

**ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ
ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ
ΑΘΗΝΩΝ**



**ATHENS UNIVERSITY
OF ECONOMICS
AND BUSINESS**

Τμήμα: Λογιστικής και Χρηματοοικονομικής

**Η ΕΠΙΔΡΑΣΗ ΤΗΣ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗΣ ΤΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ ΚΙΝΗΣΗΣ
ΣΤΗΝ ΚΕΡΔΟΦΟΡΙΑ ΤΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ ΣΕ ΔΙΑΦΟΡΟΥΣ
ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΟΥΣ ΚΥΚΛΟΥΣ**

της Ευγενίας Κωνσταντινίδη

Εργασία υποβληθείσα στο

Τμήμα Λογιστικής & Χρηματοοικονομικής

του Οικονομικού Πανεπιστημίου Αθηνών

ως μέρος των απαιτήσεων για την απόκτηση

Μεταπτυχιακού Διπλώματος Ειδίκευσης

Αθήνα

{Νοέμβριος, 2017}

**Εγκρίνουμε την εργασία της
[ΟΝΟΜΑΤΕΠΩΝΥΜΟ]**

ΕΥΓΕΝΙΑΣ ΚΩΝΣΤΑΝΤΙΝΙΔΗ

[ΟΝΟΜΑ ΕΠΙΒΛΕΠΟΝΤΟΣ ΚΑΘΗΓΗΤΗ]

[ΥΠΟΓΡΑΦΗ]

ΑΦΡΟΔΙΤΗ ΠΑΠΑΔΑΚΗ

.....

[ΟΝΟΜΑ ΣΥΝΕΞΕΤΑΣΤΗ ΚΑΘΗΓΗΤΗ]

[ΥΠΟΓΡΑΦΗ]

ΕΥΘΥΜΙΟΣ ΔΕΜΟΙΡΑΚΟΣ

.....

[ΟΝΟΜΑ ΣΥΝΕΞΕΤΑΣΤΗ ΚΑΘΗΓΗΤΗ]

[ΥΠΟΓΡΑΦΗ]

ΔΗΜΗΤΡΙΟΣ ΓΚΙΚΑΣ

.....

[ΗΜΕΡΟΜΗΝΙΑ]

ΒΕΒΑΙΩΣΗ ΕΚΠΟΝΗΣΗΣ ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗΣ ΕΡΓΑΣΙΑΣ

«Δηλώνω υπεύθυνα ότι η συγκεκριμένη πτυχιακή εργασία για τη λήψη του Μεταπτυχιακού Διπλώματος Ειδίκευσης στη Λογιστική και Χρηματοοικονομική έχει συγγραφεί από εμένα προσωπικά και δεν έχει υποβληθεί ούτε έχει εγκριθεί στο πλαίσιο κάποιου άλλου μεταπτυχιακού ή προπτυχιακού τίτλου σπουδών, στην Ελλάδα ή στο εξωτερικό. Η εργασία αυτή έχοντας εκπονηθεί από εμένα, αντιπροσωπεύει τις προσωπικές μου απόψεις επί του θέματος. Οι πηγές στις οποίες ανέτρεξα για την εκπόνηση της συγκεκριμένης διπλωματικής αναφέρονται στο σύνολό τους, δίνοντας πλήρεις αναφορές στους συγγραφείς, συμπεριλαμβανομένων και των πηγών που ενδεχομένως χρησιμοποιήθηκαν από το διαδίκτυο».

[ΟΝΟΜΑΤΕΠΩΝΥΜΟ ΦΟΙΤΗΤΗ/ΤΡΙΑΣ]

[ΥΠΟΓΡΑΦΗ]

ΕΥΓΕΝΙΑ ΚΩΝΣΤΑΝΤΙΝΙΔΗ

.....

Περιεχόμενα

1.	ΠΕΡΙΛΗΨΗ	3
2.	ΕΙΣΑΓΩΓΗ	5
3.	ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΚΙΝΗΣΗΣ: ΘΕΩΡΗΤΙΚΟ ΥΠΟΒΑΘΡΟ	9
3.1	Διαχείριση του Κεφαλαίου κίνησης	9
3.2	Κύκλος Μετατροπής Μετρητών	12
3.3	Συστατικά Στοιχεία του Κεφαλαίου Κίνησης	14
3.3.1	Αποθέματα	14
3.3.2	Εισπρακτέοι λογαριασμοί	15
3.3.3	Πληρωτέοι λογαριασμοί	16
3.4	Η σχέση του Κεφαλαίου Κίνησης με την κερδοφορία	16
3.5	Επιχειρηματικοί Κύκλοι	19
4.	ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΚΗ ΕΠΙΣΚΟΠΙΣΗ	21
5.	ΑΝΑΠΤΥΞΗ ΥΠΟΘΕΣΕΩΝ	29
6.	ΔΕΔΟΜΕΝΑ, ΑΝΑΛΥΣΗ ΜΕΤΑΒΛΗΤΩΝ ΚΑΙ ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ ΕΜΠΕΙΡΙΚΗΣ ΜΕΛΕΤΗΣ	33
6.1	Δεδομένα	33
6.2	Εξαρτημένες Μεταβλητές	33
6.2.1	Δείκτης απόδοσης του ενεργητικού	34
6.2.2	Μικτό λειτουργικό εισόδημα	34
6.3	Ανεξάρτητες Μεταβλητές (Βασικές μεταβλητές)	34
6.4	Ανεξάρτητες μεταβλητές (μεταβλητές ελέγχου)	36
6.4.1	Μέγεθος της επιχείρησης (Company Size)	36
6.4.2	Αριθμοδείκτης κυκλοφοριακής ή γενικής ρευστότητας (Current ratio)	36
6.4.3	Δείκτης Χρέους (Dept Ratio)	36
6.4.4	Ψευδομεταβλητές	37
6.5	Υποδείγματα	37
7.	ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΕΜΠΕΙΡΙΚΗΣ ΜΕΛΕΤΗΣ	39
7.1	Ανάλυση Στατιστικών Στοιχείων	39
7.2	Συσχέτιση	42
7.3	Αποτελέσματα Εμπειρικής Μελέτης	46
8.	ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ	53
9.	ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ	57

Κατάλογος Πινάκων

Πίνακας 1: Σύνοψη του τρόπου μέτρησης των δεδομένων.	38
Πίνακας 2: Στατιστικά στοιχεία	41
Πίνακας 3: Μήτρα συσχέτισης των μεταβλητών σε περίοδο κρίσης της οικονομίας.	44
Πίνακας 4: Μήτρα συσχέτισης των μεταβλητών σε περίοδο έξαρσης της οικονομίας	45
Πίνακας 5: Επίδραση του κεφαλαίου κίνησης στην κερδοφορία των επιχειρήσεων. (Εξαρτημένη μεταβλητή: ROA)	49
Πίνακας 6: Η επίδραση του κεφαλαίου κίνησης στην κερδοφορία. (Εξαρτημένη μεταβλητή: GOI)	50

1. ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Είναι αδιαμφισβήτητο πως οι επιχειρήσεις δεν μπορούν να επιβιώσουν και να συνεχίσουν τις καθημερινές τους λειτουργίες χωρίς ένα επαρκές επίπεδο κεφαλαίου κίνησης. Η αποτελεσματική διαχείριση του κεφαλαίου κίνησης αποτελεί μια από τις σημαντικότερες αρμοδιότητες των διευθυντών διότι επηρεάζει την ρευστότητα και την κερδοφορία της επιχείρησης. Ο προσδιορισμός των παραγόντων που επηρεάζουν το κεφαλαίο κίνησης θα βοηθήσει στην αποδοτικότερη διαχείριση του. Ένας από τους εξωτερικούς παράγοντες, είναι η οικονομία. Ειδικά μετά το ξέσπασμα της κρίσης στην Ευρωζώνη το 2009, η έλλειψη ρευστότητας και η αβεβαιότητα που επικρατεί στις αγορές, έχουν καταστήσει πιο επιτακτική την ανάγκη για αποτελεσματική διοίκηση του κεφαλαίου κίνησης.

Σκοπός της παρούσας έρευνας είναι να προσδιορίσει την επίδραση της διαχείρισης του κεφαλαίου κίνησης στην κερδοφορία των επιχειρήσεων καθώς και την επίδραση των επιχειρηματικών κύκλων πάνω στη σχέση αυτή. Η αποτελεσματικότητα της διαχείρισης του κεφαλαίου κίνησης ερευνήθηκε μέσω του κύκλου μετατροπής μετρητών. Το δείγμα που χρησιμοποιήθηκε αποτελείται από 1.104 επιχειρήσεις, από τις οποίες οι 202 είναι Ελληνικές και οι 902 Γερμανικές. Επιπλέον, τα στοιχεία που συλλέχθηκαν αφορούν τα έτη 2009-2016.

Με βάση τα εμπειρικά ευρήματα, η κερδοφορία έχει στατιστικά σημαντική και αρνητική σχέση με τον κύκλο μετατροπής μετρητών, με τις ημέρες είσπραξης των απαιτήσεων και με τις ημέρες παραμονής των αποθεμάτων στην αποθήκη. Αντίθετα, παρατηρήθηκε να υπάρχει θετική και στατιστικά σημαντική σχέση ανάμεσα στις ημέρες εξόφλησης των προμηθευτών και την κερδοφορία. Με άλλα λόγια, Τα εμπειρικά ευρήματα υποδηλώνουν ότι η μείωση των ημερών είσπραξης των απαιτήσεων, η μείωση των ημερών παραμονής των αποθεμάτων στην αποθήκη και η αύξηση των ημερών εξόφλησης των προμηθευτών, συμβάλλουν στην αύξηση της κερδοφορίας. Επιπλέον, τα αποτελέσματα δείχνουν ότι η σημαντικότητα της αποτελεσματικής διαχείρισης των εισπρακτέων λογαριασμών και των αποθεμάτων, αυξάνεται σε περιόδους ύφεσης της οικονομίας. Επίσης, από τις μεταβλητές ελέγχου, η ρευστότητα και το χρέος έχουν στατιστικά σημαντική και αρνητική σχέση με την κερδοφορία, ενώ θετικά με την κερδοφορία συνδέεται το μέγεθος της επιχείρησης. Τέλος, τα εμπειρικά αποτελέσματα στο σύνολο τους, υποδεικνύουν ότι η

αποτελεσματική διαχείριση του κεφαλαίου κίνησης είναι απαραίτητη για την επίτευξη των κερδών και πρέπει να συμπεριλαμβάνεται στον οικονομικό σχεδιασμό κάθε επιχείρησης.

2. ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Οι περισσότερες έρευνες έχουν εστιάσει σε αποφάσεις που πραγματεύονται με τη μακροχρόνια χρηματοδότηση, όπως για παράδειγμα επενδύσεις και μερίσματα. Ωστόσο, οι βραχυπρόθεσμες οικονομικές αποφάσεις που περιλαμβάνουν την διαχείριση του κεφαλαίου κίνησης, είναι αυτές που έχουν μεγαλύτερο αντίκτυπο στη ρευστότητα και την κερδοφορία της επιχείρησης. Το κεφάλαιο κίνησης (Working Capital) ορίζεται ως η διαφορά ανάμεσα στο κυκλοφορούν ενεργητικό και τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις. Μολαταύτα, αυτό που έχει περισσότερη σημασία για τις επιχειρήσεις είναι η αντίληψη της έννοιας παρά ο λογιστικός ορισμός. Οι επιχειρήσεις πρέπει να μπορούν να διαχειριστούν το χρονικό διάστημα που δεν χρηματοδοτούνται, το οποίο μεσολαβεί μεταξύ των ταμειακών εκροών για πρώτες ύλες ή προϊόντα, και των εσόδων από την πώληση των προϊόντων. Σύμφωνα με τον DeLoof (2003) οι περισσότερες επιχειρήσεις επενδύουν σημαντικά ποσά στο κεφάλαιο κίνησης ώστε να έχουν τη δυνατότητα να εξοφλούν τα χρέη και τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις τους, με άλλα λόγια να μπορούν να συνεχίσουν τη λειτουργία τους. Η διαχείριση του κεφαλαίου κίνησης είναι σημαντική διότι επηρεάζει την κερδοφορία, τον κίνδυνο και κατά συνέπεια την αξία της επιχείρησης (Smith 1980). Η αποδοτική διαχείριση του κεφαλαίου κίνησης περιλαμβάνει τον προγραμματισμό και τον έλεγχο των κυκλοφορούντων στοιχείων του ενεργητικού και των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων με τρόπο ώστε να εξαλείψει τον κίνδυνο αδυναμίας της επιχείρησης να ανταπεξέλθει στην υποχρέωσή της, αλλά και την αποφυγή μεγάλων επενδύσεων στα στοιχεία αυτά. Η κατάλληλη αξιολόγηση του κεφαλαίου κίνησης και η αναγνώριση των βασικών του στοιχείων μπορεί να βοηθήσει τους διευθυντές να παίρνουν πιο αποδοτικές αποφάσεις για την λειτουργία της επιχείρησης. (Mansoori, Muhammad 2012). Επιπροσθέτως, ο προσδιορισμός και η κατανόηση των παραγόντων που επηρεάζουν την διαχείριση του κεφαλαίου κίνησης θα βοηθήσει τους διευθυντές να ορίσουν το βέλτιστο επίπεδο επένδυσης σε βραχυπρόθεσμα περιουσιακά στοιχεία, καθώς και τους τρόπους χρηματοδότησης τους. Με αυτόν τον τρόπο θα έχουν προετοιμαστεί κατάλληλα ώστε να αντιμετωπίσουν μη προβλέψιμες καταστάσεις που θα έχουν απροσδόκητα αποτελέσματα στην επίδοση της επιχείρησης.

Η επίβλεψη του κεφαλαίου κίνησης μέσω της διαχείρισης των συστατικών στοιχείων του είναι ουσιαστικής σημασίας για την σωστή λειτουργία όλων των επιχειρήσεων.

Ένας ευρέως χρησιμοποιούμενος τρόπος μέτρησης του κεφαλαίου κίνησης είναι ο κύκλος μετατροπής μετρητών (Cash Conversion Cycle). Για την μείωση των εισπρακτέων λογαριασμών μια επιχείρηση μπορεί να ορίσει αυστηρές πολιτικές είσπραξης και μικρότερη πίστωση, με αποτέλεσμα οι ενέργειες αυτές να μειώσουν τις πωλήσεις και κατ' επέκταση τα κέρδη. Η αύξηση των οφειλόμενων λογαριασμών μέσω της χορήγησης μεγαλύτερων πιστώσεων από τους προμηθευτές ενέχει τον κίνδυνο να λάβει η επιχείρηση αγαθά χαμηλής ποιότητας από τους προμηθευτές το οποίο θα επηρεάσει τα κέρδη. Τέλος η μείωση του ύψους των αποθεμάτων μπορεί να οδηγήσει σε απώλειες πωλήσεων λόγω εξαντλήσεως των προϊόντων. Η διοίκηση της κάθε επιχείρησης πρέπει να στοχεύει στην ισορροπημένη αναλογία των τριών συστατικών του κεφαλαίου κίνησης ώστε να επιτύχει την μεγιστοποίηση των κερδών.

Η αποδοτική διαχείριση του κύκλου μετατροπής μετρητών πρέπει να βασίζεται στην ολοκληρωμένη γνώση των παραγόντων που καθορίζουν την τρέχουσα κατάσταση και την μελλοντική εξέλιξη. Ένα εύρος εξωτερικών και εσωτερικών παραγόντων πρέπει να μελετάται κατά τη διάρκεια της διαχείρισης του κεφαλαίου κίνησης. Ένας από τους εξωτερικούς παράγοντες που επηρεάζει το κεφάλαιο κίνησης και την ρευστότητα μιας επιχείρησης, είναι η εξωτερική οικονομική κατάσταση. Οι οικονομικές εξωγενείς διακυμάνσεις επηρεάζουν σε μεγάλο βαθμό τη ζήτηση αλλά και την προσφορά των προϊόντων. Για παράδειγμα, τα προβλήματα στον τομέα της οικονομίας μπορεί να συντελέσουν στην αύξηση του κόστους ρευστότητας το οποίο θα αποτελέσει σε αύξηση του συνολικού κόστους της επιχείρησης. Επιπροσθέτως, η αβεβαιότητα που αφορά την είσπραξη των απαιτήσεων παράλληλα με τη δυσκολία λήψης εμπορικών πιστώσεων, μπορεί να οδηγήσει κάποιες εταιρίες να αναβάλλουν την παραγωγή τους μέχρι να καλυτερεύσουν οι συνθήκες. Πιο συγκεκριμένα, η οικονομική κρίση που ξεκίνησε το 2007-2008 συνέβαλλε στην μειωμένη ρευστότητα των επιχειρήσεων καθώς και στο να αποτελέσουν τα μετρητά μια σπάνια πηγή λόγω της αυστηρής πιστωτικής αγοράς και της μειωμένης ζήτησης.

Σύμφωνα με όσα αναφέρθηκαν, οι επιχειρήσεις μπορούν να πετύχουν ένα βέλτιστο επίπεδο κεφαλαίου κίνησης που να μεγιστοποιεί την αξία τους. Ωστόσο τα βέλτιστα επίπεδα ενδεχομένως να αλλάζουν για να αντανακλούν τις εκάστοτε οικονομικές συνθήκες. Η παρακάτω έρευνα μελετάει αυτή τη σχέση, δηλαδή τη σχέση ανάμεσα στη διαχείριση του κεφαλαίου κίνησης και την κερδοφορία καθώς και την επιρροή που ασκούν σε αυτή τη σχέση οι διάφοροι επιχειρηματικοί κύκλοι.

Η σημαντική αυτή σχέση ερευνάται μέσω ενός δείγματος αποτελούμενο από Γερμανικές και Ελληνικές επιχειρήσεις. Η διάρκεια της ερευνητικής περιόδου είναι 9 χρόνια, και αναφέρεται στα έτη 2009-2016. Τα αποτελέσματα της έρευνας έγιναν η βάση για να εξαχθούν κάποια ενδιαφέροντα συμπεράσματα. Πρώτον, οι επιχειρήσεις μπορούν να ενισχύσουν την κερδοφορία τους μέσω της αποτελεσματικής διαχείρισης του κεφαλαίου κίνησης, επίσης δίνοντας την απαραίτητη προσοχή στις αποδοτικές πρακτικές του κεφαλαίου κίνησης, μπορούν να μεγιστοποιήσουν την αξία τους. Δια τούτο, τα εμπειρικά αποτελέσματα παροτρύνουν τις επιχειρήσεις να εφαρμόσουν νέες διαδικασίες και νέες στρατηγικές που να συντελούν στην αποδοτικότερη διαχείριση του κεφαλαίου κίνησης. Επιπροσθέτως, προκύπτει από τα αποτελέσματα ότι η διαχείριση των ημερών είσπραξης των απαιτήσεων και η διαχείριση των αποθεμάτων, συστατικών στοιχείων του κεφαλαίου κίνησης, είναι σχετικά πιο σημαντική σε περιόδους ύφεσης από ότι σε περιόδους έξαρσης. Ωστόσο, η αποδοτική διαχείριση του κεφαλαίου κίνησης είναι εξίσου σημαντική σε όλες της φάσεις της οικονομίας και πρέπει να συμπεριλαμβάνεται στον οικονομικό σχεδιασμό κάθε επιχείρησης.

Η δομή της εργασίας είναι η ακόλουθη. Στο επόμενο κεφάλαιο (τρίτο κεφάλαιο) αναπτύσσεται το θεωρητικό υπόβαθρο του κεφαλαίου κίνησης. Στο τέταρτο κεφάλαιο επιχειρείται η επισκόπηση των εμπειρικών μελετών που εξετάζουν την επίδραση της διαχείρισης του κεφαλαίου κίνησης στην κερδοφορία των επιχειρήσεων. Στο πέμπτο κεφάλαιο αναπτύσσονται οι υποθέσεις της έρευνας. Τα δεδομένα, οι μεταβλητές και η μεθοδολογία της παρούσας εμπειρικής μελέτης παρουσιάζονται στο έκτο κεφάλαιο. Τα εμπειρικά ευρήματα παρατίθενται στο έβδομο κεφάλαιο ενώ τα συμπεράσματα παρουσιάζονται συνοπτικά στο όγδοο κεφάλαιο. Στο τέλος παρατίθενται η βιβλιογραφία.

3. ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΚΙΝΗΣΗΣ: ΘΕΩΡΗΤΙΚΟ ΥΠΟΒΑΘΡΟ

Σύμφωνα με τον Hampton (2003), το κεφάλαιο κίνησης (working capital) αποτελείται από όλα τα βραχυπρόθεσμα περιουσιακά στοιχεία που χρησιμοποιούνται στις καθημερινές λειτουργίες μιας επιχείρησης. Επιπλέον, ανέφερε ότι το κεφάλαιο κίνησης αποτελεί την διαφορά ανάμεσα στα βραχυπρόθεσμα περιουσιακά στοιχεία και τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις. Το κεφάλαιο κίνησης μετρά τη ρευστότητα της επιχείρησης λαμβάνοντας υπόψη το απαιτούμενο ύψος των μετρητών (χρηματικών διαθεσίμων) που χρειάζεται η επιχείρηση βραχυπρόθεσμα, για την εκπλήρωση των στόχων της. Μια επιχείρηση θεωρείται ότι έχει υψηλό επίπεδο ρευστότητας όταν κατέχει αρκετά μετρητά ώστε να μπορεί να εξοφλεί τις υποχρεώσεις της όταν αυτές πραγματοποιούνται.

3.1 Διαχείριση του Κεφαλαίου κίνησης

Η διαχείριση του κεφαλαίου κίνησης (working capital management) περιλαμβάνει και αναφέρεται σε όλες εκείνες τις διαδικασίες αλλά και τις πολιτικές που είναι απαραίτητες για τη σωστή διαχείριση του κεφαλαίου κίνησης. Μπορεί να σημειωθεί, ότι η μακροπρόθεσμη κερδοφορία μιας επιχείρησης εξαρτάται από τις επενδυτικές της αποφάσεις. (Rustagi,1999)

Η διαχείριση του κεφαλαίου κίνησης αποτελεί μια σημαντική πτυχή του βραχυπρόθεσμου προγραμματισμού της επιχείρησης. Αλλαγές στο περιβάλλον της επιχείρησης, θα επηρεάσουν το κεφάλαιο κίνησης και επομένως πρέπει να γίνονται προσπάθειες ώστε να αναγνωρίζονται αυτές οι αλλαγές και να περιορίζονται, για να διασφαλιστεί ένα ικανοποιητικό επίπεδο επένδυσης στο κεφάλαιο κίνησης (Atrill,2009). Το συνολικό ύψος του κεφαλαίου κίνησης που χρειάζεται μια επιχείρηση διαφέρει από περίοδο σε περίοδο και εξαρτάται εκτός των άλλων και από την παράγωγη (Ghosh, 2010). Ο Hampton (2003) ανέφερε ότι η διαχείριση του κεφαλαίου κίνησης επηρεάζεται από τους παρακάτω παράγοντες:

1. Όγκο Πωλήσεων: οι επιχειρήσεις διατηρούν τα κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία για την κάλυψη των επιχειρησιακών δραστηριοτήτων, που καταλήγουν στις πωλήσεις,

2. Εποχιακοί παράγοντες: η διακυμάνσεις στη ζήτηση μιας επιχείρησης για τα προϊόντα ή τις υπηρεσίες της, εν μέσω μεταβολών των οικονομικών συνθηκών κάνουν απαραίτητη τη διατήρηση επαρκούς κεφαλαίου κίνησης.
3. Αλλαγές στη τεχνολογία: η ανάπτυξη της τεχνολογίας επηρεάζει την διατήρηση του κεφαλαίου κίνησης.
4. Η πολιτική της επιχείρησης.

3.1.1 Στρατηγικές του Κεφαλαίου Κίνησης

Υπάρχουν τρεις στρατηγικές που αφορούν την διαχείριση του κεφαλαίου κίνησης. Η επιθετική, η συντηρητική και η μετριοπαθής στρατηγική. Οι στρατηγικές διαφέρουν μεταξύ τους ως προς την ποσότητα του κυκλοφορούντος ενεργητικού που έχει στην κατοχή της η επιχείρηση για δεδομένο ύψος πωλήσεων.

Συντηρητική στρατηγική (conservative strategy): σύμφωνα με αυτήν τη προσέγγιση, η επιχείρηση διατηρεί μεγάλη ποσότητα κυκλοφορούντος ενεργητικού σε σχέση με τις πωλήσεις. Μια συντηρητική στρατηγική συντελεί σε χαμηλότερη κερδοφορία από την αναμενόμενη αλλά και σε μικρότερο κίνδυνο. Επίσης, η πολιτική αυτή θα αυξήσει το καθαρό κεφάλαιο κίνησης της επιχείρησης αλλά παράλληλα θα έχει λίγους πόρους για να επενδύσει σε άλλους παραγωγικούς τομείς. Αυτή η επιλογή σημαίνει ότι η χρηματοδότηση της επιχείρησης θα έχει υψηλό κόστος αλλά μικρό κίνδυνο που θα συντελέσει σε χαμηλή κερδοφορία αλλά και σε υψηλή ρευστότητα.

Επιθετική στρατηγική (Aggressive strategy): σύμφωνα με αυτή την προσέγγιση η επιχείρηση διατηρεί μια σχετικά μικρή ποσότητα κυκλοφορούντος ενεργητικού. Η υιοθέτηση μίας επιθετικής στρατηγικής συνεπάγεται υψηλότερη κερδοφορία που έχει ως επακόλουθο υψηλότερο κίνδυνο και χαμηλότερο κεφάλαιο κίνησης. Η αύξηση της κερδοφορίας ενέχει τον κίνδυνο, η επιχείρηση να αντιμετωπίσει προβλήματα ρευστότητας.

Μετριοπαθής στρατηγική (moderate strategy): αποτελεί μια ενδιάμεση στρατηγική όπου η επιχείρηση διατηρεί ένα μέτριο επίπεδο κυκλοφορούντος ενεργητικού. Ούτε υψηλό ούτε χαμηλό.

3.1.2 Στόχοι της διαχείρισης του κεφαλαίου κίνησης

- Διατήρηση της ρευστότητας

Στη λογιστική, η ρευστότητα είναι η ικανότητα του κυκλοφορούντος ενεργητικού (current assets) να καλύψει τις τρέχουσες υποχρεώσεις (currents obligations) όταν αυτές γίνονται απαιτητές. Η διαχείριση της ρευστότητας είναι μια συνήθη διαδικασία των επιχειρήσεων που έχει να κάνει με την αποτελεσματική διαχείριση των δυο συστατικών στοιχείων του κεφαλαίου κίνησης. Το κυκλοφορούν ενεργητικό και τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις. Το κυκλοφορούν ενεργητικό αποτελείται από τα χρηματικά διαθέσιμα και όλα τα άλλα στοιχεία που μπορούν εύκολα να μετατραπούν σε μετρητά. Το χρήμα αποτελεί το πιο ρευστό στοιχείο του ενεργητικού διότι μπορεί να χρησιμοποιείται άμεσα για όλες τις συναλλαγές μιας επιχείρησης. Όλα τα υπόλοιπα στοιχεία έχουν διαφορετικό βαθμό ρευστότητας το οποίο εξαρτάται από την περίπτωση στην οποία μπορούν να μετατραπούν σε μετρητά. Οι βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις περιλαμβάνουν όλες τις υποχρεώσεις που πρέπει να εξοφληθούν σε διάστημα δώδεκα μηνών. Οι προμηθευτές και οι πιστωτές ενδιαφέρονται για την φερεγγυότητα της επιχείρησης. Οι επιχειρήσεις πρέπει να έχουν τη δυνατότητα να εξοφλούν τα χρέη τους και να αποδεικνύουν ότι θα μπορούν και μελλοντικά.

- Ελαχιστοποίηση του κινδύνου

Μια οικονομική οντότητα πρέπει να διατηρεί επαρκή επίπεδα του κεφαλαίου κίνησης ώστε να μπορεί να εξοφλήσει τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της. Επίσης είναι σημαντικό να διασφαλίσει ότι δεν αντιμετωπίζει πρόβλημα ρευστότητας. Η αδυναμία της επιχείρησης να εξοφλήσει τις υποχρεώσεις της λόγω χαμηλής ρευστότητας είναι πολύ επικίνδυνο και έχει πολλές συνέπειες. Για παράδειγμα μπορεί να δημιουργηθεί κακή πιστωτική φήμη, να συμβάλει στην απώλεια της εμπιστοσύνης των πιστωτών, ακόμα και σε κλείσιμο της επιχείρησης. Από την άλλη, εάν το κεφάλαιο κίνησης βρίσκεται σε ένα υψηλό επίπεδο το οποίο όμως περιλαμβάνει υψηλό κόστος φύλαξης των περιουσιακών στοιχείων μπορεί να επηρεάσει αρνητικά την κερδοφορία της οικονομικής μονάδας. Με άλλα λόγια το ύψος του κεφαλαίου κίνησης δεν πρέπει να είναι ούτε πολύ υψηλό ούτε και χαμηλό. Ένα καλά ελεγχόμενο ελάχιστο επίπεδο του

κεφαλαίου κίνησης με υπολογισμένους του κινδύνους, επηρεάζει θετικά την κερδοφορία.

- **Μεγιστοποίηση των κερδών**

Η κερδοφορία μπορεί να υπολογιστεί από την απόδοση που λαμβάνει η επιχείρηση από τα περιουσιακά της στοιχεία. Η επιτυχία μιας επιχείρησης συνήθως εξαρτάται από την απόδοση που κερδίζει, έχοντας πάντα υπόψη την ρευστότητα. Στην πραγματικότητα είναι δύσκολο να βρεθεί η χρυσή τομή μεταξύ της ρευστότητας και της κερδοφορίας. Αυτό συμβαίνει διότι μια συντηρητική πολιτική (conservative policy) του κεφαλαίου κίνησης μπορεί να ενισχύσει την ρευστότητα αλλά να θέσει σε κίνδυνο την κερδοφορία. Αντίθετα, μια επιθετική πολιτική (aggressive policy) συμβάλει στη δημιουργία κερδών χωρίς όμως να υπόσχεται κάτι για την ρευστότητα. Πριν αποφασίσει η διοίκηση το επιθυμητό επίπεδο επένδυσης στο κεφάλαιο κίνησης πρέπει να εκτιμήσει την τομή ανάμεσα στην αναμενόμενη κερδοφορία και τον κίνδυνο αποπληρωμής των υποχρεώσεων της. Η επένδυση σε μετρητά, η ελαχιστοποίηση του ύψους των αποθεμάτων και η ταχύτερη είσπραξη των απαιτήσεων συμβάλλουν στην μεγιστοποίηση των κερδών.

3.2 Κύκλος Μετατροπής Μετρητών

Στην βιβλιογραφία ο πιο ευρέως χρησιμοποιούμενος τρόπος μέτρησης της διαχείρισης του κεφαλαίου κίνησης είναι ο κύκλος μετατροπής μετρητών (Cash Conversion Cycle). (βλ. για παράδειγμα, Deloof 2003, Lazaridis-Trifonidis 2006, Mathur 2010) και τον οποίο εισήγαγαν οι Richards and Laughlin (1980). Ο κύκλος μετατροπής μετρητών μετριέται σε μέρες και αντιπροσωπεύει το διάστημα ανάμεσα στις δαπάνες της επιχείρησης για τη προμήθεια των πρώτων υλών, και τη συλλογή των μετρητών από τις πωλήσεις των ετοιμών προϊόντων. Αποτελείται από τρία συστατικά στοιχεία, τον αριθμό των ημερών πώλησης των αποθεμάτων, τον αριθμό των ημερών είσπραξης των απαιτήσεων και τον αριθμό των ημερών πληρωμής των προμηθευτών. Η σημαντικότητα του κύκλου μετατροπής μετρητών υποστηρίχθηκε πολύ καλά από τους Shin and Shoenen (1998). Σύγκριναν δυο επιχειρήσεις με ίδια δομή κεφαλαίου. Την Kmart και την Wal-Mart. Τα αποτελέσματα έδειξαν ότι η διάρκεια του κύκλου μετατροπής μετρητών της πρώτης ήταν 61 ημέρες ενώ της δεύτερης ήταν 40 ημέρες.

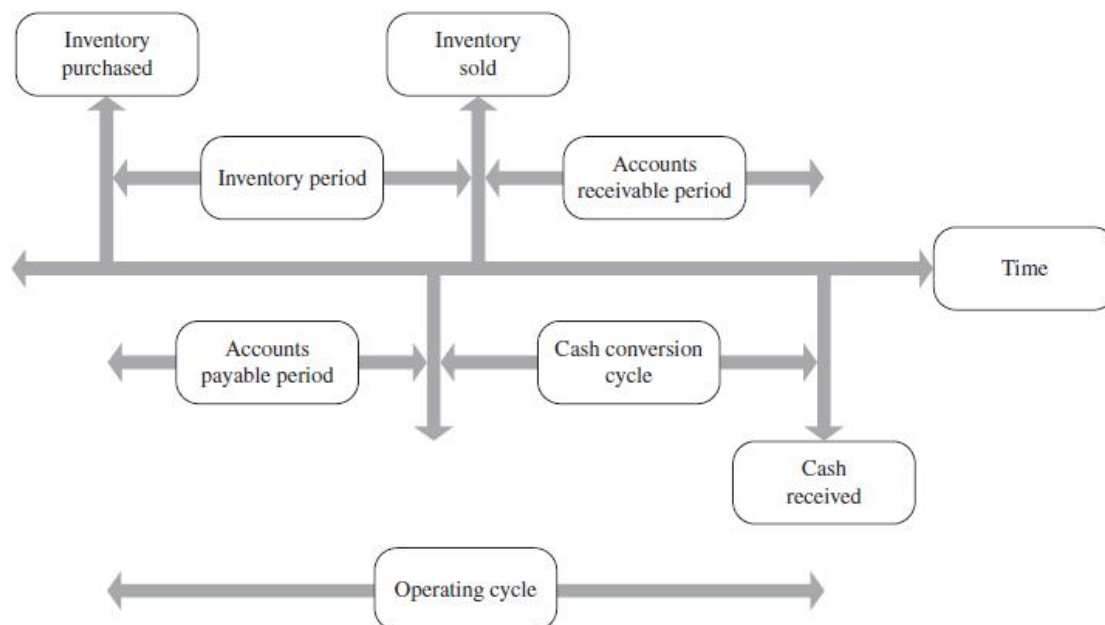
Η διαφορά των 19 ημερών στον κύκλο μετατροπής μετρητών έκανε την Kmart να καταβάλει επιπλέον 198,3 εκ δολάρια για να χρηματοδοτήσει το κεφάλαιο κίνησης και να αντιμετωπίσει περισσότερους οικονομικούς περιορισμούς. Συνεπώς, ένας μικρότερος σε διάρκεια κύκλος μετατροπής μετρητών, αυξάνει την κερδοφορία.

Η *περίοδος παραμονής των αποθεμάτων στην αποθήκη* (Inventory Conversion Period) αναφέρεται στο χρονικό διάστημα που ξεκινάει τη στιγμή που εισέρχονται τα προϊόντα στην αποθήκη της επιχείρησης και τελειώνει τη στιγμή που εξέρχονται από αυτήν. Με άλλα λόγια, αναφέρεται στο διάστημα που μεσολαβεί από την αγορά ή την παραγωγή, και την πώληση των προϊόντων. Από την μια πλευρά, όσο μικρότερο είναι αυτό το χρονικό διάστημα, τόσο το καλύτερο. Από την άλλη όμως, μια μικρή διάρκεια παραμονής των αποθεμάτων στην επιχείρηση αυξάνει τον κίνδυνο μη διαθεσιμότητας ενός προϊόντος (Weetman, 2006)

Η *περίοδος είσπραξης των απαιτήσεων* (receivables conversion period) αναφέρεται στο χρονικό διάστημα που παρεμβάλλεται ανάμεσα στην πώληση των προϊόντων με πίστωση και την είσπραξη της οφειλής τους. Μια αύξηση σε αυτόν τον δείκτη αποτελεί ένδειξη ότι η επιχείρηση ξεκινά να έχει προβλήματα ρευστότητας, από την άλλη η προσπάθεια μείωσης της πιστωτικής περιόδου θα μπορούσε να απομακρύνει τους πελάτες και να τους παροτρύνει να αναζητήσουν έναν ανταγωνιστή που να παρέχει περίοδο πίστωσης μεγαλύτερης διάρκειας. (Weetman, 2006)

Η *περίοδος εξόφλησης των πληρωτέων λογαριασμών* (Payables conversion period) αναφέρεται στη χρονική περίοδο που παρεμβάλλεται ανάμεσα στη χρονική στιγμή που η οικονομική οντότητα αγοράζει κάποια αγαθά με πίστωση, και τη χρονική στιγμή που εξοφλεί αυτή την υποχρέωση. Με άλλα λόγια, αναφέρεται στον αριθμό των ημερών που κάνει η επιχείρηση για να εξοφλήσει της αγορές που έχει πραγματοποιήσει με πίστωση. Μια αύξηση στον δείκτη μπορεί να υποδεικνύει ότι οι προμηθευτές/πιστωτές έχουν επιτρέψει στη επιχείρηση να έχει μια μεγαλύτερης διάρκειας πιστωτική περίοδο. Υπάρχει όμως και η περίπτωση, η αύξηση του δείκτη να οφείλεται στο γεγονός ότι η επιχείρηση αδυνατεί να εξοφλήσει τις υποχρεώσεις της λόγω προβλημάτων ρευστότητας. Εάν πραγματοποιηθεί αναβολή στην πληρωμή, τότε είναι πιθανό η επιχείρηση να χάσει την έκπτωση που παρέχει μια άμεση εξόφληση.

Σχήμα 1. Κύκλος μετατροπής μετρητών.



3.3 Συστατικά Στοιχεία του Κεφαλαίου Κίνησης

3.3.1 Αποθέματα

Ο όρος ‘‘αποθέματα’’ αναφέρεται στα έτοιμα προϊόντα που η επιχείρηση προσφέρει προς πώληση αλλά και τα διάφορα συστατικά που απαιτούνται για την παραγωγή αυτών των προϊόντων. Σύμφωνα με την λογιστική ορολογία, τα αποθέματα είναι τα ενσώματα στοιχεία τα οποία δια κρατούνται προς πώληση κατά τη συνήθη λειτουργία της επιχείρησης, βρίσκονται στη διαδικασία της παραγωγής με στόχο να πωληθούν και διατίθεται προς πώληση. Συνεπώς, τα αποθέματα περιλαμβάνουν, πρώτες ύλες, ημικατεργασμένα προϊόντα, έτοιμα προϊόντα, ανταλλακτικά και κρατούνται στις επιχειρήσεις για να ανταπεξέλθουν στη ζήτηση των πελατών αλλά και της παραγωγής.

Τα αποθέματα αποτελούν κύριο συστατικό του κεφαλαίου κίνησης. Σε πολύ μεγάλο βαθμό η επιτυχία ή αποτυχία της επιχείρησης εξαρτάται από την απόδοση της διαχείρισης των αποθεμάτων. Σύμφωνα με τον Kotler and Keller (2007) η διαχείριση των αποθεμάτων αναφέρεται σε όλες εκείνες τις διαδικασίες που απαιτούνται για την ανάπτυξη και τον έλεγχο των πρώτων υλών, των ημικατεργασμένων και των ετοιμών

προϊόντων ώστε να υπάρχουν επαρκή προμήθειες και το κόστος να παραμένει σε χαμηλά επίπεδα. Η σωστή διαχείριση και ο έλεγχος των αποθεμάτων όχι μόνο λύνει το πρόβλημα της ρευστότητας αλλά συμβάλει και στην αύξηση της κερδοφορίας. Τα αποθέματα συνδέουν την παραγωγή με την πώληση. Κάθε επιχείρηση χρειάζεται απόθεμα σε επαρκής ποσότητες για τη σωστή λειτουργία της. Από τη στιγμή που τα αποθέματα είναι αδρανή περιουσιακά στοιχεία και φέρουν κόστος φύλαξης θα ήταν καλό η επένδυση σε αυτά τα στοιχεία να γίνεται στον ελάχιστο λογικό βαθμό. Τα αποθέματα θα πρέπει να είναι διαθέσιμα στις σωστές ποσότητες όλες τις στιγμές και να μην υπάρχουν ούτε λιγότερα, αλλά ούτε και περισσότερα από το ύψος που απαιτείται. Χαμηλότερα από το επιθυμητό επίπεδο αποθέματος, επηρεάζει την ομαλή ροή της επιχείρησης, ενώ αντίθετα ένα υψηλότερο επίπεδο περιλαμβάνει πρόσθετο κόστος το οποίο μειώνει τα κέρδη. Ο βασικός στόχος της διαχείρισης των αποθεμάτων είναι να πετύχει το βέλτιστο επίπεδο αποθέματος και να αποφύγει το πλεόνασμα ή το έλλειμα αυτού ώστε να μην διακόπτεται η παραγωγή, οι πωλήσεις να πραγματοποιούνται με το ελάχιστο κόστος φύλαξης και οι πελάτες να εξυπηρετούνται όσο το δυνατόν καλύτερα.

Ο Βασικός στόχος ενός καλού συστήματος διαχείρισης αποθέματος είναι η παροχή της καλύτερης δυνατής εξυπηρέτησης του πελάτη περιορίζοντας το κόστος φύλαξης σε χαμηλά επίπεδα. Η παραγγελία των σωστών προϊόντων, στις βέλτιστες ποσότητες την κατάλληλη στιγμή συντελεί σε μια σωστή εξυπηρέτηση. Όταν η διοίκηση παίρνει γρήγορες και σωστές αποφάσεις βελτιώνεται η αποδοτικότητα και η κερδοφορία της επιχειρήσεις διότι προβλέπει με καλύτερη ακρίβεια την μελλοντική ζήτηση και βρίσκει πιο οικονομικούς τρόπους φύλαξης των αποθεμάτων.

3.3.2 Εισπρακτέοι λογαριασμοί

Ο Hampton (2003) προσδιόρισε τις απαιτήσεις ως λογαριασμό του ενεργητικού που αντιπροσωπεύει ποσά που οφείλονται στην επιχείρηση από πωλήσεις προϊόντων και υπηρεσιών από τις συνήθεις δραστηριότητες της. Η διοίκηση πρέπει συχνά να εξετάζει το θέμα της χορήγησης προϊόντων με πίστωση, το μέγιστο ποσό που μπορεί να χορηγηθεί πίστωση, τη διάρκεια της, τις πολιτικές συλλογής των οφειλόμενων ποσών και τα μέτρα μείωσης του κινδύνου όταν δεν εκπληρωθούν όλα τα παραπάνω συμπεριλαμβανομένου της παροχής έκπτωσης.

Η κάθε επιχείρηση δεσμεύεται για να αποκτήσει οικονομικούς πόρους. Ο κάθε πόρος αναμένεται να συνεισφέρει στο κύριο στόχο της επιχείρησης ο οποίος είναι η μεγιστοποίηση της αξίας της. Οι απαιτήσεις αποτελούν ένα παράδειγμα δέσμευσης. Η επιχείρηση δεσμεύει τα κεφάλαια της για να πετύχει τους παρακάτω στόχους.

- Ανάπτυξη των πωλήσεων: Εάν μια επιχείρηση επιτρέπει την αγορά με πίστωση τότε μπορεί να καταφέρει να πουλήσει περισσότερα προϊόντα από αυτά που θα πουλούσε εάν έπρεπε ο πελάτης να καταβάλει όλο το ποσό κατά την αγορά.
- Αύξηση των κερδών. Εάν το άμεσο αποτέλεσμα της διατήρησης απαιτήσεων είναι η αύξηση των πωλήσεων τότε το έμμεσο αποτέλεσμα είναι η αύξηση των κερδών λόγω των επιπλέον πωλήσεων. Εάν όμως η επιχείρηση δεν παρατηρήσει αύξηση των κερδών μέσω της χορήγησης πίστωσης τότε θα πρέπει να αλλάξει την πολιτική της και να μην δέχεται αγορές με πίστωση.

3.3.3 Πληρωτέοι λογαριασμοί

Η εμπορική πίστωση (trade credit) προκύπτει από το γεγονός ότι πολλές επιχειρήσεις αγοράζουν τα αγαθά ή τις υπηρεσίες που χρειάζονται με πίστωση. Από τη άλλη, οι προμηθευτές δανείζουν στην επιχείρηση χρήματα, χωρίς επιτόκιο, για ένα μικρό χρονικό διάστημα. Οι εμπορικές υποχρεώσεις (trade payables) είναι η άλλη όψη του νομίσματος από τις εμπορικές απαιτήσεις. Η υποχρέωση μιας επιχείρησης είναι η απαίτηση μίας άλλης επιχείρησης. Η εμπορική πίστωση που δίνουν οι προμηθευτές μιας οικονομικής οντότητας, είναι μια σημαντική πηγή χρηματοδότησης για τις περισσότερες επιχειρήσεις.

3.4 Η σχέση του Κεφαλαίου Κίνησης με την κερδοφορία

Προηγούμενες μελέτες έχουν χρησιμοποιήσει αυτό το μέτρο για να αναλύσουν την επιρροή, αρνητική ή θετική, που έχει η σύμπτυξή του στην κερδοφορία της επιχείρησης.

Μια επιχείρηση μπορεί να συμπτύξει τη διάρκεια του εμπορικού κύκλου με το να βελτιώσει κάθε ένα από τα συστατικά του στοιχεία ξεχωριστά. Αυτό μπορεί να συμβεί πρώτων, με την ελάττωση του αριθμού των ημερών παραμονής των αποθεμάτων στην

αποθήκη, μέσω της προώθησης και της πιο ταχείας πώλησης των προϊόντων στους πελάτες. Δεύτερον, με την μείωση της περιόδου συλλογής των απαιτήσεων, μέσω της ταχύτερης συλλογής τους και τρίτον, με την επέκταση της περιόδου εξόφλησης των προμηθευτών, μέσω της αναβολής των πληρωμών προς τους προμηθευτές, (Haitham Nobanee, Maryam AiHajjar 2014). Πιο συγκεκριμένα οι πληρωτέοι λογαριασμοί αποτελούν μια ανέξοδη και ευέλικτη πηγή χρηματοδότησης για μια επιχείρηση. Μια αναβολή στη πληρωμή των προμηθευτών αυξάνει την διάρκεια του κύκλου πληρωμής των προμηθευτών, η οποία αποτελεσματικά μειώνει τη διάρκεια του κύκλου μετατροπής μετρητών και κατά συνέπεια καθιστά το κεφάλαιο κίνησης πιο αποδοτικό. Προηγούμενες μελέτες έχουν δείξει ότι η αυξανόμενη αποτελεσματικότητα στο κεφάλαιο κίνησης μεταφράζεται σε αυξανόμενη κερδοφορία. Από την άλλη, ένα υψηλό απόθεμα και ένας μεγαλύτερος κύκλος απαιτήσεων αυξάνουν την διάρκεια του εμπορικού κύκλου το οποίο υποδηλώνει μειωμένη αποτελεσματικότητα και κερδοφορία. Κατά συνέπεια η αποτελεσματικότητα του κεφαλαίου κίνησης στηρίζεται στην αρχή της ταχύτερης είσπραξης και της όσο το δυνατόν αργότερης πληρωμής.

Από την άλλη πλευρά, η σύμπτυξη της διάρκειας του εμπορικού κύκλου μπορεί να βλάψει την κερδοφορία της επιχείρησης, διότι η μείωση της περιόδου των αποθεμάτων μπορεί να αυξήσει το κόστος της. Πιο συγκεκριμένα, κρατώντας η επιχείρηση ένα υψηλό επίπεδο αποθέματος, μειώνει το κόστος μιας πιθανής διακοπής στη διαδικασία της παραγωγής ή την μείωση των πωλήσεων λόγω έλλειψης προϊόντων, μειώνει το κόστος προμήθειας και προστατεύεται από τον πληθωρισμό των τιμών. (Blinder and Mancini, 1991). Παράλληλα η μείωση της περιόδου πίστωσης των απαιτήσεων μπορεί να επιφέρει σημαντικές επιπτώσεις στην εταιρία όπως για παράδειγμα να χάσει τους πελάτες που στηρίζονται σε αυτή την πίστωση. Το παραπάνω ενδέχεται να συμβεί διότι η εμπορική πίστωση ευνοεί τις πωλήσεις της επιχείρησης με ποικίλους τρόπους. Η εμπορική πίστωση μπορεί να λειτουργήσει ως μια αποτελεσματική περικοπή των τιμών (Brennan, Maksimovic and Zechner 1988, Petersen and Rajan, 1997), παροτρύνει τους πελάτες να αποκτήσουν εμπόρευμα σε περιόδους χαμηλής ζήτησης (Emery, 1987), επιτρέπει στους πελάτες να επιβεβαιώσουν ότι το εμπόρευμα που έλαβαν συμφωνεί ποιοτικά και ποσοτικά με αυτό που παρήγγειλαν και να βεβαιωθούν ότι οι υπηρεσίες του συμβολαίου έχουν πραγματοποιηθεί (Smith 1980) και τέλος συμβάλλει στη δημιουργία μιας μακροχρόνιας δυνατής σχέσης ανάμεσα στην επιχείρηση και στους πελάτες της (Ng Smith and Smith, 1999). Τέλος, μεγαλώνοντας τη διάρκεια του κύκλου

πληρωμών μπορεί να συντελέσει στην καταστροφή της πιστωτικής φήμης της επιχείρησης.

Ο Deloof (2003) αναφέρει κάτι παρόμοιο λέγοντας ότι, ένα χαμηλό επίπεδο αποθεμάτων, οι πολύ αυστηρές πολιτικές πίστωσης και η χρησιμοποίηση της ληφθείσας πίστωσης ως ένα μέσο χρηματοδότησης, μπορεί να αυξήσει τον κίνδυνο μη διαθεσιμότητας των εμπορευμάτων, να μειώσει τις πωλήσεις και τέλος να αυξήσει το κόστος της επιχείρησης εφόσον δεν αξιοποιείται η παρεχόμενη έκπτωση μιας γρήγορης αποπληρωμής. Κατά συνέπεια, οι διευθυντές πρέπει πάντοτε να λαμβάνουν υπόψη τους το κενό ανάμεσα στη ρευστότητα και την κερδοφορία όταν διαχειρίζονται το κεφάλαιο κίνησης.

3.5 Επιχειρηματικοί Κύκλοι

Ένας επιπλέον παράγοντας που επηρεάζει τη σχέση ανάμεσα στην διαχείριση του κεφαλαίου κίνησης και την κερδοφορία της επιχείρησης, είναι η οικονομία. Οι διακυμάνσεις στην οικονομική δραστηριότητα που βιώνει μια οικονομία για μια χρονική περίοδο αποτελούν του λεγόμενους επιχειρηματικούς κύκλους (business cycles). Ένας επιχειρηματικός κύκλος μπορεί να αναφέρεται σε μια περίοδο έξαρσης (expansion) ή ύφεσης (recession) της οικονομίας. Κατά τη διάρκεια έξαρσης, η οικονομία αναπτύσσεται και αυτό αποδεικνύεται με την αύξηση διάφορων μακροοικονομικών μεταβλητών όπως για παράδειγμα, το Ακαθάριστο Εγχώριο Προϊόν (ΑΕΠ). Αντίθετα, σε περιόδους ύφεσης, επιβραδύνεται ο ρυθμός αύξησης της οικονομικής δραστηριότητας οπότε παρατηρείται μείωση των μακροοικονομικών μεταβλητών.

Είναι λογικό να υποθέσουμε ότι οι οικονομικές εξωγενής διακυμάνσεις παίζουν σημαντικό ρόλο στη ζήτηση των προϊόντων αλλά και σε άλλες οικονομικές αποφάσεις. Επίσης, έχοντας ως δεδομένο ότι τα παρακρατημένα κέρδη αποτελούν ένα σημαντικό στοιχείο του κεφαλαίου κίνησης, μπορεί να θεωρηθεί ότι οι επιχειρηματικοί κύκλοι επηρεάζουν όλες τις πηγές χρηματοδότησης των επιχειρήσεων μέσω της επιρροής τους στην οικονομική ανάπτυξη και στις πωλήσεις. Για παράδειγμα, όταν οι πωλήσεις μιας επιχείρησης μειωθούν, ακολουθεί μείωση των κερδών. Συνεπώς επηρεάζεται μια σημαντική πηγή του κεφαλαίου κίνησης. Όπως αναφέρθηκε, οι επιχειρήσεις μπορούν να καταφέρουν ένα άριστο επίπεδο κεφαλαίου κίνησης που να μεγιστοποιεί την αξία τους. Ωστόσο, τα βέλτιστα επίπεδα μπορούν να αλλάξουν για να αντανακλούν τις εκάστοτε επιχειρηματικές καταστάσεις. Η αβεβαιότητα στο ευρύτερο επιχειρησιακό περιβάλλον επηρεάζει άμεσα το σύστημα που καθορίζει τα επίπεδα αυτά. Για παράδειγμα, οι διακυμάνσεις στη βραχυπρόθεσμη ζήτηση διακόπτουν τις αναμενόμενες εισπράξεις, και η συλλογή των απαιτήσεων αντιμετωπίζει υψηλή αβεβαιότητα. Οι Brown and Larrain (2005), μελετώντας τους ετήσιους ρυθμούς αύξησης της παραγωγής πολλαπλών βιομηχανικών μονάδων για σαράντα έτη, κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι οι επιχειρήσεις που εξαρτώνται σε μεγάλο βαθμό από την εξωτερική χρηματοδότηση, επηρεάζονται περισσότερο από τις υφέσεις της οικονομίας και πρέπει να λαμβάνουν περισσότερες προφυλάξεις για να αντιμετωπίσουν τις μειώσεις στο οικονομικό περιβάλλον, συμπεριλαμβανομένης της

διασφάλισης ενός ασφαλούς επιπέδου αποθεματικών κεφαλαίου κίνησης κατά τη διάρκεια κρίσης της οικονομίας. Επιπλέον οι Chίου et al. (2006) αναγνωρίζουν τη σημαντικότητα της κατάστασης της οικονομίας στα κεφάλαια κίνησης και στην έρευνα τους βρήκαν ότι υπάρχει θετική σχέση ανάμεσα στον δείκτη που αντιπροσωπεύει το οικονομικό περιβάλλον και στις απαιτήσεις του κεφαλαίου κίνησης. Τέλος, σύμφωνα με την Malgotrzata Okreglicka (2014) δεν υπάρχει αμφιβολία ότι το μακροοικονομικό περιβάλλον επηρεάζει την οικονομική κατάσταση μιας επιχείρησης. Η κατεύθυνση και η ισχύς αυτής της επιρροής πρέπει να αναλύεται και να εκτιμάται σε συνεχή βάση έτσι ώστε οι διοικούντες να αντιλαμβάνονται τους κινδύνους που προκαλεί η επιρροή του εξωτερικού περιβάλλοντος και να αναπτύσσουν νέες μεθόδους και μορφές διαχείρισης.

4. ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΚΗ ΕΠΙΣΚΟΠΙΣΗ

Οι Shin και Shoenen (1998) αναλύουν τη σχέση ανάμεσα στον εμπορικό κύκλο και την κερδοφορία για ένα δείγμα Αμερικανικών εταιριών την περίοδο 1974-1994. Τα αποτελέσματα τους έδειξαν ότι μικραίνοντας το διάστημα του εμπορικού κύκλου σε ένα λογικό επίπεδο, αυξάνεται η κερδοφορία της επιχείρησης. Συνεπώς, βρίσκουν μια δυνατή αρνητική σχέση.

Ο Deloof (2003) ανέλυσε τη σχέση ανάμεσα στη διοίκηση του κεφαλαίου κίνησης και στην κερδοφορία έχοντας για δείγμα 1.009 μεγάλες, μη χρηματοοικονομικές Βέλγικες εταιρίες για το διάστημα 1992-1996. Χρησιμοποίησε τον εμπορικό κύκλο για την μέτρηση της διαχείρισης του κεφαλαίου κίνησης, και τα ακαθάριστα λειτουργικά έσοδα (gross operating income) για την μέτρηση της κερδοφορίας. Καταλήγει στο συμπέρασμα ότι υπάρχει στατιστικά σημαντική αρνητική σχέση ανάμεσα στην κερδοφορία και στον αριθμό των ημερών είσπραξης των απαιτήσεων, στον αριθμό ημερών παραμονής των αποθεμάτων στην αποθήκη και στον αριθμό των ημερών πληρωμής των προμηθευτών. Τα αποτελέσματα του υποδεικνύουν ότι η διοίκηση μπορεί να δημιουργήσει αξία για τους μετόχους της με την μείωση του αριθμού των ημερών είσπραξης των απαιτήσεων και την ταυτόχρονη μείωση του αριθμού των ημερών παραμονής των αποθεμάτων. Ο ίδιος προσέθεσε, ότι η αρνητική σχέση ανάμεσα στην κερδοφορία και στον αριθμό ημερών πληρωμής των προμηθευτών υποδηλώνει ότι οι λιγότερο κερδοφόρες επιχειρήσεις περιμένουν περισσότερο για να πληρώσουν τους λογαριασμούς τους.

Οι Lazaridis and Tryfonidis (2006) ανέλυσαν ένα δείγμα 131 επιχειρήσεων εισηγμένων στο χρηματιστήριο για την περίοδο 2001-2004. Βρήκαν ότι υπάρχει στατιστικά σημαντική αρνητική σχέση ανάμεσα στην κερδοφορία, για την μέτρηση της οποίας χρησιμοποιήθηκε το μικτό λειτουργικό κέρδος (gross operating profit), και στη διοίκηση του κεφαλαίου κίνησης. Επιπλέον υποστηρίζουν, ότι οι επιχειρήσεις μπορούν να αυξήσουν τα κέρδη τους με τη σωστή διαχείριση του εμπορικού κύκλου και τη διατήρηση των συστατικών του στοιχείων σε ένα ελάχιστο λογικό επίπεδο.

Ο Kesseven Padachi (2006) στην ερευνά του χρησιμοποίησε την απόδοση του ενεργητικού (return on assets) για τη μέτρηση της κερδοφορίας των επιχειρήσεων και ανέλυσε τη σχέση της με τη διαχείριση του κεφαλαίου κίνησης. Χρησιμοποίησε ένα δείγμα αποτελούμενο από 58 μικρές κατασκευαστικές επιχειρήσεις για την περίοδο

1998-2003. Τα αποτελέσματα της παλινδρόμησης υποδεικνύουν ότι υψηλή επένδυση σε αποθέματα και απαιτήσεις συνδέεται με χαμηλότερη κερδοφορία. Οι κύριες μεταβλητές της ανάλυσης του είναι οι ημέρες παραμονής των αποθεμάτων, οι ημέρες είσπραξης των απαιτήσεων και οι ημέρες πληρωμής των προμηθευτών. Επιπλέον, η έρευνα του αποκαλύπτει μια στατιστικά σημαντική σχέση ανάμεσα στη διαχείριση του κεφαλαίου κίνησης και στη κερδοφορία.

Οι Pedro Garcia – Pedro Martinez (2007), χρησιμοποίησαν για δείγμα μικρομεσαίες ισπανικές επιχειρήσεις στην περίοδο 1996-2002. Όπως οι προηγούμενοι συγγραφείς που αναφέρθηκαν παραπάνω, βρήκαν ότι υπάρχει στατιστικά σημαντική αρνητική σχέση ανάμεσα στην κερδοφορία των μικρομεσαίων επιχειρήσεων και στον αριθμό των ημερών είσπραξης των απαιτήσεων και των αποθεμάτων. Παρόλα αυτά, δεν μπόρεσαν να επιβεβαιώσουν ότι ο αριθμός των ημερών πληρωμής των προμηθευτών επηρεάζει την απόδοση του ενεργητικού (ROA) αυτών των επιχειρήσεων. Τέλος, ανέφεραν ότι θα πρέπει να απασχολεί τις μικρομεσαίες επιχειρήσεις το θέμα της σωστής διαχείρισης του κεφαλαίου κίνησης, διότι μπορούν να δημιουργήσουν αξία με τη σύμπτυξη της διάρκειας του εμπορικού κύκλου στον ελάχιστο λογικό βαθμό.

Οι Sen and Oruc (2009) ανέλυσαν την αποδοτικότητα της διαχείρισης του κεφαλαίου κίνησης καθώς και την σχέση της με την κερδοφορία. Χρησιμοποίησαν για την έρευνα τους 49 βιομηχανίες από πέντε διαφορετικούς κλάδους για την περίοδο 1993-2007. Τα αποτελέσματα τους έδειξαν ότι μια επιθετική διαχείριση του κεφαλαίου κίνησης η οποία χαρακτηρίζεται από μικρότερης διάρκειας κύκλο μετατροπής μετρητών και χαμηλότερη ρευστότητα, προκαλεί αύξηση στην κερδοφορία. Όσον αφορά την ανάλυση των κλάδων βρήκαν σημαντική ομοιότητα ανάμεσα τους όσον αφορά τη σχέση της διαχείρισης του κεφαλαίου κίνησης και της κερδοφορίας με εξαίρεση του κλάδο της χημείας.

Ο Uyar (2009) έχοντας ως δείγμα 166 εταιρίας από επτά διαφορετικούς κλάδους που ήταν εισηγμένες στο χρηματιστήριο της Κωνσταντινούπολης για το έτος 2007 ανέλυσε τη σχέση της διαχείρισης του κεφαλαίου κίνησης με την κερδοφορία. Τα ευρήματα του δείχνουν ότι η διάρκεια του κύκλου μετατροπής μετρητών σχετίζεται αρνητικά με την κερδοφορία όταν αυτή μετράται με τον δείκτη απόδοσης του ενεργητικού ενώ δεν υπάρχει σημαντική συσχέτιση μεταξύ τους όταν η κερδοφορία μετριέται με την απόδοση των ιδίων κεφαλαίων. Τα αποτελέσματα έδειξαν επιπλέον ότι η διάρκεια

μετατροπής μετρητών επηρεάζεται αρνητικά από το μέγεθος των επιχειρήσεων, δηλαδή είναι μεγαλύτερη στις μικρότερες επιχειρήσεις.

Οι Charitou et al. (2010) μελέτησαν την ίδια σχέση χρησιμοποιώντας ως δείγμα 43 βιομηχανικές επιχειρήσεις της Κύπρου για τα έτη 1998-2007. Η έρευνα τους επιβεβαίωσε ότι ένας μικρότερος σε διάρκεια κύκλος μετατροπής μετρητών ενισχύει τις επιδόσεις των επιχειρήσεων και πως η αποτελεσματική διαχείριση των αποθεμάτων παράλληλα με τη σωστή αντιμετώπιση των οφειλετών καθώς και η έγκαιρη εξόφληση των προμηθευτών, συμβάλλουν στην αύξηση της κερδοφορίας.

Οι Nobanee and Abdullatif and Al Hajjar (2011) ανέλυσαν τη σχέση ανάμεσα στη διαχείριση του κεφαλαίου κίνησης και της κερδοφορίας μέσω ενός δείγματος που αποτελούνταν από 2.123 Ιαπωνικές επιχειρήσεις που ήταν εισηγμένες στο χρηματιστήριο του Τόκυου κατά την χρονική περίοδο 1990-2004. Σύμφωνα με τα αποτελέσματα τους οι διευθυντές μπορούν να βελτιώσουν την αποδοτικότητα της επιχείρησης τους μέσω της σωστότερης διαχείρισης του κεφαλαίου κίνησης. Επιπλέον ανέφεραν ότι οι διευθυντές θα πρέπει να είναι πιο προσεχτικοί όσον αφορά την περίοδο εξόφλησης των πληρωτέων λογαριασμών τους, διότι μπορεί να βλάψει την πιστωτική φήμη της επιχείρησης και μακροπρόθεσμα να μειώσει την κερδοφορία της.

Οι Mansoori and Muhammad (2012) συνέλεξαν στοιχεία για 92 εταιρίες της Σιγκαπούρης για το χρονικό διάστημα 2004-2011 και κατέληξαν στο ότι ο κύκλος μετατροπής μετρητών συνδέεται αρνητικά με την απόδοση του ενεργητικού η οποία μετράει την κερδοφορία. Σύμφωνα με τους προαναφερθέντες, τα αποτελέσματα αυτά δείχνουν ότι οι διευθυντές μπορούν να βελτιώσουν την απόδοση τους μέσω της αποδοτικότερης διαχείρισης του κεφαλαίου κίνησης. Όλα τα συστατικά στοιχεία του κύκλου μετατροπής μετρητών (την περίοδο είσπραξης των απαιτήσεων, την περίοδο παραμονής των αποθεμάτων στην αποθήκη και την περίοδο εξόφλησης των πληρωτέων λογαριασμών) έχουν αρνητική σχέση με την κερδοφορία. Τα αποτελέσματα αυτά επιδεικνύουν ότι η κερδοφορία της επιχείρησης αυξάνεται με την αύξηση της περιόδου είσπραξης των απαιτήσεων και του inventory conversion period. Η αρνητική σχέση ανάμεσα στην περίοδο εξόφλησης των πληρωτέων λογαριασμών και της κερδοφορίας μπορεί να προέρχεται από το γεγονός ότι η αύξηση της διάρκειας της περιόδου εξόφλησης θα καταστρέψει τη φήμη της επιχείρησης και κατά συνέπεια θα μειώσει την κερδοφορία της. Τέλος, τα αποτελέσματα δείχνουν ότι η σχέση

ανάμεσα στη διαχείριση του κεφαλαίου κίνησης και της κερδοφορίας μπορεί να επηρεαστεί και από τις βιομηχανικές διαφορές.

Σε μία έρευνα που πραγματοποιήθηκε για 1.008 Ισπανικές επιχειρήσεις, για την περίοδο 2002-2007, οι Banos-Caballero et al. (2012) βρήκαν ότι υπάρχει μια κοίλη σχέση ανάμεσα στην κερδοφορία και στο κεφάλαιο κίνησης. Αυτό σημαίνει ότι μια αποδοτικότερη διαχείριση του κεφαλαίου κίνησης μπορεί να αυξήσει την κερδοφορία μέχρι ένα ορισμένο σημείο. Με άλλα λόγια, υπάρχει ένα βέλτιστο επίπεδο του κεφαλαίου κίνησης το οποίο μεγιστοποιεί την κερδοφορία.

Ο Ashok Panigrahi (2013) εξετάζοντας τις πέντε μεγαλύτερες ινδικές εταιρίες τσιμέντου για το διάστημα 2001-2010 εξέτασε τη σχέση ανάμεσα στην περίοδο μετατροπής αποθεμάτων (inventory conversion period) και την κερδοφορία χρησιμοποιώντας ως μονάδα μέτρησης το μικτό λειτουργικό κέρδος (gross operating profit). Τα αποτελέσματα του υποδεικνύουν ότι υπάρχει στατιστικά σημαντική γραμμική σχέση ανάμεσα στην περίοδο μετατροπής των αποθεμάτων και στην κερδοφορία. Επιπροσθέτως, τα ευρήματα του δείχνουν ότι η περίοδος μετατροπής των αποθεμάτων έχει μια αντίστροφη σχέση με την κερδοφορία της επιχείρησης που σημαίνει ότι όταν ο αριθμός πώλησης των αποθεμάτων αυξάνεται, η κερδοφορία μειώνεται και το αντίστροφο.

Ο John Mawutor (2014) ερεύνησε τη στατιστική σχέση ανάμεσα στην κερδοφορία, μετρημένη με την απόδοση του ενεργητικού (ROA) και των στοιχείων του κεφαλαίου κίνησης όπως τον κύκλο μετατροπής μετρητών, την μέση περίοδο συλλογής των απαιτήσεων, τη μέση περίοδο πληρωμής των προμηθευτών και των ημερών πώλησης των αποθεμάτων. Το δείγμα του αποτελούταν από τέσσερις εταιρίες εισηγμένες στο χρηματιστήριο της Ghana για την περίοδο 2006-2010. Τα αποτελέσματα του συμπίπτουν με αυτά προηγούμενων ερευνών που δείχνουν μια στατιστικά σημαντική αρνητική σχέση ανάμεσα στον κύκλο μετατροπής μετρητών, στην μέση περίοδο είσπραξης των απαιτήσεων και στη μέση περίοδο πληρωμής των προμηθευτών υποδηλώνοντας ότι μια μείωση στην περίοδο είσπραξης μετρητών και μια αύξηση στην περίοδο πληρωμής των προμηθευτών, με άλλα λόγια μια μείωση του κύκλου μετατροπής μετρητών, θα επιφέρει αύξηση των κερδών. Οι ημέρες των αποθεμάτων έδειξαν να έχουν θετική σχέση με την κερδοφορία.

Ομοίως, οι Enow and Brijlal (2014) μελέτησαν την επίδραση που έχει η διαχείριση του κεφαλαίου κίνησης στην κερδοφορία. Ως δείγμα χρησιμοποίησαν μικρομεσαίες επιχειρήσεις της Αφρικής για το χρονικό διάστημα 2008-2012. Τα αποτελέσματα τους υποδηλώνουν αρνητική σχέση ανάμεσα στον κύκλο μετατροπής μετρητών και την απόδοση του ενεργητικού το οποίο συμπίπτει με τα αποτελέσματα προηγούμενων ερευνών. Επίσης, βρήκαν ότι υπάρχει θετική σχέση ανάμεσα στις ημέρες παραμονής των αποθεμάτων στην αποθήκη, στις ημέρες είσπραξης των απαιτήσεων, στο μέγεθος της επιχείρησης και στο δείκτη ρευστότητας με την κερδοφορία, ενώ παράλληλα βρήκαν στατιστικά σημαντική αρνητική σχέση ανάμεσα στις ημέρες εξόφλησης των προμηθευτών και την κερδοφορία. Ενώ οι σχέσεις ανάμεσα στο μέγεθος, και στο δείκτη ρευστότητας με την κερδοφορία είναι συνεπείς με τη βιβλιογραφία, η σχέση ανάμεσα στα τρία συστατικά στοιχεία του κύκλου μετατροπής μετρητών με την κερδοφορία έρχονται αντιμέτωπες με αποτελέσματα άλλων ερευνών.

Οι Muhammad Safdar Sial and Aqsa Chaudhry (2009), ανέλυσαν μέσω της έρευνας τους τη σχέση ανάμεσα στην απόδοση του ενεργητικού και των πολλαπλών μεταβλητών της διαχείρισης του κεφαλαίου κίνησης όπως, το μέγεθος της επιχείρησης, (current ratio) τον δείκτη του χρέους (debt ratio), τη μέση περίοδο συλλογής των απαιτήσεων, τις ημέρες παραμονής των αποθεμάτων στην αποθήκη, τη μέση περίοδο πληρωμής των προμηθευτών και τον κύκλο μετατροπής μετρητών. Το δείγμα τους αποτελούνταν από επιχειρήσεις πέντε διαφορετικών κλάδων στο Πακιστάν. Οι κλάδοι που αναλύθηκαν ήταν του τσιμέντου, της χημείας, της ζάχαρης, των καυσίμων, της ενέργειας και του καπνού. Συνολικά οι επιχειρήσεις ήταν 100 και η έρευνα αφορούσε την περίοδο 1999-2008. Τα αποτελέσματα δήλωσαν ότι υπάρχει θετική σχέση ανάμεσα στην απόδοση του ενεργητικού και στο μέγεθος της επιχείρησης, ενώ αντίθετα αρνητική σχέση ανάμεσα στη κερδοφορία και στη μέση περίοδο συλλογής των απαιτήσεων, στις ημέρες παραμονής των αποθεμάτων στην αποθήκη, στη μέση περίοδο πληρωμής των προμηθευτών, στο δείκτη του χρέους και στο δείκτη έμμεσης ρευστότητας. Στην έρευνα τους όλες οι ανεξάρτητες μεταβλητές είχαν σημαντικό ρόλο στην πρόβλεψη της απόδοσης του ενεργητικού. Η θετική σχέση της εξαρτημένης μεταβλητής με το μέγεθος της επιχείρησης υποδηλώνει, ότι οι μεγαλύτερες σε μέγεθος επιχειρήσεις έχουν περισσότερη κερδοφορία συγκριτικά με τις μικρότερες. Ο δείκτης χρέους που έχει αρνητική σχέση με την απόδοση του ενεργητικού σημαίνει ότι όταν αυξάνεται η μόχλευση στις επιχειρήσεις, η κερδοφορία της θα επηρεαστεί αρνητικά.

Παράλληλα ανέφεραν ότι η αρνητική σχέση ανάμεσα στην απόδοση του ενεργητικού και στο δείκτης έμμεσης ρευστότητας, επιβεβαιώνει την υπόθεση που είχαν κάνει ότι η ρευστότητα και η κερδοφορία έχουν αντίθετη σχέση. Τέλος, βρήκαν αρνητική σχέση ανάμεσα στην κερδοφορία και στον κύκλο μετατροπής μετρητών και την ανέλυσαν λέγονταν ότι μια αύξηση ή μείωση στον κύκλο μετατροπής μετρητών θα επηρεάσει σημαντικά την απόδοση του ενεργητικού.

Οι Enqvist, Graham, Nikkinen (2013) μελέτησαν την επιρροή που έχουν οι επιχειρηματικοί κύκλοι πάνω στη σχέση του κεφαλαίου κίνησης με την κερδοφορία, χρησιμοποιώντας ένα δείγμα Φιλανδικών εταιριών για τα έτη 1990 με 2008. Για την μέτρηση του κεφαλαίου κίνησης χρησιμοποίησαν τον κύκλο μετατροπής μετρητών ενώ για τη μέτρηση της κερδοφορίας χρησιμοποίησαν δυο δείκτες, την απόδοση του ενεργητικού και το μικτό λειτουργικό εισόδημα. Όσον αφορά τη σχέση του κεφαλαίου κίνησης με την κερδοφορία, βρίσκουν ότι υπάρχει αρνητική σχέση ανάμεσα στον κύκλο μετατροπής μετρητών και την κερδοφορία. Τα αποτελέσματα τους τεκμηριώνουν επίσης, ότι οι εταιρίες μπορούν να πετύχουν υψηλότερα κέρδη με την αποτελεσματικότερη διαχείριση των αποθεμάτων και με τη σύμπτυξη της περιόδου συλλογής των απαιτήσεων. Επιπροσθέτως, μία μικρότερη περίοδος εξόφλησης των προμηθευτών μπορεί να συμβάλει στην ενίσχυση της κερδοφορίας. Παράλληλα, η έρευνα τους έδειξε πως οι οικονομικές εξωτερικές καταστάσεις επηρεάζουν αρκετά τη σχέση του κεφαλαίου κίνησης με την κερδοφορία. Παρατήρησαν πως οι αδύναμες οικονομίες επηρεάζουν αρνητικά την κερδοφορία των επιχειρήσεων. Πιο συγκεκριμένα, βρήκαν ότι η επίδραση της διαχείρισης του κεφαλαίου κίνησης πάνω στην κερδοφορία αυξάνεται σε περιόδους οικονομικής ύφεσης. Επίσης, κατά τη διάρκεια οικονομικών υφέσεων αυξάνεται και η επίδραση της αποτελεσματικής διαχείρισης των αποθεμάτων και της περιόδου είσπραξης των απαιτήσεων (συστατικά στοιχεία του κύκλου μετατροπής μετρητών) πάνω στην κερδοφορία.

Πιο πρόσφατα, οι J.B Cumbie and J. Donnellan (2017) χρησιμοποίησαν για την έρευνα τους 140 εταιρίες των Ηνωμένων πολιτειών για τα έτη 2003-2012. Τα αποτελέσματα τους υποδηλώνουν ότι η διοίκηση πρέπει να προσαρμόζει τα επίπεδα των εισπρακτέων λογαριασμών, των πληρωτέων λογαριασμών και των αποθεμάτων ώστε να πετύχουν ένα βέλτιστο επίπεδο του κεφαλαίου κίνησης. Επίσης ανέφεραν, πως για την αύξηση της αξίας της εταιρίας, είναι προτιμότερο η διοίκηση να διαχειρίζεται κάθε συστατικό στοιχείο του κεφαλαίου κίνησης μεμονωμένα. Επιπροσθέτως, συνίσταται οι

διοικούντες να διατηρούν τους εισπρακτέους και τους πληρωτέους λογαριασμούς καθώς και τον αριθμό παραμονής των αποθεμάτων στην αποθήκη, σε χαμηλά επίπεδα διότι συμβάλει στην αύξηση της αξίας της εταιρίας. Αντίθετα, εάν η οικονομία ή η κατάσταση της επιχείρησης χειροτερεύσει, η διοίκηση πρέπει να διατηρήσει τα τρία συστατικά στοιχεία σε υψηλά επίπεδα εάν επιθυμούν την βελτίωση της αξίας της επιχείρησης τους. Σύμφωνα με τους Cumbie and Donnellan, για να μειώσει η επιχείρηση τις ημέρες είσπραξης των απαιτήσεων πρέπει να εφαρμόσει αυστηρές πολιτικές πίστωσης όταν η κατάσταση της οικονομίας είναι καλή, ενώ χαλαρές πολιτικές πίστωσης όταν η κατάσταση της οικονομίας επιδεινωθεί. Συνίσταται η επιχείρηση να αξιοποιεί τις εκπτώσεις που της χορηγούνται όταν το επιτρέπουν οι οικονομικές και επιχειρηματικές συνθήκες, το οποίο θα συμβάλλει στη μείωση των ημερών εξόφλησης των πληρωτέων λογαριασμών. Αντίθετα, σε πιο δύσκολες οικονομικές περιόδους είναι προτιμότερο οι διαχειριστές να προσπαθήσουν να ταιριάξουν την περίοδο των πωλήσεων με την περίοδο εξόφλησης των προμηθευτών. Η ίδια διαδικασία πρέπει να ακολουθηθεί και για τις ημέρες παραμονής των αποθεμάτων στην αποθήκη και για τις ημέρες είσπραξης των απαιτήσεων.

5. ΑΝΑΠΤΥΞΗ ΥΠΟΘΕΣΕΩΝ

Όπως αναλύθηκε παραπάνω, ένας αρκετά διαδεδομένος τρόπος μέτρησης του κεφαλαίου κίνησης είναι ο κύκλος μετατροπής μετρητών (Cash Conversion Cycle). Μέσω των αποτελεσματικών πρακτικών διαχείρισης του κεφαλαίου κίνησης, η διάρκεια του τείνει να συμπυκνωθεί και να φτάσει τα άριστα επίπεδα που ταιριάζει καλύτερα στις απαιτήσεις της κάθε επιχείρησης. (Hager 1976) Ένας μικρός σε διάρκεια κύκλος μετατροπής μετρητών υποδηλώνει γρήγορη συλλογή των απαιτήσεων και πιο αργή εξόφληση των προμηθευτών, το οποίο συνδέεται με την κερδοφορία διότι βελτιώνει τη λειτουργική αποδοτικότητα. Πολλές προηγούμενες έρευνες, για παράδειγμα DeLoof (2003), Wang (2002), Lazaridis and Tryfonidis (2006) συνδύασαν αρνητικά τη σχέση του κύκλου μετατροπής μετρητών και της κερδοφορίας. Ακολουθώντας αυτή την θεωρία, δημιουργείται η πρώτη υπόθεση που δηλώνει την αρνητική σχέση ανάμεσα στον κύκλο μετατροπής μετρητών και την κερδοφορία:

Hypothesis 1a: Υπάρχει αρνητική σχέση ανάμεσα στον κύκλο μετατροπής μετρητών και την κερδοφορία.

Τα τρία διαφορετικά συστατικά του κύκλου μετατροπής μετρητών (περίοδος εξόφλησης των πληρωτέων λογαριασμών, περίοδος παραμονής των αποθεμάτων στην αποθήκη, περίοδος είσπραξης των απαιτήσεων) μπορούν να αντιμετωπιστούν με διαφορετικούς τρόπους με σκοπό να αυξήσουν την κερδοφορία ή να ενισχύσουν την ανάπτυξη της επιχείρησης. Για παράδειγμα, εάν μια επιχείρηση καθυστερήσει την εξόφληση των προμηθευτών της τότε η περίοδος εξόφλησης των πληρωτέων λογαριασμών θα αυξηθεί και κατά συνέπεια θα μειωθεί ο κύκλος μετατροπής μετρητών που με τη σειρά του καθιστά πιο αποδοτικό το κεφάλαιο κίνησης. Συμπεραίνουμε, ότι η περίοδος πληρωμής των προμηθευτών συνδέεται θετικά με την κερδοφορία και θα αποτελέσει την δεύτερη υπόθεση της έρευνας. Από την άλλη πλευρά, ένα υπερβολικό ύψος αποθεμάτων και μια μακράς διάρκειας περίοδος είσπραξης των απαιτήσεων, αυξάνουν τον κύκλο μετατροπής μετρητών, υποδηλώνοντας μείωση της αποδοτικότητας και της κερδοφορίας. Συμπερασματικά η αποδοτικότητα του κεφαλαίου κίνησης βασίζεται στην αρχή της επιτάχυνσης στη συλλογή των μετρητών και της επιβράδυνσης όσον αφορά την εκταμιεύσεις των μετρητών. Ως αποτέλεσμα, οι επιχειρήσεις που λειτουργούν με χαμηλό επίπεδο αποθέματος και συλλέγουν σε

σύντομο χρονικό διάστημα τις απαιτήσεις τους έχουν μικρότερο κύκλο μετατροπής μετρητών και έχει παρατηρηθεί να είναι πιο αποδοτικές με αποτέλεσμα να δρα θετικά πάνω στην κερδοφορία (DeLoof 2003). Ωστόσο, πρέπει πάντοτε να λαμβάνεται υπόψη η ισορροπία ανάμεσα στη ρευστότητα και την κερδοφορία. Με βάση τα παραπάνω δημιουργούνται οι παρακάτω τρεις υποθέσεις που συνδέουν τα τρία συστατικά στοιχεία του κύκλου μετατροπής μετρητών με την κερδοφορία.

Hypothesis 2a: Υπάρχει θετική σχέση ανάμεσα στην περίοδο εξόφλησης των πληρωτέων λογαριασμών και την κερδοφορία.

Hypothesis 3a: Υπάρχει αρνητική σχέση ανάμεσα στην περίοδο είσπραξης των απαιτήσεων και την κερδοφορία.

Hypothesis 4a: Υπάρχει αρνητική σχέση ανάμεσα στην περίοδο παραμονής των αποθεμάτων στην αποθήκη και την κερδοφορία.

Η εκτίμηση του κεφαλαίου κίνησης επηρεάζεται σε μεγάλο βαθμό και από τη ρευστότητα. Αλλαγές στη μικροοικονομία επηρεάζουν τις επενδύσεις μιας επιχείρησης αλλά και τους τρόπους που η ίδια χρηματοδοτείται. Οι υφέσεις και οι κρίσεις της οικονομίας βάζουν όρια στη ρευστότητα και ασκούν πιέσεις στο κεφάλαιο κίνησης. Για παράδειγμα οι Korajczyk and Levy (2003), έδειξαν ότι οι οικονομικά επιβαρυνόμενες επιχειρήσεις αντιδρούν διαφορετικά στην μακροοικονομική αβεβαιότητα από ότι οι μη οικονομικά επιβαρυνόμενες. Σε περιόδους όπου η οικονομία είναι φτωχή, η ανάπτυξη των επιχειρήσεων και η ρευστότητα περιορίζονται. Κατά συνέπεια, σε τέτοιες περιόδους υπάρχει υψηλότερη πιθανότητα η περίοδος είσπραξης των απαιτήσεων να αυξηθεί αλλά και το επίπεδο των αποθεμάτων να ανέβει λόγω της μείωσης των πωλήσεων. Ως αποτέλεσμα, υπάρχει μεγαλύτερη ανάγκη, οι επιχειρήσεις να διατηρούν ένα υψηλότερο επίπεδο κεφαλαίου κίνησης.

Υποθέτουμε ότι θα πρέπει να δίνεται περισσότερη έμφαση στη σωστή διαχείριση του κεφαλαίου κίνησης όσον αφορά την κερδοφορία, σε περιόδους ύφεσης της οικονομίας, λόγω της ενισχυμένης πρόκλησης που υπάρχει σε αυτές τις οικονομίες. Αντίθετα, όταν

η ζήτηση και οι επενδύσεις βελτιώνονται κατά τη διάρκεια οικονομικών εξάρσεων, υποθέτουμε ότι η σχέση μεταξύ του κεφαλαίου κίνησης και της κερδοφορίας είναι λιγότερο σημαντική.

Hypothesis 1b: Η σημαντικότητα της σχέσης του κύκλου μετατροπής μετρητών και της κερδοφορίας αυξάνεται κατά τη διάρκεια οικονομικών υφέσεων.

Hypothesis 1c: Η σημαντικότητα της σχέσης του κύκλου μετατροπής μετρητών και της κερδοφορίας μειώνεται κατά τη διάρκεια οικονομικών εξάρσεων.

Hypothesis 2b: Η σημαντικότητα της σχέσης της περιόδου εξόφλησης των πληρωτέων λογαριασμών και της κερδοφορίας, αυξάνεται κατά τη διάρκεια οικονομικών υφέσεων.

Hypothesis 2c: Η σημαντικότητα της σχέσης της περιόδου εξόφλησης των πληρωτέων λογαριασμών και της κερδοφορίας, μειώνεται κατά τη διάρκεια οικονομικών εξάρσεων.

Hypothesis 3b: Η σημαντικότητα της σχέσης της περιόδου είσπραξης των απαιτήσεων και της κερδοφορίας αυξάνεται κατά τη διάρκεια οικονομικών υφέσεων.

Hypothesis 3c: Η σημαντικότητα της σχέσης της περιόδου είσπραξης των απαιτήσεων και της κερδοφορίας μειώνεται κατά τη διάρκεια οικονομικών εξάρσεων.

Hypothesis 4b: Η σημαντικότητα της σχέσης της περιόδου παραμονής των αποθεμάτων στην αποθήκη και της κερδοφορίας αυξάνεται κατά τη διάρκεια οικονομικών υφέσεων.

Hypothesis 4c: Η σημαντικότητα της σχέσης της περιόδου παραμονής των αποθεμάτων στην αποθήκη και της κερδοφορίας μειώνεται κατά τη διάρκεια οικονομικών εξάρσεων.

6. ΔΕΔΟΜΕΝΑ, ΑΝΑΛΥΣΗ ΜΕΤΑΒΛΗΤΩΝ ΚΑΙ ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ ΕΜΠΕΙΡΙΚΗΣ ΜΕΛΕΤΗΣ.

6.1 Δεδομένα

Τα δεδομένα που χρειάστηκαν για την εμπειρική μελέτη συλλέχθηκαν από την βάση δεδομένων Datastream της βιβλιοθήκης του Οικονομικού Πανεπιστημίου Αθηνών και αφορούσαν στοιχεία που υπάρχουν στις χρηματοοικονομικές καταστάσεις των εταιριών. Τον ισολογισμό και την Κατάσταση Αποτελεσμάτων Χρήσης. Το δείγμα αποτελείται από επιχειρήσεις που ανήκουν στην Ελλάδα και στην Γερμανία για το χρονικό διάστημα 2009-2016. Πιο συγκεκριμένα το δείγμα αποτελείται από 1.104 επιχειρήσεις. Από τις οποίες οι 202 είναι Ελληνικές και οι 902 Γερμανικές. Ακολουθώντας την μεθοδολογία των Shin and Shoenen (1998), Deloof (2003) and Lazaridis and Tryfonidis (2006), εξαιρέθηκαν από το δείγμα οι χρηματοοικονομικές επιχειρήσεις (τράπεζες, ασφάλειες, χρηματοοικονομικές υπηρεσίες). Επίσης εξαιρέθηκαν οι επιχειρήσεις για τις οποίες δεν υπήρχαν όλα τα απαραίτητα δεδομένα.

6.2 Εξαρτημένες Μεταβλητές

Η εξαρτημένη μεταβλητή στα υποδείγματα που μελετώνται, είναι η κερδοφορία των επιχειρήσεων. Για την μέτρηση της κερδοφορίας χρησιμοποιήθηκαν δυο δείκτες. Η απόδοση του ενεργητικού (Return On Assets) και το μικτό λειτουργικό εισόδημα (Gross Operating Income). Ο πρώτος δείκτης έχει χρησιμοποιηθεί ως δείκτης κερδοφορίας, ενδεικτικά και από τους Wang (2002), Martinez-Solano (2007), Nazir and Afza (2009), Mansoori and Muhammad (2012), John Mawutor (2014) and Enqvist, Graham, Nikken (2013). Ενώ ο δεύτερος δείκτης μέτρησης της κερδοφορίας έχει χρησιμοποιηθεί σε προηγούμενες μελέτες από τους Deloof (2003), Lazaridis and Tryfonidis (2006) Enqvist, Graham, Nikken (2013).

6.2.1 Δείκτης απόδοσης του ενεργητικού

Ο δείκτης απόδοσης του ενεργητικού είναι ένας δείκτης που αξιολογεί την απόδοση της επιχείρησης. Δείχνει πόσο κερδοφόρα είναι μια επιχείρηση σε σχέση με το σύνολο του ενεργητικού της. Επιπλέον, φανερώνει το πόσο αποτελεσματικά έχει διαχειριστεί η διοίκηση τα στοιχεία του ενεργητικού της για την δημιουργία κερδών. Όσο υψηλότερος είναι ο δείκτης, τόσο πιο κερδοφόρα είναι η επιχείρηση. Ο δείκτης απόδοσης του ενεργητικού ορίζεται ως ο λόγος του net income προς το σύνολο του ενεργητικού.

$$\text{ROA} = \frac{\text{Net income}}{\text{Total Assets}}$$

6.2.2 Μικτό λειτουργικό εισόδημα

Το μικτό λειτουργικό εισόδημα ορίζεται ως τη διαφορά των πωλήσεων μείον το κόστος πωλήσεων διαιρεμένο με τη διαφορά του συνόλου του ενεργητικού μείον τα χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία. Σύμφωνα με τον Deloof (2003) το μικτό λειτουργικό εισόδημα είναι καλύτερος τρόπος μέτρησης της κερδοφορίας στην περίπτωση που οι εταιρίες που εξετάζονται εμφανίζουν πολλά χρηματοοικονομικά στοιχεία στους ισολογισμούς τους. Και αυτό διότι η συνεισφορά των λειτουργικών δραστηριοτήτων στην απόδοση του ενεργητικού θα είναι πολύ μικρή.

$$\text{GOI} = \frac{(\text{Sales} - \text{Cogs})}{(\text{total assets} - \text{financial assets})}$$

6.3 Ανεξάρτητες Μεταβλητές (Βασικές μεταβλητές)

Κύκλος Μετατροπής Μετρητών (Cash Conversion Cycle): Η κύρια ανεξάρτητη μεταβλητή του υποδείγματος της έρευνας, είναι ο κύκλος μετατροπής μετρητών ο οποίος, όπως έχει αναφερθεί, χρησιμοποιείται για τη μέτρηση της αποτελεσματικότητας της διαχείρισης του κεφαλαίου κίνησης. Ο κύκλος μετατροπής μετρητών ισούται με της ημέρες είσπραξης των απαιτήσεων πλέον της ημέρες παραμονής των αποθεμάτων στην αποθήκη μείον τις ημέρες εξόφλησης των πληρωτέων λογαριασμών. Οι Richards and Laughlin (1980), είπαν πως χρησιμοποιώντας τον κύκλο μετατροπής μετρητών είναι πλεονασματικό διότι αναγνωρίζει την προσδοκώμενη διάρκεια των συστατικών στοιχείων του κεφαλαίου κίνησης και παράλληλα αναγνωρίζει πως η παραγωγή, η διανομή και η συλλογή δεν

είναι στιγμιαίες και συγχρονισμένες διαδικασίες αλλά έρχονται με χρονοκαθυστέρηση. Επίσης ο Kamath (1989), ανέφερε πως ο κύκλος μετατροπής μετρητών προβλέπει καλύτερα τις μελλοντικές ταμειακές ροές από ότι οι στατικοί δείκτες ρευστότητας. Επομένως, σε πολλές προηγούμενες έρευνες χρησιμοποιήθηκε ο κύκλος μετατροπής μετρητών (βλ. Wang 2002, Deloof 2003, Lazaridis and trifonidis 2006, Enqvist et all. 2013)

$$\text{CCC} = (\text{No. of Days Account Receivable} + \text{Number of Days Inventory}) - (\text{No. of Days Account Payable})$$

Ημέρες είσπραξης των απαιτήσεων (No. of Days Account Receivable): Το πρώτο συστατικό στοιχείο του κύκλου μετατροπής μετρητών είναι ο αριθμός των ημερών είσπραξης των απαιτήσεων, ο οποίος ορίζεται ως ο λόγος των εισπρακτέων λογαριασμών προς τις πωλήσεις, πολλαπλασιασμένος με τον αριθμό των ημερών του έτους.

$$\text{No. of Days Account Receivable} = (\text{Accounts Receivables} / \text{Sales}) \times 365$$

Ημέρες παραμονής των αποθεμάτων στην αποθήκη (Number of Days Inventory): Το δεύτερο συστατικό στοιχείο του κύκλου μετατροπής μετρητών είναι ο αριθμός των ημερών παραμονής των αποθεμάτων στην αποθήκη και ορίζεται ως ο λόγος των αποθεμάτων προς το κόστος πωλήσεων, πολλαπλασιασμένος με τον αριθμό των ημερών του έτους.

$$\text{No. of Days Inventory} = (\text{inventory} / \text{Cost of Goods Sold}) \times 365$$

Ημέρες εξόφλησης των πληρωτέων λογαριασμών (No. of Days Accounts Payable): Το τρίτο συστατικό στοιχείο του κύκλου μετατροπής μετρητών είναι οι ημέρες εξόφλησης των πληρωτέων λογαριασμών και ορίζεται ως ο λόγος των πληρωτέων λογαριασμών προς το κόστος πωλήσεων, πολλαπλασιασμένος με τον αριθμό των ημερών του έτους.

$$\text{No. of Days Account payable} = (\text{Accounts Payables} / \text{Cost of Goods Sold}) \times 365$$

6.4 Ανεξάρτητες μεταβλητές (μεταβλητές ελέγχου)

6.4.1 Μέγεθος της επιχείρησης (Company Size). Το μέγεθος της επιχείρησης μπορεί να υπολογιστεί είτε με τον λογάριθμο του συνόλου του ενεργητικού, είτε με τον λογάριθμο των πωλήσεων. Στην έρευνα αυτή επιλέχθηκε να χρησιμοποιηθεί ο δεύτερος τρόπος. Οι μεγάλες επιχειρήσεις λόγω του μεγάλου όγκου πωλήσεων που πραγματοποιούν, έχουν μεγαλύτερη διαπραγματευτική ισχύ έναντι των προμηθευτών τους με αποτέλεσμα να έχουν τη δυνατότητα να εξασφαλίζουν καλύτερους όρους αγοράς με μικρότερο κόστος. Παράλληλα, είναι πιθανό η επιχείρηση να έχει το περιθώριο να προσφέρει καλύτερους όρους στους πελάτες της, το οποίο θα συμβάλλει στην αύξηση των πωλήσεων και κατ' επέκταση στα κέρδη της. Ο λογάριθμος των πωλήσεων έχει χρησιμοποιηθεί και σε προηγούμενες έρευνες, για τη μέτρηση του μεγέθους της εταιρίας όπως για παράδειγμα του Deloof (2003), Lazaridis and Trifonidis (2006), Gill et al. (2010).

$$\text{Size} = \log\text{Sales}$$

6.4.2 Αριθμοδείκτης κυκλοφοριακής ή γενικής ρευστότητας (Current ratio) είναι ένας δείκτης που μετράει την ικανότητα της επιχείρησης να εξοφλεί τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της. Ο αριθμοδείκτης κυκλοφοριακής ρευστότητας ορίζεται ως ο λόγος του κυκλοφορούντος ενεργητικού προς τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις. Ο δείκτης αυτός χρησιμοποιήθηκε για την πρόβλεψη της κερδοφορίας και σε προηγούμενες μελέτες, ενδεικτικά αναφέρονται οι μελέτες των Enqvist et al. (2013), Sial and Chaudhry (2009).

$$\text{Current Ratio} = \text{Current Assets} / \text{Current Liabilities}$$

6.4.3 Δείκτης Χρέους (Dept Ratio) είναι ένας δείκτης δομής που μετράει την έκταση της μόχλευσης μιας επιχείρησης. Όσο αυξάνεται η τιμή του δείκτη τόσο μεγαλύτερη είναι η συμμετοχή των τραπεζικών δανείων στην εταιρία και κατά συνέπεια τόσο μεγαλύτερος και ο μακροχρόνιος κίνδυνος επιβίωσης της εταιρίας. Ο δείκτης χρέους ορίζεται ως ο λόγος των συνολικών δανειακών υποχρεώσεων προς το σύνολο του ενεργητικού. Ο δείκτης μόχλευσης έχει χρησιμοποιηθεί και από τους Deloof (2003), Lazaridis and Trifonidis (2006) and Azadegan and Pai (2008).

$$\text{Dept Ratio} = (\text{short term loans} + \text{long term loans}) / \text{total assets}$$

6.4.4 Ψευδομεταβλητές

Η αναφορά στους κύκλους των επιχειρήσεων σχετίζεται με την ακανόνιστη διακύμανση της οικονομικής δραστηριότητας. Στην παρακάτω έρευνα η οικονομική δραστηριότητα υπολογίζεται με το Ακαθάριστο Εγχώριο Προϊόν - ΑΕΠ (Gross Domestic Product - GDP). Στο υπόδειγμα περιλαμβάνονται ψευδομεταβλητές οι οποίες παίρνουν δυαδικές τιμές για να υποδηλώσουν την κατάσταση της οικονομίας. Οι ψευδομεταβλητές αντανακλούν την σημαντικότητα των συστατικών στοιχείων του κεφαλαίου κίνησης στις δυο διαφορετικές φάσεις της οικονομίας, την ύφεση και την έξαρση. Παρατηρήθηκε ότι ο ρυθμός αύξησης του Ακαθάριστου Εγχώριου Προϊόντος της Ευρωζώνης μειώθηκε κατά τα έτη 2009, 2010 και 2011 οπότε σε αυτά τα έτη η ψευδομεταβλητή D1 παίρνει την τιμή 1. Αντίστοιχα η ψευδομεταβλητή D2 παίρνει την τιμή 1 σε όλα τα υπόλοιπα έτη της έρευνας. (Τα δεδομένα για το ΑΕΠ συλλέχθηκαν από το OECD.Stat)

Επιπλέον, η ψευδομεταβλητή Country συμπεριλαμβάνεται στο υπόδειγμα για να υποδηλώσει σε ποια χώρα ανήκει η κάθε επιχείρηση του δείγματος. Παίρνει την τιμή 1 εάν η επιχείρηση είναι Γερμανική και την τιμή 0 εάν η επιχείρηση είναι Ελληνική.

6.5 Υποδείγματα

Τα παρακάτω υποδείγματα έχουν στηριχθεί στη δομή των υποδειγμάτων που χρησιμοποίησαν στις έρευνες του οι Deloof (2003) και Lazaridis and Tryfonidis (2006) και εξετάζουν την επίδραση που έχει ο κύκλος μετατροπής μετρητών καθώς και τα τρία συστατικά στοιχεία του, με την κερδοφορία.

$$(1) \text{ Profitability} = \beta_0 + \beta_1 \text{CCC} + \beta_2 \text{CR} + \beta_3 \text{DEBT} + \beta_4 \text{SALES} + \beta_5 \text{COUNTRY} + \beta_6 \text{D1} + \beta_7 (\text{D1} * \text{CCC}) + \beta_8 (\text{D2} * \text{CCC}) + u$$

$$(2) \text{ Profitability} = \beta_0 + \beta_1 \text{APD} + \beta_2 \text{CR} + \beta_3 \text{DEBT} + \beta_4 \text{SALES} + \beta_5 \text{COUNTRY} + \beta_6 \text{D1} + \beta_7 (\text{D1} * \text{APD}) + \beta_8 (\text{D2} * \text{APD}) + u$$

$$(3) \text{ Profitability} = \beta_0 + \beta_1 \text{ARD} + \beta_2 \text{CR} + \beta_3 \text{DEBT} + \beta_4 \text{SALES} + \beta_5 \text{COUNTRY} + \beta_6 \text{D1} + \beta_7 (\text{D1} * \text{ARD}) + \beta_8 (\text{D2} * \text{ARD}) + u$$

$$(4) \text{ Profitability} = \beta_0 + \beta_1 \text{INVD} + \beta_2 \text{CR} + \beta_3 \text{DEBT} + \beta_4 \text{SALES} + \beta_5 \text{COUNTRY} + \beta_6 \text{D1} + \beta_7 (\text{D1} * \text{INVD}) + \beta_8 (\text{D2} * \text{INVD}) + u$$

Όπου η κερδοφορία (Profitability) μετράται σε κάθε υπόδειγμα μέσω δύο δεικτών, την απόδοση του ενεργητικού (Return On Assets) και το μικρό λειτουργικό εισόδημα (Gross Operating Income), η μεταβλητή CCC είναι ο κύκλος μετατροπής μετρητών, CR είναι ο δείκτης έμμεσης ρευστότητας, DEBT είναι ο δείκτης χρέους, SALES είναι ο λογάριθμος των πωλήσεων, COYNTRY είναι η ψευδομεταβλητή που αντικατοπτρίζει την χώρα στην οποία ανήκει η κάθε επιχείρηση, D1 είναι η ψευδομεταβλητή που δηλώνει ότι η οικονομία βρίσκεται σε ύφεση, D2 είναι η ψευδομεταβλητή που δηλώνει ότι η οικονομία βρίσκεται σε έξαρση και u είναι το τυχαίο σφάλμα.

Πίνακας 7: Σύνοψη του τρόπου μέτρησης των δεδομένων.

Variables	Calculation	Abbreviation
Profitability (Return on Assets)	Net income / Total Assets	ROA
Profitability (Gross Operating Income)	(Sales – Cost of goods sold) / (Total Assets – Financial Assets)	GOI
No. of Days Account Receivable	(Accounts Receivables / Sales) x 365	ARD
No. of Days Accounts Payable	(Accounts Payables / Cost of Goods Sold) x 365	APD
No. of Days Inventory	(Inventory / Cost of Goods Sold) x 365	INVD
Cash Conversion Cycle	ARD + INVD - APD	CCC
Current Ratio	Current Assets / Current Liabilities	CR
Sales	Natural Logarithm of Sales	SALES
Debt ratio	(Short term loans + Long term loans) / Total Assets	DEBT

7. ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΕΜΠΕΙΡΙΚΗΣ ΜΕΛΕΤΗΣ

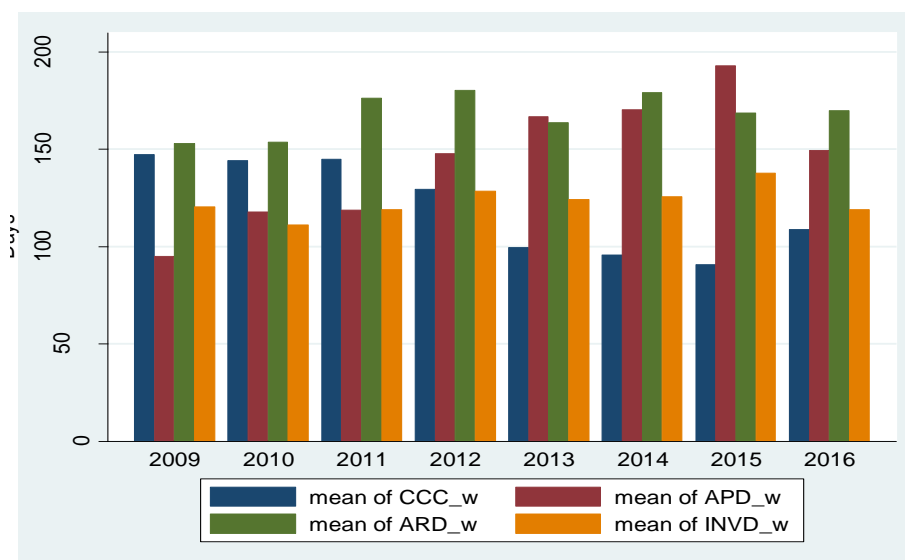
7.1 Ανάλυση Στατιστικών Στοιχείων

Στον πίνακα 2 παρουσιάζονται τα στατιστικά στοιχεία των μεταβλητών που χρησιμοποιήθηκαν στην εμπειρική ανάλυση. Πιο συγκεκριμένα, παρατίθενται η μέση τιμή, η διάμεσος, η τυπική απόκλιση, η ελάχιστη και η μέγιστη τιμή των μεταβλητών. Παρατηρείται ότι η μέση διάρκεια του κύκλου μετατροπής μετρητών (CCC) για τις Ελληνικές και τις Γερμανικές εταιρίες είναι 120 ημέρες που είναι μεγαλύτερη από τη διάρκεια του κύκλου μετατροπής μετρητών των Φιλανδικών επιχειρήσεων (108,8 ημέρες), μικρομεσαίων ισπανικών επιχειρήσεων (76,3 ημέρες) και των μεγάλων Βέλγικων επιχειρήσεων (44,5 ημέρες). (βλ. Enqvist et al. 2013, Garcia-Teruel and Martinez-Solano 2007, Deloof 2003). Επίσης υπάρχει σημαντική απόκλιση ανάμεσα στην ελάχιστη και στη μέγιστη τιμή του κύκλου μετατροπής μετρητών που ίσως να οφείλεται και στο γεγονός ότι το δείγμα αποτελείται από δυο διαφορετικές χώρες. Η μέση περίοδος είσπραξης των απαιτήσεων είναι περίπου 168 ημέρες, η μέση περίοδος παραμονής των αποθεμάτων στην αποθήκη διαρκεί περίπου 123 ημέρες και η μέση περίοδος εξόφλησης των προμηθευτών είναι 143 ημέρες. Συνεπώς η μέση πίστωση που λαμβάνουν οι εταιρίες είναι μικρότερη από αυτή που δίνουν. Συγκριτικά με προηγούμενες έρευνες και οι τρεις περίοδοι διαρκούν περισσότερο. Για παράδειγμα, όσον αφορά τις Φιλανδικές επιχειρήσεις, η μέση περίοδος είσπραξης των απαιτήσεων είναι περίπου 48 ημέρες, η μέση περίοδος παραμονής των αποθεμάτων στην αποθήκη είναι 118 ημέρες και τέλος, η μέση διάρκεια εξόφλησης των προμηθευτών είναι 56 ημέρες. (βλ. Enqvist et al. 2013).

Όσον αφορά τους δείκτες μέτρησης της κερδοφορίας, η μέση τιμή του δείκτη απόδοσης του ενεργητικού (Return On Asset) είναι αρνητική και ίση με -2% και η διάμεσος ανέρχεται σε 1,6%. Οι επιχειρήσεις που παρουσιάζουν αρνητική απόδοση του ενεργητικού είναι συνήθως εκείνες που έχουν υποστεί οικονομική ζημία ή εκείνες που λαμβάνουν ανεπαίσθητες επιστροφές για ένα διάστημα από μια επένδυση που έχουν πραγματοποιήσει. Επιπροσθέτως, το μικτό λειτουργικό εισόδημα (Gross Operating Income) έχει μέσο όρο 43% το οποίο είναι χαμηλότερο από το μέσο μικτό λειτουργικό εισόδημα που παρατηρήθηκε στις Φιλανδικές επιχειρήσεις (101%) αλλά υψηλότερο

από αυτό που παρατηρήθηκε στις Βέλγικες επιχειρήσεις (12,2%). (βλ. Enqvist et al.2013, Deloof 2003).

Στον πίνακα 2, αναρτώνται επίσης τα στατιστικά στοιχεία των μεταβλητών ελέγχου. Παρατηρείται ότι ο μέσος όρος του χρέους (Debt) είναι περίπου 23% ενώ η διάμεσος 21% από το ποσοστό αυτό συνεπάγεται ότι η συμμετοχή των δανείων (βραχυπρόθεσμων και μακροπρόθεσμων), στη μέση επιχείρηση του δείγματος είναι σχετικά μικρή. Παράλληλα, αξιοσημείωτη είναι κ απόκλιση που υπάρχει ανάμεσα στην ελάχιστη (0%) και τη μέγιστη τιμή (118%) του χρέους. Υπάρχουν επιχειρήσεις στο δείγμα όπου η συμμετοχή των τραπεζικών δανείων είναι μηδενική και υπάρχουν και επιχειρήσεις όπου τα τραπεζικά δάνεια που έχουν λάβει υπερβαίνουν το σύνολο του ενεργητικού. Επίσης η μέση τιμή του χρέους των επιχειρήσεων την Ελλάδα και της Γερμανίας είναι μικρότερη από την μέση τιμή του χρέους των Φιλανδικών επιχειρήσεων που είναι ίση με 55%. (Enqvist et al.2013). Επίσης, ο μέσος δείκτης κυκλοφοριακής ρευστότητας (Current Ratio) ισούται περίπου με 2,6 και η μέση τιμή του λογαρίθμου των πωλήσεων (Sales) ισούται με 11,41.



Διάγραμμα 1: Μέση τιμή των CCC, ARD, APD, INVD του συνολικού δείγματος κατά τα έτη 2009-2016.

Πίνακας 8: Στατιστικά στοιχεία

<i>Variable</i>	<i>Mean</i>	<i>Median</i>	<i>Std Dev</i>	<i>Min</i>	<i>Max</i>
<i>Working Capital Management</i>					
Cash Conversion Cycle	120,899	82,252	445,608	-2.287,854	2.753,891
Account Payable Days	143,584	56,977	397,045	0	3.345,165
Account Receivable Days	167,928	71,098	461,212	0	3.990,667
Inventory Days Held	123,126	62,075	256.365	0	1.952,594
<i>Profitability Measures</i>					
Return on assets (ROA)	-0,0200	0,0165	0,1874	-1,1099	0,3142
Gross Operating Income to non-financial assets	0,4301	0,2891	0,5046	-0,2287	2,9450
<i>Control Variables</i>					
Current Ratio	2,5798	1,5788	3,9265	0,1391	30
Sales	11,41	11,34	2,6671	3,3322	17,9639
Debt	0,2584	0,2136	0,2413	0	1,1817

7.2 Συσχέτιση

Στους παρακάτω πίνακες, 3 και 4, παρουσιάζεται η συσχέτιση των μεταβλητών ανά ζεύγη. Η συσχέτιση των μεταβλητών έχει κατηγοριοποιηθεί ανάλογα με την κατάσταση της οικονομίας. Πιο συγκεκριμένα, ο πίνακας 3 παρουσιάζει τη μήτρα συσχέτισης των μεταβλητών όταν η οικονομία βρίσκεται σε ύφεση, ενώ ο πίνακας 4 παρουσιάζει τη συσχέτιση των μεταβλητών όταν η οικονομία βρίσκεται σε έξαρση.

Ο κύκλος μετατροπής μετρητών (CCC) έχει αρνητική συσχέτιση με τους δείκτες τις κερδοφορίας, την απόδοση του ενεργητικού (ROA) και το μικτό λειτουργικό εισόδημα (GOI), και στις δύο φάσεις της οικονομίας. Το αποτέλεσμα αυτό υποστηρίζει την προσδοκία σχετικά με τη διαχείριση του κεφαλαίου κίνησης και την επίδοση της επιχείρησης δηλαδή ότι η διοίκηση με τη σωστή διαχείριση του κεφαλαίου κίνησης μπορεί να συμπτύξει τη διάρκεια του κύκλου μετατροπής μετρητών και αυτό με τη σειρά του να συμβάλλει στην αύξηση της κερδοφορίας.

Αρνητική συσχέτιση φανερώνουν και τα τρία συστατικά στοιχεία του κύκλου μετατροπής μετρητών (ARD, INVD, APD) με την κερδοφορία, ανεξαρτήτως της κατάστασης της οικονομίας. Η αρνητική συσχέτιση των ημερών είσπραξης των απαιτήσεων (ARD) και των ημερών παραμονής των αποθεμάτων στην αποθήκη (INVD) είναι αναμενόμενη, αφού όσο μεγαλύτερο είναι το χρονικό διάστημα που παρεμβάλλεται ανάμεσα στην αγορά των πρώτων υλών και την είσπραξη των μετρητών από τις πωλήσεις, τόσο μικρότερη είναι η πιθανότητα για κέρδη. Επιπλέον, η μεγάλη διάρκεια αυτών των δύο συστατικών στοιχείων (ARD, INVD) φανερώνει ότι δεσμεύονται περισσότεροι οικονομικοί πόροι στο κεφάλαιο κίνησης, το οποίο αυξάνει το κόστος ευκαιρίας για επιπλέον χρηματοδότηση.

Όσον αφορά την αρνητική συσχέτιση ανάμεσα στις ημέρες εξόφλησης των προμηθευτών (APD) και τους δυο δείκτες μέτρησης της κερδοφορίας, ROA και GOI, ο DeLoof (2003) αναφέρει ότι οι λιγότερο κερδοφόρες επιχειρήσεις περιμένουν περισσότερο προτού εξοφλήσουν τις υποχρεώσεις τους. Επιπροσθέτως, η αρνητική συσχέτιση μπορεί να υποδηλώνει ότι όσο περισσότερο χρόνο κάνουν οι επιχειρήσεις για να εξοφλήσουν τις υποχρεώσεις τους, τόσο πιο επίσημα είναι η επίδραση στην κερδοφορία. Μια επιπλέον εξήγηση της αρνητικής συσχέτισης των ημερών εξόφλησης των προμηθευτών και της κερδοφορίας προέρχεται από το γεγονός ότι η επιμήκυνση

της περιόδου εξόφλησης μπορεί να καταστρέψει την πιστωτική φήμη της επιχείρησης και κατά συνέπεια την κερδοφορία της (Nobanee et al. 2011). Από την άλλη πλευρά, μέσω της ταχύτερης εξόφλησης των προμηθευτών, μπορεί να αυξηθεί η κερδοφορία διότι οι επιχειρήσεις λαμβάνουν συχνά κάποιο ποσοστό έκπτωσης για τις έγκαιρες πληρωμές.

Ο δείκτης ρευστότητας (CR) σχετίζεται θετικά με τους δείκτες της κερδοφορίας (ROA, GOI) σε περιόδους ύφεσης και έξαρσης της οικονομίας.

Οι δείκτες της κερδοφορίας (ROA, GOI) σχετίζονται αρνητικά με την μόχλευση (DEBT) και οι σχέσεις είναι στατιστικά σημαντικές σε επίπεδο σημαντικότητας $\alpha=5\%$ και στις δυο φάσεις της οικονομίας. Η σχέση αυτή υποδεικνύει ότι η αύξηση των τραπεζικών δανείων (βραχυπρόθεσμων και μακροπρόθεσμων) μίας επιχείρησης μειώνει την κερδοφορία

Η συσχέτιση ανάμεσα στο μέγεθος της εταιρίας, η οποία μετριέται με το λογάριθμο των πωλήσεων (SALES), και τους δείκτες της κερδοφορίας, απεικονίζει μια θετική και στατιστικά σημαντική σχέση σε επίπεδο σημαντικότητας $\alpha=5\%$. Αναλυτικότερα, η κερδοφορία της επιχείρησης αυξάνεται όταν αυξάνεται το μέγεθος της, δηλαδή οι πωλήσεις της.

Στατιστικά σημαντική και στις δυο φάσεις της οικονομίας, είναι και η σχέση του μεγέθους της επιχείρησης (SALES) με τον κύκλο μετατροπής μετρητών (CCC). Οι δύο αυτές μεταβλητές σχετίζονται αρνητικά μεταξύ τους. Η σχέση αυτή υποδηλώνει ότι οι μεγαλύτερες σε μέγεθος επιχειρήσεις έχουν μικρότερο κύκλο μετατροπής μετρητών. Αυτό συμβαίνει διότι αυτές οι επιχειρήσεις έχουν μεγαλύτερη διαπραγματευτική δύναμη και μπορούν να επιτύχουν καλύτερες συμφωνίες πίστωσης με τους προμηθευτές.

Πίνακας 9: Μήτρα συσχέτισης των μεταβλητών σε περίοδο κρίσης της οικονομίας.

	ROA	GOI	CCC	APD	ARD	INVD	CR	DEBT	SALES
ROA	1,0000								
GOI	0,1520* (0,0000)	1,0000							
CCC	-0,0103 (0,5563)	-0,1710* (0,0000)	1,0000						
APD	-0,1640* (0,0000)	-0,0721* (0,0000)	-0,3960* (0,0000)	1,0000					
ARD	-0,1719* (0,0000)	-0,1852* (0,0000)	0,4592* (0,0000)	0,3877* (0,0000)	1,0000				
INVD	-0,0529* (0,0016)	-0,1292* (0,0000)	0,2994* (0,0000)	0,3765* (0,0000)	0,1922* (0,0000)	1,0000			
CR	0,0647* (0,0001)	0,0164 (0,3330)	0,1780* (0,0000)	-0,0562* (0,0012)	0,1412* (0,0000)	0,0504* (0,0036)	1,0000		
DEBT	-0,1530* (0,0000)	-0,2608* (0,0000)	0,0249 (0,1710)	0,1521* (0,0000)	0,0438* (0,0114)	0,1579* (0,0000)	-0,2883* (0,0000)	1,0000	
SALES	0,3300* (0,0000)	0,0346* (0,0365)	-0,1477* (0,0000)	-0,2805* (0,0000)	-0,3950* (0,0000)	-0,2236* (0,0000)	-0,2515* (0,0000)	-0,0164 (0,3384)	1,0000

Σημείωση: Στις παρενθέσεις αναφέρονται οι πιθανότητες (p-values).

* υποδηλώνει στατιστικά σημαντική σχέση σε επίπεδο 5%.

Πίνακας 10: Μήτρα συσχέτισης των μεταβλητών σε περίοδο έξαρσης της οικονομίας.

	ROA	GOI	CCC	APD	ARD	INVD	CR	DEBT	SALES
ROA	1,0000								
GOI	0,1558* (0,0000)	1,0000							
CCC	-0,0172 (0,5563)	-0,1788* (0,0000)	1,0000						
APD	-0,2171* (0,0000)	-0,0583* (0,0064)	-0,0967* (0,0000)	1,0000					
ARD	-0,1419* (0,0000)	-0,1730* (0,0000)	0,6385* (0,0000)	0,3222* (0,0000)	1,0000				
INVD	-0,0409 (0,0505)	-0,1218* (0,0000)	0,5130* (0,0000)	0,3158* (0,0000)	0,1247* (0,0000)	1,0000			
CR	0,0612* (0,0037)	0,0202 (0,3416)	0,1326* (0,0000)	-0,0143* (0,5046)	0,1832* (0,0000)	-0,0090* (0,6779)	1,0000		
DEBT	-0,1378* (0,0000)	-0,2594* (0,0000)	0,0120 (0,5856)	0,0538* (0,0128)	-0,0541* (0,0094)	0,1713* (0,0000)	-0,3108* (0,0000)	1,0000	
SALES	0,2853* (0,0000)	0,0246 (0,2370)	-0,2603* (0,0000)	-0,2159* (0,0000)	-0,3719* (0,0000)	-0,1687* (0,0000)	-0,2883* (0,0000)	0,0991* (0,0000)	1,0000

Σημείωση: Στις παρενθέσεις αναφέρονται οι πιθανότητες (p-values).

* υποδηλώνει στατιστικά σημαντική σχέση σε επίπεδο 5%.

7.3 Αποτελέσματα Εμπειρικής Μελέτης

Στους πίνακες 5 και 6 παρουσιάζονται τα αποτελέσματα από την παλινδρόμηση των υποδειγμάτων που εξετάζουν τη σχέση ανάμεσα στη διαχείριση του κεφαλαίου κίνησης και την κερδοφορία. Πιο συγκεκριμένα μέσω της παλινδρόμησης των υποδειγμάτων εξετάζεται μεμονωμένα η σχέση του κύκλου μετατροπής μετρητών και των τριών συστατικών στοιχείων του, με τους δύο δείκτες της κερδοφορίας. Η επίδραση των επιχειρηματικών κύκλων έχει συμπεριληφθεί στα υποδείγματα μέσω των ψευδομεταβλητών. Στον πίνακα 5 ο δείκτης που μετρά την κερδοφορία είναι η απόδοση του ενεργητικού (ROA), ενώ στον πίνακα 6 η κερδοφορία μετριέται με το μικτό λειτουργικό εισόδημα (GOI). Τέλος, σε κάθε πίνακα παρουσιάζονται οι εκτιμήσεις τεσσάρων (4) υποδειγμάτων.

Το υπόδειγμα (1) στους πίνακες 5 και 6 αναλύει την σχέση ανάμεσα στον κύκλο μετατροπής μετρητών (CCC) και την κερδοφορία. Φαίνεται να υπάρχει αρνητική και στατιστικά σημαντική σχέση σε επίπεδο σημαντικότητας 1% ανάμεσα στον κύκλο μετατροπής μετρητών και στο μικτό λειτουργικό εισόδημα (GOI), το οποίο υποστηρίζει την υπόθεση 1α. Παράλληλα, δεν παρατηρείται να αυξάνεται ή να μειώνεται η σημαντικότητα της σχέσης ανάμεσα στη διαχείριση του κεφαλαίου κίνησης (CCC) και της κερδοφορίας σε περιόδους ύφεσης ή έξαρσης, αλλά αντίθετα παραμένει εξίσου σημαντική. Τα παραπάνω αποτελέσματα υποδηλώνουν πως η αποτελεσματική διαχείριση του κεφαλαίου κίνησης συμβάλει στην αύξηση της κερδοφορίας.

Όσον αφορά τη σχέση ανάμεσα στις ημέρες εξόφλησης των προμηθευτών (APD) και την κερδοφορία, εξετάζεται από το υπόδειγμα (2) και με βάση τα αποτελέσματα είναι στατιστικά σημαντική σε επίπεδο σημαντικότητας 5% και θετική όπως αναφέρει και η υπόθεση 2α. Η σχέση παραμένει στατιστικά σημαντική και θετική κατά τη διάρκεια ύφεσης και έξαρσης της οικονομίας όπου υποδηλώνει πως η σωστή διαχείριση των ημερών εξόφλησης των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων της επιχείρησης είναι σημαντική ανεξάρτητα από την κατάσταση στην οποία βρίσκεται η οικονομία, με αποτέλεσμα να απορρίπτονται οι υποθέσεις 2b και 2c. Τα θετικά αποτελέσματα υποδεικνύουν ότι όσες περισσότερες μέρες κάνουν οι επιχειρήσεις για να εξοφλήσουν τους προμηθευτές τους, τόσο πιο κερδοφόρες είναι. Επίσης μπορεί να συναχθεί από τα

αποτελέσματα ότι οι κερδοφόρες επιχειρήσεις του δείγματος χρησιμοποιούν την πίστωση των προμηθευτών τους ως πηγή χρηματοδότησης.

Το υπόδειγμα (3) εξετάζει τη σχέση ανάμεσα στις ημέρες είσπραξης των απαιτήσεων και την κερδοφορία. Τα αποτελέσματα που προβάλλονται στους πίνακες 5 και 6 δείχνουν μια αρνητική και στατιστικά σημαντική σχέση ανάμεσα στις ημέρες που χρειάζεται η επιχείρηση για να εισπράξει τις απαιτήσεις της, και την κερδοφορία (GOI). Επιπλέον παρατηρείται η σημαντικότητα της σχέσης αυτής να αυξάνεται όταν η οικονομία βρίσκεται σε ύφεση που σημαίνει ότι σε τέτοιες περιόδους οι λιγότερο κερδοφόρες επιχειρήσεις επεκτείνουν τη διάρκεια είσπραξης των απαιτήσεων τους. Επίσης, μπορεί να υποστηριχθεί ότι οι επιχειρήσεις που χρησιμοποιήθηκαν για την έρευνα αυτή αυξάνουν τα κίνητρα των πελατών τους για αγορές μέσω της χορήγησης μεγαλύτερης πίστωσης.

Τα εμπειρικά αποτελέσματα που αφορούν τη σχέση ανάμεσα στις ημέρες παραμονής των αποθεμάτων στην αποθήκη και την κερδοφορία παρέχονται από το υπόδειγμα 4, στους πίνακες 5 και 6. Σύμφωνα με τις εκτιμήσεις, παρατηρείται να υπάρχει αρνητική και στατιστικά σημαντική σχέση ανάμεσα στην περίοδο που διατηρεί η επιχείρηση τα αποθέματα της και την κερδοφορία κατά τη διάρκεια και των δυο φάσεων της οικονομίας. Αναλυτικότερα, οι στατιστικά σημαντικοί συντελεστές, υποδηλώνουν ότι οι επιχειρήσεις του δείγματος μπορούν να αυξήσουν την κερδοφορία τους με την καλύτερη διαχείριση των αποθεμάτων, δηλαδή με την μείωση των ημερών παραμονής τους στην αποθήκη. Επιπλέον, ενώ οι συντελεστές των μεταβλητών είναι στατιστικά σημαντικοί και στις δυο φάσεις της οικονομίας, παρατηρείται πως κατά τη διάρκεια ύφεσης της οικονομίας η σημαντικότητα της αρνητικής σχέσης ανάμεσα στις ημέρες παραμονής των αποθεμάτων στην αποθήκη και την κερδοφορία, αυξάνεται. Τα παραπάνω αποτελέσματα υποστηρίζουν τις υποθέσεις 4a και 4b.

Το χρέος (DEBT) μετριέται με το λόγο του συνόλου των τραπεζικών υποχρεώσεων (βραχυπρόθεσμων και μακροπρόθεσμων) προς το σύνολο του ενεργητικού. Η σχέση του χρέους και της κερδοφορίας είναι αντίστροφη και στατιστικά σημαντική σε επίπεδο σημαντικότητας 1%. Η σχέση του χρέους με την κερδοφορία δηλώνει ότι μια αύξηση στα τραπεζικά δάνεια μίας επιχείρησης θα οδηγήσει σε μείωση των κερδών της.

Σύμφωνα με τα αποτελέσματα ο δείκτης της έμμεσης ρευστότητας (CR) φαίνεται να έχει στατιστικά σημαντική σχέση με την κερδοφορία όταν εκείνη μετριέται με το

δείκτη του μικτού λειτουργικού εισοδήματος (GOI). Οι συντελεστές της μεταβλητής είναι αρνητικοί και στα 4 υποδείγματα γεγονός που υποδηλώνει ότι μια εταιρία μπορεί να αυξήσει την κερδοφορία της μέσω της βελτίωσης της ρευστότητας της.

Για τη μέτρηση του μεγέθους (SIZE) της επιχείρησης έχει χρησιμοποιηθεί ο λογάριθμος των πωλήσεων. Τα αποτελέσματα δείχνουν να υπάρχει θετική και στατιστικά σημαντική σχέση (σε επίπεδο σημαντικότητας 1%) μεταξύ τους μεγέθους της οικονομικής οντότητας και της κερδοφορίας και με τους δυο δείκτες μέτρησης της (ROA, GOI). Η αύξηση των πωλήσεων ενισχύει την διαπραγματευτική δύναμη της επιχείρησης έναντι των προμηθευτών της με αποτέλεσμα να μειώνεται το κόστος της. Επίσης, δίνει την δυνατότητα στην επιχείρηση να παρέχει καλύτερους όρους στους πελάτες της γεγονός που οδηγεί σε περαιτέρω αύξηση των πωλήσεων και κατ' επέκταση των κερδών.

Η ψευδομεταβλητή D1 αντανακλά τις αλλαγές στην κερδοφορία στις διαφορετικές φάσεις της οικονομίας. Η ψευδομεταβλητή D1 παίρνει την τιμή 1 όταν η οικονομία βρίσκεται σε ύφεση και γενικά φαίνεται να έχει αρνητική και στατιστικά σημαντική σχέση με την κερδοφορία, γεγονός που φανερώνει ότι κατά τη διάρκεια υφέσεων της οικονομίας η κερδοφορία είναι σημαντικά μειωμένη.

Παράλληλα, η ψευδομεταβλητή COUNTRY αντανακλά την χώρα στην οποία ανήκει η κάθε εταιρία του δείγματος. Παίρνει την τιμή 1 εάν η επιχείρηση ανήκει στην Γερμανία και την τιμή 0 εάν ανήκει στη Ελλάδα. Η ψευδομεταβλητή φαίνεται από τα αποτελέσματα να έχει στατιστικά σημαντική σχέση με την κερδοφορία και στα 4 υποδείγματα με τη διαφορά ότι συνδέεται θετικά με την απόδοση του ενεργητικού (ROA) και αρνητικά με το μικτό λειτουργικό εισόδημα (GOI). Συμπερασματικά οι Γερμανικές χώρες διαχειρίζονται αποτελεσματικά τα στοιχεία του ενεργητικού τους με αποτέλεσμα να λαμβάνουν περισσότερη απόδοση από αυτά.

Πίνακας 11: Επίδραση του κεφαλαίου κίνησης στην κερδοφορία των επιχειρήσεων.
(Εξαρτημένη μεταβλητή: ROA)

Συντελεστές	Αναμενόμενο πρόσημο	{1}	{2}	{3}	{4}
Intercept	-	-0,2402*** (0,000)	-0,2229*** (0,000)	-0,2323*** (0,000)	-0,2425*** (0,000)
CCC	-	-0,00003 (0,287)			
(D1*CCC)	-	-0,00006 (0,238)			
(D2*CCC)	+	-0,00004 (0,277)			
APD	+		-0,00005 (0,161)		
(D1*APD)	+		-0,00011 (0,119)		
(D2*APD)	-		0,00004 (0,346)		
ARD	-			-0,00001 (0,454)	
(D1*ARD)	-			-0,00052 (0,315)	
(D2*ARD)	+			-0,00002 (0,516)	
INVD	-				0,0008 (0,117)
(D1*INVD)	-				-0,00008 (0,193)
(D2*INVD)	+				-0,00009 (0,173)
D1		0,0022 (0,701)	0,128** (0,027)	0,0037 (0,553)	-0,00022 (0,968)
COUNTRY		-0,0309*** (0,000)	-0,0325*** (0,000)	-0,0368*** (0,000)	-0,0287*** (0,000)
CR		0,0068*** (0,000)	0,0065*** (0,000)	0,0075*** (0,000)	0,0067*** (0,000)
DEBT		-0,1403*** (0,000)	-0,1372*** (0,000)	-0,1322*** (0,000)	-0,1397*** (0,000)
SALES		0,0233*** (0,0000)	0,2203*** (0,000)	0,0230*** (0,000)	0,0233*** (0,000)
R²		15,3%	15,9%	16,6%	15,1%
F - value		74,91	73,33	75,66	76,62
P - value		0,0000	0,0000	0,0000	0,0000

Ο πίνακας παραθέτει τα αποτελέσματα από τις παλινδρομήσεις των υποδειγμάτων, για τα έτη 2009-2016.

Πίνακας 12: Η επίδραση του κεφαλαίου κίνησης στην κερδοφορία. (Εξαρτημένη μεταβλητή: GOI)

Συντελεστές	Αναμενόμενο πρόσημο	{1}	{2}	{3}	{4}
Intercept	-	0,6172*** (0,000)	0,4873*** (0,000)	0,7185*** (0,000)	0,5786*** (0,000)
CCC	-	-0,00011*** (0,000)			
(D1*CCC)	-	-0,0007*** (0,000)			
(D2*CCC)	+	-0,0004*** (0,000)			
APD	+		0,0001** (0,038)		
(D1*APD)	+		0,0004** (0,013)		
(D2*APD)	-		0,0001** (0,044)		
ARD	-			0,0003 (0,105)	
(D1*ARD)	-			-0,0008*** (0,000)	
(D2*ARD)	+			-0,0004** (0,022)	
INVD	-				-0,00018** (0,023)
(D1*INVD)	-				-0,00051*** (0,000)
(D2*INVD)	+				-0,0004** (0,016)
D1		-0,0498*** (0,004)	-0,1224*** (0,000)	-0,5855*** (0,000)	-01086*** (0,000)
COUNTRY		0,2491*** (0,000)	0,2966*** (0,000)	0,2171*** (0,000)	0,2759*** (0,000)
CR		-0,0005 (0,877)	-0,0055* (0,101)	-0,0029 (0,319)	-0,0053 (0,112)
DEBT		-0,3599*** (0,000)	-0,3820*** (0,000)	-0,3650*** (0,000)	-0,3483*** (0,000)
SALES		0,0156*** (0,000)	0,0090** (0,005)	0,1962*** (0,000)	0,0131*** (0,000)
R²		18,03%	14,03%	16,5%	14,9%
F - value		185,28	178,50	181,39	173,45
p - value		0,0000	0,0000	0,0000	0,0000

Ο πίνακας παραθέτει τα αποτελέσματα από τις παλινδρομήσεις των υποδειγμάτων, για τα έτη 2009-2016.

Σημειώσεις

Οι πίνακες 5 και 6 παρουσιάζουν τις εκτιμήσεις των υποδειγμάτων:

$$\{1\} \text{ Profitability} = \beta_0 + \beta_1 \text{CCC} + \beta_2 \text{CR} + \beta_3 \text{DEBT} + \beta_4 \text{SALES} + \beta_5 \text{COUNTRY} + \beta_6 \text{D1} + \beta_7 (\text{D1} * \text{CCC}) + \beta_8 (\text{D2} * \text{CCC}) + u$$

$$\{2\} \text{ Profitability} = \beta_0 + \beta_1 \text{APD} + \beta_2 \text{CR} + \beta_3 \text{DEBT} + \beta_4 \text{SALES} + \beta_5 \text{COUNTRY} + \beta_6 \text{D1} + \beta_7 (\text{D1} * \text{APD}) + \beta_8 (\text{D2} * \text{APD}) + u$$

$$\{3\} \text{ Profitability} = \beta_0 + \beta_1 \text{ARD} + \beta_2 \text{CR} + \beta_3 \text{DEBT} + \beta_4 \text{SALES} + \beta_5 \text{COUNTRY} + \beta_6 \text{D1} + \beta_7 (\text{D1} * \text{ARD}) + \beta_8 (\text{D2} * \text{ARD}) + u$$

$$\{4\} \text{ Profitability} = \beta_0 + \beta_1 \text{INVD} + \beta_2 \text{CR} + \beta_3 \text{DEBT} + \beta_4 \text{SALES} + \beta_5 \text{COUNTRY} + \beta_6 \text{D1} + \beta_7 (\text{D1} * \text{INVD}) + \beta_8 (\text{D2} * \text{INVD}) + u$$

Όπου η κερδοφορία (Profitability) στον πίνακα 5 μετράται μέσω του δείκτη απόδοσης του ενεργητικού (ROA) ενώ στον πίνακα 6 μετράται μέσω του μικτού λειτουργικού εισοδήματος (GOI). CCC είναι ο κύκλος μετατροπής μετρητών, APD είναι οι ημέρες εξόφλησης των προμηθευτών, ARD είναι οι ημέρες είσπραξης των απαιτήσεων, INVD είναι οι ημέρες παραμονής των αποθεμάτων στην αποθήκη, CR είναι ο δείκτης έμμεσης ρευστότητας, DEBT είναι ο δείκτης χρέους, SALES είναι ο λογάριθμος των πωλήσεων, COUNTRY είναι ψευδομεταβλητή που αναπαριστά την χώρα και D1, D2 είναι ψευδομεταβλητές την ύφεσης και έξαρσης της οικονομίας, αντίστοιχα.

Έχει πραγματοποιηθεί έλεγχος για Ετεροσκεδαστικότητα.

Στις παρενθέσεις αναφέρονται οι πιθανότητες (p-values).

*, **, *** υποδηλώνουν την στατιστική σημαντικότητα σε επίπεδο 10%, 5% και 1% αντίστοιχα.

8. ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Το κεφάλαιο κίνησης ορίζεται ως η διαφορά ανάμεσα στο κυκλοφορούν ενεργητικό και τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις και χρησιμοποιείται για τη χρηματοδότηση των καθημερινών λειτουργιών μιας επιχείρησης λόγω της χρονοκαθυστέρησης που υπάρχει, ανάμεσα στην αγορά των πρώτων υλών και στην είσπραξη του αντίτιμου από την πώληση των ετοιμών προϊόντων. Λόγω του ότι οι περισσότερες επιχειρήσεις επενδύουν τεράστια ποσά στο κεφάλαιο κίνησης, αναμένεται ότι η διαχείριση αυτών των στοιχείων θα επηρεάσει σημαντικά την κερδοφορία των επιχειρήσεων αυτών. Συνεπώς, οι εταιρίες προσπαθούν να πετύχουν τα βέλτιστα επίπεδα του κεφαλαίου κίνησης μέσω της όσο γίνεται πιο αργής εξόφλησης των προμηθευτών, της σύντομης πώληση των αποθεμάτων και της όσο το δυνατόν ταχύτερης συλλογής των απαιτήσεων. Τα βέλτιστα επίπεδα βέβαια, μπορεί να αλλάζουν ανάλογα με τις συνθήκες τις κάθε επιχείρησης. Η έρευνα αυτή εξετάζει την επιρροή που έχουν οι επιχειρηματικοί κύκλοι πάνω στη σχέση του κεφαλαίου κίνησης με την κερδοφορία, χρησιμοποιώντας ένα δείγμα Γερμανικών και Ελληνικών επιχειρήσεων για τα έτη 2009-2016.

Για την μέτρηση του κεφαλαίου κίνησης χρησιμοποιήθηκε ο κύκλος μετατροπής μετρητών (Cash Conversion Cycle), ο οποίος ορίζεται ως το χρονικό διάστημα που παραβάλλεται ανάμεσα στις εκροές μετρητών της επιχείρησης για τη προμήθεια των πρώτων υλών, και τη συλλογή των οφειλών από τις πωλήσεις των ετοιμών προϊόντων. Επιπρόσθετα, για την μέτρηση της κερδοφορίας χρησιμοποιούνται δυο δείκτες, η απόδοση του ενεργητικού (Return on Assets) και το μικτό λειτουργικό εισόδημα (Gross Operating Income).

Στην έρευνα αυτή παρατηρήθηκε ότι ο κύκλος μετατροπής μετρητών έχει αντίστροφη σχέση με την κερδοφορία, η σχέση αυτή υποδεικνύει ότι όσο λιγότερο διαρκεί ο χρόνος ανάμεσα, στην είσπραξη των απαιτήσεων από τους πελάτες και την εξόφληση των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων, τόσο περισσότερο ενισχύεται η κερδοφορία. Αρνητική βρέθηκε να είναι και η σχέση ανάμεσα στην περίοδο είσπραξης των απαιτήσεων και την κερδοφορία όπως και η σχέση μεταξύ της περιόδου μετατροπής των αποθεμάτων και της κερδοφορίας. Αναλυτικότερα, σύμφωνα με τα αποτελέσματα, οι επιχειρήσεις μπορούν να επιτύχουν υψηλότερα επίπεδα κερδών μέσω της

αποτελεσματικής διαχείρισης των αποθεμάτων, και της μείωσης του χρόνου συλλογής των ποσών που της οφείλουν οι πελάτες της. Αντίθετα με τα παραπάνω αποτελέσματα, η σχέση ανάμεσα στην περίοδο εξόφλησης των προμηθευτών και την κερδοφορία, βρέθηκε να είναι θετική. Η σχέση αυτή υποδηλώνει ότι η αναβολή στην εξόφληση των προμηθευτών συμβάλλει στην αύξηση της κερδοφορίας γεγονός που αναμένεται με βάση τα παραπάνω διότι, όσο μεγαλύτερη είναι η περίοδος εξόφλησης των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων τόσο μειώνεται η διάρκεια του κύκλου μετατροπής μετρητών με αποτέλεσμα να αυξάνεται η κερδοφορία. Τα αποτελέσματα αυτά υποδηλώνουν ότι η αποτελεσματική και αποδοτική διαχείριση του κεφαλαίου κίνησης καθώς και η μεμονωμένη διαχείριση των τριών συστατικών στοιχείων του, επιδρούν σε μεγάλο βαθμό πάνω στην κερδοφορία της επιχείρησης.

Η έρευνα αυτή μελετά επίσης, την επίδραση των διάφορων οικονομικών καταστάσεων πάνω στη σχέση της κερδοφορίας και του κεφαλαίου κίνησης. Οι χαμηλές οικονομικές συνθήκες φαίνεται να έχουν αρνητικές επιπτώσεις πάνω στην κερδοφορία. Πιο συγκεκριμένα, η επίδραση της αποδοτικής διαχείρισης των αποθεμάτων και της περιόδου συλλογής των απαιτήσεων πάνω στην κερδοφορία της επιχείρησης, αυξάνεται σε περιόδους ύφεσης της οικονομίας. Παρόλα αυτά, η επίδραση των οικονομικών καταστάσεων δεν φαίνεται να είναι τόσο μεγάλη. Συμπεραίνεται από τα παραπάνω, πως παρόλο που σε περιόδους ύφεσης της οικονομίας ο τρόπος που θα διαχειριστεί το κεφαλαίο κίνησης η διοίκηση, επιδρά λίγο πιο έντονα πάνω στην κερδοφορία, εξίσου σημαντική είναι η αποδοτική διαχείριση του κεφαλαίου κίνησης και σε περιόδους έξαρσης της οικονομίας. Το γεγονός ότι η οικονομικές εξωτερικές συνθήκες είναι πιο καλές δεν σημαίνει ότι η διοίκηση δεν πρέπει να διαχειρίζεται με τον ίδιο ζήλο και με αποτελεσματικές στρατηγικές, το κεφάλαιο κίνησης.

Γενικότερα, τα αποτελέσματα υποδεικνύουν ότι η επένδυση στο κεφάλαιο κίνησης και η ενσωμάτωση της διαχείρισης του στις καθημερινές λειτουργίες της επιχείρησης είναι σημαντική για την αύξηση της κερδοφορίας. Ως αποτέλεσμα, οι επιχειρήσεις πρέπει να συμπεριλαμβάνουν τη διαχείριση του κεφαλαίου κίνησης στο οικονομικό τους πλάνο.

Τέλος, το μέγεθος της επιχείρησης, ο δείκτης χρέους, και ο δείκτης έμμεσης ρευστότητας είναι οι μεταβλητές ελέγχου που χρησιμοποιήθηκαν σε όλα τα υποδείγματα. Τα ευρήματα από τις παλινδρομήσεις δείχνουν ότι η κερδοφορία συνδέεται αρνητικά με τα τραπεζικά δάνεια (μακροπρόθεσμα και βραχυπρόθεσμα) που

έχει στην κατοχή της μια επιχείρηση. Επιπροσθέτως, το μέγεθος της εταιρίας συνδέεται θετικά με την κερδοφορία που σημαίνει ότι η αύξηση των πωλήσεων οδηγεί σε αύξηση της κερδοφορίας και τέλος, τα αποτελέσματα υποδεικνύουν ότι η κερδοφορία αυξάνεται με την αύξηση της ρευστότητας.

9. ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

Atrill, P. 2009, *Financial Management for Decision Makers* 5th Edition. England: Pearson Education Ltd.

Azadegan, A. and D. Pai, 2008, Industrial awards as manifests of business performance: An Empirical Assessment., *Journal of Purchasing and Supply Management* 14 (3), 149-159.

Braun, M. and B. Larrain, 2005, Finance and the business cycle: International, inter-industry evidence. *Journal of Finance* 60 (3), 1097-1128.

Baños-Caballero, S. García-Teruel, P. and Martínez-Solano, P. 2012, How does working-capital management affect the profitability of Spanish SMEs? , *Small Business Economics*, 39, 517-529.

Blinder, A.S. and L.J. Maccini, 1991, The resurgence of inventory research: what have we learned? *Journal of Economic Survey* 5,291–328.

Brennan, M., V. Maksimovic and J. Zechner, 1988, “Vendor financing”, *Journal of Finance* 43, 1127-1141

Charitou, S. E., and P. Lois, 2010, The Effect of Working Capital Management On Firm's Profitability: Empirical Evidence From An Emerging Market, *Journal of Business and Economics Research*, 1-6.

Chiou, J. R., Cheng L., and Wu, H. W, 2006, The determinants of working capital management, *Journal of American Academy of Business* 10 (1), 149-155.

Cumbie, J and J. Donnellan, 2017, The impact of working capital components of firm value in US firms, *International Journal of economics and finance* 9, 138-150.

Deloof. M, 2003, Does working capital management affect profitability of Belgian firms? , *Journal of Business Finance & Accounting* 30 (4), 573-587.

Duggal, R. and M. Budden, 2012, the effects of the great recession on corporate working capital management practices, *International Business & economics research Journal* 11, 753-756.

Emery G. W, 1987, "An Optimal Financial Response to Variable Demand", *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 22, 209-225.

Enow, S. T., and P. Brijlal, 2014, The effect of working capital management on profitability: The case of Small, Medium and Micro Enterprises in South Africa, *Journal of Accounting and Management* 4(2), 7-15.

Enqvist, J., Graham, M., and J. Nikkinen, 2014, The impact of working-capital management on firm profitability in different business cycles: Evidence from Finland. *Research in International Business & Finance*, 32-36.

Garcia-Teruel, P. J., and P. Martinez-Solano, 2007, Effects of working capital management on SME Profitability, *International Journal of Managerial Finance* 3 (2), 164-177.

Ghosh, T. P, 2010, *Accounting and Finance for Managers*. India: Taxman Allied Services Ltd.

Hampton, J. J, 2003, *Financial Decision Making Concepts, Problems and Cases* . New Delhi: Prentice-Hall of India Private Ltd.

Gill, A., Biger N., and N. Mathur, 2010, The relationship between working capital management and profitability: evidence from the United States, *Business and Economics Journal* 10, 1-9.

Hager, H. C. 1976, Cash management and the cash conversion cycle, *Management Accounting* 57 (9), 19-21.

Kamath, R. 1989, How useful are Common Liquidity Measures?, *Journal of Cash Management* 9 (1), 24-28.

Kasozi, J. 2017, the effects of working capital management on profitability: a case of listed manufacturing firms in south Africa, *Investment management and financing inovations*, 14.

- Korajczyk, RA. and Levy, A. 2003, Capital structure choice: macroeconomic conditions and financial constraints. *Journal of Financial Economics* 68(1), 75–109
- Kotler, P. and Keller, K. 2007, a framework for marketing management (3rd edition). Prentice-Hall
- Lazaridis, I. and Tryfonidis, D. 2006, Relationship between working capital management and profitability of listed companies on the Athens Stock Exchange, *Journal of Financial Management & Analysis* 19 (1), 26-35.
- Malgotrzata B. Okreglica, 2014, The economic recession and working capital management of companies in Poland, *journal of international scientific publications* 8
- Mansoori,E. and Muhammad,J. 2012, “The effect of working capital management on firm’s profitability: evidence from Singapore”, *Interdisciplinary Journal of Contemporary Research in Business*, Vol.4 No. 5, 472-486.
- Mathuva (2010), “The influence of working capital management components on corporate profitability: a survey on Kenyan lists firms”, *Research Journal of Business Management* 4(1),1-11.
- Nazir,M.S. and Afza,T. 2009, “Impact of aggressive working capital management policy on firms’ profitability”, *The IUP Journal of Applied Finance*, Vol. 15 No. 8, 19-30.
- 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, 1109-1129
- Nijam, H. M, 2016, Cash conversion cycle, its properties and profitability: Evidence from listed hotel companies in Sri Lanka, *Research Journal of finance and accounting* 7, 23-32.
- Nobanee,H., Abdullatif, M. and AlHajjar,M. 2011, “Cash conversion cycle and firm's performance of Japanese firms”, *Asian Review of Accounting*, Vol. 19 No 2, 147 – 156.
- Ramachadran Azhagaiah and Janakiraman Murlidharan, 2009, “The relationship between working capital management efficiency and EBIT.”, Vol 7

Richards, V. D., and Laughlin, E. J. 1980, A cash conversion cycle approach to liquidity management, *Financial Management* 9 (1), 32-38.

Rustagi, R. P. 1999, *Taxmann's Financial Management Theory, Concepts and Problems*. England: Taxmnn Publication Ltd.

Panigrahi A.K. 2013, Relationship between inventory management and profitability – An empirical analysis of Indian cement companies, *Asia Pacific journal of marketing and management review*, 2(7), 107 – 120.

Padachi Kesseven, 2006, Trends in working capital management and its impact on firms performance: An analysis of Mauritius small manufacturing firms, *International Review of business research papers* 2, 45-58.

Petersen M. A. and R. G. Rajan, 1997, “Trade Credit: Theories and Evidence”, *Review of Financial Studies* 10, 661-691.

Šen, M. and E. Oruč, 2009, Relationship between Efficiency Level of Working Capital Management and Return on Total Assets in Ise, *International Journal of Business and Management* 4 , 109-114.

Shin, H. H., and Soenen, L. 1998, Efficiency of working capital and corporate profitability. *Financial Practice and Education* 8 (2), 37-45.

Smith K. 1980, “Profitability Versus Liquidity Tradeoffs in Working Capital Management”, in *Readings on the Management of Working Capital*. Ed. K. V. Smith, St. Paul, West Publishing Company, 549-562.

Uyar Ali.,2009, The Relationship of cash conversion cycle with firm size and profitability: An empirical investigation in Turkey, *International research Journal of finance and economics* 24.

Wang, Y. J. 2002, Liquidity management, operating performance and corporate value: Evidence from Japan and Taiwan, *Journal of Multinational Financial Management* 12, 159-169.

Weetman, P. 2006, *Financial and Management Accounting. An Introduction*. Fourth Edition. England: Pearson Education Limited.