρυθμός μεγέθυνσης και επίπεδο μόχλευσης είναι οι μεταβλητές που επηρεάζουν κυρίως τον κύκλο μετατροπής μετρητών την συγκεκριμένη χρονική περίοδο σε όλους τους κλάδους της οικονομίας πλην τον χρηματοοικονομικό (πρωτογενή, δευτερογενή, τριτογενή).

Βελτίωση του υποδείγματος

Το παρόν υπόδειγμα μπορεί να βελτιωθεί όταν να συμπεριληφθούν στη μοντέλο και παράγοντες έξω από την επιχείρηση, όπως δηλαδή το οικονομικό κλίμα, η γραφειοκρατία, το ποσοστό της παραοικονομίας, κλπ. Και αυτό διότι η κάθε επιχείρηση ζει μέσα σε ένα οικονομικό περιβάλλον και αναμφίβολα επηρεάζεται από αυτό.

Ενδιαφέρον επίσης θα ήταν να μελετηθεί το ίδιο υπόδειγμα και ανά οικονομικό τομέα ξεχωριστά.

Ο ρόλος των διεθνών λογιστικών προτύπων

Τα διεθνή λογιστικά πρότυπα πρέπει να υιοθετηθούν από όλες τις χώρες για να καταστούν αξιόπιστοι οι ισολογισμοί των επιχειρήσεων έτσι ώστε τελικά κάθε οικονομετρική ανάλυση να δώσει με τη σειρά της αξιόπιστα αποτελέσματα. Πράγματι, η παγκοσμιοποίηση της οικονομίας είχε σαν αποτέλεσμα οι εταιρίες να προβούν σε παραποίηση των αποτελεσμάτων τους με σκοπό να προσελκύουν περισσότερους

επενδυτές, ή να αποφύγουν το φόρο. Για αυτό το λόγο χρειάζεται η παγκόσμια εφαρμογή του διεθνούς λογιστικού συστήματος, για να υπάρχει διαφάνεια και αξιοπιστία.

Βιβλιογραφία

- 1.** Abuzayed, B. (2012) “Working capital management and firms’ performance in emerging markets: the case of Jordan”, *International Journal of Managerial Finance*, Vol. 8, Issue 2, p.p. 155 – 179
- 2.** Afza, T. and M. S. Nazir (2007a), “Working Capital Management Policies of Firms: Empirical Evidence from Pakistan”, *Presented at 9th South Asian Management Forum (SAMF) on February 24-25, North South University, Dhaka, Bangladesh*
- 3.** Afza, T. and M. S. Nazir (2007b), “Is it better to be aggressive or conservative in managing working capital?”, *Journal of Quality and Technology Management*, Vol. 3, No. 2, p.p. 11-21
- 4.** Afza, T. and M. S. Nazir (2009), “Impact of aggressive working capital management policy on firms’ profitability”, *The IUP Journal of Applied Finance*, Vol. 15, No. 8, p.p.19-30
- 5.** Agarwal V, Taffler R (2008) “Comparing the performance of market-based and accounting-based bankruptcy prediction models”. *Journal of Banking and Finance*. 32:1541–1551 <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2007.07.014>
- 6.** Aisen, A and F. J. Veiga (2010) “How Does Political Instability Affect Economic Growth?” *IMF Working Paper*. WP/11/12.
- 7.** Alipour, M. (2011), “Working Capital Management and Corporate Profitability: Evidence from Iran”, *World Applied Sciences Journal*, Vol. 12, Issue 7, p.p. 1093-1099
- 8.** Al-Mwalla, M. (2012) “The Impact of Working Capital Management Policies on Firm’s Profitability and Value : The Case of Jordan”, *International Research Journal of Finance and Economics*, Issue 85, p.p.147-153
- 9.** Altman E. I. (1968) “Financial Ratios, Discriminant Analysis and the Prediction of Corporate Bankruptcy”. *The Journal of Finance*, 23(4), 589-609. <http://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/j.1540-6261.1968.tb00843.x/full>
- 10.** Altman, E. (1968) “Financial ratios, discriminant analysis and the prediction of the corporate bankruptcy”. *Journal of Finance* 23, no. 4: 589–609.
- 11.** Aravindan, R., & Ramanathan, K. V. (2013) “Working Capital Estimation/Management-A Financial Modeling Approach”. *Advances in Management*, 6(9), 4.
- 12.** Balcaen S, Ooghe H (2006) “35 years of studies on business failure: an

overview of the classic statistical methodologies and their related problems”. *British Accounting Review*. 38:63–93 <https://doi.org/10.1016/j.bar.2005.09.001>

13. Balcaen, S., & Ooghe, H. (2004) “Alternative methodologies in studies on business failure: Do they produce better results than the classical statistical methods?” *Vlerick Leuven Gent Management School Working Papers (16)*.

14. Baños-Caballero, S. García-Teruel, P. J. Martínez-Solano, P. (2010) “Working capital management in SMEs”. *Accounting and Finance* 50 511–527

15. Baños-Caballero, S., García-Teruel, P. J., Martínez-Solano, P. (2013) “The speed of adjustment in working capital requirement”. *The European Journal of Finance*, 19(10), 978-992.

16. Bauer J, Agarwal V (2014) “Are hazard models superior to traditional bankruptcy prediction approaches? A comprehensive test”. *Journal of Banking and Finance*. 40:432–442 <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2013.12.013>

17. Beaver, W. H. (1966) “Financial ratios as predictors of failure”. *Journal of Accounting Research*, 71-111. <http://www.jstor.org/stable/2490171>

18. Beaver, W. H. (1968) “Alternative accounting measures as predictors of failure”. *The Accounting Review*, 43(1), 113-122. <http://www.jstor.org/stable/244122>

19. Begley, J., J. Mings, and S. Watts. (1996) “Bankruptcy classification errors in the 1980s: Empirical analysis of Altman’s and Ohlson’s models”. *Accounting Studies* 1, no. 4: 267–84.

20. Bekiaris, M. and Sgouros, T. and Tasios, S. (2011) “Financial Reporting Quality in Greece: A Case Study of Auditor’s Qualifications”. *University of the Aegean, Conference for the 25 Years of the Business Administration Department, 2011. SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2447613>*

21. Berger, A. N., and G. F. Udell, (1998) “The economics of small business: the roles of private equity and debt markets in the financial growth cycle”, *Journal of Banking and Finance* 22, 613–673.

22. Berger, A., F. Klapper, and G. Udell. (2001) “The ability of banks to lend to informationally opaque small business”. *Journal of Banking and Finance* 25, no. 12: 2127–67.

23. Bharath, S. T., & Shumway, T. (2008) “Forecasting default with the Merton distance to default model”. *Review of Financial Studies*, 21 (3), 1339-1369. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhn044>

- 24.** Blazenko, G., and K. Vandezande. (2003) “Corporate holdings of finished goods inventories”. *Journal of Economics and Business* 55, no. 3: 255–66.
- 25.** Blinder, A.S., and L.J. Maccini. (1991) “The resurgence of inventory research: What have we learned?” *Journal of Economic Survey* 5, no. 4: 291–328.
- 26.** Bonini, S., και Alkan, S. (2011), “The Political and Legal Determinants of Venture Capital Investments around the World”, *Università Bocconi*”, Milan, Italy. http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=945312
- 27.** C. Faden, (2014) *Optimizing Firm Performance*, Schriften zum europäischen Management, DOI 10.1007/978-3-658-02746-9_2, © Springer Fachmedien Wiesbaden 2014
- 28.** Cahan, S. F. (1992) “The Effect of Antitrust Investigations on Discretionary Accruals. A Refined Test of the Political Cost Hypothjesis” *The Accounting Review* 67, 77-95
- 29.** Campbell, J. Y., Hilscher, J. D., & Szilagyi, J. (2011) “Predicting financial distress and the performance of distressed stocks”. *Journal of Investment Management*. <https://dash.harvard.edu/handle/1/9887619>
- 30.** Carpenter, R.E., S.M. Fazzari, and B.C. Petersen. (1994) “Inventory investment internal-finance fluctuations and business cycle”. *Brooking Papers on Economic Activity* 25, no. 2: 75–138.
- 31.** Carree, M.A. και Thurik A.R., (2003), “*The impact of entrepreneurship on economic growth*”, στο Handbook of Entrepreneurship Research, D.B. Audretsch and Z.J. Acs (eds), Boston/Dordtecht: Kluwer Academic Publishers, 437-471.
- 32.** Casson M., 2014, “Entrepreneurship” <http://www.econlib.org/library/Enc1/Entrepreneurship.html>
- 33.** Charitou Andreas, Neophytou Evi, Charalambous Chris (2004) “Predicting Corporate Failure: Empirical Evidence for the UK”. *European Accounting Review*, Vol. 13, No. 3, pp. 1, 467-468, 478, 481, 493 <http://www.tandfonline.com/doi/abs/10.1080/0963818042000216811>
- 34.** Chatterjee, S. (2010), “The Impact of Working Capital Management on the Profitability of the Listed Companies in the London Stock Exchange”, SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1587249>
- 35.** Chiou, J.R., L. Cheng, and H.W. Wu. (2006) “The determinants of working capital management”. *Journal of American Academy of Business* 10, no. 1: 149–55.

- 36.** Christopher, M. (2011) *Logistics and supply chain management*, Fourth edition, Prentice Hall.
- 37.** Cohen, D. A., Dey, A. and Lys, T. Z. (2004) “Trends in earnings management and informativeness of earnings announcements in the Pre- and Post-Sarbanes Oxley Periods”. Working paper, *Northwestern University*, November 2004.
- 38.** Collins, J. και Moore, D., (1970) “The Organization Makers”, *Appleton-Century-Crofts*, New York.
- 39.** Cunãt, V., (2007) “Trade credit: suppliers as debt collectors and insurance providers”, *Review of Financial Studies* 20, 491–527.
- 40.** Das S, Hanouna P, Sarin A (2009) “Accounting-Based versus Market-Based cross-sectional models for CDS spreads”. *Journal of Banking and Finance*.33: 719-730 <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2008.11.003>
- 41.** Deakin, E. B. (1972) “A discriminant analysis of predictors of business failure”. *Journal of Accounting Research*, 10 (1), 167-179. <http://www.jstor.org/stable/2490225>
- 42.** DeAngelo, L. (1986) “Accounting Numbers as Market Valuation Substitutes: A Study of Management Buyouts of Public Stockholders” *The Accounting Review* 61, 400-420
- 43.** Degryse, H., De Goeij, P. and Kappert, P. (2012). “The impact of firm and industry characteristics on small firms’ capital structure”, *Small Business Economics*, 38(4), 431-447. <https://doi.org/10.1007/s11187-010-9281-8>
- 44.** Deloof, M. (2003) “Does working capital management affect profitability of Belgian firms?” *Journal of Business Finance and Accounting* 30, nos. 3–4: 573–87.
- 45.** Deloof, M., and M. Jegers. (1996) “Trade credit, product quality, and intragroup trade: Some European evidence”. *Financial Management* 25, no. 3: 33–43.
- 46.** Demigurc-Kunt, A., and V. Maksimovic, (2002) “Firms as financial intermediaries: evidence from trade credit data”, *working paper (World Bank, Washington, DC)*.
- 47.** Dewing, A. S. (1941) *Financial Policy of Corporations*, 4th Edition, The Ronald Press Company, New York
- 48.** Dielman T. E. (1996) “Applied Regression for Business and Economics”. *Duxbury Press*

- 49.** Dong, H. P. and J-T. Su (2010), “The relationship between working capital management and profitability: A Vietnam case”, *International Research Journal of Finance and Economics*, Issue 49, p.p. 62-71
- 50.** Drucker, P., 1970, “Entrepreneurship in Business Enterprise”, *Journal of Business Policy*, Vol.1, 1970.
- 51.** Eljelly, A. (2004), “Liquidity-Profitability Tradeoff: An empirical Investigation in an Emerging Market”, *International Journal of Commerce & Management*, Vol. 14, No. 2, p.p. 48-61
- 52.** Emery, G.W. (1987) “An optimal financial response to variable demand”. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 22, no. 2: 209–25.
- 53.** Enqvist, J., M. Graham and J. Nikkinen (2012), “The Impact of Working Capital Management on Firm Profitability in Different Business Cycles: Evidence from Finland”, SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1794802>
- 54.** European Commission (2016) SBA Fact Sheet Greece <https://www.scribd.com/document/63511155/SBA-Fact-Sheet-Greece-En>
- 55.** Falope, O. I. and O. T. Ajilore (2009), “Working capital management and corporate profitability: Evidence from panel data analysis of selected quoted companies in Nigeria”, *Research Journal of Business Management*, Vol. 3, p.p. 73-84
- 56.** Fazzari, S.M., and B. Petersen. (1993) “Working capital and fixed investment: New evidence on financing constraints”. *Rand Journal of Economics* 24, no. 3: 328–42.
- 57.** Filbeck, G., and T. M. Krueger, (2005) “An analysis of working capital management results across industries”, *Mid-American Journal of Business* 20, 11–18.
- 58.** Foulke, R. A. (1961) *Practical financial statement analysis* (5th ed.). McGraw-Hill.
- 59.** García-Teruel, P. J. and P. Martínez-Solano (2007), “Effects of working capital management on SME profitability”, *International Journal of Managerial Finance*, Vol. 3, Issue 2, p.p.164-177
- 60.** Georgiou, M. and Kyriazis, N. and Economou, E. M. L. (2015) “Democracy, Political Stability and Economic Performance. A Panel Data Analysis”. *Journal of Risk & Control*, 2015, 2(1) 1-18.
- 61.** Georgiou, M. N. (2009) “Solvency and Roe; Are They Conflicting Targets in Banking?” (September 27, 2009). SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1479204> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1479204>

- 62.** Georgiou, M. N. (2014) “Political Stability and Economic Growth. A Panel Data Analysis for EU, Japan and USA (1998-2013)”. (October 24). *SSRN*: <http://ssrn.com/abstract=2514482> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2514482>
- 63.** Georgiou, M. N. (2017) “Logistics on Firm Profitability. A Macroeconomic Approach” (December 19, 2017). Διατίθεται απο *SSRN*: <https://ssrn.com/abstract=3090183>
- 64.** Gill, A., N. Biger and N. Mathur (2010), “The Relationship Between Working Capital Management And Profitability : Evidence From The United States”, *Business and Economics Journal*, Vol. 2010, p.p. 1-9
- 65.** Grablowsky, B. J., (1984) “Financial management of inventory”, *Journal of Small Business Management* 22, 59–65.
- 66.** Grammatikos, T., & Gloubos, G (1984) “Predicting bankruptcy of industrial firms in Greece”. *Spoudai*, 33, 3-4.
- 67.** Greenwald, B., J. Stiglitz, and A. Weiss. (1984) “Informational imperfections and macroeconomic fluctuations”. *American Economic Review Papers and Proceedings* 74, no. 2: 194–99.
- 68.** Guenther, D. A. (1994) “Earnings Management in Response to Corporate Tax Rate Changes: Evidence from the 1986 Tax Reform Act” *The Accounting Review*, Vol. 69, No 1, σελ. 230-243
- 69.** Gunasekaran, A., & Ngai, E. W. (2004). Information systems in supply chain integration and management. *European Journal of Operational Research*, 159(2), 269-295.
- 70.** Hager, H. C. (1976), “Cash management and the cash cycle”, *Management Accounting*, Vol. 57, p.p. 19-21
- 71.** Hawawini, G., C. Viallet, and A. Vora, (1986) “Industry influence on corporate working capital decisions”, *Sloan Management Review* 27, 15–24.
- 72.** Hayajneh, O. S. and F. L. A. Yassine (2011) “The Impact of Working Capital Efficiency on Profitability – an Empirical Analysis on Jordanian Manufacturing Firms”, *International Research Journal of Finance and Economics*, Issue 66, p.p. 67-76
- 73.** Hickman, W. B. (1958) *Corporate bond quality and investor experience*. Princeton University Press.
- 74.** Hill, M.D., G. Kelly, and M.J. Highfield. (2010) “Net operating working capital behaviour: A first look”. *Financial Management* 39, no. 2: 783–805.

- 75.** Hsiao, C. (1985). Benefits and limitations of panel data. *Econometrics Review* 4, no. 1: 121–74.
- 76.** ICAEW (2010) “International Consistency” Available at: <https://media.nasba.org/files/2011/04/InternationalConsistency-Hodgkinson.pdf>
- 77.** Jones, J. (1991) “Earnings Management During Import Relief Investigations” *Journal of Accounting Research* 29, 193-228
- 78.** Jordan, J., J. Lowe, and P. Taylor. (1998) “Strategy and financial policy in UK small firms”. *Journal of Business Finance and Accounting* 25, nos. 1–2: 1–27.
- 79.** Jose, M.L., C. Lancaster, and J.L. Stevens. (1996) “Corporate return and cash conversion cycle”. *Journal of Economics and Finance* 20, no. 1: 33–46.
- 80.** Kamath, R. (1989), “How useful are common liquidity measures?”, *Journal of Cash Management, Vol. 9, No. 1, p.p. 24-28*
- 81.** Karaduman, H. A., H. E. Akbas, A. Ozsozgun and S. Durer (2010), “Effects of working capital management on profitability: the case for selected companies in the Istanbul Stock Exchange (2005-2008)”, *International Journal of Economics and Finance Studies, Vol. 2, No. 2, p.p. 47-54*
- 82.** Kargar, J., and R. A. Blumental, (1994) “Leverage impact on working capital in small business”, *TMA Journal* 14, 46–53.
- 83.** Kashyap, A.K., O.A. Lamont, and J.C. Stein. (1994) “Credit conditions and the cyclical behavior of inventories”. *Quarterly Journal of Economics* 109, no. 3: 565–92.
- 84.** Keasey, K. and McGuinness, P. (1990) “The Failure of UK Industrial Firms for the Period 1976-1984, Logistic Analysis and Entropy Measures”. *Journal of Business Finance and Accounting*, 17(1), 119-135. <http://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/j.1468-5957.1990.tb00553.x/full>
- 85.** Kerr, J. N. (2015) “Transparency, Information Shocks, and Tax Avoidance” (September 16, 2015). SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2761140> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2761140>
- 86.** Kieschnich, R., M. LaPlante, and R. Moussawi, (2006) “Corporate working capital management: determinants and consequences”, *working paper (University of Texas, Dallas)*.
- 87.** Kim, Y.H., and K.H. Chung. (1990) “An integrated evaluation of investment in inventory and credit: A cash flow approach”. *Journal of Business Finance and Accounting* 17, no. 3: 381–90.

- 88.** Kumar PR, Ravi V (2007) “Bankruptcy prediction in banks and firms via statistical and intelligent techniques – A review”. *European Journal of Operational Research* 180:1–28 <https://doi.org/10.1016/j.ejor.2006.08.043>
- 89.** Lamberson, M. (1995), “Changes in Working Capital of Small Firms in Relation to Changes in Economic Activity”, *Mid-American Journal of Business*, Vol. 10, No. 2, p.p. 45-50
- 90.** Lane, W. R., Looney, S. W., & Wansley, J. W. (1986) “An application of the Cox proportional hazards model to bank failure”. *Journal of Banking & Finance*. [https://doi.org/10.1016/S0378-4266\(86\)80003-6](https://doi.org/10.1016/S0378-4266(86)80003-6)
- 91.** Lau, A. H. L. (1987) “A Five-state Financial Distress Prediction Model”. *Journal of Accounting Research*, 25(1), 127-138. <http://www.jstor.org/stable/2491262>
- 92.** Lazaridis, I. and D. Tryfonidis (2006), “Relationship Between Working Capital Management and Profitability of Listed Companies in the Athens Stock Exchange”, *Journal of Financial Management and Analysis*, Vol. 19, No. 1, SSRN: <http://ssrn.com/abstract=931591>
- 93.** Lazaridis, I., & Lyroudi, K. (2000). Short-term financial management of the business in Greece and in Cyprus. *Business and Economics Society international*.
- 94.** Lazear, E. P. (2003) “Entrepreneurship” (April). IZA Discussion Paper No. 760. <http://ssrn.com/abstract=333802>
- 95.** Lee, Y.W., and J.D. Stowe. (1993) “Product risk, asymmetric information, and trade credit”. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 28, no. 2: 285–300.
- 96.** Leuz, C. (2010) “Different approaches to corporate reporting regulation: How jurisdictions differ and why”, *Accounting and Business Research*, 2010, 40(3) (Special Issue), pp 229-256. <http://www.tandfonline.com/doi/abs/10.1080/00014788.2010.9663398>
- 97.** Libby, R. (1975) “Accounting ratios and the prediction of failure: Some behavioral evidence”. *Journal of Accounting Research*, 13 (1), 150-161. <http://www.jstor.org/stable/2490653>
- 98.** Long, M.S., I.B. Malitz, and S.A. Ravid. (1993) “Trade credit, quality guarantees, and product marketability”. *Financial Management* 22, no. 4: 117–27
- 99.** Luoma, M., & Laitinen, E. K. (1991) *Survival analysis as a tool for company failure prediction*. Omega.

100. Merton, R. C. (1974) “On the pricing of corporate debt: The risk structure of interest rates”. *The Journal of Finance*, 29 (2), 449-470. <http://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/j.1540-6261.1974.tb03058.x/full>

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

102. Modigliani, F., and M. H. Miller, (1958) “The cost of capital, corporation finance and the theory of investment”, *American Economic Review* 48, 261–297.

103. Mojtabehzadeh, V., S. H. A. Tabari and R. Mosayebi (2011), “The Relationship between Working Capital Management and Profitability of the Companies (Case Study: Listed Companies on TSE)”, *International Research Journal of Finance & Economics, Issue 76*, p.p. 158-166

104. Molina, C.A., and L.A. Preve. (2009) “Trade receivables policy of distressed firms and its effect on the costs of financial distress”. *Financial Management* 38, no. 3: 663–86.

105. Myers, S. C., (1977) “Determinants of corporate borrowing”, *Journal of Financial Economics* 5, 147–175.

106. Myers, S.C. (1984) “The capital structure puzzle”. *Journal of Finance* 39, no. 3: 575–92.

107. Nadiri, M.I. (1969) “The determinants of trade credit in the U.S. total manufacturing sector”. *Econometrica* 37, no. 3: 408–23.

108. Ng, C.K., J.K. Smith, and R.L. Smith. (1999) “Evidence on the determinants of credit terms used in interfirm trade”. *Journal of Finance* 54, no. 3: 1109–29.

109. Nilsen, J. (2002) “Trade credit and the bank lending channel”. *Journal of Money, Credit, and Banking* 34, no. 1: 226–53.

110. Niskanen, J., and M. Niskanen. (2006) “The determinants of corporate trade credit policies in a bank-dominated financial environment: The case of Finnish small firms”. *European Financial Management* 12, no. 1: 81–102.

111. Nissim D. και Penman, S. H. (2003) “The Association between Changes in Interest Rates, Earnings, and Equity Values” *Contemporary Accounting Research* Vol. 20 No. 4 (Winter 2003) 775–804. <https://www0.gsb.columbia.edu/mygsb/faculty/research/pubfiles/901/association.pdf>

112. Nobanee, H., M. Abdullatif and M. Al Hajjar (2011), “Cash Conversion Cycle and Firm’s Performance of Japanese Firms”, *Asian Review of Accounting*, Vol. 19, No. 2, p.p. 147-156

113. Ramachandran, A. and M. Janakiraman (2009), “The Relationship between Working Capital Management Efficiency and EBIT”, *Managing Global Transitions*, Vol. 7, No. 1, p.p. 61-74

114. Raza, S. A. και Jawaid, S. T. (2014) “Foreign capital inflows, economic growth and stock market capitalization in Asian countries: an ARDL bound testing approach” *Quality and Quantity* Volume 48, Springer.

115. Rigobon, R., και Sack, B., (2002), “The Impact of Monetary Policy on Asset Prices”.http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=298365.

116. Rogdaki, E. Koutoupis, A. G. and Rodosthenous, M. (2011) “Ensuring the "True and Fair View Principle" of Banks’ Financial Statements after the Introduction of the Application of IFRS: The Case of Greece”. *European Research Studies*, Volume XIV, Issue (3)

117. Soenen, L. A. (1993), “Cash Conversion Cycle and Corporate Profitability”, *Journal of Cash Management*, Vol. 13, No. 4, p.p. 53-58

118. Stalk, G., Evans, P. & Shulman, L.E., (1992) ‘Competing on capabilities: the new rule of corporate strategy’, *Harvard Business Review*, March–April 1992

119. Stefanou Charitou, M., M. Elfani, M. and P. Lois (2010), “The Effect Of Working Capital Management On Firm’s Profitability: Empirical Evidence From An Emerging Market, *Journal of Business & Economics Research*, Vol. 8, No. 12, p.p. 63-68

120. Taffler, R. J. (1984) “Empirical models for the monitoring of UK corporations”. *Journal of Banking & Finance*, 8(2), 199-227. [https://doi.org/10.1016/0378-4266\(84\)90004-9](https://doi.org/10.1016/0378-4266(84)90004-9)

121. Tam, K. Y. (1991) *Neural network models and the prediction of bank bankruptcy*. *Omega*, 19 (5), 429-445.

122. Tamari, M. (1966) “Financial ratios as a means of forecasting bankruptcy”. *Management International Review*, 6 (4), 15-21. <http://www.jstor.org/stable/40226072>

123. Theodoropoulou S και Watt A. (2011) “Withdrawal symptoms: an assessment of the austerity packages in Europe” *European Trade Union Institute*, Working Paper 2011.02. http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2221838

- 124.** Uyar, A. (2009), “The Relationship of Cash Conversion Cycle with Firm Size and Profitability : An Empirical Investigation in Turkey”, *International Research Journal of Finance and Economics*, Issue 24, p.p. 186-193
- 125.** Van Horne, J. C. and J. M. Wachowicz (2005), *Fundamentals Of Financial Management*, 12th Edition, Pearson Education Limited
- 126.** Vanasco R.R. (1998) “Fraud auditing”. *Managerial Auditing Journal*, 13 (1), 4-71.
- 127.** Vassalou M, Xing Y (2004) “Default Risk in Equity Returns”. *The Journal of Finance* 59:831-868 <http://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/j.1540-6261.2004.00650.x/full>
- 128.** Vishnani, S. and B. K. Shah (2007), “Impact of Working Capital Management Policies on Corporate Performance –An Empirical Study”, *Global Business Review*, Vol. 8, p.p. 267-281
- 129.** Καθημερινή (2014, 21/11) «45% δεν εμπιστεύεται το πολιτικό σύστημα» <http://www.kathimerini.gr/792852/article/epikairothta/ellada/45-den-empisteyetai-to-politiko-systhma>
- 130.** Καραμάνης, Κ. (2008) *Σύγχρονη Ελεγκτική: Θεωρία και Πρακτική Σύμφωνα με τα Διεθνή Ελεγκτικά Πρότυπα*, Εκδόσεις ΟΠΑ.
- 131.** Οικονομική Καθημερινή (2014, 7/12) «Πόσα δισ. Έφυγαν από την Ελλάδα και πού πήγαν» <http://www.kathimerini.gr/794925/article/oikonomia/ellhnikh-oikonomia/posa-dis-efygan-apo-thn-ellada-kai-poy-phgan>
- 132.** Οικονομική Καθημερινή, (2014, 15/8) “Λιτότητα και Φόροι Τορπιλίζουν την Ανάπτυξη”. <http://www.kathimerini.gr/780058/article/oikonomia/ellhnikh-oikonomia/litothta-kai-foroi-torpilizoyn-thn-anapty3h>
- 133.** Οικονομική Καθημερινή, (2014, 19/11) “Περισσότερα Νοικοκυριά Αδυνατούν να Προσφέρουν στα Παιδιά Βασικά Αγαθά”. <http://www.kathimerini.gr/792479/article/oikonomia/ellhnikh-oikonomia/perissotera-noikokyria--adynatoyn-na-prosferoyn--sta-paidia-vasika-aga8a>