



**ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ**  
**UNIVERSITY OF PIRAEUS**

## **ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ**

ΤΜΗΜΑ ΟΡΓΑΝΩΣΗΣ ΚΑΙ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ

ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΟ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΣΤΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ- ΟΛΙΚΗ  
ΠΟΙΟΤΗΤΑ ΜΕ ΔΙΕΘΝΗ ΠΡΟΣΑΝΑΤΟΛΙΣΜΟ (MBA ΤQM)

### *Χρηματοοικονομική Ανάλυση Μεταλλευτικών και Μεταλλουργικών Επιχειρήσεων*

ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ

**ΛΕΠΕΝΙΤΣΑ ΑΝΤΙΓΟΝΗ**

Μηχανικός Μεταλλείων Μεταλλουργός ΕΜΠ

ΜΔΕ-ΟΠ 1415

Επιβλέπων: Dr. Τσαγκαράκης Νικόλαος

Καθηγητής Πανεπιστημίου Πειραιώς

ΠΕΙΡΑΙΑΣ, ΟΚΤΩΒΡΙΟΣ 2017



## ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ .....</b>	<b>1</b>
1.1 Στόχοι της Έρευνας.....	1
1.2 Ερευνητικά Ερωτήματα .....	2
1.3 Δομή της Πτυχιακής.....	3
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2 ΜΕΛΕΤΗ ΤΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ REAL ESTATE ΚΑΙ ΤΩΝ ΚΑΤΑΣΚΕΥΑΣΤΙΚΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ .....</b>	<b>5</b>
2.1 Σχέση του Κλάδου Ανάμεσα στον Κλάδο των Κατασκευαστικών Εταιρειών και των Εταιρειών Real Estate.....	5
2.2 Κλάδοι Real Estate και Κατασκευαστικών Εταιρειών στην Ελλάδα Κατά την Περίοδο της Κρίσης .....	9
2.2.1 Ο κλάδος του real estate και το περιβάλλον της κρίσης.....	9
2.2.2 Ο Ελληνικός κατασκευαστικός κλάδος στο περιβάλλον της κρίσης .....	12
2.3 Πρότυπα Ποιότητας ISO και Κατασκευαστικές Εταιρείες.....	14
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3 ΑΝΑΣΚΟΠΗΣΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑΣ .....</b>	<b>20</b>
3.1 Παγκόσμια Χρηματοοικονομική κρίση του 2008.....	20
3.2 Η Παγκόσμια Χρηματοοικονομική Κρίση του 2008 στην Ευρώπη .....	23
3.3 Οι Επιπτώσεις της Παγκόσμιας Κρίσης του 2008 στην Ελληνική Οικονομία .....	26
3.3.1 Η είσοδος της Ελλάδας στην ευρωπαϊκή ένωση και στην ευρωζώνη .....	26
3.3.2 Η οικονομική κρίση στην Ελλάδα.....	27
3.3.3 Πορεία της συνεχιζόμενης ύφεσης στην Ελληνική Οικονομία .....	31
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4 ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ .....</b>	<b>37</b>
4.1 Σχεδιασμός της Έρευνας.....	37
4.2 Ερευνητικά Εργαλεία.....	38
4.3 Θεωρία Χρηματοοικονομικών Δεικτών.....	39
4.3.1 Δείκτες κερδοφορίας .....	39
4.3.2 Δείκτες ρευστότητας .....	41
4.3.3 Δείκτες μόχλευσης .....	43
4.3.4 Δείκτες δραστηριότητας.....	45
4.3.5 Δείκτες ιδιαίτερου ενδιαφέροντος για τον κλάδο των κατασκευών .....	47
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5 ΔΕΔΟΜΕΝΑ .....</b>	<b>49</b>
5.1 Έλαστρον α.β.ε.ε.....	50

5.2	Ελλάκτωρ.....	52
5.3	Ελληνικός Χρυσός (Hellas Gold) .....	53
5.4	J&p αβαξ.....	54
5.5	Lafarge .....	55
5.6	Σιδενόρ.....	56
5.7	Σίδμα (Σιδηρεμπορική Μακεδονίας).....	57
5.8	Τέρνα.....	59
5.9	Τιτάν.....	60
5.10	Χαλυβουργία Ελλάδος α.ε. ....	61
5.11	Χάλυψ Δομικά Υλικά α.ε. ....	64
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6 ΑΝΑΛΥΣΗ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ .....</b>		<b>66</b>
6.1	Δείκτες Κερδοφορίας.....	66
6.1.1	Δείκτης καθαρού κέρδους .....	67
6.1.2	Απόδοση συνολικών στοιχείων ενεργητικού (return on total assets / ROA) .....	69
6.1.3	Απόδοση ιδίων κεφαλαίων (return on total equity / ROE).....	71
6.2	Δείκτες Ρευστότητας.....	73
6.2.1	Current ratio .....	73
6.2.2	Quick ratio.....	77
6.3	Δείκτες Μόχλευσης.....	79
6.3.1	Συνολικός δείκτης χρέους (total debt ratio).....	80
6.3.2	Δείκτης revenue to equity.....	83
6.3.3	Δείκτης TEI (Times Earned Interest) .....	85
6.4	Δείκτες Δραστηριότητας.....	87
6.4.1	Δείκτης ανακύκλωσης των αποθεμάτων (inventory resident period).....	87
6.4.2	Δείκτης περιόδου συλλογής των εισερχομένων (receivables collection period).....	89
6.4.3	Δείκτης περιόδου αποπληρωμής οφειλόμενων υποχρεώσεων .....	91
6.5	Δείκτες Ιδιαίτερης Σημασίας για τον Κλάδο των Κατασκευών.....	93
6.5.1	Δείκτης πάγιων περιουσιακών στοιχείων (fixed asset turnover ratio).....	93
6.5.2	Δείκτης κύκλου εργασιών κεφαλαίου κίνησης (working capital turnover).....	95
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7 ΣΥΝΟΨΗ-ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ .....</b>		<b>98</b>
7.1	Συμπεράσματα και Απαντήσεις στις Ερευνητικές Ερωτήσεις.....	98
<b>ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ.....</b>		<b>103</b>

**ΕΥΡΕΤΗΡΙΟ ΣΧΗΜΑΤΩΝ**

Σχήμα 1. Construction Companies-Portfolio Diversification (EPRA, 2012). .....	6
Σχήμα 2. Επενδύσεις στην ευρωπαϊκή οικονομία (European Public Real Estate Association, 2012).....	7
Σχήμα 3. Ρυθμός μεταβολής των κατοικιών (Mitrakos et al, 2014).....	10
Σχήμα 4. Αγοραπωλησίες ακινήτων στην Ελλάδα πριν και μετά την κρίση (Mitrakos et al, 2014). .....	11
Σχήμα 5. Συνολικές επενδύσεις στον Κατασκευαστικό Κλάδο και στον Κλάδο των Κατοικιών ως ποσοστό του ΑΕΠ 2000 – 2014 ( Mitrakos et al, 2014).....	13
Σχήμα 6. Σύγκριση πορείας του ΑΕΠ μεταξύ Ελλάδος, Ηνωμένου Βασιλείου και χωρών της Ευρωζώνης τα έτη 2007 – 2015, με έτος βάσης το 2007 (Harari, 2015).....	34
Σχήμα 7. Τάσεις Αύξησης των Ποσοστών ανεργίας μεταξύ Ελλάδας, Ευρωζώνης και Ηνωμένου Βασιλείου 2007 – 2015 (Harari, 2015).....	35
Σχήμα 8. Κόστος μονάδας Εργασίας 2000 – 2013, έτος βάσης 2000 (Galenianos, 2015).....	36

**ΕΥΡΕΤΗΡΙΟ ΠΙΝΑΚΩΝ**

Πίνακας 1. Εταιρείες-Δεδομένα έρευνας.....	49
Πίνακας 2. Δείκτης Καθαρού Κέρδους (Return on Sales), (2004 – 2015).....	68
Πίνακας 3. Απόδοση συνολικών στοιχείων ενεργητικού (Return on Assets), (2004 -2015). ....	70
Πίνακας 4. Απόδοση Ιδίων Κεφαλαίων (Return on Total Equity), (2004 -2015). ....	72
Πίνακας 5. Current Ratio, (2004 – 2015).....	75
Πίνακας 6. Quick Ratio, (2004 – 2015). ....	77
Πίνακας 7. Σύγκριση μέσων όρων τιμών Current – Quick Ratios, (2004 – 2015).....	78
Πίνακας 8. Συνολικός Δείκτης Χρέους (Total Debt Ratio), (2004 – 2015). ....	82
Πίνακας 9. Δείκτης Revenue to Equity, (2004-2015). ....	84
Πίνακας 10. Δείκτης TEI, (2004 – 2015).....	86
Πίνακας 11. Δείκτης ανακύκλωσης αποθεμάτων, (2005 – 2015). ....	88
Πίνακας 12. Δείκτης περιόδου συλλογής εισερχομένων από πελάτες και τρίτους, (2005-2015). ....	90
Πίνακας 13. Δείκτης περιόδου αποπληρωμής οφειλόμενων υποχρεώσεων, (2005-2015). ....	91
Πίνακας 14. Κύκλος Μετατροπής Μετρητών, (2005-2015).....	92
Πίνακας 15. Δείκτης Fixed Asset Turnover Ratio, (2004-2015).....	94
Πίνακας 16. Δείκτης κύκλου εργασιών κεφαλαίου κίνησης, (2004-2015). ....	95
Πίνακας 17: Οικονομικά Στοιχεία ΕΛΑΣΤΡΟΝ (σε χιλιάδες Ευρώ), (Οικονομικές καταστάσεις ΕΛΑΣΤΡΟΝ 2004 – 2015).....	114
Πίνακας 18: Οικονομικά Στοιχεία ΕΛΛΑΚΤΩΡ (σε χιλιάδες Ευρώ), (Οικονομικές καταστάσεις ΕΛΛΑΚΤΩΡ 2004 – 2015).....	114
Πίνακας 19: Οικονομικά Στοιχεία HELLAS GOLD (σε χιλιάδες Ευρώ), (Οικονομικές καταστάσεις HELLAS GOLD 2004 – 2015).....	115
Πίνακας 20: Οικονομικά στοιχεία J&P ΑΒΑΞ (σε χιλιάδες Ευρώ), (Οικονομικές καταστάσεις J&P ΑΒΑΞ 2004 – 2015).....	115
Πίνακας 21: Οικονομικά στοιχεία LAFARGE (σε χιλιάδες Ευρώ), (Οικονομικές καταστάσεις LAFARGE 2004 – 2015).....	116
Πίνακας 22: Οικονομικά στοιχεία ΣΙΔΕΝΟΡ (σε χιλιάδες Ευρώ), (Οικονομικές καταστάσεις ΣΙΔΕΝΟΡ 2004 – 2015).....	116
Πίνακας 23: Οικονομικά στοιχεία ΣΙΔΑΜΑ (σε χιλιάδες Ευρώ), (Οικονομικές καταστάσεις ΣΙΔΑΜΑ 2004 – 2015).....	117
Πίνακας 24: Οικονομικά στοιχεία ΤΕΡΝΑ (σε χιλιάδες Ευρώ), (Οικονομικές καταστάσεις ΤΕΡΝΑ 2004 – 2015) ..	117
Πίνακας 25: Οικονομικά στοιχεία ΤΙΤΑΝ (σε χιλιάδες Ευρώ), (Οικονομικές καταστάσεις ΤΙΤΑΝ 2004 – 2015) ....	118
Πίνακας 26: Οικονομικά στοιχεία ΧΑΛΥΒΟΥΡΓΙΑΣ (σε χιλιάδες Ευρώ), (Οικονομικές καταστάσεις ΧΑΛΥΒΟΥΡΓΙΑΣ 2004 – 2015).....	118
Πίνακας 27: Οικονομικά στοιχεία ΧΑΛΥΨ (σε χιλιάδες Ευρώ), (Οικονομικές καταστάσεις ΧΑΛΥΨ 2004 – 2015).....	119

## ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Ο στόχος της παρούσας πτυχιακής είναι η διερεύνηση της οικονομικής κατάστασης των ελληνικών κατασκευαστικών εταιρειών, λαμβάνοντας ιδιαίτερα υπόψη τη συνεχιζόμενη οικονομική ύφεση στην ευρύτερη ελληνική αγορά. Η διεξαγωγή αυτής της έρευνας, έγινε με την συλλογή δευτερογενών δεδομένων από τις ετήσιες εκθέσεις ισολογισμών και αποτελεσμάτων χρήσεως από ένα δείγμα 11 ελληνικών κατασκευαστικών εταιρειών. Ύστερα τη συλλογή των δεδομένων, αυτά επεξεργάστηκαν αναλόγως με τη χρήση χρηματοοικονομικών δεικτών. Μαζί με την έρευνα πραγματοποιήθηκε παράλληλα και μελέτη σχετικά με τα αίτια της παγκόσμιας κρίσης του 2008, την ελληνική οικονομική κρίση, καθώς και τους τρόπους με τους οποίους ο κατασκευαστικός τομέας αλληλοσυνδέεται με την ευρύτερη οικονομία.

Τα δεδομένα συλλέχθηκαν για την περίοδο 2004 έως και 2015. Αυτό έγινε με σκοπό να επιτραπεί και μια σαφέστερη διάκριση σχετικά με τις επιπτώσεις της ελληνικής οικονομικής ύφεσης που ξεκίνησε γύρω στο 2009-2010. Οι κατηγορίες χρηματοοικονομικών δεικτών που χρησιμοποιήθηκαν στην παρούσα πτυχιακή αφορούν την μέτρηση της κερδοφορίας των εταιρειών του δείγματος καθώς και την ρευστότητα τους, την ικανότητα διαχείρισης του χρέους τους, την χρονική περίοδο μετατροπής των αποθεμάτων σε ρευστά, όπως και άλλους δείκτες ιδιαίτερης σημασίας για τον κατασκευαστικό τομέα.

Όσον αφορά τους δείκτες κερδοφορίας των εταιρειών που χρησιμοποιήθηκαν για την παρούσα έρευνα, ήταν αξιοσημείωτο ότι, κατά μέσο όρο, οι αποδόσεις τους μειώθηκαν μεταξύ 2008 και 2009, ενώ μετά το 2010 οι περισσότερες από αυτές παρουσίασαν οικονομικές ζημιές. Όσον αφορά τους δείκτες ρευστότητας, τόσο ο current όσο και ο quick ratio δείχνουν ότι οι εταιρείες τους δείγματος μπορούν κατά μέσο όρο να εκπληρώσουν τις υποχρεώσεις τους έναντι τρίτων, όπως π.χ. προς τους προμηθευτές τους. Ωστόσο, οι μέσες τιμές αυτών των δεικτών είναι οριακά πάνω από την τιμή του "1", γεγονός που σημαίνει ότι αντιμετωπίζουν γενικά δυσκολίες, οι οποίες πιθανότατα θα ενταθούν εάν εξακολουθήσουν να υφίστανται οι δυσμενείς οικονομικές συνθήκες. Όσον αφορά τους δείκτες διαχείρισης του χρέους, φαίνεται ότι η μέση τιμή του δείκτη μόχλευσης αυξάνει μετά το 2010, ενώ η μέση τιμή του δείκτη εξυπηρέτησης τόκων μειώνεται. Αυτό δείχνει ενδεχομένως ότι οι εταιρείες του δείγματος οδηγήθηκαν στο να λάβουν μεγαλύτερο δανεισμό ώστε να αντιμετωπίσουν οικονομικά ζητήματα. Όμως από την άλλη η φθίνουσα κερδοφορία δείχνει ότι ενδέχεται να έχουν πρόβλημα στο μέλλον να εξυπηρετήσουν τις υποχρεώσεις τους έναντι των πιστωτών, αυξάνοντας έτσι τους πιθανούς κινδύνους πτώχευσης. Ο χρόνος μετατροπής των αποθεματικών σε ρευστά είχε ανοδικές τάσεις μέχρι και το 2013, κάτι που σημαίνει ότι οι εταιρείες χρειάζονταν μεγαλύτερο χρονικό διάστημα για να συγκεντρώσουν μετρητά από τους πελάτες τους, με τις τιμές όμως αυτών των δεικτών να παρουσιάζονται μειωμένες το 2014 και το 2015. Οι δείκτες ανακύκλωσης των αποθεμάτων και περιόδου συλλογής των εισερχομένων εμφάνισαν σημαντικές αυξητικές τάσεις μετά το 2008, υποδεικνύοντας πιθανή μείωση της ζήτησης για τις υπηρεσίες / προϊόντα των κατασκευαστικών εταιρειών. Ο δείκτης της περιόδου αποπληρωμής οφειλόμενων υποχρεώσεων παρουσιάζει επίσης αυξητικές τάσεις μετά το 2008. Ωστόσο, οι τάσεις του τελευταίου δείκτη μπορούν να ωφελήσουν τις κατασκευαστικές εταιρείες, καθώς ενισχύουν τη ρευστότητα τους, παρέχοντας παράλληλα ενδείξεις σχετικά με τη διαπραγματευτική ισχύ που έχουν με τους προμηθευτές τους. Η μελέτη του δείκτη παγίων περιουσιακών στοιχείων έδειξε ότι οι εταιρείες του δείγματος, μετά το 2010, δεν χρησιμοποιούν με αρκετά αποτελεσματικό τρόπο τα περιουσιακά τους στοιχεία για τη δημιουργία

πωλήσεων, καθώς η μέση τιμή του έχει καθοδικές τάσεις. Το ίδιο ισχύει και για τον δείκτη κύκλου εργασιών κεφαλαίου κίνησης, του οποίου η μέση τιμή μειώνεται μετά το 2011, κάτι που σημαίνει επίσης ότι οι εταιρείες του δείγματος δεν χρησιμοποιούν το κεφάλαιο κίνησης με ιδιαίτερα αποτελεσματικό τρόπο για τη δημιουργία πωλήσεων.

Γενικά, οι περισσότεροι οικονομικοί δείκτες που εξετάστηκαν στην παρούσα πτυχιακή δείχνουν αρνητικές τάσεις μετά το 2009-2010, κάτι το οποίο μπορεί να αποδοθεί ευλόγως στην συνεχιζόμενη κρίση που υφίσταται η ελληνική οικονομία. Ορισμένοι δείκτες παρουσιάζουν πιο ευνοϊκές τάσεις κατά την περίοδο 2014-2015. Ωστόσο, η συγκεκριμένη έρευνα δεν έχει συνυπολογίσει την πλήρη επίπτωση γεγονότων που έλαβαν χώρα μέσα στο 2015 και μετά, όπως η επιβολή κεφαλαιακών ελέγχων από ελληνικές τράπεζες, καθώς είναι ακόμη σχετικά πρόσφατα.



## ABSTRACT

The goal of this dissertation, is to conduct an examination of the economic situation of Greek construction companies, taking into account the ongoing Greek economic recession. In order to conduct this analysis, secondary data were gathered from financial reports of a sample of 11 Greek construction companies and it was processed accordingly through the use of financial ratios. According to that, a discussion took place in this research about the causes of the global crisis of 2008, as well as the Greek crisis and the ways that the construction sector is interconnected with the wider economy of a European nation.

The financial reports were gathered in annual intervals for the period from 2004 to 2015. This was done so, in order to provide a more clear distinction about the effects of the Greek economic recession which commenced around 2009-10. The categories of financial ratios that were employed, measured the companies' profitability, liquidity, debt management, the cash conversion cycle, as well as other ratios important for the construction sector.

Concerning the profitability ratios of the companies used for the present research, it was notable that, on average, the returns of them declined between 2008 and 2009, while after 2010 most of them sustained financial losses. Regarding their liquidity ratios, both their current and quick ratios indicate that the sample companies can, on average, meet with their obligations towards third parties, such as suppliers. However, the average values of these ratios are marginally over the value of "1", meaning that they generally face difficulties, and if the adverse economic conditions continue, they might encounter increased risk. Regarding the debt management ratios, it is shown that the debt/asset ratios are increasing after 2010, while the values of Times-earned-interest ratio decrease. This possibly indicates that the sample companies result in raising their debt for facing economic issues. However, the declining profitability shows that they might have problems in the future in regards to serving their interest obligations towards creditors, increasing, thus, possible risks of bankruptcy. The Inventory Resident period and the Receivables collection period ratios showed significant increasing trends after 2008, indicating a possible decline in demand for the services/products of the construction companies. The Days payable outstanding ratio, presents also increasing trends after 2008. However, these can be beneficial for the construction companies, as they strengthen their liquidity, while also indicating their negotiating power with their counterparties. The cash conversion cycle had an increasing trend up until 2013, meaning that the companies required a larger period to gather cash from their clients, with its values declining on 2014 and 2015. The examination of the fixed asset turnover ratio, post 2010, showed that the companies in the sample do not use their assets for generating sales in a very efficient manner. The same holds true for the working capital turnover ratio, as it declines after 2011, meaning that the companies in the sample do not use their working capital in a very efficient manner for generating sales.

Generally, the majority of the financial ratios examined show negative trends after 2009-10, which could be reasonably attributed to the Greek economic crisis. Certain ratios indicate a rise in the period 2014-15. However, one should consider that the examination cannot capture in the full extent events that took place in 2015, such as the imposition of capital controls in the Greek banks, as they are relatively recent. Further research should take such events into account. It is also suggested that an econometric approach should be used in order to establish causal relationships for the variables that affect ratios such

as the profitability of a construction company, both in a micro and macro level, in order to gain a better understanding of the sector's dynamics.

---

# ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1

## ΕΙΣΑΓΩΓΗ

### 1.1 Στόχοι της Έρευνας

Ο κύριος στόχος της παρούσας πτυχιακής είναι να διεξάγει μια μελέτη σε ένα δείγμα από εταιρείες του ελληνικού κατασκευαστικού κλάδου ώστε να διερευνήσει πιθανές επιπτώσεις από την τρέχουσα ελληνική οικονομική κρίση. Οι οικονομικές κρίσεις μπορούν να διαχωριστούν σε τρεις διαφορετικές κατηγορίες: τις νομισματικές, τραπεζικές/χρηματοοικονομικές και τις κρίσεις για την αδυναμία κάλυψης του δημόσιου χρέους (Busuioc-Witowski, 2010). Παρόλο που η κρίση του 2008 των ΗΠΑ κατατάσσεται στις χρηματοοικονομικές κρίσεις, η ελληνική περίπτωση πλησιάζει περισσότερο στην κρίση αδυναμίας κάλυψης των υποχρεώσεων του δημόσιου χρέους προς τους δανειστές. Οι οικονομικές κρίσεις επίσης φαίνεται πως ακολουθούν την κυκλική φύση των οικονομικών διαδικασιών, και χαρακτηρίζουν την περίοδο της ύφεσης. Έτσι, αυτή η περίοδος χαρακτηρίζεται από χαμηλή κατανάλωση και αρνητικές προσδοκίες, μέχρι να επανέλθει σε φάση ανόδου (Busuioc-Witowski, 2010).

Ανεξάρτητα από τους λόγους που δημιούργησαν την οικονομική κρίση, οι επιπτώσεις σταδιακά προχωράνε από τις χρηματαγορές στην πραγματική οικονομία (Hegedus et al., 2011), πλήττοντας μεταξύ άλλων και τις κατασκευαστικές εταιρείες. Η περίπτωση όμως των κατασκευαστικών εταιρειών είναι ιδιαίτερη, καθώς οι δυσκολίες που αντιμετωπίζουν δεν περιορίζονται μόνο σε αυτές. Αντιθέτως επηρεάζουν και μια σειρά από άλλους μετέχοντες σε αυτήν την αγορά, όπως επιχειρήσεις φορείς του δημόσιου και ιδιωτικού τομέα, καθώς και ιδιώτες πολίτες (Kwon et al, 2013).

Όπως φαίνεται, ο ρόλος των κατασκευαστικών εταιρειών είναι σημαντικός μέσα σε μια οικονομία, καθώς με την δράση τους παρέχουν τη δυνατότητα για διενέργεια επενδύσεων σε διάφορους συμμετέχοντες στην οικονομία, ξεκινώντας από τους ιδιώτες και φτάνοντας στον κρατικό μηχανισμό. Με αυτό τον τρόπο, η οικονομική δραστηριότητά τους μπορεί να θεωρηθεί και ως ένας δείκτης για τις ευρύτερες τάσεις της οικονομίας. Θα μπορούσε εύκολα να γίνει η υπόθεση πως σε μια οικονομία με θετικές προοπτικές, ο κλάδος των κατασκευαστικών επιχειρήσεων θα παρουσιάζει

ευνοϊκούς χρηματοοικονομικούς δείκτες, καθώς θα υπάρχει μεγαλύτερο κίνητρο για διενέργεια επενδύσεων. Από την άλλη σε μια οικονομία που είναι σε καθεστώς ύφεσης, οι κατασκευαστικές εταιρείες θα παρουσιάζουν μη ευνοϊκούς χρηματοοικονομικούς δείκτες.

Συνοψίζοντας τα ανωτέρω, σκοπός της παρούσας πτυχιακής είναι η μελέτη συγκεκριμένων χρηματοοικονομικών δεικτών από ένα δείγμα ελληνικών κατασκευαστικών εταιρειών, έτσι ώστε να καταγραφούν οι τάσεις του συγκεκριμένου, έχοντας υπόψη τον παράγοντα της ελληνικής οικονομικής κρίσης.

## **1.2 Ερευνητικά Ερωτήματα**

Με βάση το πλαίσιο της πτυχιακής που παρουσιάστηκε στην προηγούμενη ενότητα, σε αυτό το κομμάτι, θα παρουσιαστούν οι ερευνητικές ερωτήσεις στις οποίες σκοπεύει να δώσει μια απάντηση η παρούσα μελέτη. Το κύριο εργαλείο με το οποίο θα λάβει χώρα η επεξεργασία των δεδομένων και η παρουσίαση των αποτελεσμάτων θα είναι αυτό των χρηματοοικονομικών δεικτών. Μέσω αυτών θα μελετηθούν οι τάσεις των επιχειρήσεων κατά την περίοδο 2004 έως και 2015. Έμφαση θα δοθεί όχι μόνο στο οικονομικό έτος του 2008, όπου έλαβε χώρα και η παγκόσμια χρηματοοικονομική κρίση, αλλά και στα έτη 2009 που ήταν η χρονιά εκκίνησης της ελληνικής κρίσης και του 2010 όπου η ελληνική οικονομία έλαβε οικονομική υποστήριξη μέσω του πρώτου Μνημονίου όπου και ξεκίνησε η εφαρμογή πολιτικής δημοσιονομικής λιτότητας, ώστε να καταστεί η οικονομία βιώσιμη. Με βάση αυτό, το έτος 2009 θα οριστεί ως το κρίσιμο σημείο για την παρούσα έρευνα. Έτσι το χρονικό διάστημα από το 2004 μέχρι και το 2009 θα αφορά την περίοδο προ της κρίσης, ενώ το διάστημα 2009 μέχρι και το 2015 θα είναι το διάστημα που η ελληνική οικονομία είναι σε καθεστώς κρίσης/ύφεσης.

Χρησιμοποιώντας αυτόν τον χρονικό διαχωρισμό, η δραστηριότητα του δείγματος των εταιρειών του κατασκευαστικού κλάδου θα μελετηθεί ώστε να καταγραφούν τόσο οι τάσεις τους, όσο και τυχόν επιπτώσεις της οικονομικής κρίσης.

Η κύρια ερώτηση που θα επιχειρήσει να απαντήσει η παρούσα πτυχιακή είναι:

- Επηρέασε η ελληνική κρίση την οικονομική δραστηριότητα των κατασκευαστικών επιχειρήσεων του δείγματος με εμφανή τρόπο;

Για να απαντηθεί αυτή η ερώτηση θα απαντηθούν πρώτα τέσσερεις υπο-ερωτήσεις:

1. Επηρέασε η ελληνική κρίση την κερδοφορία των κατασκευαστικών επιχειρήσεων του δείγματος με εμφανή τρόπο;
2. Επηρέασε η ελληνική κρίση την ικανότητα των κατασκευαστικών επιχειρήσεων του δείγματος να ανταποκριθούν στις διάφορες υποχρεώσεις τους προς τρίτους με εμφανή τρόπο;
3. Επηρέασε η ελληνική κρίση την εμπορική δραστηριότητα των κατασκευαστικών επιχειρήσεων του δείγματος με εμφανή τρόπο;

### **1.3 Δομή της Πτυχιακής**

Έχοντας αναφερθεί στους στόχους και στις ερωτήσεις που έχει ως σκοπό να απαντήσει η έρευνα σε αυτό το σημείο θα γίνει η παρουσίαση της δομής της παρούσας πτυχιακής. Στο δεύτερο κεφάλαιο θα γίνει μια παρουσίαση των εταιρειών που δραστηριοποιούνται στον κλάδο του real estate καθώς και του κλάδου των κατασκευαστικών εταιρειών. Ιδιαίτερη έμφαση θα δοθεί στις τάσεις που παρουσιάζουν μέσα στο περιβάλλον της ελληνικής κρίσης. Παρόλο που η έρευνα αυτή καθ' αυτή θα εστιάσει μόνο στις κατασκευαστικές επιχειρήσεις, θεωρήθηκε ως σημαντικό σε αυτό το κεφάλαιο να εξεταστεί και η σχέση τους με τις επιχειρήσεις real estate, για τον κύριο λόγο ότι οι δύο συγκεκριμένοι τύποι επιχειρήσεως λειτουργούν συμπληρωματικά ο ένας ως προς τον άλλον. Επιπλέον σε αυτό το κεφάλαιο θα συζητηθεί και η σημασία των προτύπων ποιότητας ISO για τις κατασκευαστικές εταιρείες, καθώς μπορούν να αποτελέσουν ένα στοιχείο που να τονώσει την ανταγωνιστική θέση μιας επιχείρησης στην αγορά. Στο τρίτο κεφάλαιο θα λάβει χώρα το κομμάτι της βιβλιογραφικής ανασκόπησης. Σε αυτό το σημείο η έμφαση θα δοθεί στο ευρύτερο φαινόμενο της παγκόσμιας οικονομικής κρίσης του 2008 καθώς και της ελληνικής κρίσης/ύφεσης η οποία συνεχίζεται μέχρι και την παρούσα στιγμή. Ο λόγος για την εξέταση αυτών των κρίσεων είναι επειδή οι κατασκευαστικές εταιρείες δεν λειτουργούν απομονωμένα από την υπόλοιπη οικονομία. Αντιθέτως, οι κατασκευαστικές εταιρείες έχουν ένα ιδιαίτερα σημαντικό ρόλο καθώς οι υπηρεσίες τους αφορούν τόσο τον ιδιώτη καταναλωτή με την κατασκευή κατοικιών, όσο και τον ευρύτερο ιδιωτικό και τον δημόσιο τομέα, καθώς παρέχουν υπηρεσίες κατασκευής διάφορων εγκαταστάσεων που λειτουργούν ως επενδύσεις.

Στο τέταρτο κεφάλαιο θα συζητηθεί τόσο η μεθοδολογία, όσο και τα ερευνητικά εργαλεία τα οποία θα χρησιμοποιηθούν για την διενέργεια της έρευνας και την εξαγωγή συμπερασμάτων. Πιο συγκεκριμένα θα συζητηθούν οι λόγοι για τους οποίους επιλέχθηκε η χρήση δευτερογενών δεδομένων, οι εταιρείες που χρησιμοποιήθηκαν στην έρευνά και οι πηγές από τις οποίες βρέθηκαν τα σχετικά δεδομένα. Επιπλέον θα παρουσιαστούν και οι δείκτες οι οποίοι θα χρησιμοποιηθούν, ενώ θα επεξηγηθούν ο τρόπος υπολογισμού, καθώς και η λειτουργία τους ως προς την πληροφόρηση που παρέχουν.

Στο πέμπτο κεφάλαιο θα λάβει χώρα μια παρουσίαση των εταιρειών που αποτελούν το δείγμα και το οποίο χρησιμοποιήθηκε στην πτυχιακή. Σκοπός αυτού του κεφαλαίου είναι να γίνουν εμφανείς οι επιχειρηματικές δραστηριότητες τις οποίες πραγματοποιεί κάθε μία από τις εταιρείες που μελετώνται στην παρούσα έρευνα.

Στο έκτο κεφάλαιο θα παρουσιαστούν, και θα σχολιαστούν τα αποτελέσματα που προκύπτουν από την χρήση των αριθμοδεικτών, με βάση τα οικονομικά δεδομένα των εταιρειών. Η σύγκριση θα λάβει χώρα τόσο κατά την διάρκεια των ετών για τα οποία μελετάται η λειτουργία μιας επιχείρησης, όσο και μεταξύ των εταιρειών του δείγματος. Σκοπός είναι να αναγνωριστούν ενδεχόμενες τάσεις, έχοντας πάντα υπόψιν και τον παράγοντα της κρίσης/ύφεσης που αντιμετωπίζει η ελληνική οικονομία.

Το έβδομο κεφάλαιο είναι και το τελευταίο της πτυχιακής. Εκεί θα συνοψιστούν τα στοιχεία που έχουν προκύψει από την έρευνα και θα εξαχθούν και συμπεράσματα.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2

# ΜΕΛΕΤΗ ΤΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ REAL ESTATE ΚΑΙ ΤΩΝ ΚΑΤΑΣΚΕΥΑΣΤΙΚΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ

Σκοπός αυτού του κεφαλαίου είναι η μελέτη δυο κλάδων που συσχετίζονται άμεσα και είναι ο κλάδος των εταιριών real estate, καθώς και ο κλάδος των κατασκευαστικών εταιρειών, με τον δεύτερο κλάδο να είναι και το κυρίως αντικείμενο της παρούσας μελέτης. Πέρα από την ευρύτερη μελέτη της δυναμικής σχέσης τους, οι δυο κλάδοι θα εξεταστούν και υπό το πρίσμα της ελληνικής αγοράς και της οικονομικής κρίσης που αντιμετωπίζει. Τέλος, σε αυτό το κεφάλαιο θα εξεταστεί και η σημασία των προτύπων ποιότητας ISO, καθώς μπορούν να αποτελέσουν ένα σημαντικό στοιχείο το οποίο μπορεί να ενισχύσει την ανταγωνιστικότητα μιας επιχείρησης του κλάδου.

### **2.1 Σχέση του Κλάδου Ανάμεσα στον Κλάδο των**

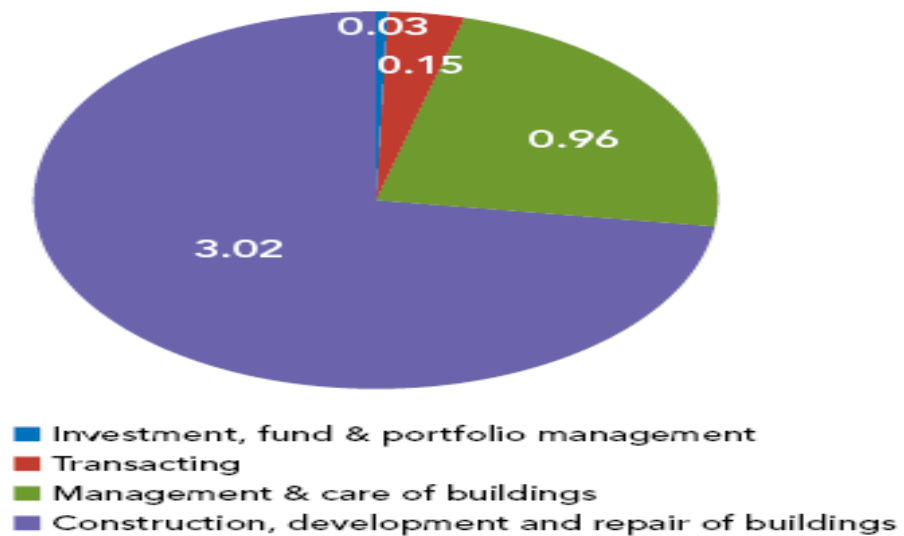
### **Κατασκευαστικών Εταιρειών και των Εταιρειών Real Estate**

Σε αυτό το υποκεφάλαιο θα εξεταστεί ο κλάδος του real estate. Αυτό γιατί ο συγκεκριμένος συνδέεται άμεσα με τον κατασκευαστικό κλάδο, αλλά συνέβαλλε και στην δημιουργία της παγκόσμιας χρηματοοικονομικής κρίσης του 2008. Ως συνέπεια αυτού οι όποιες αρνητικές επιπτώσεις επέφερε, επηρέασαν αρνητικά και τον κατασκευαστικό κλάδο.

Σύμφωνα με σχετικές έρευνες στα πλαίσια της Ευρωπαϊκής οικονομίας, έχει παρατηρηθεί ότι ο κλάδος του real estate σε όλες του τις μορφές συμβάλλει περί το 20% στην οικονομική δραστηριότητα. Περαιτέρω αυτού, η εμπορική δραστηριότητα αυτού του τομέα υπολογίστηκε ότι συνέβαλε περί τα 285 δισεκατομμύρια ευρώ στην Ευρωπαϊκή οικονομία το 2011, δηλαδή σε μια περίοδο που αρκετές χώρες φαινόταν να έχουν ξεπεράσει την κρίση του 2008. Αυτό το ποσό αντιστοιχούσε στο 2.5% του συνόλου της Ευρωπαϊκής οικονομίας το οποίο ήταν μεγαλύτερο από το άθροισμα των ευρωπαϊκών τομέων της παραγωγής αυτοκινήτων, και των τηλεπικοινωνιών. Χαρακτηριστικό είναι επίσης ότι ο τομέας του real estate είναι υπεύθυνος για την άμεση απασχόληση περισσότερων από τέσσερα εκατομμύρια εργαζόμενους, ενός αριθμού

μεγαλύτερου από τους δυο προαναφερθέντες κλάδους, αλλά και από τον κλάδο των τραπεζών (EPRA, 2012) .

Το μεγαλύτερο πλήθος των εργαζομένων, όπως φαίνεται και από το Σχήμα 1, είναι στον τομέα της κατασκευής και επισκευής κτιρίων. Αυτό δείχνει επιπλέον τη σημαντική σύνδεση που έχουν οι κλάδοι του real estate και των κατασκευών και γιατί είναι σημαντικό ο πρώτος κλάδος να εξεταστεί, ώστε να γίνουν πιο κατανοητές οι επιπτώσεις που έχουν οι μεταβολές του στον δεύτερο. Ο δεύτερος κλάδος, που απέχει σημαντικά όμως από τον αριθμό των εργαζομένων στις κατασκευές κτιρίων, είναι αυτός της συντήρησης και διοίκησης των εμπορικών ακινήτων, που πραγματοποιείται είτε από τους ιδιοκτήτες τους είτε από εξειδικευμένα και υπεύθυνα άτομα που έχουν διοριστεί από τους ιδιοκτήτες. Το κομμάτι των επενδύσεων και της διαχείρισης χρηματοοικονομικών προϊόντων και χαρτοφυλακίων αφορά μικρότερο αριθμό εργαζομένων. Αυτό το κομμάτι έχει σημαντικά δυσανάλογες επιπτώσεις πάνω στην αγορά, τόσο θετικές αναφορικά με την δημιουργία υψηλής προστιθέμενης αξίας, όσο και αρνητικές όπως φάνηκε με την πρόσφατη παγκόσμια κρίση.



**Σχήμα 1. Construction Companies-Portfolio Diversification (EPRA, 2012).**

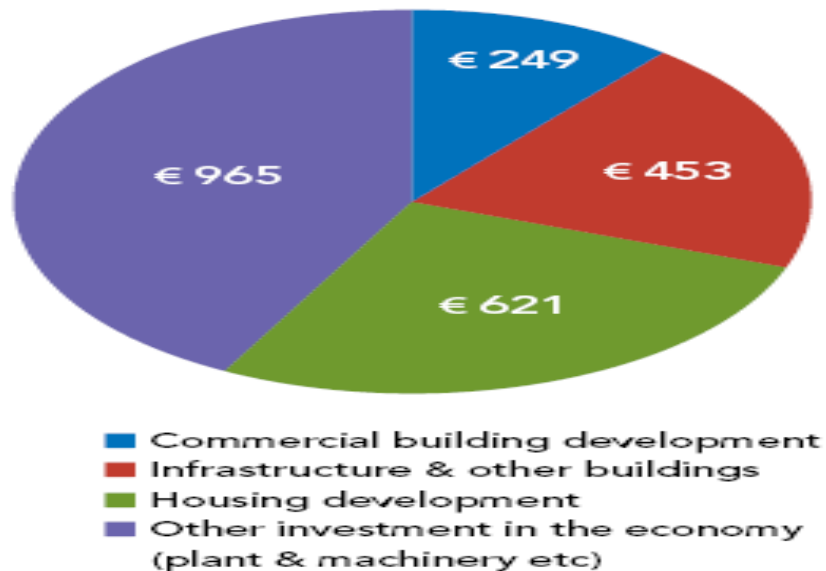
Ιδιαίτερη σημασία έχει επίσης το μέγεθος των επενδύσεων σχετικά με τα νέα εμπορικά ακίνητα, καθώς και αυτών που γίνονται για την ανανέωση και επέκταση των ήδη υπάρχοντων, και που φτάνει κατά ετήσιο μέσο όρο το ποσό των 250 δισεκατομμυρίων ευρώ, κάτι που αντιπροσωπεύει περισσότερο από 10% των συνολικών επενδύσεων στην



ευρωπαϊκή οικονομία. Πέρα από τις επενδύσεις στα εμπορικά ακίνητα, οι επενδύσεις σε άλλες μορφές ακινήτων, υποδομών και κατοικιών είναι εξίσου σημαντικές, με το σύνολό τους να φτάνει στο ένα τρισεκατομμύριο ευρώ, ενώ όταν συνυπολογιστούν σε αυτές και το κομμάτι των εμπορικών ακινήτων, φτάνουν στο 60% των κεφαλαιακών επενδύσεων στην Ευρωπαϊκή οικονομία. Ενδεικτικό για τα προηγούμενα είναι τα στοιχεία που παρουσιάζονται στο ακόλουθο Σχήμα 2.

Το ότι η κρίση του 2008 στην Ευρώπη προκλήθηκε από τις μεταβολές στις τιμές των ακινήτων, δεν είναι κάτι το πρωτοφανές. Γενικά, σύμφωνα με προϋπάρχουσες μελέτες των Bordo & Jeanne (2002), Reinhart & Rogoff (2008) και Crowe et al. 2013, η οικονομική ιστορία δείχνει ότι αρκετές από τις ισχυρότερες συστημικές χρηματοοικονομικές κρίσεις είχαν στενή σχέση με τις μεταβολές των κυκλικών μεταβολών των αγορών ακινήτων. Υπό αυτή την άποψη, η κρίση που ξεκίνησε στις ΗΠΑ το 2007, δεν κατέδειξε κάτι το πρωτότυπο, αλλά αντιθέτως, επιβεβαίωσε μια κανονικότητα του κλάδου ως προς αυτό το σημείο.

**Investment in the economy (€ billion gross capital formation, three-year average)**



**Σχήμα 2. Επενδύσεις στην ευρωπαϊκή οικονομία (European Public Real Estate Association, 2012).**

Σύμφωνα με την έρευνα του Hartman (2015) για την ΕΚΤ, καταλήγουν στο ότι οι αγορές ακινήτων όσο και ο κατασκευαστικός κλάδος, έχουν σημαντικό «συστημικό ρίσκο». Η έννοια του συστημικού ρίσκου αφορά περιπτώσεις που η κατάρρευση ενός κλάδου ή μιας αγοράς μπορεί να έχει έναν σημαντικά αρνητικό αντίκτυπο στην ευρύτερη οικονομία (Bodie et al, 2011). Το τελευταίο φάνηκε καθαρά από την ευρεία και σημαντική κρίση του 2008. Σύμφωνα με τον Hartman (2015) οι τέσσερις λόγοι που δημιουργούν το συστημικό ρίσκο στους δυο προαναφερθέντες κλάδους είναι οι ακόλουθοι:

- Η μεγάλη σημασία τους στην ευρύτερη οικονομία. Αυτό σημαίνει πως τυχόν σημαντικές αρνητικές μεταβολές σε αυτόν τον κλάδο μπορούν να διαχυθούν σε ολόκληρη την οικονομία
- Η χρηματοδότηση, τόσο για τις κατασκευαστικές επενδύσεις, όσο και για την αγορά κατοικιών που γίνεται με υψηλά ποσοστά δανειακής μόχλευσης
- Οι σχετικά αργές προσαρμογές στο κομμάτι της προσφοράς σε αυτούς τους κλάδους, λόγω της διάρκειας της χρονικής περιόδου που απαιτείται για την κατασκευή ακινήτων
- Το γεγονός ότι η ιδιοκτησία ενός ακινήτου δεν είναι εύκολα διαιρέσιμη

Γενικά, οι αγορές ακινήτων έχουν ακολουθήσει διαφορετικές πορείες, μεταξύ των ευρωπαϊκών κρατών, ύστερα από το 2002. Συγκεκριμένα, οι πορείες που έχουν παρατηρηθεί μπορούν να χωριστούν σε τρεις διαφορετικές κατηγορίες (Hartman, 2015):

- Σε χώρες όπως η Ελλάδα, η Ιρλανδία και η Ισπανία, μεταξύ άλλων, παρατηρήθηκε μία σημαντική άνοδος, η οποία την περίοδο της κρίσης ακολουθήθηκε από απότομη πτώση,
- Σε χώρες όπως το Βέλγιο, η Φιλανδία και η Ελβετία, μεταξύ άλλων, παρουσίασαν μια σχετικά σταθερή ανάπτυξη, και
- Σε χώρες όπως η Γερμανία και η Πορτογαλία, μεταξύ άλλων, που παρατηρήθηκαν σχετικά μικρές μεταβολές.

Με την χρήση οικονομικών μοντέλων και δεικτών, αρκετές ευρωπαϊκές χώρες δείχνουν μια σταθερή αλλά σημαντική υπερεκτίμηση των αξιών των ακινήτων, πριν το ξέσπασμα της παγκόσμια κρίσης. Ανάμεσα σε αυτές τις χώρες ήταν και το Βέλγιο, η Δανία, η Γαλλία, η Ιρλανδία, η Ολλανδία, η Ισπανία, η Σουηδία και το Ηνωμένο Βασίλειο. Παρόλα αυτά, σχετικά πρόσφατα, στις αρχές του 2014, αυτή η υπερεκτίμηση των αξιών ήταν εμφανής στην περίπτωση της Σουηδίας, ενώ στην περίπτωση της Γερμανίας παρατηρήθηκε μια σημαντική τάση για αύξηση των τιμών τους.

Έχοντας εξετάσει την σημασία αμφοτέρων των προαναφερθέντων κλάδων στην Ευρωπαϊκή οικονομία, η διατριβή θα προχωρήσει με την εξέτασή τους στα πλαίσια της ελληνικής οικονομίας με έμφαση στα τελευταία έτη της κρίσης.

## **2.2 Κλάδοι Real Estate και Κατασκευαστικών Εταιρειών στην Ελλάδα Κατά την Περίοδο της Κρίσης**

### **2.2.1 Ο κλάδος του real estate και το περιβάλλον της κρίσης**

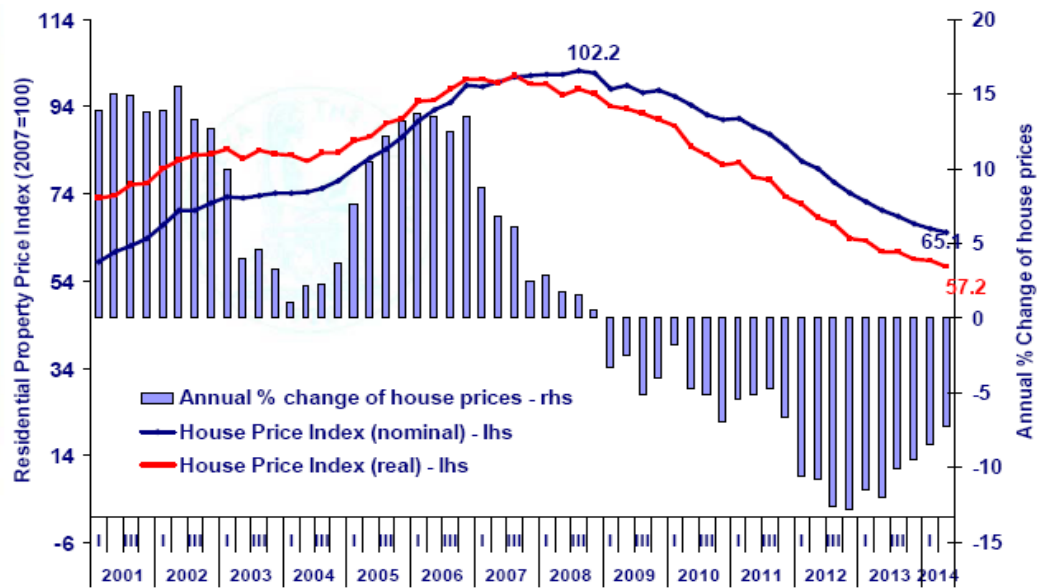
Ξεκινώντας από τον κλάδο των πωλήσεων ακινήτων, μέχρι και το έτος 2014, και πάντα με στοιχεία από έρευνα των Mitrakos et al (2014) για λογαριασμό της Τράπεζας της Ελλάδος, οι αγορές ακινήτων και κατασκευαστικών εταιρειών παρουσιάζουν τα ακόλουθα χαρακτηριστικά:

- Υψηλό ποσοστό ιδιοκτησίας κατοικιών, το οποίο ανέρχεται σε επίπεδα άνω του 80%
- Χαμηλά επίπεδα κινητικότητας και όγκου συναλλαγών μέσω του χρηματιστηρίου
- Κατακερματισμένη αγορά της βιομηχανίας κατασκευών ιδιαίτερα όσον αφορά την αγορά των κατοικιών
- Δυσχέρειες στην παρακολούθηση των πραγματικών τιμών στις οποίες λαμβάνουν χώρα οι συναλλαγές στον κλάδο
- Μη ομοιογένεια του προϊόντος, τόσο στον τομέα των κατοικιών όσο και των εμπορικών ακινήτων

- Σημαντικές επιπτώσεις από την επίδραση φορολογικών και οικονομικών, όπως για παράδειγμα της φορολογίας του ΕΝΦΙΑ

Ειδικά ως προς το τελευταίο σημείο, οι συνεχείς αλλαγές στη φορολογική νομοθεσία, δημιουργούν μια αβεβαιότητα στην αγορά και επηρεάζουν αρνητικά την επιχειρηματική εμπιστοσύνη. Όσο διαρκεί αυτή η κατάσταση, αναμένεται επιδείνωση των επιπτώσεων της επί των συναλλαγών στους τομείς των ακινήτων, επηρεάζοντας ανάλογα και τους τομείς των κατασκευαστικών επιχειρήσεων, real estate, όσο και άλλων συσχετιζόμενων (Kalfamanoli & Vlamis, 2008).

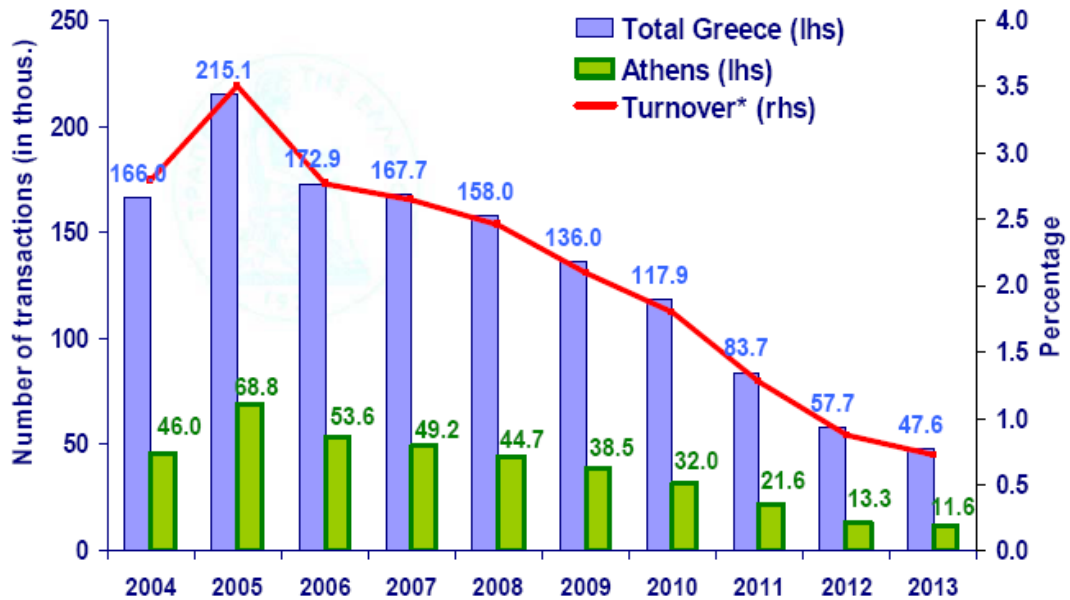
Έχοντας υπόψη τα ανωτέρω στοιχεία της ελληνικής αγοράς ακινήτων, οι Mitrakos et al (2014), διεξήγαγαν επίσης έρευνα και απεικόνισαν στο Σχήμα 3, τον ρυθμό μεταβολής των τιμών των κατοικιών στην Ελληνική αγορά κατά την περίοδο 2001 – 2014.



**Σχήμα 3. Ρυθμός μεταβολής των κατοικιών (Mitrakos et al, 2014).**

Όπως είναι εμφανές, οι τιμές τους ήταν ανοδικές μέχρι και την περίοδο 2007-2008. Ύστερα από αυτή την περίοδο μειώθηκαν ραγδαία. Αυτή η απαξίωση των τιμών τους είχε και ως αποτέλεσμα κάποιος που έχει λάβει δάνειο για την αγορά κατοικίας πριν το 2007, να καλείται να το αποπληρώσει σε εκείνη την υψηλή αξία, ενώ η πραγματική του ίδιου ακινήτου έχει υποτιμηθεί σημαντικά. Αυτό εγείρει επιπλέον ζήτημα σχετικά με την

ικανότητα όσων έχουν λάβει δάνειο για την αποπληρωμή του, όσο και για την ποιότητα των στοιχείων ενεργητικού των τραπεζών.



**Σχήμα 4. Αγοραπωλησίες ακινήτων στην Ελλάδα πριν και μετά την κρίση (Mitrakos et al, 2014).**

Παρόλη την μείωση των τιμών, όπως καταδεικνύεται από το Σχήμα 3, το Σχήμα 4 δείχνει ότι κατά την περίοδο 2004 – 2013 οι συναλλαγές σχετικά με την αγορά των ακινήτων ακολουθούν μια σημαντικά πτωτική τάση. Αυτό αρχικά, ίσως φαντάζει μη αναμενόμενο, καθώς θα περίμενε κανείς πως με την μείωση των τιμών των ακινήτων θα αυξάνονταν οι συναλλαγές σε αυτόν τον κλάδο. Το ότι κάτι τέτοιο δεν είναι εμφανές από τα στοιχεία, βασίζεται στο γενικότερο κλίμα της αβεβαιότητας και της έλλειψης εμπιστοσύνης που υπάρχει στην ευρύτερη ελληνική οικονομία και τις προοπτικές ανάκαμψής της. Επιπλέον παράγοντας είναι πως η πρόσφατη χρηματοοικονομική κρίση, έχει χτυπήσει ιδιαίτερα τα αποθεματικά και την ρευστότητα των τραπεζών. Σε συνδυασμό με την υψηλή ανεργία και την μείωση των μισθών, φαίνεται λογικό οι τράπεζες να μην παρέχουν δάνεια, ώστε να διατηρήσουν την ποιότητα του ενεργητικού τους από τα μη εξυπηρετούμενα δάνεια (BoG, 2013)

Με βάση τα παραπάνω στοιχεία, η έρευνα προχωρώντας στην εξέταση της αγοράς του κατασκευαστικού τομέα θα αποτελέσει και το κύριο θέμα της παρούσας διατριβής.

## 2.2.2 Ο Ελληνικός κατασκευαστικός κλάδος στο περιβάλλον της κρίσης

Σύμφωνα με τους Keynes (1936) και Fisher (1930) ως επένδυση μπορεί να οριστεί μία κίνηση η οποία μπορεί να δημιουργήσει μελλοντικές ταμειακές εισροές (Eklund, 2013). Με βάση αυτό τον ορισμό, η κατασκευαστική δραστηριότητα, ιδιαίτερα στην περίπτωση των κατοικιών δεν μπορεί να θεωρηθεί ως μια επενδυτική δραστηριότητα (Klein, 2013). Σε αυτό το συμπέρασμα έχει καταλήξει και η έρευνα του Parapanikos (2011), όπου μελετά την κατασκευαστική δραστηριότητα κατά την περίοδο 1960 – 2012 στα πλαίσια της Ελληνικής οικονομίας και καταλήγει στο ότι ο κλάδος των κατασκευών και του real estate αφαιρεί χρηματικά κεφάλαια που θα μπορούσαν να χρησιμοποιηθούν σε πιο παραγωγικές επενδύσεις, όπως για παραγωγικό εξοπλισμό και μηχανήματα.

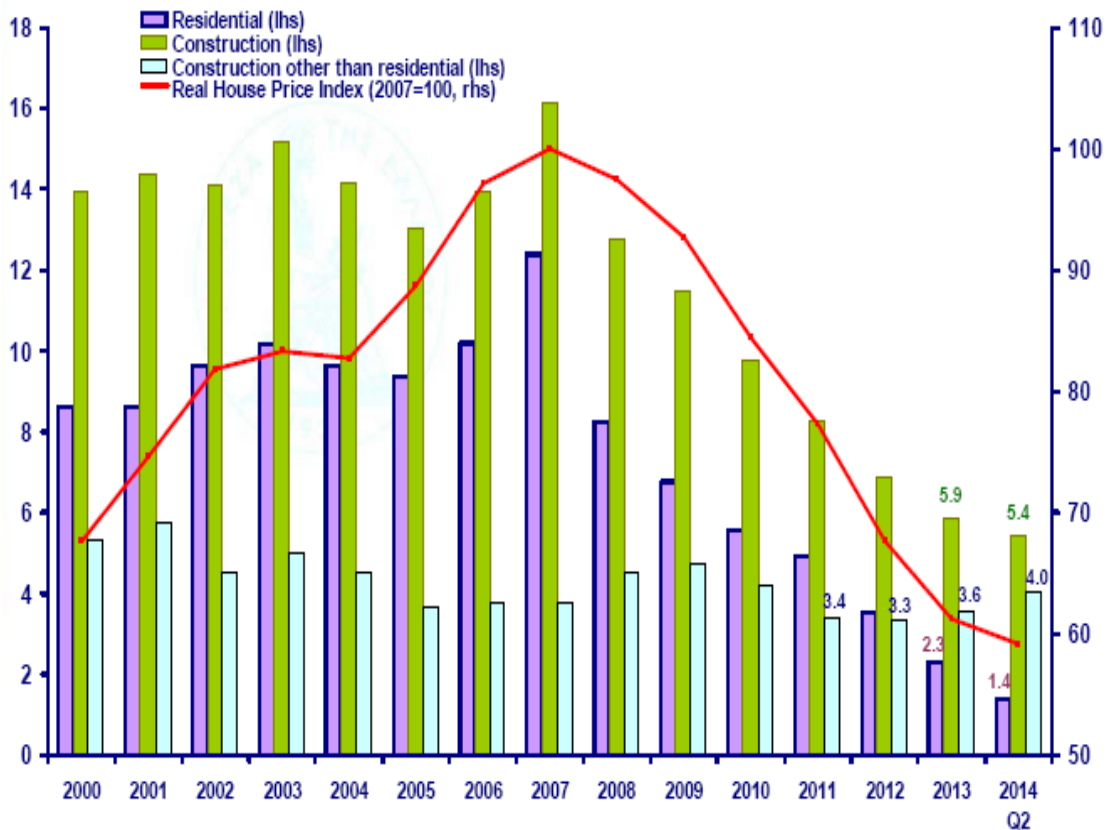
Παρόλα τα προαναφερθέντα επιχειρήματα ο συγκεκριμένος κλάδος θεωρείται από τους πλέον σημαντικούς της Ελληνικής οικονομίας και για μια μακρά σειρά ετών ήταν πολύ στενά συσχετισμένος με την οικονομική ανάπτυξη της χώρας. Σύμφωνα με τα στοιχεία του 2011, ο συγκεκριμένος κλάδος συνέβαλε περί το 1.5% της εγχώριας παραγωγής, τη στιγμή που ο μέσος Ευρωπαϊκός όρος ήταν στο 0.8% (NBG, 2011). Γενικά ο συγκεκριμένος κλάδος μπορεί να χωριστεί σε δυο υποκατηγορίες. Ο πρώτος είναι αυτός των Δημοσίων Έργων, ενώ ο δεύτερος είναι αυτός των Ιδιωτικών Έργων. Τα κύρια έργα τα οποία αναλαμβάνει είναι κατασκευή κατοικιών, δρόμων, αποχετευτικών δικτύων, ηλεκτρομαγνητικών δικτύων, και βιομηχανικών και ενεργειακών κατασκευών (Skordoulis et al, 2014).

Ιστορικά ο συγκεκριμένος κλάδος γνώρισε μια μεγάλη δραστηριότητα μέχρι το 2004, λόγω των Ολυμπιακών Αγώνων που έλαβαν χώρα στην Αθήνα αυτό το έτος. Παρόλο που η παραγωγή του τομέα των κατασκευών μειώθηκε κατά 38.8% το επόμενο έτος, τα επόμενα τρία έτη, δηλαδή μέχρι και το 2008, ανέκαμψε με ρυθμούς ανάπτυξης 6.94%, 23.4% και 7.8% για τα αντίστοιχα έτη (Eriotis et al. 2013).

Ένας από του λόγους που παρατηρήθηκε αυτή η ανάπτυξη είναι ότι αρκετές κατασκευαστικές εταιρείες έσπευσαν να κατασκευάσουν νέες κατοικίες πριν την επιβολή ενός νέου ΦΠΑ, ο οποίος και άρχισε να ισχύει από την 01/01/2006. Παρόλα αυτά, και ασχέτως της κρίσης που δεν είχε εκδηλωθεί ακόμη, η ζήτηση για νέες κατοικίες είχε αρχίσει να παρουσιάζει καθοδικές τάσεις, καθώς οι ενδιαφερόμενοι ήταν

πιο πρόθυμοι να προβούν στην αγορά μεταχειρισμένης οικίας, ηλικίας μεταξύ 2-10 ετών, παρά στην απόκτηση νεόδμητων, αλλά πιο ακριβών κατοικιών (Vlamis, 2013).

Με αυτή την κατάσταση ως δεδομένο, κατά την απαρχή της κρίσης το 2009 η κατασκευαστική δραστηριότητα μειώθηκε κατά 17.6%, ενώ την ίδια πορεία ακολούθησε κατά τα ακόλουθα έτη, όπου μειώθηκε κατά 29.2% το 2010 και 28.8% το 2011 (Eriotis et al, 2013).



**Σχήμα 5. Συνολικές επενδύσεις στον Κατασκευαστικό Κλάδο και στον Κλάδο των Κατοικιών ως ποσοστό του ΑΕΠ 2000 – 2014 ( Mitrakos et al, 2014).**

Όπως φαίνεται και από το Σχήμα 5, οι επενδύσεις στο κλάδο της κατασκευής των οικιών είχαν τη σημαντικότερη πτώση. Γενικά ο κλάδος συνολικά, ως ποσοστό του ΑΕΠ, ύστερα από την περίοδο που γνώρισε ραγδαία άνοδο, για λόγους που προαναφέρθηκαν, το 2014, έφτασε να κινείται σε επίπεδα μικρότερα και από του 2000. Σε ευρύτερο πλαίσιο, η κρίση είχε ως αποτέλεσμα όχι μόνο τη μείωση της οικοδομικής δραστηριότητας, αλλά και να οδηγήσει τις εταιρείες στη μείωση του μεγέθους τους καθώς και σε χρεοκοπίες και τερματισμό της λειτουργίας τους. Αντιθέτως, οι μεγάλες

εταιρείες, λόγω της εμπειρίας τους, οδηγήθηκαν τόσο στην παύση δημοσίων έργων, λόγω της αφερεγγυότητας του ελληνικού δημοσίου, όσο και στην αναζήτηση ευκαιριών για επιχειρηματικές δράσεις σε αγορές του εξωτερικού.

Σύμφωνα με την μελέτη των Skordoulis et al (2014), η συνεχιζόμενη πτώση της δραστηριότητας του κατασκευαστικού κλάδου είναι βαρύτερη στον κλάδο των ιδιωτικών κατασκευαστικών επενδύσεων. Αυτό το γεγονός έχει εξαναγκάσει τις μεγαλύτερες εταιρείες του κλάδου στο να προβούν σε διάφορες μειώσεις πόρων, καθώς και να κάνουν και διάφορους άλλους συμβιβασμούς, ώστε να επιβιώσουν σε αυτό το δυσμενές περιβάλλον.

### 2.3 Πρότυπα Ποιότητας ISO και Κατασκευαστικές Εταιρείες

Η ποιότητα των προϊόντων / υπηρεσιών είναι ένας από τους τρεις θεμελιώδεις παράγοντες, μαζί με την τιμή και την τελική παράδοσή τους, που καθορίζουν την ικανότητα πώλησής της (saleability). Ο τρόπος που συνδέονται είναι ότι οι καταναλωτές επιθυμούν τα προϊόντα και τις υπηρεσίες που αγοράζουν να έχουν μια συγκεκριμένη ποιότητα, να είναι διαθέσιμο/η σε μία συγκεκριμένη στιγμή που αυτοί επιθυμούν και σε μία τιμή η οποία θα αντικατοπτρίζει την πραγματική του αξία. Σκοπός της επιχείρησης είναι να προσελκύσει και να διατηρήσει ικανοποιημένους πελάτες, κάτι που μπορεί να συμβεί μόνο εάν τα προϊόντα και οι υπηρεσίες που παρέχει ανταποκρίνονται στις απαιτήσεις και προσδοκίες των πελατών. Και ενώ ο παράγοντας της τιμής καθορίζεται από τις δυνάμεις της προσφοράς και ζήτησης στην αγορά, ο παράγοντας της ποιότητας καθορίζεται από τον βαθμό στον οποίον το προϊόν/υπηρεσία εξυπηρετεί τις ανάγκες του καταναλωτή κατά την διάρκεια της ζωής, της χρήσης του και όχι μόνο, σε αντίθεση με τους παράγοντες της τιμής και της τελικής παράδοσης που σχετίζονται μόνο με την στιγμή που λαμβάνει χώρα η πράξη της πώλησης (Hoyle, 2001).

Η έννοια της ποιότητας μπορεί να ερμηνευθεί με αρκετούς τρόπους. Μερικοί από αυτούς είναι:

- Βαθμός υπεροχής
- Βαθμός συμμόρφωσης με κάποια χαρακτηριστικά/απαιτήσεις



- Ικανότητα του συνόλου των χαρακτηριστικών/απαιτήσεων ενός προϊόντος/υπηρεσίας ώστε να εξυπηρετήσουν καθορισμένες ή υπαινισσόμενες ανάγκες
- Καταλληλότητα για χρήση
- Καταλληλότητα για τον σκοπό που παράχθηκε
- Μείωση των ελαττωμάτων ή ατελειών
- Ικανοποίηση των πελατών

Τα παραπάνω είναι μερικές εκφάνσεις της έννοιας της “ποιότητας”. Στο σύστημα προτύπων ποιότητας του ISO 9000 η έννοια της ποιότητας βασίζεται στο σύνολο των χαρακτηριστικών που πρέπει να καλύπτει το προϊόν. Παρόλα αυτά, στην έκδοση του ISO 9000:2000 η ποιότητα ορίζεται ως ο βαθμός στον οποίο ένα σύνολο από εσωτερικά χαρακτηριστικά του προϊόντος καλύπτει ορισμένες απαιτήσεις (Hoyle, 2001).

Γενικά, σκοπός των επιχειρήσεων είναι να εξυπηρετούν τις ανάγκες τόσο των πελατών τους, όσο και άλλων ενδιαφερόμενων μερών. Αυτό διότι μπορεί να υπάρχουν και τρίτα μέρη, πέρα των πελατών τα οποία έχουν ένα ενδιαφέρον στις δραστηριότητες της επιχείρησης, άσχετα με τον αν λαμβάνουν τα προϊόντα τους ή όχι. Υπό αυτή την έννοια, κατά το πρότυπο ISO 9000:2000, ο όρος ποιότητα δεν περιορίζεται μόνο σε αυτό που λαμβάνουν οι πελάτες αλλά και σε τρίτα μέρη που ενδιαφέρονται για την απόδοση ή/και επιτυχία της επιχείρησης. Τέτοιες οντότητες είναι οι ιδιοκτήτες, εργαζόμενοι, προμηθευτές, επενδυτές, συνδικάτα, και σε ευρύτερη επέκταση ένα κομμάτι του κοινωνικού περιβάλλοντος. Παρόλα αυτά, η επιχείρηση μπορεί να μην αξιολογεί όλα αυτά τα μέρη το ίδιο. Έτσι, μπορεί να προχωρά στις παραγωγικές διαδικασίες της και να καλύπτει σε κάποιο βαθμό τις απαιτήσεις τους. Παρόλα αυτά όμως, κύρια προτεραιότητά της είναι η κάλυψη των αναγκών των πελατών, καθώς η επιτυχία σε αυτό τον τομέα θα επιτρέψει και την κάλυψη των απαιτήσεων των υπόλοιπων μερών (Hoyle, 2001).

Εστιάζοντας τώρα στον κατασκευαστικό τομέα, πρέπει να ειπωθεί ότι το πρότυπο ISO 9000 έχει γίνει αποδεκτό σε ευρεία κλίμακα στην βιομηχανία των κατασκευών. Αυτό φαίνεται και από το γεγονός ότι ο αριθμός των κατασκευαστικών εταιρειών που ακολουθούν τα πρότυπα του ISO 9001 αυξάνει διεθνώς (Faroqui and Ahmed, 2009). Αυτό το διεθνές πρότυπο αποτελεί μία από τις πιο αποτελεσματικές μεθόδους

διαχείρισης της ποιότητας καθώς επιτρέπει την επίτευξη των ποιοτικών στόχων διαφόρων τομέων της οικονομίας, και μεταξύ αυτών και της βιομηχανίας κατασκευών. Σκοπός του είναι να παρέχει διαβεβαιώσεις ότι όλα τα στάδια της κατασκευαστικής διαδικασίας ευθυγραμμίζονται με τις απαιτήσεις του πελάτη, ενώ ταυτόχρονα εστιάζουν στην συνεχόμενη βελτίωση της ποιότητας των διαφόρων σταδίων του έργου. Το ISO 9001 είναι ένα σύστημα διαχείρισης ποιότητας (Quality Management System - QMS) που αποσκοπεί στην συνεχιζόμενη βελτίωση της ποιοτικής απόδοσης, βασισμένη στην εφαρμογή των διαφόρων απαιτήσεων, διαδικασιών τεκμηρίωσης και δραστηριοτήτων ελέγχου. Το συγκεκριμένο σύστημα μπορεί να εφαρμόζεται σε κάθε μέρος της διαδικασίας διαχείρισης έργου από τη στιγμή της εκκίνησής του έως και τα τελικά στάδια της ολοκλήρωσής του (Aized, 2012). Το συγκεκριμένο πρότυπο έχει την δυνατότητα να βελτιώσει το επίπεδο της ποιότητας των διαδικασιών παραγωγής των επιχειρήσεων, καθώς και διαφόρων άλλων οργανισμών μέσω της εφαρμογής του κύκλου ενεργειών "Plan-Do-Check Act", ώστε να επιτευχθούν με επιτυχία οι διάφοροι ποιοτικοί στόχοι που έχουν τεθεί. Παρόλα αυτά, τόσο στις αναπτυσσόμενες, όσο και στις ανεπτυγμένες οικονομίες, ένα μεγάλο μέρος των κατασκευαστικών εταιρειών θεωρεί ότι η υιοθέτηση του προτύπου ISO 9001 δεν προσφέρει κάποια οφέλη. Αντιθέτως, ωθεί σε σπατάλη χρημάτων και χρόνου για συμβουλευτικές και γραφειοκρατικές διαδικασίες. Αναγνωρίζουν ως το μόνο πλεονέκτημα το ότι τους επιτρέπει να καλύψουν τις απαιτήσεις των πελατών και ενισχύει την ανταγωνιστική τους θέση στην αγορά. Αντιθέτως, διάφορες μελέτες έδειξαν ότι η εφαρμογή μοντέλων όπως το ISO 9000 παρέχει διάφορα πλεονεκτήματα, τα οποία επιτρέπουν ιδιαίτερα στις κατασκευαστικές εταιρείες να βελτιστοποιήσουν τις εσωτερικές τους διαδικασίες στα διάφορα έργα που αναλαμβάνουν (Farooqui and Ahmed, 2009). Επιπλέον, αρκετές εταιρείες κατασκευών προσπαθούν να εισάγουν συστήματα διαχείρισης ποιότητας στις διαδικασίες τους εφαρμόζοντας το ISO 9001. Παρόλα αυτά, παραδέχονται ότι δεν έχουν λάβει χώρα ακόμη οι διάφορες διαδικασίες ώστε να αξιολογηθεί η ποιότητα της εφαρμογής αυτής σε επίπεδο μεμονωμένων κατασκευαστικών εταιρειών (Lee et al, 2011).

Γενικά, μεταξύ των προτύπων της κατηγορίας ISO, το πρότυπο ISO 9001 είναι το μοναδικό, το οποίο και αποσκοπεί στην πιστοποίηση των οργανισμών από τρίτα μέρη, ως απόδειξη του ότι οι εν λόγω οργανισμοί έχουν εργαστεί ακολουθώντας πρότυπα QMS (Mangula, 2013). Προσφέρει ένα "δοκιμασμένο πλαίσιο" για να οδηγήσει τις

εταιρείες στην σωστή εφαρμογή "επιχειρηματικές πρακτικές" και στην συνεχιζόμενη παραγωγή ποιοτικών προϊόντων, με το ελάχιστο δυνατό κόστος, ώστε να επιτυγχάνεται η εφαρμογή των προγραμμάτων QMS από τις επιχειρήσεις ( Kumar & V. Balakrishnan, 2011; Mangula, 2013). Στόχος όλων αυτών είναι η αύξηση της αποτελεσματικότητας και της αποδοτικότητας ενός οργανισμού, προκειμένου να επιτευχθούν οι καθορισμένοι στόχοι του, όπως η ικανοποίηση του πελάτη που ανταποκρίνεται στις απαιτήσεις και ταυτόχρονα να εντοπιστούν και να διορθωθούν τα όποια προβλήματα εμφανίζονται κατά την παραγωγική διαδικασία (π.χ. σφάλματα, ελαττώματα, μη συμμόρφωση, καθυστέρηση, κλπ.), με απώτερο στόχο τη μείωση του κόστους για την ποιοτική συμμόρφωση των προϊόντων ή υπηρεσιών (ISO, 2008). Η μείωση των διάφορων μορφών κόστους που προκύπτουν από τις διάφορες διεργασίες για την εφαρμογή συστημάτων ποιότητας, καθώς και οι διάφορες αποτυχίες που σχετίζονται με αυτές, είναι μια από τις σημαντικότερες προκλήσεις που αντιμετωπίζουν στην λειτουργία τους οι οργανισμοί. Έχει βρεθεί πως στους οργανισμούς το κόστος που σχετίζεται με την ποιότητα κινείται μεταξύ του 10%-30% ως ποσοστό των πωλήσεων ή στο 25-40% ως ποσοστό των λειτουργικών εξόδων. Μέρος αυτού του κόστους είναι ορατό, ενώ υπάρχει και ένα μέρος του που δεν γίνεται άμεσα αντιληπτό (Oberlender, 2000). Τα κόστη που σχετίζονται με την ποιότητα μπορούν να ταξινομηθούν στις τέσσερις ακόλουθες κατηγορίες :

- Κόστος πρόληψης: Αυτή η κατηγορία περιλαμβάνει έξοδα στις διαδικασίες σχεδιασμού και παραγωγής, τα οποία και στοχεύουν στην πρόληψη των περιπτώσεων μη-συμμόρφωσης του τελικού προϊόντος και εμφάνισης ελαττωμάτων. Αυτά αφορούν μεταξύ άλλων τα κόστη που αφορούν διαδικασίες όπως η ποιοτική σχεδίαση, αξιολόγηση των νέων προϊόντων, ο προγραμματισμός και έλεγχος των διαδικασιών, ο έλεγχος της ποιότητας και η εκπαίδευση (Kerzner, 2009).
- Κόστος Αξιολόγησης: Σε αυτή την κατηγορία συμπεριλαμβάνονται τα έξοδα μέτρησης, αξιολόγησης και ελέγχου των προϊόντων, καθώς και των διάφορων διαδικασιών που σχετίζονται με τα προϊόντα. Σκοπός τους είναι να εξασφαλίσουν το ότι τα προϊόντα/υπηρεσίες συμμορφώνονται με τις προκαθορισμένες απαιτήσεις, τα πρότυπα και τις απαιτήσεις των πελατών (Juran and Godfrey, 1998; Montgomery, 2009).

- Εσωτερικά κόστη αποτυχίας: Αυτά, λαμβάνουν χώρα, όταν το αποτέλεσμα της διαδικασίας παραγωγής ενός προϊόντος ή μιας υπηρεσίας δεν μπορεί να ικανοποιήσει τα πρότυπα ποιότητας που έχουν τεθεί καθώς και τις απαιτήσεις του πελάτη, με την προϋπόθεση ότι αυτή η αποτυχία γίνεται αντιληπτή πριν από την παράδοση στον πελάτη. Σε αυτή την περίπτωση τα έξοδα που παρουσιάζονται είναι έξοδα που περιλαμβάνονται στην αξιολόγηση, επισκευή και καθυστέρηση σε σχέση με το ελαττωματικό προϊόν (Kerzner, 2009).
- Εξωτερικά κόστη αποτυχίας: Και αυτή η κατηγορία σχετίζεται με αστοχίες που εμφανίζονται στα προϊόντα. Η σημαντική διαφορά είναι ότι σε αυτή την περίπτωση εντοπίζονται αφού το προϊόν έχει πωληθεί στον πελάτη. Οπότε, τα έξοδα περιλαμβάνουν μεταξύ άλλων τις διαδικασίες επιστροφής, αποζημιώσεων στους πελάτες, επισκευή των ελαττωματικών προϊόντων και ζημίες στην εμπορική εικόνα της επιχείρησης (Mangula, 2013).

Οι παραπάνω μορφές κόστους μπορούν να ενταχθούν και σε ευρύτερες ομάδες, οι οποίες συμβάλλουν στην καλύτερη κατανόηση τους στα πλαίσια της βιομηχανίας κατασκευών. Αυτές είναι:

- Κόστη ποιότητας: Κόστη Ελέγχου + Κόστη Αποτυχίας, όπου:
- Κόστη Ελέγχου: Κόστη πρόληψης + κόστη εκτίμησης, και
- Κόστη Αποτυχίας: Εσωτερικά κόστη αποτυχίας + εξωτερικά κόστη αποτυχίας (Oberlender, 2000).

Έχοντας θέσει τα ανωτέρω ως υπόβαθρο, γενικά θεωρείται ότι η εφαρμογή του πρότυπου ISO 9001 είναι μία αποτελεσματική τεχνική διαχείρισης του κόστους και ποιότητας στα διάφορα έργα. Πιο συγκεκριμένα, οργανισμοί οι οποίοι διαθέτουν πιστοποίηση ISO 9001 έχει αποδειχθεί μέσω σχετικών μελετών ότι θα βελτιστοποιήσουν την απόδοσή τους πετυχαίνοντας παράλληλα μείωση των δαπανών τους, πάντα σε σύγκριση με τις μη πιστοποιημένες εταιρείες (Shafiq et al, 2014; Tarí and Molina-Azorín, 2012). Επίσης, η έρευνα των Tarí and Molina-Azorín, (2012), στην όποια έκαναν μετα-ανάλυση 82 άρθρων ώστε να εντοπίσουν τα οφέλη που μπορεί να αποφέρει η χρήση του προτύπου ISO 9001 κατέληξε σε πλεονεκτήματα όπως: μείωση

των λαθών, βελτίωση των διαδικασιών και εξοικονόμηση εξόδων με τελικό σκοπό την βελτιστοποίηση της διαχείρισης των επιχειρήσεων.

Εστιάζοντας τώρα στον κλάδο των κατασκευαστικών εταιρειών και των σχετικών έργων, μελέτες που εστίασαν στην χρήση εμπειρικών δεδομένων κατέληξαν στην ύπαρξη άμεσης και θετικής συσχέτισης μεταξύ του προτύπου ISO 9001 και του κόστους ποιότητας. Έτσι οι Khattak και Arshad (2015) διαπίστωσαν ότι η εφαρμογή του προτύπου ISO 9001 στα κατασκευαστικά έργα επιφέρει μεταξύ άλλων μείωση του κόστους ποιότητας όπως και μεγαλύτερο βαθμό πρόληψης των σφαλμάτων από την εκκίνηση της όλης διαδικασίας. Από την πλευρά τους οι Hoonakker et al (2010) διεξήγαγαν ανάλυση επί των αποτελεσμάτων εμπειρικών μελετών που είχαν λάβει χώρα επί κατασκευαστικών εταιρειών. Τα αποτελέσματά τους έδειξαν ότι ο μέσος αριθμός των ελαττωμάτων που παρουσίαζαν τα κατασκευαστικά έργα τα οποία είχαν την πιστοποίηση ISO 9001 ήταν μικρότερα σε σημαντικό βαθμό σε σχέση με τα ελαττώματα που παρουσιάζονταν σε έργα τα οποία δεν είχαν την ανάλογη πιστοποίηση. Στην δική τους μελέτη οι Farooqui και Ahmed, (2009) κατέληξαν πως οι διάφορες μελέτες περιπτώσεων παρέχουν σημαντικά στοιχεία που υποδεικνύουν πως η πιστοποίηση κατά το πρότυπο ISO 9001 και η ανάλογη εφαρμογή του μπορούν να βοηθήσουν στην αποφυγή δαπανηρών σφαλμάτων και αποτυχιών όσον αφορά τα κατασκευαστικά έργα. Ουσιαστικά, καταλήγουν πως η εφαρμογή του προτύπου ISO 9001 μπορεί να οδηγήσει σε μείωση του κόστους, με τέτοιο τρόπο που θα εξασφαλίζονται και η ποιότητα των έργων και η ικανοποίηση των πελατών.

Σε αυτό το κεφάλαιο εξετάστηκαν οι εταιρίες που δραστηριοποιούνται στους κλάδους του Real Estate και των κατασκευών καθώς και των σχέσεων μεταξύ τους. Ιδιαίτερη συζήτηση έλαβε χώρα για την δραστηριοποίηση και τις τάσεις των εταιριών σε αυτούς τους δυο κλάδους στην ελληνική αγορά, ιδιαίτερα κάτω από το πρίσμα της οικονομικής ύφεσης. Τέλος παρουσιάστηκαν τα πλεονεκτήματα που αποφέρει σε μία κατασκευαστική εταιρία η κατοχή ενός προτύπου ποιότητας ISO, ιδιαίτερα ως προς τον ανταγωνισμό. Έχοντας συζητήσει τα ανωτέρω, στο επόμενο κεφάλαιο θα λάβει χώρα η βιβλιογραφική ανασκόπηση, η οποία και θα εστιάζει στην παγκόσμια κρίση του 2008, καθώς και στην τρέχουσα ελληνική οικονομική κρίση.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3

### ΑΝΑΣΚΟΠΗΣΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑΣ

Σε αυτό το κεφάλαιο η μελέτη θα επικεντρωθεί στην βιβλιογραφία που αφορά το φαινόμενο της οικονομικής κρίσης. Θα εξεταστούν τόσο η παγκόσμια οικονομική κρίση του 2008, όσο και οι λόγοι για τους οποίους προκλήθηκε η ελληνική οικονομική κρίση. Ιδιαίτερα στην περίπτωση της Ελλάδας, αναφορά θα γίνει στην πορεία της μέσα στον θεσμό της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Έμφαση θα δοθεί στις ευκαιρίες για εξωτερικό δανεισμό που προέκυψαν για το ελληνικό κράτος μετά την είσοδο στην ΕΕ, και τους λόγους που οδήγησαν στην κρίση δημοσίου χρέους. Τέλος θα λάβει χώρα συζήτηση για την τρέχουσα πορεία της ελληνικής κρίσης και πως επηρεάζει την ευρύτερη ελληνική οικονομία.

#### **3.1 Παγκόσμια Χρηματοοικονομική Κρίση του 2008**

Το φαινόμενο των οικονομικών κρίσεων δεν είναι καθόλου σπάνιο στο σύστημα της καπιταλιστικής ελεύθερης οικονομίας. Ειδικά στις πρόσφατες δεκαετίες, μετά την κατάργηση της συνθήκης Bretton Woods, που διήρκησε από το 1945-1971, καθώς και της εποχής του Νομισματικού συστήματος του χρυσού κανόνα (1880-1993), οι οικονομικές κρίσεις που έχουν λάβει χώρα μπορούν να συγκριθούν στην σφοδρότητά τους μόνο με την περίοδο του Μεγάλου Κραχ στις ΗΠΑ (Bordo et al, 2001). Ακόμη και η πρόσφατη οικονομική κρίση που ξεκίνησε το 2007-2008 προκάλεσε μια αίσθηση απότομου σοκ. Αυτό, διότι αρχικά θεωρήθηκε ως ένα ενδογενές θέμα της αγοράς των ενυπόθηκων στεγαστικών δανείων υψηλού κινδύνου (subprime mortgage) στις ΗΠΑ. Σύντομα όμως, και διαμέσου των παγκόσμιων αγορών χρήματος, η κρίση αυτή γιγαντώθηκε και διείσδυσε τόσο στην πραγματική οικονομία, όσο και στην Ευρώπη καθώς και σε άλλες οικονομίες (Allen and Carletti, 2010). Έρευνες όπως των Adrian and Shin (2009), Brunnermeier (2009), Greenlaw et al. (2008) και Taylor (2008), έχουν δώσει έμφαση στην μελέτη των αιτιών που λειτούργησαν ως οι προπομποί αυτής της κρίσης. Σε αυτούς τους λόγους απариθμούν γεγονότα όπως η πολιτική των χαμηλών επιτοκίων που είχε υιοθετήσει η Ομοσπονδιακή Τράπεζα (Federal Reserve) των ΗΠΑ, όπως και άλλες κεντρικές τράπεζες, ύστερα από την κρίση της «φούσκας» των

εταιρειών υψηλής τεχνολογίας (dot com bubble) την περίοδο 1999 – 2001. Περαιτέρω αιτίες ήταν οι προτιμήσεις των Ασιατικών κεντρικών τραπεζών για επενδύσεις σε τίτλους χρέους. Ο συνδυασμός αυτών των παραγόντων είχε ως αποτέλεσμα την απότομη αύξηση των τιμών των κατοικιών στις ΗΠΑ καθώς και σε άλλες χώρες, μεταξύ των οποίων και η Ισπανία, η Ιρλανδία και το Ηνωμένο Βασίλειο. Μέχρι το 2006 αυτή η ανοδική τάση των τιμών των κατοικιών είχε φτάσει σε ένα μέγιστο σημείο, μετά από το οποίο άρχισε η πτώση τους. Αυτή η πτώση στις τιμές των σπιτιών αναπόφευκτα μετακυλίστηκε και στις τιμές των τιτλοποιημένων subprime mortgages, το οποίο διαχύθηκε και στις παγκόσμιες αγορές χρήματος. Είναι σημαντικό να αναφερθεί πως τον Αύγουστο του 2007, οι διατραπεζικές αγορές δέχτηκαν σημαντικές πιέσεις από τις κεντρικές τράπεζες και ωθήθηκαν στο να διοχετεύσουν σημαντική ρευστότητα στην αγορά. Παράλληλα, αλλαγές συνέβησαν και στις αγορές ενεχύρων καθώς αυξήθηκαν οι πράξεις κουρέματος στα υπάρχοντα δάνεια, και μειώθηκε η αξία και ποιότητα των εγγυήσεων, δυσχεραίνοντας έτσι την διαδικασία χορήγησης δανείων, όπως καταγράφηκε από τους Nardauld και Sherlund (2009). Σε αυτή την πρώτη φάση, και παρόλες τις πιέσεις που δέχονταν τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, η όποια κρίση δεν είχε διεισδύσει ακόμη στην πραγματική οικονομία. Αυτή η κατάσταση άλλαξε άρδην το Σεπτέμβριο του 2008 με την κατάρρευση της επενδυτικής τράπεζας Lehman Brothers, καθώς εξανάγκασε τις αγορές στο να προβούν σε επανυπολογισμούς του χρηματοοικονομικού κινδύνου. Αυτό είχε ως συνέπεια την επανεξέταση των κινδύνων από τους επενδυτές, με αρκετούς από αυτούς να αποχωρούν από τις αγορές, έχοντας ως αποτέλεσμα την μείωση της ρευστότητας (Allen and Carletti, 2010). Περαιτέρω στοιχεία αναφέρει και ο Norgren (2010), για τους λόγους που έδωσαν τέτοια δυναμική σε αυτή την κρίση. Συμφωνεί και αυτός στο κοινά αποδεκτό ότι η έναρξη για την κρίση αποτέλεσε η αγορά κατοικιών όπου αφότου οι τιμές τους έφτασαν στο μέγιστο σημείο τους το 2006, μετά άρχισαν ραγδαία πτώση, φτάνοντας μέχρι και το 30% στην μείωση της αξίας τους. Αποτέλεσμα αυτού ήταν και η μείωση της οικοδομικής δραστηριότητας, λόγω του κλίματος αβεβαιότητας που είχε δημιουργηθεί. Αυτό το κλίμα αβεβαιότητας με την σειρά του μεταφέρθηκε αναπόφευκτα και στην αληθινή οικονομία, καθώς ώθησε στην αύξηση της αποταμίευσης από τα νοικοκυριά, και τη μείωση της γενικότερης οικονομικής δραστηριότητάς τους. Όπως και οι Allen & Carletti (2009), έτσι και ο Norgren (2010) αναφέρει ότι τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα θέσπισαν πιο αυστηρά κριτήρια για τις παροχές δανειοδότησης προς το τέλος του 2006, με αυτή την τάση να

συνεχίζεται και για τα ακόλουθα έτη. Στην περίπτωση των ΗΠΑ βεβαίως, ο Norgren (2010) παρατηρεί πως αυτή η μείωση της εγχώριας κατανάλωσης ισοσταθμίστηκε σε ένα βαθμό από συνεχιζόμενη, για εκείνη την περίοδο, αύξηση των εξαγωγών. Παρόλο που μια τέτοια μείωση της οικονομικής δραστηριότητας μπορεί να θεωρηθεί και ως αναμενόμενη σε τέτοιες καταστάσεις, η σημαντική επιδείνωση έλαβε χώρα όταν κατέρρευσαν διάφορα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, καθώς και η αξία των ιδίων κεφαλαίων τους. Για να περιορίσει και να προκαλέσει ανάσχεση σε περαιτέρω επιδείνωση στις ΗΠΑ, η Federal Reserve έθεσε σχεδόν μηδενικό επιτόκιο δανεισμό προς τα λοιπά τραπεζικά και χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, ενώ αγόρασε και ομόλογα, ώστε να παρέχει σημαντική ρευστότητα στην αγορά. Παράλληλα, η ομοσπονδιακή κυβέρνηση των ΗΠΑ παρείχε φορολογικά κίνητρα στο ύψος σχεδόν του ενός τρισεκατομμυρίου δολαρίων. Αυτές οι δράσεις είχαν ως αποτέλεσμα να επανέλθει σταδιακά η εμπιστοσύνη στις χρηματοοικονομικές αγορές, οι οποίες ξανάρχισαν να λειτουργούν με μεγαλύτερη σταθερότητα. Μέχρι τα μέσα του 2009 αυτές οι θετικές προοπτικές είχαν φέρει ανάλογα αποτελέσματα και στην πραγματική αγορά των ΗΠΑ. Σε συνέχεια των παραπάνω, και σύμφωνα με τους Roubini & Mihm (2010), η κρίση της περιόδου 2007 – 2008 συνετελέσθη σε διάφορα στάδια. Η πρώτη φάση είναι η προαναφερθείσα, σχετικά με τη «φούσκα» στην αγορά ακινήτων στις ΗΠΑ και την αύξηση της αδυναμίας πληρωμών των στεγαστικών δανείων, και ιδιαίτερα αυτών του υψηλού κινδύνου (subprime mortgages). Η δεύτερη φάση είναι κατά τον Σεπτέμβριο του 2008, που πέρα από την πτώχευση της Lehman Brothers, όπως προαναφέρθηκε, συνέβησαν και άλλα δύο γεγονότα που συνέβαλλαν στην κατάρρευση της επενδυτικής πίστης. Το ένα ήταν η επιτήρηση από την κυβέρνηση των ΗΠΑ στις δυο μεγαλύτερες κυβερνητικές υπηρεσίες για την παροχή στεγαστικών δανείων (Fannie Mae & Freddie Mac), καθώς αμφότερες υπέστησαν σημαντικές οικονομικές απώλειες. Το άλλο, η διάσωσή της και κρατικοποίηση της ασφαλιστικής εταιρίας America International Group (AIG). Σε αυτό το στάδιο, με τα τρία αυτά στοιχεία η χρηματοοικονομική κρίση ενισχύθηκε τόσο που, μέσω των αγορών, πέρασε και στην Ευρώπη, και σε πρώτη φάση στις οικονομίες του Βορείου Ατλαντικού. Τόσο οι τράπεζες των ΗΠΑ, όσο και οι Ευρωπαϊκές αναγκάστηκαν να αποτραβήξουν τα δάνεια στην διεθνή αγορά, προκαλώντας ακόμη μεγαλύτερα προβλήματα σε χώρες που βασίζονταν σε μεγάλο βαθμό στον εξωτερικό δανεισμό. Παράλληλα, αυτή η διάχυση της παγκόσμιας κρίσης έγινε ακόμη πιο αισθητή σε χώρες που είχαν ήδη ασταθή χρηματοοικονομικά



συστήματα λόγω της εγχώριας «φούσκας» που αντιμετώπιζαν στην αγορά ακινήτου ή/και σε ελλειμματικούς κρατικούς προϋπολογισμούς<sup>1</sup>. Όπως προαναφέρθηκε αυτή η κατάσταση δεν άργησε να μεταφερθεί και στην πραγματική οικονομία, όπου και σημειώθηκαν μειώσεις στις εξαγωγές, στις τιμές των εμπορευμάτων και των πρώτων υλών και στα εμβάσματα. (Helleiner, 2011). Όπως συζητήθηκε στα παραπάνω, η κρίση προκλήθηκε από τις υπερεκτιμημένες αξίες των ακινήτων στην αγορά κατοικίας στις ΗΠΑ, καθώς και του γεγονότος ότι τα δάνεια που είχαν δοθεί για την κτίση αυτών των ακινήτων είχαν χρησιμοποιηθεί για την δημιουργία χρηματοοικονομικών προϊόντων. Η απότομη πτώση των τιμών που επακολούθησε σε συνδυασμό με το γεγονός ότι πολλά δάνεια είχαν δοθεί σε δανειστές που δεν είχαν την κατάλληλη οικονομική φερεγγυότητα προκάλεσε την κρίση που δεν μεταδόθηκε μόνο στην πραγματική οικονομία των ΗΠΑ, αλλά έλαβε παγκόσμιες διαστάσεις, μέσω των διεθνών χρηματαγορών (Helleiner, 2009). Λόγω του αντικειμένου έρευνας της παρούσας διατριβής, είναι σημαντικό να εξετασθούν τα αποτελέσματα της κρίσης, καθώς και οι τρόποι αντιμετώπισής της, στις οικονομίες των Ευρωπαϊκών κρατών.

### **3.2 Η Παγκόσμια Χρηματοοικονομική Κρίση του 2008 στην Ευρώπη**

Σε αυτό το κομμάτι θα συζητηθεί η κρίση κυρίως στα κράτη της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Αυτό διότι το κύριο μέρος της διατριβής αφορά στον τομέα των κατασκευών στην οικονομία της Ελλάδας, η οποία είναι τόσο μέλος της ΕΕ, όσο και μέλος της Ευρωζώνης, δηλαδή των κρατών που συναλλάσσονται με το κοινό νόμισμα του Ευρώ (€). Η υιοθέτηση του κοινού νομίσματος αποτέλεσε ένα συμβάν κομβικής σημασίας για τις όποιες μελλοντικές εξελίξεις. Πριν από αυτό το γεγονός τα κράτη είχαν αυτονομία στο να επιλέγουν τις νομισματικές πολιτικές τους, μέσω των κεντρικών τραπεζών τους. Γενικά, οι λεγόμενες χώρες του Ευρωπαϊκού Βορρά επέλεξαν την εφαρμογή νομισματικών πολιτικών με σκοπό την επίτευξη χαμηλού πληθωρισμού. Από την άλλη,

---

<sup>1</sup> Τέτοιες χώρες μεταξύ άλλων ήταν η Βρετανία, η Γερμανία, οι χώρες της Βαλτικής, η Ιρλανδία, η Ισπανία, το Ντουμπάι, η Σιγκαπούρη, Η Αυστραλία και η Νέα Ζηλανδία.

οι χώρες του Ευρωπαϊκού Νότου μέσα στις οποίες συγκαταλέγεται και η Ελλάδα, χρησιμοποιούσαν τις όποιες πληθωριστικές τάσεις ώστε να έχουν ευχέρεια στην αποπληρωμή των δανείων τους ή και να υποτιμούν την αξία των νομισμάτων τους ώστε να κάνουν τις εξαγωγές τους πιο ανταγωνιστικές και να δίνουν έτσι ώθηση στην οικονομία τους (Esposito,2014). Η Ευρωζώνη δημιούργησε μια κοινή νομισματική ζώνη, υπό την εποπτεία της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας. Υπό αυτό το πλαίσιο η ΕΚΤ ακολούθησε μια πολιτική που είχε ως κύριο στόχο τον χαμηλό πληθωρισμό. Αντίθετα, δεν έδωσε ιδιαίτερη βάση στο να δημιουργήσει ένα ευρύτερο οικονομικό περιβάλλον που θα εστίαζε σε μια κοινή οικονομική και δημοσιονομική πολιτική, κάτι που είχε ως αποτέλεσμα την δημιουργία ενός ασταθούς και μη ισορροπημένου εμπορικού ισοζυγίου μεταξύ των κρατών, το οποίο συνέβαλλε σημαντικά στην κρίση που ακολούθησε και διατηρείται ακόμη στα κράτη του Νότου μέχρι και σήμερα. Αυτό διότι όλα τα κράτη της Ευρωζώνης αντιμετωπίστηκαν ως μια κοινή και ασφαλής αγορά, δανείζοντάς τα έτσι με χαμηλά επιτόκια. Αυτό έχει ως αποτέλεσμα να κατακλυστούν με φθινό χρήμα. Αυτό χρησιμοποιήθηκε από τις Βόρειες χώρες για την διενέργεια επενδύσεων, ενώ από τις νότιες χώρες χρησιμοποιήθηκε για την τόνωση του ΑΕΠ τους μέσω της κατανάλωσης, παρά για την διενέργεια επενδύσεων με μακροχρόνια προοπτική. Σε αυτό βοηθήθηκαν και από τα χαμηλά επιτόκια που είχε θεσπίσει η ΕΚΤ και επέτρεπαν στις εγχώριες τράπεζες να δίνουν δάνεια για αγορές αυτοκινήτων, κατοικιών, διενέργεια διακοπών, και λοιπά παρόμοια πακέτα καταναλωτικής φύσης (Esposito,2014).Υπό αυτό το πλαίσιο, μέχρι και το 2007, πολλά κράτη μέλη παρουσίαζαν ένα πλεονασματικό ισοζύγιο πληρωμών, με τον μέσο όρο της Ευρωζώνης να είναι στο 2%. Επίσης, φαινόταν ότι οι χώρες του νότου, όπως η Ισπανία και η Ελλάδα δεν παρουσίαζαν σημαντικά προβλήματα σε αυτό το θέμα. Αντιθέτως, οι δυο προαναφερθείσες χώρες, όπως και η Ιρλανδία είχανε επωφεληθεί σημαντικά από τα χαμηλά επιτόκια της ΕΚΤ, ώστε να στηρίζουν έτσι δράσεις και πρωτοβουλίες για την ανάπτυξή τους ( Mathieu and Sterdyniak, 2010).Με την έλευση της παγκόσμιας κρίσης το 2008 στις ΗΠΑ, οι τράπεζες, καθώς και άλλοι χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί στην Ευρώπη βρέθηκαν σε αρκετά δυσχερή θέση, καθώς είχαν σημαντική έκθεση στα χρηματοοικονομικά προϊόντα των subprime mortgages. Για να περιορίσουν τις όποιες απώλειες, καθώς και για να προστατεύσουν τις τράπεζες τους από πιθανή χρεωκοπία,

αρκετά κράτη<sup>2</sup> της ΕΕ προέβησαν σε μέτρα παροχής οικονομικής διάσωσης των τραπεζών τους (bailout). Τέτοιες διαδικασίες για την διάσωση των τραπεζών όμως αποδείχθηκαν εξαιρετικά δαπανηρές. Χαρακτηριστική σε αυτό είναι η περίπτωση της Ιρλανδίας, όπου η κυβέρνηση κόντεψε να επέλθει σε καθεστώς χρεωκοπίας, μέχρι να παρέμβουν άλλες χώρες της ΕΕ με την συνδρομή οικονομικής βοήθειας. Παρόλα αυτά, καθώς η κρίση βάθαινε το 2009 στις ευρωπαϊκές οικονομίες, αυτό που ξεκίνησε ως μια κρίση που αφορούσε κυρίως τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, άρχισε να επηρεάζει και τις κυβερνήσεις των κρατών μελών, καθώς αυξανόταν η αβεβαιότητα στις διεθνείς χρηματαγορές για το εάν θα είναι βιώσιμη η ικανότητα αρκετών από τις χώρες στο να διασώσουν τις τράπεζες που αντιμετώπιζαν προβλήματα. Αυτό είχε ως αποτέλεσμα στο να δίνουν οι διεθνείς επενδυτές αρκετά μεγάλη έμφαση στα οικονομικά στοιχεία των κυβερνήσεων των κρατών μελών. Σε εκείνη την χρονική στιγμή, και άμεσα σχετικό με την παρούσα διατριβή, είναι η περίπτωση της Ελλάδος, η οποία τράβηξε σε μεγάλο βαθμό το ενδιαφέρον των επενδυτών, αλλά για αρνητικούς λόγους. Πιο συγκεκριμένα, η όλη οικονομία της ήταν σε μια αρκετά δυσχερή κατάσταση, λόγω του μεγέθους του δανεισμού που είχε συσσωρευτεί από μια σειρά κυβερνήσεων, με αποτέλεσμα το σύνολο των χρεών της να είναι σχεδόν διπλάσιο του συνόλου της οικονομίας της. Είναι αναγκαίο να ειπωθεί πως οι χώρες της ΕΕ και ειδικά της Ευρωζώνης είχαν συνηθίσει την προηγούμενη περίοδο να δανείζονται αρκετά μεγάλα ποσά ώστε να στηρίζουν τους προϋπολογισμούς τους σε ετήσια βάση, συγκεντρώνοντας έτσι υψηλά ποσοστά δημόσιου χρέους. Με την έλευση όμως της παγκόσμια κρίσης αρκετά κράτη μέλη βρέθηκαν σε μια κατάσταση όπου οι διεθνείς χρηματαγορές ήταν αρκετά επιφυλακτικές στο να τους παρέχουν περαιτέρω δανεισμό. Το τελικό αποτέλεσμα, στην περίπτωση της Ευρώπης ήταν η μετατροπή της τραπεζικής κρίσης σε μία κρίση δημοσίου χρέους (Bauer and Becker, 2013). Ως επακόλουθο των ανωτέρω, η κρίση δεν άργησε να επηρεάσει αρνητικά και την πραγματική αγορά στις ευρωπαϊκές οικονομίες. Αυτό είχε ως αποτέλεσμα την ανάσχεση των επενδυτικών κινήσεων από τις επιχειρήσεις ενώ παράλληλα μειώθηκε και η κατανάλωση από τα νοικοκυριά. Όσο η κατάσταση παρουσίαζε επιδείνωση το 2009, το εξαγωγικό εμπόριο των χωρών της ένωσης μειώθηκε κατά ένα μέσο όρο του 15%, ενώ καθοδικές τάσεις είχε και η καταναλωτική εμπιστοσύνη. Για να υπάρξει σύνδεση με τον κλάδο των κατασκευών που αποτελεί το

---

<sup>2</sup> Ανάμεσα σε αυτά ήταν η Γερμανία, Γαλλία, Ηνωμένο Βασίλειο, Ολλανδία και Βέλγιο.

θέμα της διατριβής, είναι σημαντικό να σημειωθεί ότι οι χώρες που παρουσίαζαν ραγδαία ανάπτυξη στον τομέα της κατασκευής κατοικιών, μετά την κρίση δέχτηκαν σημαντική μείωση της κατασκευαστικής δραστηριότητας, λόγω της απότομης πτώσης της ζήτησης για νέες κατοικίες (Norgen, 2010). Έχοντας μέχρι αυτό το σημείο τους λόγους που προκάλεσαν την κρίση του 2008 στις ΗΠΑ και πως πέρασε και στις ευρωπαϊκές οικονομίες, στο επόμενο υποκεφάλαιο θα μελετηθεί η περίπτωση της ευρύτερης ελληνικής οικονομίας υπό το πρίσμα αυτών των δυσμενών οικονομικών συνθηκών.

### **3.3 Οι Επιπτώσεις της Παγκόσμιας Κρίσης του 2008 στην Ελληνική Οικονομία**

#### **3.3.1 Η είσοδος της Ελλάδας στην ευρωπαϊκή ένωση και στην ευρωζώνη**

Η ιστορία της προσπάθειας εισαγωγής της Ελλάδας σε Ευρωπαϊκούς οργανισμούς ξεκινάει από το 1959, όπου και κατέθεσε αίτηση για συμμετοχή στην τότε Ευρωπαϊκή Οικονομική Κοινότητα (ΕΟΚ)<sup>3</sup>. Στη συνέχεια υπογράφηκε σύμβαση μεταξύ των δύο μερών για την αποδοχή της Ελλάδος, η οποία όμως δεν ακολουθήθηκε ορθά, κυρίως λόγω του στρατιωτικού καθεστώτος που είχε επιβληθεί από το 1967 έως και το 1974. Με την πτώση του καθεστώτος, η νέα κυβέρνηση έκανε το 1975 αίτηση συμμετοχής ως πλήρες μέλος στην ΕΟΚ και έγινε αποδεκτή τελικά το 1981. Γενικά, μπορεί να γίνει ο ισχυρισμός πως για όλες τις μετέπειτα κυβερνήσεις, η συμμετοχή της χώρας στην ΕΟΚ, και ύστερα στην ΕΕ κρίθηκαν ως παράγοντες υψίστης σημασίας για το αν θα επιτευχθεί πολιτική σταθερότητα, ισχυροποίηση της δημοκρατίας, ενδυνάμωση της ασφάλειας από εξωτερικές απειλές, καθώς και για την εξασφάλιση των απαραίτητων οικονομικών πόρων, ώστε να αναπτυχθεί και να εκσυγχρονισθεί η οικονομία της χώρας, τόσο στον δημόσιο, όσο και στον ιδιωτικό τομέα ( Olsen & Larsen, 2010). Μετά το

---

<sup>3</sup> European Economic Community (EOC)

πέρας σχεδόν μιας εικοσαετίας της συμμετοχής της στην ΕΕ, η Ελλάδα, βάση των μακροοικονομικών και δημοσιονομικών στοιχείων της έγινε αποδεκτή το 2000 στην Ευρωζώνη, ως το 12ο μέλος, και ένα έτος αργότερα, την 1/1/2001 υιοθέτησε με την σειρά της το κοινό νόμισμα. Αρχικά, η υιοθέτηση του κοινού νομίσματος πέτυχε τον ευρύτερο στόχο για την δημιουργία ενός σταθερού και σίγουρου μακροοικονομικού περιβάλλοντος. Καταρχάς, η συμμετοχή της Ελλάδος στην Ένωση απάλειψε το οικονομικό ρίσκο που προκαλείται από τις μεταβολές των νομισματικών ισοτιμιών μειώνοντας σημαντικά την αβεβαιότητα που προκαλείται από το διεθνές εμπόριο και τις οικονομικές συναλλαγές που λαμβάνουν χώρα στα πλαίσιά του. Κάτι τέτοιο είχε ιδιαίτερη σημασία για την πορεία της Ελληνικής οικονομίας, που μέχρι τότε βασιζόταν σε υποτιμήσεις του εθνικού της νομίσματος, ώστε να αντιμετωπίσει ανάλογες κρίσεις, τονώνοντας την ανταγωνιστικότητα των εξαγωγών της. Ένα άλλο όφελος ήταν η αντιμετώπιση των πληθωριστικών τάσεων που αντιμετώπιζε για μια σειρά ετών η Ελληνική οικονομία. Αξίζει να σημειωθεί ότι κατά την περίοδο των ετών από το 1973 έως και το 1994, η Ελληνική οικονομία παρουσίαζε διψήφιους δείκτες πληθωρισμού. Αντιθέτως, ύστερα από την υιοθέτηση του Ευρώ το 2001 και έως και το 2007 κινούταν σε έναν μέσο ετήσιο όρο της τάξης του 3.3%. Ένα ακόμη σημαντικό όφελος από την συμμετοχή της Ελλάδας στην Ευρωζώνη, είναι ότι σταδιακά μειώθηκαν τα επιτόκια δανεισμού σε χαμηλά επίπεδα, τόσο για την κυβέρνηση, όσο και για τις επιχειρήσεις και για τα νοικοκυριά. Τα χαμηλά αυτά επιτόκια των κυβερνητικών ομολόγων, επέτρεπαν και στην καλύτερη εξυπηρέτηση των δανειακών υποχρεώσεων της κυβέρνησης προς τους δανειστές της. Παράλληλα, αυτά τα χαμηλά επιτόκια δανεισμού, επέτρεψαν στις επιχειρήσεις και στους καταναλωτές να δανείζονται με αρκετά μεγάλη ευχέρεια, σε σχέση με τις προηγούμενες περιόδους, που ακολούθησαν τον Β' Παγκόσμιο Πόλεμο (BoG, 2014).

### **3.3.2 Η οικονομική κρίση στην Ελλάδα**

Σε αντίθεση με τις οικονομίες που προαναφέρθηκαν προηγουμένως, όπως των ΗΠΑ και της Βόρειας Ευρώπης, η κρίση στην Ελλάδα ξεκίνησε το 2009. Για την ιστορία, ύστερα από την εμφάνιση της χρηματοοικονομικής κρίσης στην Ελλάδα, παρόμοια οικονομικά φαινόμενα παρουσιάστηκαν στην Ιρλανδία, στην Πορτογαλία, στην Ισπανία και στην

Ιταλία. Και παρόλο που όπως προαναφέρθηκε, η ελληνική οικονομία επωφελήθηκε τα προηγούμενα έτη, ύστερα από την είσοδο της στην Ευρωζώνη τα χαμηλά επιτόκια δανεισμού, μετά την έναρξη της κρίσης αυξήθηκαν σημαντικά. Χαρακτηριστικό είναι ότι η αναμενόμενη απόδοση για το δεκαετές κρατικό ομόλογο αυξήθηκε έως και 27 ποσοστιαίες μονάδες στις αρχές του 2011 (Hardouvelis, 2011a, b). Παράλληλα, πρέπει να τονιστεί πως ενώ οι ελληνικές κυβερνήσεις κατά τα έτη 2001 – 2009 απολάμβαναν μια σειρά ωφελειών ύστερα από την υιοθέτηση του ευρώ, όπως η εξάλειψη του ρίσκου μεταβολής των ισοτιμιών και η ύπαρξη χαμηλού πληθωρισμού, δεν κατάφεραν να επωφεληθούν σημαντικά από το δεύτερο, με αποτέλεσμα να υπάρχει ένα δημοσιονομικό έλλειμμα που κατά μέσο όρο κυμαινόταν στο 6%, ενώ παράλληλα αυξανόταν και το μέγεθος των δημοσίων δαπανών (Antzoulatos, 2011). Με αυτό ως δεδομένο, όταν η αρνητική επιρροή της κρίσης που έλαβε χώρα στα έτη 2007 – 2009 έφτασε στην Ευρωζώνη, όλα τα κράτη μέλη επέδειξαν ανησυχία σχετικά με τις επιπτώσεις και τα προβλήματα που θα προκαλέσει πάνω στα δημοσιονομικά τους στοιχεία. Στην περίπτωση ειδικά της Ελλάδας όμως, αυτή η κρίση ανέδειξε και δύο δομικά προβλήματα στα οποία δεν είχε δοθεί κατάλληλη έμφαση για την αντιμετώπισή τους κατά την περίοδο 2001 – 2009. Ο κύριος λόγος για αυτό είναι κατά την προαναφερθείσα περίοδο ότι οι ελληνικές κυβερνήσεις, είχαν εν μέρει σχηματίσει την εντύπωση ότι θα είναι ικανές να δανείζονται με χαμηλά επιτόκια από τις διεθνείς χρηματαγορές σε μια συνεχιζόμενη βάση, χωρίς να βρίσκουν ιδιαίτερα προσχώματα. Παρόλα αυτά, οι Gibson et al. (2012) εκτιμούν ότι η σημαντική μείωση των επιτοκίων δανεισμού για την Ελληνική κυβέρνηση δεν δικαιολογούνταν σε σχέση με τα θεμελιώδη στοιχεία της οικονομίας. Αντίθετα, θεωρούν ότι η απότομη αύξηση των επιτοκίων δανεισμού για την Ελλάδα, όταν ξέσπασε η κρίση, ήταν αποτέλεσμα αυτών των ατελειών στα θεμελιώδη στοιχεία. Αυτά τα προβλήματα στα θεμελιώδη στοιχεία της οικονομίας που δεν είχαν αντιμετωπιστεί κατάλληλα, σύμφωνα με τους Gibson et al. (2012) ήταν α) το μέγεθος του δημοσιονομικού ελλείμματος και β) το μέγεθος του δημόσιου δανεισμού. Στην περίπτωση του πρώτου, το δημόσιο έλλειμμα, κατά την περίοδο 2001 – 2009 αυξανόταν συνεχόμενα ως ποσοστό του ΑΕΠ, ενώ τη ίδια περίοδο, τα δημοσιονομικά έσοδα, και αυτά μετρούμενα ως ποσοστό του ΑΕΠ έβαιναν μειούμενα. Αυτό οφείλεται σε σημαντικό βαθμό στο ότι παρόλη την ανάπτυξη που παρουσίασε η ελληνική οικονομία αυτή την περίοδο, δεν κατάφερε να μειώσει τα δημοσιονομικά ελλείμματα κάτω από το όριο του 3% του ΑΕΠ, ώστε να συμβαδίζει η οικονομική πολιτική της χώρας με τα

προαπαιτούμενα του Συμφώνου Σταθερότητας της ΕΕ. Αυτό είχε ως αποτέλεσμα η χώρα να τεθεί υπό δημοσιονομικό έλεγχο από το 2004, με μια μικρή χαλάρωση το 2007. Παρόλα αυτά, όπως ειπώθηκε, αυτή η δημοσιονομική κατάσταση χειροτέρευσε σημαντικά κατά τα έτη 2008 και 2009 λόγω της παγκόσμιας κρίσης και τις ευρύτερες επιπτώσεις που είχε όταν μεταφέρθηκε στην Ευρωζώνη. Το δεύτερο στοιχείο που ξεχωρίζουν οι Gibson et al. (2012) είναι ότι η δημοσιονομική πολιτική της χώρας ήταν επεκτατική. Βασιζόταν δηλαδή πάνω στην δημιουργία εξόδων, τα οποία και μέχρι το τέλος του 2009 είχαν ανέλθει σε ποσοστά που ξεπερνούσαν σε ποσοστό το 50% του ΑΕΠ. Γενικότερα, όλη την περίοδο από το 2001 – 2009, οι δρώντες μέσα στην οικονομία είχαν θετικές προσδοκίες για τις μελλοντικές αποδόσεις των επενδύσεων που θα έκαναν. Σε συνδυασμό με τα χαμηλά επιτόκια δανεισμού από τις διεθνείς χρηματαγορές, δημιουργήθηκε ένα κλίμα που ευνοούσε τόσο τον δανεισμό, όσο και την κατανάλωση. Σε αυτή την περίοδο είναι σημαντικό να σημειωθεί ότι οι δαπάνες, τόσο από ιδιώτες όσο και από την κυβέρνηση φτάνουν στο 90% του ΑΕΠ. Αυτό το μέγεθος γίνεται καλύτερα κατανοητό όταν είναι το υψηλότερο, συγκρινόμενο με το ανάλογο ποσοστό επί του ΑΕΠ του μέσου όρου της ΕΕ των 27 κρατών, των ΗΠΑ, της Ιαπωνίας καθώς και άλλων ανεπτυγμένων χωρών. Ένας ακόμη λόγος που πρέπει να συμπληρωθεί στους δυο παραπάνω, σύμφωνα με τον Kouretas (2011) είναι η σημαντική αύξηση των μισθών στον δημόσιο τομέα, σε συνδυασμό με μια εξίσου σημαντική αύξηση του πλήθους των εργαζομένων σε διάφορες κατηγορίες φορέων του Δημοσίου, όπως η κεντρική κυβέρνηση, νομαρχίες, δήμοι κτλ. Αυτός ο συνδυασμός είναι ως αποτέλεσμα μια ανακατανομής τόσο του οικονομικού κεφαλαίου, όσο και εργατικού δυναμικού, αποσπώντας το από τον ιδιωτικό τομέα. Αυτό, έπληξε διάφορους κλάδους των ιδιωτικών επιχειρήσεων, αλλά ειδικά πάνω στους κλάδους που προσανατολίζονται στις εξαγωγές προϊόντων είχε μια ιδιαίτερα αρνητική επίδραση που οδήγησε στην απώλεια της ελληνικής οικονομίας και στην περαιτέρω αύξηση του ελλείμματος των τρεχόντων λογαριασμών της ελληνικής οικονομίας. Ένας ακόμη παράγοντας που πρέπει να ληφθεί υπόψη είναι η στενή σχέση του δημόσιου και ιδιωτικού τομέα, καθώς ένα μεγάλο μέρος εμπορικών συμβολαίων συναπτόταν με την κυβέρνηση. Αυτή η σχέση είναι όμως που οδήγησε σε μια ακόμη μεγαλύτερη επιδείνωση του βαθμού ανταγωνιστικότητας που είχε η Ελληνική οικονομία, καθώς ένα μεγάλο μέρος του ιδιωτικού τομέα είχε συνηθίσει να βασίζεται σε έργα και συμβάσεις που έκανε με το δημόσιο και όχι σε προσπάθειες για να βελτιώσει και να δημιουργήσει πρωτότυπα προϊόντα, ώστε να ενισχύσει την

ανταγωνιστικότητα των εξαγωγικών αγαθών. Σε συνέχεια αυτών, οι Katsaitis and Doulos (2009), στην έρευνα που διεξάγουν δείχνουν ότι στο πέρας αυτής της διάρκειας από το 2001 έως και το 2009 είχε μεταφερθεί ένας μεγάλος όγκος πακέτων στήριξης από την ΕΕ στην Ελλάδα, το οποίο όμως, αντίθετα με τις αναμενόμενες προβλέψεις, επηρέασε αρνητικά τις επενδύσεις στον ιδιωτικό τομέα. Η αιτιολογία που προβάλλουν είναι ότι τα τελικά αποτελέσματα από την παροχή τέτοιων πακέτων στήριξης εξαρτώνται σε σημαντικό βαθμό από την ποιότητα των θεσμικών οργάνων που υφίστανται στις χώρες που τα λαμβάνουν. Όπως είναι κατανοητό χώρες που έχουν θεσμικά όργανα και λειτουργίες που χαρακτηρίζονται από υψηλή ποιότητα απολαμβάνουν θετικά αποτελέσματα, με το αντίθετο να παρατηρείται σε χώρες στις οποίες τα θεσμικά όργανα χαρακτηρίζονται από χαμηλή ποιότητα. Αυτή η δυσκολία απορρόφησης και αξιοποίησης της στήριξης από την ΕΕ από την Ελλάδα για την ενίσχυση και τόνωση της ανταγωνιστικότητάς της είναι εμφανής και από την έρευνα των Jurlin & Cuckovic (2009). Οι δυο ερευνητές μελέτησαν στοιχεία σχετικά με την ποιότητα που έχουν οι θεσμικές οντότητες μέσα στις χώρες της EU-16. Σε αυτή την μέτρηση η Ελλάδα ήταν στην 15η θέση με τελευταία την Ιταλία. Επίσης, στον δείκτη που χρησιμοποίησαν για την μέτρηση της ποιότητας των θεσμικών οργάνων της κάθε χώρας, η τιμή που έλαβε η Ελλάδα ήταν 80, μικρότερος από τον μέσο όρο των υπόλοιπων κρατών, η τιμή του οποίου ήταν ίση με 100. Επιπλέον είναι αξιοσημείωτο πως αυτή η έρευνα έδειξε ότι η ποιότητα των θεσμικών οργανισμών της Ελλάδας, μετρούμενη με αυτό τον δείκτη, έδειχνε μια σταθερή μείωση από το 2006 και έπειτα. Σε σχέση με τα ανωτέρω, είναι ιδιαίτερης σημασίας η παρατήρηση των Gibson et al. (2012) που παρατηρούν ότι αυτές οι δομικές ανισοροπίες της Ελληνικής οικονομίας, δηλαδή η αύξηση του μεγέθους του δημοσιονομικού ελλείμματος και του μεγέθους του δημόσιου δανεισμού, σε συνδυασμό με την μείωση της ανταγωνιστικότητας, ξεκινούν από τα τέλη της δεκαετίας του '70 και παρουσιάζουν συνεχόμενες αυξητικές τάσεις, ανεξάρτητα από την εκάστοτε παρούσα κυβέρνηση. Μάλιστα ο Hardouvelis, (2011a,b) θεωρεί ότι αυτές οι ανισοροπίες είναι οι πιο σημαντικές μέσα στα πλαίσια της Ευρωζώνης, ακόμη και σε σχέση με χώρες που παρουσίαζαν παρόμοια προβλήματα, όπως η Ιρλανδία, η Πορτογαλία, η Ισπανία και η Ιταλία. Σε αυτό το κομμάτι συζητήθηκε η κρίση στην Ελλάδα. Αλλά αυτό το υποκεφάλαιο έδωσε ιδιαίτερη έμφαση στα θεμελιώδη στοιχεία και τις αδυναμίες της ελληνικής οικονομίας, τα οποία και οδήγησαν στην κρίση. Όμως η κρίση από το 2009 είχε μεταβληθεί σε μακροχρόνια



ύφεση, η οποία υφίσταται και ως την τρέχουσα χρονική στιγμή (2017). Για αυτό για να κατανοηθεί πλήρως η κατάσταση του τομέα των κατασκευών στην Ελλάδα, είναι σημαντικό να μελετηθεί η πορεία της ελληνικής κρίσης έως και την τρέχουσα στιγμή, ώστε να μπορέσει μετά να γίνει καλύτερη συζήτηση για τις προκλήσεις που αντιμετωπίζει ο σχετικός κλάδος.

### **3.3.3 Πορεία της συνεχιζόμενης ύφεσης στην Ελληνική Οικονομία**

Μέχρι αυτό το σημείο, η συζήτηση στην παρούσα διατριβή έχει βασιστεί περισσότερο στις αιτίες που προκάλεσαν την κρίση στην Ελλάδα και την έφεραν σε πιο δυσχερή θέση σε σχέση με άλλες οικονομίες, που αντιμετώπισαν παρόμοιες καταστάσεις στην ίδια περίοδο. Είναι λοιπόν άξιο ενδιαφέροντος να εξετασθούν οι τρόποι με τους οποίους οι ελληνικές κυβερνήσεις ανέλαβαν δράσεις για την αντιμετώπισή της.

Η αρχή έγινε τον Οκτώβριο του 2009, όπου η τότε νεοεκλεγείσα κυβέρνηση ανακοίνωσε ότι το συνολικό δημόσιο έλλειμμα, αντί να κυμαίνεται μεταξύ του 6% και 8%, όπως είχε προβλεφθεί, τελικά αναθεωρήθηκε στα ποσοστά μεταξύ του 12% και 13%. Σε αυτή την συγκεκριμένη χρονική περίοδο η ελληνική οικονομία είχε έναν δείκτη χρέους προς ΑΕΠ στο 115% καθώς και μέτριες προοπτικές για ανάπτυξη. Ο συνδυασμός αυτών των στοιχείων δημιούργησε στις διεθνείς χρηματαγορές ανησυχίες για την ικανότητα της χώρας στο να ανταποκριθεί στις δανειακές της υποχρεώσεις. Η αρχή έγινε το Δεκέμβριο του ίδιου έτους με την μείωση της φερεγγυότητας της Ελλάδος από τους διεθνείς οίκους πιστοληπτικής ικανότητας, ενώ μέχρι και την άνοιξη του επόμενου έτους, η χώρα είχε ουσιαστικά αποκλειστεί από την δυνατότητα να αντλήσει κεφάλαια από τις διεθνείς χρηματοπιστωτικές αγορές, λόγω του ευρύτερου αρνητικού κλίματος που είχε δημιουργηθεί για την ικανότητα αποπληρωμής των υποχρεώσεών της. Από πλευράς της, η τότε ελληνική κυβέρνηση, σε μια προσπάθεια να επανορθώσει τις όποιες ατέλειες, εφάρμοσε μια σειρά από μέτρα λιτότητας, με σκοπό τη μείωση των ελλειμμάτων του προϋπολογισμού. Παρόλο που αυτά τα μέτρα χαρακτηρίστηκαν ως «σκληρά», εξακολουθούσαν να είναι ανεπαρκή για την αντιμετώπιση των δημοσίων ελλειμμάτων της οικονομίας. Ανάμεσα στις επιλογές που αναλογιζόταν η τότε κυβέρνηση για να βρει μια πιο βιώσιμη λύση ήταν η άντληση πόρων μέσω προγραμμάτων οικονομικής διάσωσης (bailout). Μια τέτοια συμφωνία επετεύχθη το

2010 μεταξύ της κυβέρνησης και της επονομαζόμενης Τρόικα, δηλαδή μιας ομάδας που αποτελούνταν από εκπροσώπους του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου (ΔΝΤ)<sup>4</sup>, της Ευρωπαϊκής Επιτροπής<sup>5</sup> και της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας<sup>6</sup> (ΕΚΤ). Οι όροι για τα αντισυμβαλλόμενα μέρη ήταν από την πλευρά της Ελλάδας να μειωθεί το έλλειμμα στο 3% του ΑΕΠ μέχρι και το 2014, με την πρόοδο της να ελέγχεται από την Τρόικα, ενώ η ίδια η Ελλάδα να λάβει ως στήριξη το πακέτο των £ 80 δισεκατομμυρίων μέσω διμερών δανείων με τα υπόλοιπα Ευρωπαϊκά κράτη, ενώ το ΔΝΤ θα παρείχε ακόμη £ 30 δισεκατομμύρια, με τον τελικό στόχο στο να είναι η Ελλάδα ικανή στο τέλος αυτής της περιόδου να επανέλθει στις διεθνείς χρηματοπιστωτικές αγορές (Ardagna & Caselli, 2014).

Με αυτό ως αρχή την περίοδο 2010 – 2012 συμφωνήθηκαν μεταξύ της Ελληνικής κυβέρνησης και της Τρόικα μια σειρά πακέτων και μέτρων που συνοψίζονται στο Μνημόνιο 1, στο Μεσοπρόθεσμο Πρόγραμμα Δημοσιονομικής Στρατηγικής και στο Μνημόνιο 2, που συνοδεύονταν και από ένα πρόγραμμα για την αναδιάρθρωση του χρέους. Το πρώτο μνημόνιο εισήγαγε την πολιτική της «εσωτερικής υποτίμησης», που αφορούσε ένα πακέτο μέτρων το οποίο μεταξύ άλλων θα επέφερε μειώσεις μισθών, ιδιαίτερα στον δημόσιο τομέα. Σημαντικές μειώσεις έλαβαν χώρα σε τομείς κρίσιμης σημασίας, όπως στην τοπική αυτοδιοίκηση, στην δημόσια υγεία και στην παιδεία. Παράλληλα, με τις μειώσεις μισθών και προσωπικού στον δημόσιο τομέα, την ίδια περίοδο επιβλήθηκαν και μια σειρά από νέους φόρους, όπως αυξήσεις του ΦΠΑ, καθώς και ένας έκτακτος φόρος επί της ακίνητης περιουσίας, ο οποίος με το πέρας του χρόνου μονιμοποιήθηκε και είναι γνωστός ως ΕΝΦΙΑ<sup>7</sup>. Παράλληλα ξεκίνησαν προσπάθειες για την εκποίηση περιουσίας του δημοσίου με σκοπό την άντληση εσόδων που θα συνέβαλλαν στην αποπληρωμή των δανειακών υποχρεώσεων του κράτους (Markantonatou, 2013).

Στην πρώτη φάση, η δύσκολη μα ορθή εφαρμογή των παραπάνω δημιούργησε θετικό κλίμα στις διεθνείς χρηματαγορές, ότι η Ελλάδα θα καταφέρει να ικανοποιήσει τις υποχρεώσεις της. Αυτές οι αισιόδοξες προσδοκίες κράτησαν μέχρι και το 2011, όπου και ανατράπηκαν λόγω τριών γεγονότων. Αυτά τα συμβάντα ήταν: α) Ο επανυπολογισμός του δημόσιου ελλείμματος του 2009 από την Eurostat, που το αύξησε

---

<sup>4</sup> IMF: International Monetary Fund

<sup>5</sup> European Commission

<sup>6</sup> ECB: European Central Bank

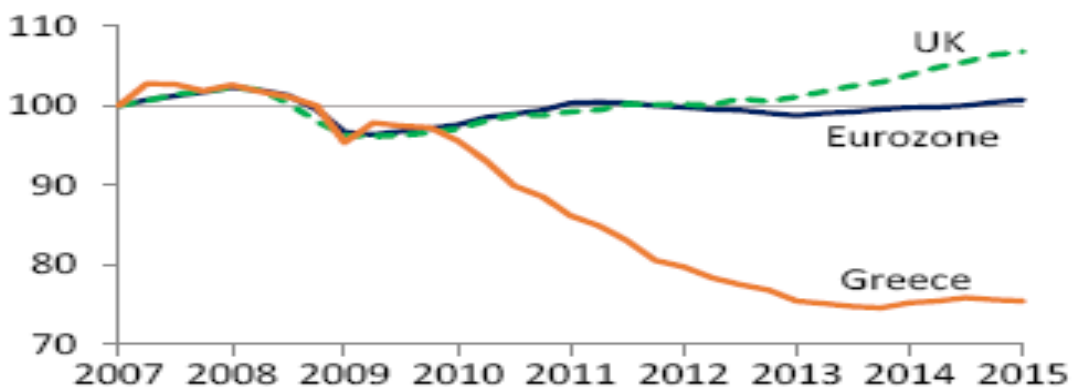
<sup>7</sup> Ενιαίος Φόρος Ιδιοκτησίας Ακινήτων

κατά δύο ποσοστιαίες μονάδες, στο 16%, β) Η κοινή ανακοίνωση των ηγετών της Γαλλίας και Γερμανίας, που δήλωσαν για τις όποιες οικονομικές κρίσεις που θα εμφανιστούν μετά το 2013, θα είναι αναγκαία η επαρκής συμμετοχή των πιστωτών που προέρχονται από τον ιδιωτικό τομέα, κάτι που αύξησε τα επιτόκια δανεισμού σε όλη την Ευρωζώνη, και γ) διάφορες αστοχίες που άρχισαν να παρουσιάζονται εκείνη την περίοδο από την πλευρά της Ελλάδος στην εφαρμογή των όρων. Κάτι τέτοιο μάλλον οφείλεται κυρίως σε πολιτικούς λόγους, που πήραν τη μορφή μιας προσπάθειας της Ελληνικής κυβέρνησης να πιέσει για καλύτερους όρους. Παρόλα αυτά, οι όποιες μορφές πίεσης που προσπάθησε να ασκήσει η ελληνική κυβέρνηση με αυτό τον τρόπο δεν ευδοκίμησαν, ενώ αντιθέτως προκάλεσαν τις αντιδράσεις της ΕΚΤ, δυσχεραίνοντας περαιτέρω τις όποιες προσπάθειες διαπραγμάτευσης. Τελικά τον Ιούλιο του 2011 λήφθηκε μια ακόμη συμφωνία μεταξύ των μερών με την Ελλάδα να αποδέχεται την εφαρμογή ενός ακόμη αυστηρότερου προγράμματος λιτότητας, που περιελάμβανε και περαιτέρω εκποίηση μέσω ιδιωτικοποιήσεων στοιχείων ενεργητικού του δημοσίου ενώ θα λάμβανε ένα νέο πακέτο στήριξης 109 δισεκατομμυρίων Ευρώ. Παράλληλα, η ΕΚΤ συμφώνησε να συναινέσει σε ένα πρόγραμμα PSI. Αυτό το τελευταίο στοιχείο δεν υπήρχε στο προηγούμενο πακέτο στήριξης του 2010 και περιελάμβανε διαπραγματεύσεις της Ελληνικής κυβέρνησης με πιστωτές του ιδιωτικού τομέα, ώστε οι δεύτεροι να προβούν σε εθελοντικές μειώσεις του χρέους τους έως και 20%. Με αυτό τον τρόπο έβαζε ένα ανώτατο όριο, πάνω από το οποίο η κυβέρνηση δεν θα μπορούσε να ζητήσει μείωση χρέους. Αντιθέτως, οι πιστωτές μπορούσαν να συμφωνήσουν σε οποιοδήποτε ποσοστό μέχρι και 20%, ανάλογα με την διαπραγματευτική τους ικανότητα και δύναμη. Κατ' αυτόν τον τρόπο η εισαγωγή του PSI στην όλη διαδικασία μπορεί να χαρακτηριστεί περισσότερο ως συμβολική παρά ουσιαστική στην απομείωση του χρέους. Παρόλα αυτά, οφέλη δημιουργήθηκαν όταν διάφοροι πιστωτές αντάλλαξαν ομόλογα που έληγαν το 2011 και 2014, με άλλα που είχαν αργότερη ημερομηνία λήξης (Ardagna & Caselli, 2014).

Προχωρώντας από το κομμάτι των προσπαθειών που έχουν γίνει για εξομάλυνση των αρνητικών συνεπειών της κρίσης στην Ελλάδα, επανερχόμαστε στο κομμάτι του ΑΕΠ, όπου καταδεικνύει με ξεκάθαρο τρόπο τις επιπτώσεις αυτής της μακροχρόνιας ύφεσης μέσω της σημαντικής μείωσής του. Συγκεκριμένα, από τις πρώτες αρνητικές επιπτώσεις που παρουσίασε η οικονομία το 2008 έως και το 2014 ήταν ότι το ΑΕΠ είχε μειωθεί

περίπου κατά 27%. Μια τέτοια μείωση ιστορικά είναι ανάλογη μόνο με το Μεγάλο Κραχ των ΗΠΑ τα έτη 1929 και 1933 όπου το ΑΕΠ τους μειώθηκε κατά 26%.

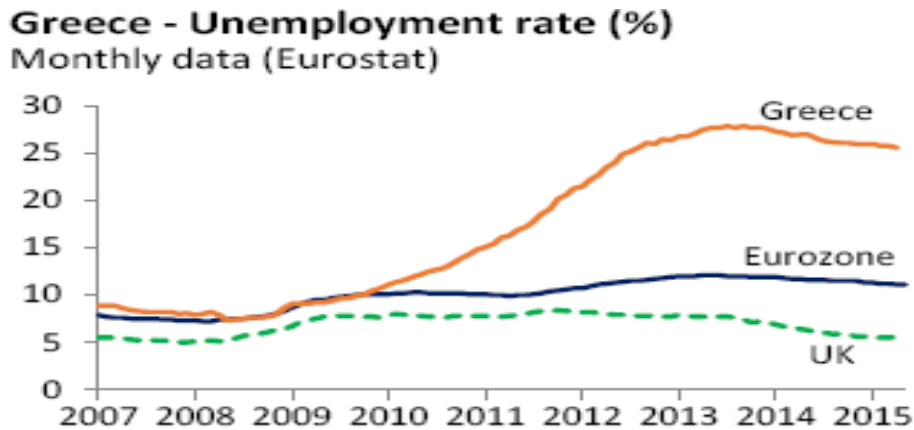
Αυτή η τάση του ελληνικού ΑΕΠ φαίνεται ξεκάθαρα και από το ακόλουθο Σχήμα 6. Με έτος βάσης το 2007 είναι εμφανές πως οι χώρες της Ευρωζώνης, το Ηνωμένο Βασίλειο και ξεχωριστά η Ελλάδα, εμφανίζουν μια πτώση το 2009 λόγω του γεγονότος της μετακύλισης της παγκόσμιας κρίσης από τις ΗΠΑ, μέσω των διεθνών χρηματοπιστωτικών αγορών. Παρά ταύτα, ενώ στις λοιπές χώρες της Ευρωζώνης, το ΑΕΠ τους παρουσίασε ανοδικές τάσεις μετά το 2009, στην περίπτωση της Ελλάδας παρατηρήθηκε το αντίθετο φαινόμενο. Πιο συγκεκριμένα, στην περίπτωση της Ελλάδας παρατηρήθηκε μια απότομη μείωση μέχρι το 2013, ενώ τα δύο επόμενα χρόνια, μέχρι και το 2015 φαίνεται πως παρουσίασε μια σταθεροποίηση σε αυτά τα χαμηλά επίπεδα (Harari, 2015). Πάντως ως κριτική αυτών των στοιχείων, θα μπορούσε να ειπωθεί πως θα έπρεπε να είμαστε επιφυλακτικοί για τα στοιχεία της Ευρωζώνης, καθώς ανάμεσα τους εμπεριέχονται και δεδομένα της Ισπανίας, Πορτογαλίας, Ιταλίας και Ιρλανδίας, που αντιμετώπισαν και αυτές σημαντικές κρίσεις.



**Σχήμα 6. Σύγκριση πορείας του ΑΕΠ μεταξύ Ελλάδος, Ηνωμένου Βασιλείου και χωρών της Ευρωζώνης τα έτη 2007 – 2015, με έτος βάσης το 2007 (Harari, 2015).**

Αυτή η σημαντική πτώση του ΑΕΠ που σχετίζεται με τους προαναφερθέντες παράγοντες, όπως η μεγάλη ανάπτυξη του δημόσιου τομέα σε σχέση με τον ιδιωτικό, η αύξηση του εργατικού κόστους και γενικά του κόστους παραγωγής και η μείωση της ανταγωνιστικότητας των εγχώριων προϊόντων και υπηρεσιών στο θέμα των εξαγωγών, προκάλεσε αναπόφευκτα και σημαντικές δυσχέρειες τόσο στο επίπεδο ζωής όσο και

στις συνθήκες κοινωνικής διαβίωσης του ευρύτερου πληθυσμού. Πιο συγκεκριμένα, όπως φαίνεται από το Σχήμα 7, τα ποσοστά ανεργίας αυξήθηκαν ραγδαία από περίπου 8% το 2008 σε 28% στα μέσα του 2013, ενώ μέχρι και το 2015 παρατηρήθηκε μια μικρή μείωση στο 26%.

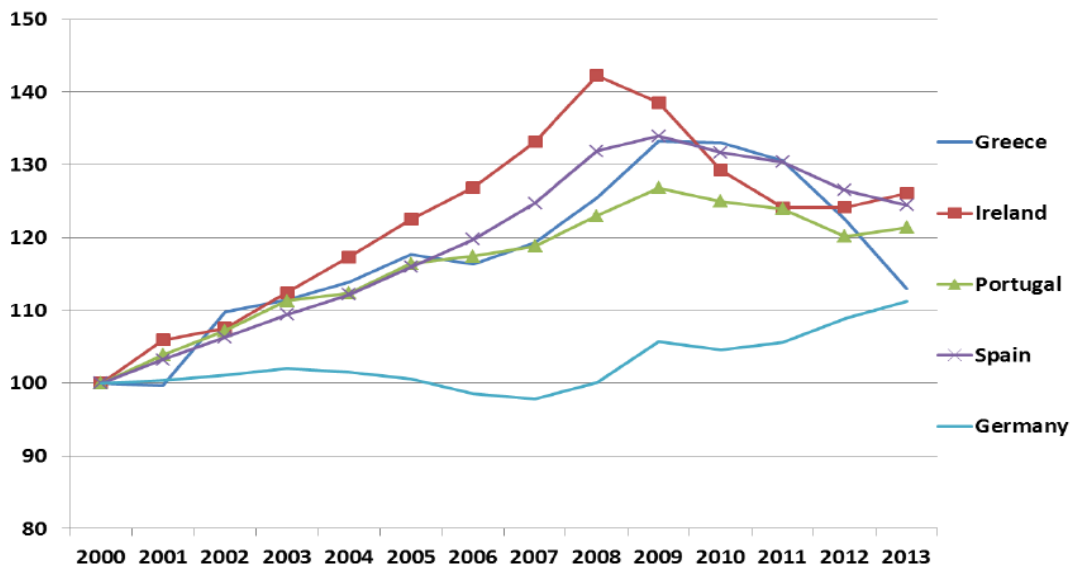


**Σχήμα 7. Τάσεις Αύξησης των Ποσοστών ανεργίας μεταξύ Ελλάδας, Ευρωζώνης και Ηνωμένου Βασιλείου 2007 – 2015 (Harari, 2015).**

Γενικά το μέγεθος του πληθυσμού που εργάζεται μειώθηκε κατά 1 εκατομμύριο άτομα, σημειώνοντας μια μείωση περί το 23% στο σύνολο του απασχολούμενου πληθυσμού. Παράλληλα με αυτό, έχουν μειωθεί σημαντικά οι μισθοί, ενώ έχει παρατηρηθεί ανοδική τάση στις καταστάσεις των ατόμων που βιώνουν συνθήκες φτώχειας και ένδειας. Αυτό φαίνεται και από το γεγονός ότι το 2014 τα τρία πέμπτα των ερωτηθέντων στην έρευνα του Harari (2015) δήλωναν μη ικανοποιημένα με τις καταστάσεις του βίου που διεξάγονταν, ενώ συγκριτικά, το ανάλογο ποσοστό στην ΕΕ είναι το ένα τρίτο.

Αναλύοντας περαιτέρω το θέμα των μισθών, όπως και αναφέρθηκε προηγουμένως από την μελέτη του Kouretas (2011), οι μισθοί και η κατανάλωση είχαν αυξηθεί στην Ελλάδα μετά την είσοδό της στην Ευρωζώνη. Αυτό όμως δεν εξαρτιόταν από την ανάπτυξη του ιδιωτικού τομέα και της πιθανής βιώσιμης ανάπτυξης που θα επέφερε. Αντιθέτως, οφειλόταν σε μεγάλο βαθμό τόσο στην μεγέθυνση του δημοσίου τομέα όσο και στις στενές σχέσεις μεταξύ δημοσίου και ιδιωτικού τομέα που είχαν αναπτυχθεί τις προηγούμενες περιόδους. Χαρακτηριστικό ως προς αυτό είναι το ακόλουθο Σχήμα 8, από την μελέτη του Galenianos (2015) καθώς και στην σχετική μελέτη του που στηρίζει ότι τόσο η Ελλάδα, όσο και άλλες χώρες στις οποίες η κρίση είχε σημαντικές αρνητικές

επιπτώσεις είχαν επωφεληθεί από μια σημαντική αύξηση στους μισθούς, χωρίς όμως να δώσουν την απαραίτητη έμφαση στην βελτίωση της παραγωγικότητας τους. Αυτό, είχε ως αποτέλεσμα να μειωθεί σταδιακά και η γενικότερη ανταγωνιστικότητα τους μέσα στις διεθνείς αγορές.



Σχήμα 8. Κόστος μονάδας Εργασίας 2000 – 2013, έτος βάσης 2000 (Galenianos, 2015).

Έχοντας εξετάσει την ευρύτερη κατάσταση της ελληνικής οικονομίας και στα πλαίσια της παρούσας διατριβής, η έρευνα θα προχωρήσει στα κύρια κομμάτια της. Το επόμενο κεφάλαιο αφορά την μεθοδολογία που χρησιμοποιήθηκε καθώς και τους δείκτες που επιλέχθηκαν, ενώ το τέταρτο κεφάλαιο είναι η χρήση των στοιχείων που συλλέχθηκαν για την εξαγωγή των χρηματοοικονομικών αριθμοδεικτών, από τους ισολογισμούς του δείγματος των κατασκευαστικών εταιριών που χρησιμοποιήθηκαν.

Το παρόν κεφάλαιο εξέτασε το φαινόμενο της οικονομικής κρίσης, εστιάζοντας τόσο στην παγκόσμια κρίση του 2008, αλλά δίνοντας ιδιαίτερη στην ελληνική κρίση και στην ευρύτερη της ελληνικής οικονομίας. Το επόμενο κεφάλαιο αφορά την μεθοδολογία που χρησιμοποιήθηκε καθώς και τους δείκτες που επιλέχθηκαν, για την διενέργεια της παρούσας πτυχιακής.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4

### ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ

Σε αυτό το κεφάλαιο θα συζητηθεί η μεθοδολογία η οποία και θα χρησιμοποιηθεί για την διεξαγωγή της έρευνας. Σε πρώτη φάση θα συζητηθεί η απόφαση σχετικά με τα δεδομένα που θα χρησιμοποιηθούν, καθώς και ο τρόπος για την συλλογή τους. Το επόμενο βήμα αφορά τους τρόπους που θα χρησιμοποιηθούν για την επεξεργασία των δεδομένων, και συγκεκριμένα τους χρηματοοικονομικούς δείκτες. Τέλος, θα γίνει μια θεωρητική παρουσίαση των δεικτών που θα χρησιμοποιηθούν στην πτυχιακή.

#### 4.1 Σχεδιασμός της Έρευνας

Ένα σημαντικό στοιχείο για την διενέργεια της παρούσας έρευνας είναι η φύση των στοιχείων που θα πρέπει να συλλεχθούν ώστε να καταστεί δυνατή. Γενικά, η φύση των δεδομένων χωρίζεται σε δυο κύριες μορφές που είναι τα ποσοτικά (quantitative) και τα ποιοτικά (qualitative).

Η ποσοτική έρευνα συντελείται μέσω της συλλογής και επεξεργασίας αριθμητικών δεδομένων, το οποίο και επιτρέπει μια Παραγωγική ερευνητική προσέγγιση. Αυτός ο ερευνητικός σχεδιασμός έχει ενσωματώσει πρακτικές και ιδέες που χρησιμοποιούνται και στις φυσικές επιστήμες και αντιλαμβάνεται την κοινωνική πραγματικότητα με έναν αποστασιοποιημένο και αντικειμενικό τρόπο (Bryman and Bell, 2007).

Στην άλλη πλευρά είναι η έρευνα που βασίζεται στην συλλογή και ανάλυση ποιοτικών δεδομένων, και το κύριο χαρακτηριστικό της θα μπορούσε να ειπωθεί πως είναι το ότι δίνει έμφαση «στις λέξεις παρά στους αριθμούς». Αυτός ο σχεδιασμός επιτρέπει μια επαγωγική προσέγγιση, και δίνει αρκετά μεγάλη έμφαση στους υποκειμενικούς τρόπους με τους οποίους τα άτομα ερμηνεύουν και αλληλεπιδρούν με το κοινωνικό τους περιβάλλον. Μέσω αυτού του ερευνητικού σχεδιασμού η κοινωνική πραγματικότητα δεν προσεγγίζεται ως κάτι που υφίσταται σε ένα παράλληλο, αλλά εξωτερικό πλαίσιο. Αντιθέτως, αντιμετωπίζεται ως ένα συνεχές δυναμικό περιβάλλον, που δημιουργείται από τις αλληλεπιδράσεις των ατόμων (Bryman and Bell, 2007).

Από τις ανωτέρω περιγραφές, είναι εμφανές πως ο σχεδιασμός με ποιοτικά δεδομένα προσιδιάζει περισσότερο σε έρευνες που έχουν άμεση σχέση με ανθρώπους. Αντιθέτως, στην περίπτωση της παρούσας διατριβής, σκοπός είναι η μελέτη οικονομικών στοιχείων και μεταβλητών των κατασκευαστικών εταιρειών, με δεδομένο και τον παράγοντα της ύφεσης της ελληνικής οικονομίας. Αυτό δεν αναιρεί ότι αυτές οι εξελίξεις έχουν άμεσες και έμμεσες επιπτώσεις σε άτομα. Όμως μια τέτοια έρευνα θα ήταν εκτός του πλαισίου των απαντήσεων που θέλει να απαντήσει η παρούσα μελέτη. Για αυτό τον λόγο, θα χρησιμοποιηθούν ποσοτικά / αριθμητικά δεδομένα, τα οποία θα εξαχθούν από αξιόπιστες πηγές, με την κυριότερη να είναι οι ισολογισμοί των εταιρειών, τα οποία θα υποστούν και επεξεργασία με κατάλληλα χρηματοοικονομικά εργαλεία, ώστε και να παράσχουν χρήσιμες πληροφορίες και αποτελέσματα.

Έχοντας αποφασίσει για την συλλογή δευτερογενών δεδομένων, αυτά θα συλλεχθούν μέσω των ισολογισμών των επιχειρήσεων, τόσο από τα στοιχεία που έχουν αναρτήσει στους διαδικτυακούς τους τόπους, όσο και από τους ισολογισμούς που έχουν εκδοθεί στα Φύλλα της Εφημερίδας της Κυβερνήσεως (Φ.Ε.Κ.).

## **4.2 Ερευνητικά Εργαλεία**

Η πρώτη κατηγορία των εργαλείων που θα χρησιμοποιηθούν είναι αυτή των Χρηματοοικονομικών Δεικτών (Financial Ratios).

Αυτοί οι δείκτες αποτελούν μια σειρά εργαλείων, τα οποία και χρησιμοποιούνται ως «πρώτη ύλη» μέσω των δεδομένων που παρέχονται στους εταιρικούς ισολογισμούς, όσο και στα αποτελέσματα χρήσεως που εκδίδει μια επιχείρηση ανά τακτά διαστήματα, συνήθως τριμηνιαία ή ετήσια. Με βάση αυτά τα στοιχεία, η χρήση των Χρηματοοικονομικών δεικτών αποσκοπεί στο να δώσει μια πιο καθαρή εικόνα των οικονομικών λειτουργιών της επιχείρησης, απεικονίζοντας την παρούσα κατάσταση, όσο και επιτρέποντας τη σύγκριση με την πορεία των περασμένων οικονομικών ετών, ώστε να διευκολυνθεί η διοίκηση της εκάστοτε επιχείρησης στην λήψη αποφάσεων (Collier, 2007).



Οι προαναφερθέντες δείκτες μπορούν να χωριστούν σε διαφορετικές κατηγορίες, με την κάθε μία να έχει διαφορετική χρηστικότητα λόγω της φύσεως των πληροφοριών που παρέχουν, και οι οποίες παρουσιάζονται στο ακόλουθο υποκεφάλαιο.

### **4.3 Θεωρία Χρηματοοικονομικών Δεικτών**

Οι χρηματοοικονομικοί δείκτες αποτελούν ένα αρκετά χρήσιμο εργαλείο το οποίο και επιτρέπει στον κάθε ενδιαφερόμενο να δει την οικονομική πορεία και κατάσταση μιας επιχείρησης. Είναι το αποτέλεσμα των λόγων μεταξύ δύο οικονομικών στοιχείων της επιχείρησης και επιτρέπουν την άμεση σύγκριση της κατάστασής της σε σχέση με άλλες εταιρείες του κλάδου της, ή και την ιστορική της πορεία στον χρόνο. Από την πλευρά των επενδυτών οι δείκτες τους επιτρέπουν να κάνουν προβλέψεις σχετικά με την μελλοντική θέση της εταιρείας, ενώ από την πλευρά της διοίκησης παρέχει πληροφορίες που θα βοηθήσουν στην λήψη αποφάσεων για την αντιμετώπιση μελλοντικών προβλημάτων ή την ενίσχυση σε ορισμένες δραστηριότητες (Brigham και Ehrhardt, 2009).

#### **4.3.1 Δείκτες κερδοφορίας**

Ένας από τους κυριότερους στόχους μιας επιχείρησης από την λειτουργίας της, είναι και η αύξηση της κερδοφορίας της. Γενικά, μπορεί να ειπωθεί πως οι υπόλοιποι δείκτες παρέχουν πληροφόρηση σχετικά με την αποδοτικότητα της επιχείρησης ως προς διάφορους παράγοντες που επηρεάζουν την λειτουργία της επιχείρησης, όπως η ρευστότητα, ή η φερεγγυότητα. Όμως, οι δείκτες της κερδοφορίας είναι αυτοί που παρέχουν πληροφόρηση για τα τελικά οικονομικά αποτελέσματα που προκύπτουν από την διαχείριση αυτών των παραγόντων που εμφανίζονται, καθώς απεικονίζουν τον βαθμό στον οποίον διάφορα στοιχεία / δραστηριότητες της επιχείρησης συνέβαλαν στην δημιουργία κέρδους / ζημίας (Brigham and Ehrhardt, 2009).

Για την μέτρηση του παράγοντα της κερδοφορίας θα χρησιμοποιηθούν οι δείκτες: α) Δείκτης Καθαρού Κέρδους (Return on Sales) β) Αποδοτικότητα Στοιχείων Ενεργητικού (Return on Assets), και γ) Αποδοτικότητα Ιδίων κεφαλαίων (Return on Equity).

Ο Δείκτης Καθαρού Κέρδους υπολογίζεται ως ο λόγος μεταξύ:

$$\frac{\text{Καθαρά Κέρδη/Ζημίες}}{\text{Πωλήσεις}}$$

Ουσιαστικά, αντιπροσωπεύει το ποσοστό κέρδους που αναλογεί σε κάθε Ευρώ πωλήσεων. Όπως είναι εύκολα κατανοητό, όσο μεγαλύτερος είναι ο δείκτης τόσο μεγαλύτερο και το όφελος της εταιρείας. Αυτό, διότι δείχνει πως η εταιρεία καταφέρνει να ελέγχει με αποδοτικό τρόπο τα έξοδα της, ή / και να αυξάνει τις πωλήσεις της, ώστε κάθε ευρώ πωλήσεων να αντιστοιχεί σε μεγαλύτερο ποσοστό καθαρού κέρδους.

Από την άλλη ο Δείκτης Αποδοτικότητας των στοιχείων του ενεργητικού είναι το αποτέλεσμα του λόγου μεταξύ του καθαρού κέρδους και των συνολικών στοιχείων ενεργητικού. Η φόρμουλα με την οποία υπολογίζεται είναι η ακόλουθη (Brigham and Ehrhardt, 2009):

$$ROA = \frac{\text{Καθαρά Κέρδη / Ζημίες}}{\text{Συνολικό Ενεργητικό της Επιχείρησης}}$$

Η χρησιμότητα του συγκεκριμένου δείκτη είναι ότι παρέχει πληροφόρηση σχετικά με το ποσοστό στο οποίο χρησιμοποιούνται τα στοιχεία του ενεργητικού της επιχείρησης για την δημιουργία κέρδους. Πιο απλά, δείχνει το ποσοστό κέρδους ανά Ευρώ που προέρχεται από τα στοιχεία του ενεργητικού. Όπως είναι κατανοητό εάν ο δείκτης έχει υψηλή τιμή, αυτό σημαίνει πως γίνεται μια αποδοτική χρήση τόσο των πάγιων στοιχείων του ενεργητικού της επιχείρησης, όσο και αυτών του κυκλοφορούντος ενεργητικού. Αντιθέτως, εάν έχει αρνητική τιμή, αυτό σημαίνει πως η χρησιμοποίηση των στοιχείων του ενεργητικού από την επιχείρηση όχι μόνο δεν οδηγεί στην δημιουργία κέρδους, και κατά συνέπεια προστιθέμενης αξίας (value added) για την εταιρεία, αλλά καταλήγει και στην απώλεια της ήδη υπάρχουσας αξίας.

Ο τελευταίος από τους χρηματοοικονομικούς δείκτες που αφορούν την κερδοφορία είναι αυτός που αφορά την **Απόδοση των Ιδίων Κεφαλαίων**. Όπως είναι εύλογα κατανοητό, ο τρόπος για τον υπολογισμό αυτού του δείκτη είναι το αποτέλεσμα του λόγου του καθαρού κέρδους επί των ιδίων κεφαλαίων (Brigham and Ehrhardt, 2009):

$$ROE = \frac{\text{Καθαρά Κέρδη / Ζημίες}}{\text{Ίδια Κεφάλαια}}$$

Δηλαδή, οι μέτοχοι επενδύουν επάνω στην επιχείρηση για να επωφεληθούν των χρηματοοικονομικών αποδόσεων που θα παράγει. Υπό αυτή την έννοια, ο δείκτης ROE μας δείχνει την απόδοση που αποκομίζουν οι μέτοχοι ανά ευρώ των μετοχών τους.

### 4.3.2 Δείκτες ρευστότητας

Η εν λόγω κατηγορία δεικτών ασχολείται με τα στοιχεία του κυκλοφορούντος ενεργητικού (current / liquid assets). Η σημαντικότητα του κυκλοφορούντος ενεργητικού έγκειται στο ότι τα εν λόγω στοιχεία μπορούν εύκολα να ρευστοποιηθούν και να αποτελέσουν άμεση πηγή εσόδων για την επιχείρηση, στην τρέχουσα αγοραία τιμή τους (Brigham and Ehrhardt, 2009).

Η σημασία του εν λόγω δείκτη βασίζεται στο να παρέχει πληροφόρηση σχετικά με το εάν η επιχείρηση δύναται να καλύψει τις βραχυχρόνιες υποχρεώσεις στο άμεσα σύντομο χρονικό διάστημα, συνήθως στην κλίμακα του ενός οικονομικού έτους. Γενικά, η αντιπαράθεση των στοιχείων κυκλοφορούντος ενεργητικού, προς αυτά των τρεχουσών υποχρεώσεων της επιχείρησης, μέσω της χρήσης των ακόλουθων δεικτών, παρέχει και γρήγορη, εύχρηστη και ευκολονόητη μέθοδο για την κατανόηση των συνθηκών ρευστότητας της επιχείρησης (Brigham και Ehrhardt, 2009) .

Ο πρώτος δείκτης ρευστότητας που θα εξεταστεί είναι αυτός του **Current Ratio**, υπολογίζεται ως (Brigham and Ehrhardt, 2009):

$$\text{Current Ratio} = \frac{\text{Κυκλοφορούν ενεργητικό}}{\text{Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις}}$$

Είναι ο λόγος των τιμών του κυκλοφορούντος ενεργητικού προς τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις. Σκοπός είναι να δείξει το βαθμό στον οποίο θα μπορούσε το κυκλοφορούν ενεργητικό, σε περίπτωση άμεσης ρευστοποίησής του να καλύψει τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις που αντιμετωπίζει η εταιρεία. Σε πρώτη φάση μοιάζει εύλογο πως τα

ενδιαφερόμενα μέλη, και ειδικά οι πιστωτές, θα επιθυμούσαν αυτός ο λόγος να παράγει τιμές αρκετά πάνω της μονάδας ώστε θα αισθάνονται πιο εξασφαλισμένοι.

Από την άλλη, μία αρκετά υψηλή τιμή του current ratio, θα είχε λόγο να προκαλεί και κάποιες ανησυχίες, κυρίως στους ιδιοκτήτες. Αυτό θα σήμαινε, ότι μεγάλο μέρος του κυκλοφορούντος ενεργητικού είναι δεσμευμένο σε μη παραγωγικά στοιχεία, όπως πλεονάζον ταμειακό υπόλοιπο, μετοχές από την δευτερογενή αγορά, ή ακόμη και μεγάλα εμπορευματικά αποθεματικά, τα οποία δεν κινούνται προς πώληση και διατρέχουν τον κίνδυνο να γίνουν πεπαλαιωμένα.

Γενικά, δεν υπάρχει ένας “χρυσός κανόνας” για το ποια πρέπει να είναι η τιμή αυτού του δείκτη, αλλά αυτό εξαρτάται και από τον τομέα που δραστηριοποιείται η επιχείρηση. Για παράδειγμα, εάν ο δείκτης μιας επιχείρησης έχει δραματικά αυξημένες ή μειωμένες τιμές, συγκρινόμενες με τον μέσο όρο του κλάδου, τότε αυτό αποτελεί και ένα σημείο ανησυχίας, το οποίο θα πρέπει να κινητοποιήσει τους υπευθύνους της εταιρείας στο να ερευνήσουν τους λόγους που τον προκαλούν και να αναλάβουν διορθωτικές ενέργειες. Τέλος, είναι προφανές πως εάν η τιμή του εν λόγω δείκτη είναι μικρότερη της μονάδας, τότε έχει όντως προβλήματα ρευστότητας, καθώς η αξία του υπάρχοντος κυκλοφορούν ενεργητικού υπολείπεται αυτής των βραχυχρόνιων υποχρεώσεων, και η επιχείρηση δεν θα δύναται στο να τις καλύψει ακόμη και με μια άμεση και πλήρη ρευστοποίηση (Brigham and Ehrhardt, 2009).

Ο δεύτερος δείκτης που σχετίζεται με την μέτρηση της ρευστότητας είναι αυτός του **Quick Ratio**, χρησιμοποιείται για την παροχή πληροφόρησης σχετικά με την ρευστότητα της επιχείρησης. Οι τιμές του εν λόγω δείκτη υπολογίζονται ως εξής:

$$\text{Quick (Acid Test) Ratio} = \frac{\text{Κυκλοφορούν Ενεργητικό} - \text{Αποθεματικά}}{\text{Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις}}$$

Η ειδοποιός διαφορά είναι όμως, ότι δεν λαμβάνει υπόψη του τα αποθεματικά σε εμπορεύματα (inventory). Αυτό διότι τα αποθεματικά θεωρούνται ως τα λιγότερο ρευστοποιήσιμα στοιχεία ενεργητικού, και σε έκτακτες περιπτώσεις μπορεί να πωληθούν σε τιμές μικρότερες από αυτές που αγοράστηκαν αρχικά, δημιουργώντας έτσι ζημίες. Η σημαντικότητα αυτού του δείκτη έγκειται στο ότι δείχνει την ικανότητα μιας επιχείρησης να καλύψει τις βραχυχρόνιες υποχρεώσεις της, χωρίς να υπολογίζει τον παράγοντα των αποθεματικών, λόγω των αδυναμιών που προαναφέρθηκαν.

### 4.3.3 Δείκτες μόχλευσης

Οι εταιρείες που θέλουν να ανακαλύψουν χρηματοοικονομικούς πόρους ώστε να προβούν σε νέες επιχειρηματικές συνήθως βασίζονται σε δυο πηγές και πιο συγκεκριμένα σε αυτές των ιδίων κεφαλαίων (equity) και του δανεισμού (debt). Στην περίπτωση των ιδίων κεφαλαίων, αυτά προστίθενται από τους ήδη υπάρχοντες ιδιοκτήτες, ή και από άλλα άτομα που με αυτό τον τρόπο αποκτούν δικαιώματα ιδιοκτησίας και έχουν δικαίωμα στα κέρδη της επιχείρησης, όπως και έκθεση στις ενδεχόμενες ζημίες. Από την άλλη, ο δανεισμός παρέχεται από χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς όπως οι τράπεζες. Με αυτές τις δανειακές συμβάσεις, οι χρηματοοικονομικοί οργανισμοί δεν αποκτούν ποσοστό της ιδιοκτησίας της τράπεζας, καθώς δανείζουν για μια συγκεκριμένη και περιορισμένη περίοδο χρόνου. Οι όποιες σχέσεις μεταξύ των αντισυμβαλλόμενων μερών λήγουν μετά το τέλος της αποπληρωμής του ποσού που έχει δανειστεί. Βέβαια, για να έχει κίνητρο η τράπεζα να παρέχει δανεισμό, πρέπει να προσμένει και μια αμοιβή, η οποία και έρχεται με την μορφή των τόκων. Οπότε, η εταιρεία θεωρείται ότι έχει αποπληρώσει πλήρως το δάνειο που έχει λάβει, όταν καταβάλλει το αρχικό ποσό μαζί με τους ανάλογους τόκους. Σε συνέχεια αυτού, ο δανειστής έχει προτεραιότητα στο θέμα των πληρωμών που είναι να λάβει. Δηλαδή, πρέπει πρώτα να καταβληθούν οι τόκοι και το ποσό αποπληρωμής στον δανειστή και στο τέλος, και ανάλογα με το εάν η επιχείρηση έχει κέρδη ή ζημίες θα μοιραστεί/επιβαρύνει το τελικό αποτέλεσμα τους ιδιοκτήτες (Lumby και Jones, 2007) . Ο δανεισμός των επιχειρήσεων παράγει και την λεγόμενη «μόχλευση» (leverage). Σε αυτή την περίπτωση οι ιδιοκτήτες των οποίων οι επιχειρήσεις έχουν δανειστεί για να διεξάγουν την παραγωγή τους, έχουν λιγότερη έκθεση από τα δικά τους κεφάλαια, και στον βαθμό που οι επιχειρήσεις είναι κερδοφόρες, απολαμβάνουν μεγαλύτερα ποσοστά κερδοφορίας επί των κεφαλαίων τους (return on equity). Από την άλλη, οι δανειστές κοιτάνε το ύψος των δανείων που έχουν ήδη οι επιχειρήσεις στις οποίες καλούνται να δανείσουν. Αυτό διότι μια επιχείρηση που έχει ήδη υψηλό δανεισμό ενδεχομένως να έχει στο μέλλον, ή και να αντιμετωπίζει ήδη δυσκολίες στην αποπληρωμή των δανειακών της υποχρεώσεων, και η περαιτέρω τοποθέτηση χρημάτων από τους δανειστές να αυξάνει τον χρηματοοικονομικό κίνδυνο (financial risk) που καλούνται να αναλάβουν.

Με τα παραπάνω ως δεδομένα, είναι γενικά αποδεκτό πως οι δανειστές μια επιχείρησης προτιμούν χαμηλά επίπεδα δανεισμού, ώστε η έκθεση να είναι μικρότερη στον κίνδυνο στου να απωλέσουν τα χρήματά τους, σε περίπτωση χρεοκοπίας της επιχείρησης. Αντιθέτως, οι ιδιοκτήτες μια επιχείρησης προτιμούν σχετικά υψηλότερα επίπεδα δανεισμού, καθώς αυτό επιτρέπει την ύπαρξη μεγαλύτερου περιθωρίου κερδοφορίας επί των ιδίων κεφαλαίων (Brigham και Ehrhardt, 2009).

Ο πρώτος δείκτης που θα μελετηθεί εδώ, **Total Debt Ratio**, έχει ως σκοπό να δείξει την αναλογία μεταξύ χρέους και ιδίων κεφαλαίων, για τους λόγους που προαναφέρθηκαν στο προηγούμενο κομμάτι.

Στην πιο απλή του μορφή, η τιμή του προκύπτει από τον λόγο μεταξύ του Συνολικού Παθητικού προς το συνολικό Ενεργητικό, ή αλλιώς (Brigham και Ehrhardt, 2009):

$$\text{Total Debt Ratio} = \frac{\text{Total Liabilities}}{\text{Total Assets}}$$

Η χρησιμότητα αυτού του δείκτη βασίζεται στο ότι τα στοιχεία του ενεργητικού αποτελούν την “ιδιοκτησία” της εταιρείας, ενώ τα στοιχεία του παθητικού αποτελούν τα στοιχεία των υποχρεώσεων της εταιρείας προς τρίτα μέρη. Αυτές οι υποχρεώσεις μπορεί να είναι προμηθευτές εξοπλισμού και πρώτων υλών καθώς και προς πιστωτές που παρέχουν δάνεια ώστε να μπορεί η επιχείρηση να χρηματοδοτεί νέες επενδύσεις και να διατηρεί την ομαλή λειτουργία της. Για αυτό το λόγο, η εταιρεία θετικό είναι να έχει τέτοια αναλογία μεταξύ αυτών των δύο στοιχείων. Ένας υψηλός δείκτης μόχλευσης σημαίνει πως η εταιρεία βασίζεται κατά κύριο λόγο στην χρηματοδότηση από τρίτα μέρη. Αυτό αυξάνει το ρίσκο της εταιρείας, καθώς θα έχει μεγαλύτερη υποχρέωση στην εξυπηρέτηση των δανειακών της υποχρεώσεων και πιο συγκεκριμένα της πληρωμής των τόκων. Πιθανή αποτυχία/αδυναμία της επιχείρησης θα την ωθήσει σε κατάσταση χρεοκοπίας. Αντιθέτως, ένας χαμηλότερος δείκτης μόχλευσης δείχνει πως συμβάλουν και οι μέτοχοι της επιχείρησης μέσω των ιδίων κεφαλαίων τους. Αυτό, αφενός αυξάνει το ρίσκο που έχουν οι ίδιοι οι μέτοχοι, αλλά μειώνει το γενικότερο ρίσκο της επιχείρησης που προκύπτει από την έκθεση της σε υποχρεώσεις τρίτων (Harrisson et al, 2011).

Ο δεύτερος δείκτης που θα χρησιμοποιηθεί για αυτή την υπο-ενότητα είναι ο **Revenue to Equity**. Ο τύπος για τον υπολογισμό του είναι  $\frac{\text{Καθαρές Πωλήσεις}}{\text{Ίδια Κεφάλαια}}$ . Δείχνει τα έσοδα που

δημιουργούνται από τις πωλήσεις σε σχέση με ως προ το κάθε Ευρώ Ιδίων Κεφαλαίων. Γενικά, μια τιμή του δείκτη στο 15 και λιγότερο θεωρείται ικανοποιητική (Schwabb et al, 2005).

Ο τρίτος δείκτης που σχετίζεται με την μόχλευση των επιχειρήσεων είναι ο Times Earned Interest. Αυτό διότι όσον αφορά τις λειτουργίες μιας επιχείρησης γενικότερα, καθώς και τις κατασκευαστικές που εξετάζονται στην παρούσα εργασία, μία από τις σημαντικότερες προκλήσεις που έχουν να αντιμετωπίσουν είναι η υποχρέωση τους στο να πληρώνουν τις δανειακές υποχρεώσεις τους. Αυτό αφορά χρηματοοικονομικά έξοδα, όπως π.χ οι τόκοι των δανείων που έχουν συνάψει με τις τράπεζες. Η σημαντικότητα αυτού του στοιχείου έγκειται στο γεγονός ότι πιθανή αδυναμία των επιχειρήσεων να καλύψουν αυτές τις υποχρεώσεις θα τις κάνει να εισέλθουν στον κίνδυνο χρεωκοπίας (Collier, 2007). Με αυτό ως δεδομένο είναι ιδιαίτερα σημαντικό για τις επιχειρήσεις να μπορούν να μετρούν την ικανότητα που έχουν για την αποπληρωμή αυτών των δανειακών υποχρεώσεων, ώστε να γνωρίζουν ανά πάσα στιγμή το ρίσκο που έχουν σχετικά με το ενδεχόμενο πιθανής χρεωκοπίας.

Με βάση τα ανωτέρω, ο δείκτης **Times – Earned – Interest** ουσιαστικά μετράει τον βαθμό στον οποίο μπορούν τα μεικτά κέρδη να καλύψουν τα χρηματοοικονομικά κόστη της επιχείρησης. Η φόρμουλα με την οποία υπολογίζεται είναι (Brigham και Ehrhardt, 2009):

$$\frac{\text{Μεικτά Κέρδη}}{\text{Αξία των τόκων}}$$

#### 4.3.4 Δείκτες δραστηριότητας

Οι δείκτες που θα εξεταστούν σε αυτό το κομμάτι σχετίζονται τόσο με την ικανότητα της εταιρείας στο να πουλήσει τα προϊόντα της, όσο και στο να τα καταφέρει να εισπράξει τα ποσά που της αναλογούν από τους πελάτες, εξυπηρετώντας παράλληλα τις όποιες εκκρεμείς υποθέσεις προς τους προμηθευτές της. Ο κύριος σκοπός είναι να μετρηθεί η ταχύτητα με την οποία η επιχείρηση καταφέρνει να συλλέξει μετρητά (cash) τα οποία θα χρησιμοποιήσει για να στηρίξει τον κύκλο λειτουργιών της (Harrison et al, 2011).

Ο πρώτος δείκτης αυτής της κατηγορίας είναι ο **Δείκτης Ανακύκλωσης των Αποθεμάτων** (Inventory Resident Period). Αυτός ο σχετικός δείκτης μετρά τον βαθμό ταχύτητας, σε όρους διάρκειας των ημερών όπου χρειάζεται η επιχείρηση για να πουλήσει τα εμπορικά της αποθέματα. Ένας χαμηλότερος αριθμός δείχνει πως η επιχείρηση καταφέρνει να πουλήσει ταχύτερα τα εμπορεύματά της έχοντας ως συνέπεια και την πιο συχνή δημιουργία μετρητών. Από την άλλη, είναι πιθανό οι υψηλές τιμές αυτού του δείκτη να δημιουργήσουν προβλήματα στην εταιρεία καθώς μπορεί να μην έχει καταφέρει να δημιουργήσει νέο εμπόρευμα, με αποτέλεσμα να έχει περιόδους που δεν θα γίνεται κάποια εμπορική κίνηση. Ο συγκεκριμένος τύπος υπολογίζεται ως:

$$\frac{365}{\text{Κόστος Πωληθέντων} / \text{Μέση τιμή αποθεματικών}}$$

Σε μια παρόμοια προσέγγιση με τον ανωτέρω δείκτη, ο **Δείκτης της περιόδου συλλογής των εισερχομένων** (Receivables collection period) μετράει την περίοδο που χρειάζεται η εταιρεία από τη στιγμή της πώλησης μέχρι την είσπραξη του ποσού για το οποίο πωλήθηκε το προϊόν.

Υπολογίζεται ως

$$\frac{365}{\text{Καθαρές Πωλήσεις} / \text{Μέση τιμή λογαριασμού εισπρακτέων}}$$

Όπως μπορεί να γίνει εύκολα κατανοητό, οι επιχειρήσεις θα προτιμήσουν η τιμή του δείκτη να είναι μικρή καθώς θα εισπράττουν τα οφειλόμενα μετρητά πιο γρήγορα (Harrison, 2011).

Τέλος, ο **Δείκτης της περιόδου αποπληρωμής των οφειλόμενων υποχρεώσεων**, αφορά την ταχύτητα, σε όρους ημερών με την οποία οι επιχειρήσεις αποπληρώνουν τις υποχρεώσεις τους προς τους προμηθευτές τους. Σε αντίθεση με τον δείκτη για την περίοδο της συλλογής εισερχομένων, αυτός ο δείκτης ουσιαστικά μετρά την ταχύτητα των εκροών μετρητών από την επιχείρηση για την κάλυψη των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεών της. Η φόρμουλα με την οποία υπολογίζεται είναι:



$$\frac{\text{Κόστος Πωληθέντων}}{\text{Μέση τιμή βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων}}$$

Γενικά οι επιχειρήσεις προτιμούν αυτός ο δείκτης να έχει υψηλότερες τιμές, καθώς θα έχουν μεγαλύτερη διάρκεια ημερών κατά την οποία θα μπορούν να αποπληρώσουν τις υποχρεώσεις τους. Αυτό θα τους επιτρέπει να χρησιμοποιούν τα μετρητά τους σε άλλους τρόπους στο ενδιάμεσο (Harrison, 2011).

#### 4.3.5 Δείκτες ιδιαίτερου ενδιαφέροντος για τον κλάδο των κατασκευών

Ο πρώτος από αυτούς τους δείκτες που θα εξεταστούν είναι ο **Δείκτης των πάγιων περιουσιακών στοιχείων**. Ο συγκεκριμένος θεωρείται ως ένας από τους σημαντικότερους για την περιγραφή της οικονομικής υγείας των εταιρειών κατασκευών (Ellis, 2006). Ουσιαστικά αυτός ο δείκτης παρέχει πληροφορίες σχετικά με το πόσο είναι αποδοτικός ο τρόπος με τον οποίον οι εταιρείες κατασκευών προχωρούν στην αξιοποίηση των στοιχείων του πάγιου ενεργητικού τους, ώστε να δημιουργήσουν πωλήσεις. Ο τρόπος υπολογισμού του είναι:

$$\frac{\text{Πωλήσεις}}{\text{Στοιχεία πάγιου ενεργητικού}}$$

Ουσιαστικά, δείχνει τις πωλήσεις σε χρηματικούς όρους που δημιουργούνται ανά μονάδες Ευρώ των στοιχείων του ενεργητικού. Όπως και με τους άλλους δείκτες, η κάθε εταιρεία μπορεί να τον χρησιμοποιήσει ώστε να συγκρίνει την αξιοποίηση των στοιχείων του πάγιου ενεργητικού της, πάντα σε σχέση με άλλες ανταγωνίστριες εταιρείες στον κλάδο της. Με αυτό τον τρόπο, θα μπορέσει η διοίκηση του εκάστοτε οργανισμού να έχει μια καθαρότερη εικόνα για την θέση της εταιρείας και να λάβει τις ανάλογες πρωτοβουλίες και δράσεις ώστε να την βελτιώσει, εάν υπολείπεται, ή να την ενισχύσει περαιτέρω για να διατηρήσει μια θέση ισχύος στην αγορά.

Ο δεύτερος σχετικός δείκτης που θα εξεταστεί σε αυτή την κατηγορία είναι ο **Δείκτης του κύκλου εργασιών κεφαλαίου κίνησης**, ο οποίος και θεωρείται μεταξύ των καλύτερων δεικτών για να παρέχουν εξήγηση για την οικονομική υγεία των

κατασκευαστικών εταιρειών. Περαιτέρω, σύμφωνα με τον McCall (2006), η αξία αυτού του δείκτη έγκειται στο γεγονός ότι παρέχει στις κατασκευαστικές εταιρείες καλύτερη πληροφόρηση σχετικά με την βραχυπρόθεσμη ρευστότητά τους ως προς την ικανότητά τους για την χρηματοδότηση κατασκευαστικών έργων.

Η φόρμουλα με την οποία υπολογίζεται ο συγκεκριμένος δείκτης είναι:

$$\frac{\text{Πωλήσεις}}{\text{Τρέχον ενεργητικό} - \text{Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις}}$$

Ο εν λόγω δείκτης παρέχει πληροφόρηση σχετικά με τον βαθμό στον οποίον η επιχείρηση αξιοποιεί το κεφάλαιο κίνησης ώστε να δημιουργήσει πωλήσεις. Μια υψηλή τιμή αυτού του δείκτη δείχνει ότι η επιχείρηση λειτουργεί με αποδοτικό τρόπο και έχει περιορισμένες ανάγκες για περαιτέρω χρηματοδότηση μέσω δανεισμού στην βραχυχρόνια περίοδο. Όπως και με τις περισσότερες των περιπτώσεων, έτσι και εδώ μια εταιρεία με υψηλές τιμές στον συγκεκριμένο δείκτη σηματοδοτεί την ύπαρξη στοιχείων που τους προσδίδει ένα ανταγωνιστικό πλεονέκτημα. Από την άλλη όμως, αυτός ο δείκτης είναι ευάλωτος σε στοιχεία όπως οι βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της επιχείρησης. Έτσι, σε περιπτώσεις όπου οι

βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της επιχείρησης είναι υψηλές, αυτό δείχνει πως η επιχείρηση διατρέχει τον κίνδυνο να μην έχει αρκετά υψηλό τρέχον ενεργητικό ώστε να στηρίξει τις πωλήσεις της, καθώς θα πρέπει να καλύπτει τις βραχυχρόνιες υποχρεώσεις της. Κάτι τέτοιο αυξάνει το μελλοντικό ρίσκο χρεοκοπίας της επιχείρησης. Επιπλέον, αξίζει να αναφερθεί πως οι εταιρείες εξόρυξης χρυσού και αργύρου, που είναι παρόμοιες σε κάποιο βαθμό με τις κατασκευαστικές έχουν υψηλό δείκτη κύκλου εργασιών κεφαλαίου κίνησης, καθώς χρειάζονται συνεχόμενες επενδύσεις για την ανανέωση, αναβάθμιση και επέκταση του εξοπλισμού και των εγκαταστάσεών τους, καθώς και για την εύρεση νέων κοιτασμάτων (Investopedia, 2017).

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5

### ΔΕΔΟΜΕΝΑ

Το παρόν κεφάλαιο αφορά την παρουσίαση των κατασκευαστικών εταιρειών, οι οποίες και αποτελούν το δείγμα της παρούσας εργασίας. Σε αυτή την υποενότητα θα συζητηθούν τα κριτήρια με τα οποία επιλέχθηκαν οι συγκεκριμένες εταιρείες, ενώ στην συνέχεια θα παρουσιαστούν η καθεμία ξεχωριστά.

Η έρευνα εστιάζει σε ένα δείγμα 11 εταιρειών που δραστηριοποιούνται στον κλάδο παραγωγής δομικών/κατασκευαστικών υλικών. Κριτήριο ήταν η μελέτη των οικονομικών καταστάσεων για το διάστημα 2004-2015. Η περίοδος στην οποία εστιάζει η παρούσα έρευνα αφορά τα οικονομικά έτη από το 2004 έως και το 2015. Ο λόγος που το 2016 δεν επιλέχθηκε είναι διότι αρκετές από τις εταιρείες που χρησιμοποιήθηκαν δεν είχαν εκδώσει τα οικονομικά τους στοιχεία για αυτό το έτος. Έτσι, το 2016 δεν χρησιμοποιήθηκε για να υπάρχει μια συνέπεια μεταξύ των δεδομένων. Οι εταιρείες που χρησιμοποιήθηκαν είναι οι ακόλουθες:

**Πίνακας 1. Εταιρείες-Δεδομένα έρευνας.**

<b>ΟΝΟΜΑ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ</b>	<b>ΕΙΣΗΓΜΕΝΕΣ ΣΤΟ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ<sup>8</sup></b>
ΕΛΑΣΤΡΟΝ Α.Ε.Β.Ε.	ΝΑΙ
ΕΛΛΑΚΤΩΡ	ΝΑΙ
HELLAS GOLD	ΟΧΙ
J&P ΑΒΑΞ Α.Ε.	ΝΑΙ
LA FARGE Α.Β.Ε.Ε.	ΟΧΙ
ΣΙΔΕΝΟΡ ΑΕ	ΝΑΙ
ΣΙΔΜΑ	ΝΑΙ
ΤΕΡΝΑ	ΝΑΙ
ΤΙΤΑΝ	ΝΑΙ
ΧΑΛΥΒΟΥΡΓΙΑ	ΟΧΙ
ΧΑΛΥΨ	ΟΧΙ

---

<sup>8</sup><http://www.helex.gr/>

Για την μελέτη των ανωτέρω εταιρειών θα χρησιμοποιηθούν οι οικονομετρικοί δείκτες που προαναφέρθηκαν για κάθε μία ξεχωριστά. Παράλληλα, θα γίνει και περιγραφική στατιστική μελέτη καθώς θα υπολογιστούν η διάμεσός τους και η τυπική απόκλιση.

Όπως προαναφέρθηκε, η παρούσα έρευνα επικεντρώθηκε στην συλλογή οικονομικών στοιχείων μέσω των ισολογισμών και των καταστάσεων αποτελεσμάτων χρήσεως από εταιρείες που ανήκουν στον κλάδο των κατασκευών παραγωγής και κατασκευαστικών υλικών. Οι εταιρείες που επιλέχθηκαν με το κριτήριο του να έχουν εκδώσει ισολογισμούς για όλα τα οικονομικά έτη από το 2004 έως και το 2015 και αυτές οι χρηματοοικονομικές καταστάσεις να είναι προσβάσιμες τόσο από το Γενικό Εμπορικό Μητρώο (ΓΕΜΗ) όσο και από το Εθνικό Τυπογραφείο. Με βάση αυτά τα κριτήρια καταλήξαμε στις 11 αυτές εταιρείες που προαναφέρθηκαν στον Πίνακα 1.

## **5.1 Έλαστρον α.β.ε.ε.<sup>9</sup>**

Η εταιρεία ΕΛΑΣΤΡΟΝ Α.Ε.Β.Ε. Χαλυβουργικά Προϊόντα συστήθηκε το 1958 ως Εταιρεία Α. ΚΑΛΠΙΝΗΣ - Ν. ΣΙΜΟΣ. Είναι εγγεγραμμένη στο Μητρώο Ανώνυμων Εταιρειών με αριθμό 7365/06/Β/86/32 και σήμερα κατέχει ισχυρή θέση στην αγορά των χαλυβουργικών προϊόντων και μεταλλικών υλικών δόμησης. Με περισσότερα από 50 χρόνια παρουσίας στον κλάδο αποτελεί τον κύριο επεξεργαστή και μεταπωλητή προϊόντων χάλυβα και θερμομονωτικών πάνελ στην Ελλάδα με ισχυρές διεθνείς και μακροχρόνιες εγχώριες συνεργασίες.

Οι βασικές δραστηριότητες της Εταιρείας ΕΛΑΣΤΡΟΝ αφορούν την επεξεργασία και εμπορία χαλυβουργικών προϊόντων και μεταλλικών υλικών δόμησης. Η Εταιρεία εισάγει, επεξεργάζεται, παράγει και εμπορεύεται προϊόντα χάλυβα και θερμομονωτικά πάνελ πολυουρεθάνης. Οι υπερσύγχρονες εγκαταστάσεις της εγγυώνται ότι η παραγωγή πραγματοποιείται πάντα με αξιοπιστία, αποδοτικότητα και υψηλή ποιότητα. Παράλληλα, το ευρύ δίκτυο πωλήσεων και οι συνεργάτες της εταιρείας αποτελούν ισχυρή βάση πάνω στην οποία στηρίζεται η παρουσία της.

Η εμπειρία, η τεχνογνωσία και η διασφάλιση της ποιότητας αποτελούν κυρίαρχα

---

<sup>9</sup> <http://www.elastron.gr/gr/el/company-profile/>

γνωρίσματα της εταιρείας που στηρίζουν τις επενδυτικές της κινήσεις και εδραιώνουν την παρουσία της στις νέες αγορές που δραστηριοποιείται. Η ΕΛΑΣΤΡΟΝ διαχειρίζεται τη μεγαλύτερη ποικιλία προϊόντων χάλυβα στην αγορά. Λόγω αυτού έχει τη δυνατότητα να διατηρεί μια ευρεία πελατειακή βάση από διαφορετικούς κλάδους.

Η Εταιρεία προμηθεύεται πρώτη ύλη από ένα μεγάλο δίκτυο προμηθευτών που περιλαμβάνει συνεργάτες από όλο τον κόσμο, την οποία μετατρέπει σε προϊόντα χάλυβα για γενικές αλλά και εξειδικευμένες εφαρμογές. Οι μακροχρόνιες συνεργασίες με τους προμηθευτές συμβάλλουν στην έγκαιρη παραλαβή των εμπορευμάτων και διασφαλίζουν τις πλέον συμφέρουσες οικονομικές συμφωνίες. Επιπλέον, ο υπερσύγχρονος μηχανολογικός εξοπλισμός της Εταιρείας δίνει τη δυνατότητα για την παραγωγή προϊόντων σύμφωνα με τις επιθυμίες και τις ανάγκες του πελάτη.

Με αυτό τον τρόπο η ΕΛΑΣΤΡΟΝ αποτελεί κυρίαρχο προμηθευτή προϊόντων υποδομής σε κομβικούς τομείς της ελληνικής αλλά και της παγκόσμιας οικονομίας. Τα προϊόντα της βρίσκουν εφαρμογή στη βιομηχανία, στις κατασκευές, στη ναυπηγική, στον αγροτικό τομέα και την ενέργεια.

Η Εταιρεία διαθέτει μια ευρεία γκάμα προϊόντων τα οποία παράγει και εμπορεύεται και είναι τα ακόλουθα :

- Σύμμικτα Χαλυβδόφυλλα SYMDECK (SYMDECK 50, SYMDECK 73, SYMDECK 100, SYMDECK 150)
- Διατομές Ψυχρής Έλασης (EL Σ, EL C, EL Z, EL Zplus)
- Λαμαρίνες, Ρολά, Ταινίες (Θερμής Έλασης, Ψυχρής Έλασης, Γαλβανισμένες, Χρωματιστές)
- Αυλακωτές Λαμαρίνες (ELS 19/760, ELS 19/836)
- Τραπεζοειδείς Λαμαρίνες (ELT 35/1100, ELT 39/896, ELT 40/1000, ELT 50/1000)
- Μεταλλικά Κεραμίδια (METALTILE ΑΤΤΙΚΑ, METALTILE ROMAN, METALTILE CLASSIC)
- Δοκοί πλατύπελμοι HEA, HEB, HEM
- Δοκοί υψίκορμοι IPE
- Δοκοί στενοί IPN
- Διατομές UPN
- Λάμες

- Ισοσκελείς και Ανισοσκελείς Γωνίες
- Στρογγυλά
- Τετράγωνα
- Δοκοί T
- Βολβολάμες
- Κοίλες Διατομές (Στρογγυλές, Τετράγωνες, Ορθογωνικές)
- Σωλήνες Κατασκευών
- Μεταλλικό Κανάλι για Υδροπονικές Καλλιέργειες (EL HG200)
- Θερμομονωτικά πάνελ πολυουρεθάνης

## 5.2 Ελλάκτωρ<sup>10</sup>

Ο ΕΛΛΑΚΤΩΡ είναι ένας διεθνής όμιλος συμμετοχών με βάση την Ελλάδα, και με παρουσία σε 25 χώρες, όπου προχωρά σε μακροπρόθεσμες επενδύσεις σε βασικούς άξονες όπως ο τομέας των κατασκευών, του περιβάλλοντος και η συμμετοχή σε έργα παραχωρήσεων με περισσότερα από 60 χρόνια εμπειρίας και ειδίκευσης σε περίπλοκα και απαιτητικά έργα. Στον τομέα της κατασκευής, ο όμιλος δραστηριοποιείται με την θυγατρική εταιρεία του, ΑΚΤΩΡ ΑΤΕ που έχει αναλάβει, μαζί με τις δικές της θυγατρικές, όλη την κατασκευαστική δραστηριότητα του Ομίλου. Η ΑΚΤΩΡ είναι σταθερά κορυφαία κατασκευαστική εταιρεία στην Ελλάδα και έχει σημαντική παρουσία σε 20 χώρες. Οι κύριες δραστηριότητες της ΑΚΤΩΡ είναι η κατασκευή, η κατασκευή με το 'κλειδί στο χέρι' Φ/Β Έργων (turn key), τα Λατομεία και η Διαχείριση Έργων και Εγκαταστάσεων. Επίσης, η Εταιρεία αποτελεί τον ακρογωνιαίο λίθο της ανάπτυξης του Ομίλου, διαθέτοντας επιλεγμένα στελέχη και τεχνογνωσία υψηλού επιπέδου.

Είναι σημαντικό να αναφερθεί πως κατά το 2016, παρόλη την κρίση, η ΑΚΤΩΡ σε Κοινοπραξία με την Γαλλική SPIECAPAG, ανέλαβε την κατασκευή του πρώτου τμήματος του έργου TAP (Trans Adriatic Pipeline) στη βόρειο Ελλάδα, για τη μεταφορά Φυσικού Αερίου από το Αζερμπαϊτζάν στην Ευρώπη. Το εν λόγω τμήμα του Έργου, αφορά στην κατασκευή αγωγού διαμέτρου 48 ιντσών, μήκους 180 χιλιομέτρων,

---

<sup>10</sup> <http://www.ellaktor.gr/>

από τα Ελληνοτουρκικά σύνορα μέχρι την Καβάλα, καθώς και τις συμπληρωματικές εγκαταστάσεις για τη λειτουργία του και αναμένεται να ολοκληρωθεί κατά το 2018.

### 5.3 Ελληνικός Χρυσός (Hellas Gold)<sup>11</sup>

Η μεταλλευτική εταιρεία ΕΛΛΗΝΙΚΟΣ ΧΡΥΣΟΣ Α.Ε. συστήθηκε τον Δεκέμβριο του 2003 με τους εξής σκοπούς:

- την λειτουργία και εκμετάλλευση μεταλλείων κάθε είδους
- την επεξεργασία και εμπορία μεταλλευμάτων
- την ίδρυση και λειτουργία μεταλλουργίας για την καθετοποίηση της παραγωγής στη Χαλκιδική

Κατά τον Ιανουάριο του 2004, η Ελληνικός Χρυσός αποκτά, με σύμβαση που υπογράφηκε από το ελληνικό δημόσιο, τα μεταλλευτικά δικαιώματα των Μεταλλείων Κασσάνδρας ενώ κατά τον Φεβρουάριο του 2012 η Εταιρεία άρχισε να λειτουργεί ως θυγατρική της καναδικής εταιρείας Eldorado Gold.

Η Εταιρεία Eldorado Gold με την σειρά της, είναι μια εταιρεία μεσαίου μεγέθους που δραστηριοποιείται στον μεταλλευτικό και μεταλλουργικό κλάδο. Η έδρα της είναι στο Βανκούβερ του Καναδά και είναι εισηγμένη στα Χρηματιστήρια του Τορόντο και της Νέας Υόρκης με κύκλο εργασιών που ξεπερνάει το 1 δις \$ ετησίως. Σήμερα, διαθέτει επτά ενεργά μεταλλεία και αρκετά σε αναπτυξιακό ή και κατασκευαστικό στάδιο στην Κίνα, την Τουρκία, την Ελλάδα και την Βραζιλία. Στην Ελλάδα κατέχει το 95% της Ελληνικός Χρυσός Α.Ε. (όπου το υπόλοιπο 5% παραμένει στην κατοχή του ομίλου ΕΛΛΑΚΤΩΡ) και το 100% από τα Χρυσωρυχεία Θράκης.

Τα κύρια έργα της εταιρείας αφορούν τα Μεταλλεία Κασσάνδρας όπου βρίσκονται στην ΒΑ Χαλκιδική, εντός των διοικητικών ορίων του Δήμου Αριστοτέλη. Το χαρακτηριστικό της περιοχής αυτής είναι η πλούσια μεταλλοφορία του υπεδάφους της με κοιτάσματα μολύβδου, ψευδαργύρου, χαλκού, χρυσού και αργύρου. Μεταξύ αυτών

---

<sup>11</sup> <http://www.hellas-gold.com/ellinikos-xrysos/chalkidiki/>

περιλαμβάνονται τα γνωστά κοιτάσματα "Μαύρες Πέτρες", "Ολυμπιάδα" και "Σκουριές". Με βάση τα ανωτέρω, ο στρατηγικός σχεδιασμός της εταιρείας δίνει έμφαση στην ενιαία αξιοποίηση των τριών κοιτασμάτων στις Σκουριές, την Ολυμπιάδα και στο Στρατώνι, εφαρμόζοντας τις πλέον σύγχρονες τεχνολογίες στον κλάδο και πάντα με σεβασμό στο περιβάλλον και στον άνθρωπο.

## 5.4 J&p αβαξ<sup>12</sup>

Ο Όμιλος J&P-ΑΒΑΞ Α.Ε. είναι ένας από τους ισχυρότερους κατασκευαστικούς Ομίλους στην Ελλάδα. Είναι εισηγμένος από το 1994 στο Χρηματιστήριο Αθηνών, έχει σημαντική παρουσία στα μεγαλύτερα έργα του τόπου, αλλά και στη διεθνή αγορά. Την παρούσα στιγμή, στον όμιλο J&P ΑΒΑΞ ανήκουν οι εταιρείες ΕΤΕΘ Α.Ε., ΑΘΗΝΑ Α.Τ.Ε., ΠΡΟΕΤ Α.Ε., J&P Development Α.Ε., ΕΛΒΙΕΞ Α.Ε., E-Construction Α.Ε., ΑΥΤΕΚΟ (J&P ΑΒΑΞ ΙΚΤΕΟ Α.Ε.), TASK J&P ΑΒΑΞ Α.Ε., ΗΛΙΟΦΑΝΕΙΑ Α.Ε., VOLTERRA Α.Ε., TERRA FIRMA, ANEMA, C-PRO, ΕΝΕΡΓΕΙΑΚΗ ΚΥΚΛΑΔΩΝ και ΑΚΙΝΗΤΑ ΕΥΒΟΙΑΣ.

Ο Όμιλος περιλαμβάνει, πιο συγκεκριμένα, εταιρείες με εργοληπτικά πτυχία 7ης, 6ης, 4ης και 3ης τάξης για έργα του Δημοσίου, αλλά και εταιρείες με συμπληρωματικές δραστηριότητες, όπως το Real Estate, τις προκατασκευές, τα Κέντρα τεχνικού Ελέγχου οχημάτων, την Κατασκευή-Διαχείριση και Εκμετάλλευση Parking, τη Διαχείριση Εγκαταστάσεων, το Ηλεκτρονικό Εμπόριο, τη Διαχείριση Έργων και Συμβάσεων, τον Εμποτισμό Ξυλείας, την Εκμετάλλευση Ανανεώσιμων Πηγών Ενέργειας, την Ανάπτυξη Αιολικών και Φωτοβολταϊκών πάρκων κ.α. Επίσης, ο Όμιλος έχει δραστηριότητα σε όλους τους τομείς κατασκευής, με έργα Πολιτικού Μηχανικού, Κτιριακά, Υδραυλικά, Λιμενικά, Οδοποιίας, Ηλεκτρομηχανολογικά, Ενεργειακά-Βιομηχανικά, Δίκτυα Σωληνώσεων και Φυσικού Αερίου. Με εισαγωγή τεχνογνωσίας από το εξωτερικό, αλλά και με εξαγωγή προς τρίτες χώρες, πέτυχε να αναγνωρίζεται διεθνώς και να αποτελεί σοβαρό και υπολογίσιμο σχήμα στις συνεργασίες της με διεθνείς οίκους και με τις μεγαλύτερες κατασκευαστικές εταιρείες του κόσμου. Σημαντικό μερίδιο στο

---

<sup>12</sup> <http://www.jp-avax.gr/jp/default.aspx?pid=291&CTID=170>



χαρτοφυλάκιο του Ομίλου καταλαμβάνουν πλέον τα Έργα παραχώρησης και τα έργα Εξωτερικού.

## 5.5 Lafarge<sup>13</sup>

Η Lafarge έχει εδραιωμένη παρουσία στην ελληνική αγορά τσιμέντου, σκυροδέματος και αδρανών υλικών.

Ο Όμιλος Lafarge είναι ο παγκόσμιος ηγέτης στα δομικά υλικά, κατέχοντας ηγετικές θέσεις σε όλους τους τομείς δραστηριότητάς του. Εισήλθε στην ελληνική αγορά τσιμέντου το 2001 και κατέχει την πλειοψηφία των μετοχών της ΑΓΕΤ Ηρακλής. Η ΑΓΕΤ Ηρακλής ιδρύθηκε το 1911 και είναι η ηγετική εταιρεία τσιμέντου στην Ελλάδα. Η ΑΓΕΤ Ηρακλής δραστηριοποιείται σε όλη την Ελλάδα, με ένα δίκτυο διανομής, το οποίο καλύπτει όλη την ηπειρωτική και νησιωτική Ελλάδα για χύδην και σακευμένο τσιμέντο. Η ΑΓΕΤ Ηρακλής είναι ο μεγαλύτερος παραγωγός τσιμέντου στην Ελλάδα, έχοντας περισσότερα από 100 χρόνια παρουσίας στην αγορά. Η εταιρεία ιδρύθηκε το 1911 ως μια βιομηχανική και εμπορική εταιρεία με το όνομα "Ανώνυμος Γενική Εταιρεία Τσιμέντων". Η εταιρεία πραγματοποιεί την παραγωγή τσιμέντου από τα δυο εργοστάσια Βόλου και Μηλακίου Εύβοιας και διαθέτει έξι κέντρα διανομής. Λειτουργεί λατομεία κοντά στα εργοστάσια, καθώς και τρία λατομεία στη Μήλο, στο Γυαλί Νισύρου και το Αλτσί Κρήτης.

Από την άλλη, η Lafarge Beton ABEE, θυγατρική εταιρεία της ΑΓΕΤ Ηρακλής, δραστηριοποιείται στον κλάδο του σκυροδέματος και των αδρανών υλικών και εστιάζει στην αποτύπωση και ικανοποίηση των αναγκών του κατασκευαστικού κλάδου. Η Lafarge Beton ABEE, θυγατρική εταιρεία της ΑΓΕΤ Ηρακλής, έχει εδραιωμένη παρουσία. Η εταιρεία λειτουργεί στην αγορά με την επωνυμία Lafarge Beton από το 2001. Διαθέτει 26 μονάδες παραγωγής σκυροδέματος (Ready-Mix) και 10 λατομεία, που καλύπτουν ολόκληρη την ηπειρωτική και νησιωτική Ελλάδα για αδρανή και σκυρόδεμα. Η Lafarge Beton έχει πελατοκεντρική προσέγγιση και προσφέρει στην

---

<sup>13</sup> [http://www.lafarge.gr/wps/portal/gr/el/1\\_1-Lafarge\\_in\\_Greece](http://www.lafarge.gr/wps/portal/gr/el/1_1-Lafarge_in_Greece)

αγορά διαφοροποιημένες και πρωτοποριακές λύσεις, οι οποίες καλύπτουν τις ανάγκες των πελατών και τελικών χρηστών. Διαθέτει μεγάλη ποικιλία προϊόντων, από υψηλής ποιότητας υψηλόκοκκα και χονδρόκοκκα αδρανή, αδρανή οδοποιίας και σκύρα μέχρι συμβατικά και πολύ υψηλής απόδοσης σκυροδέματα, όπως το αυτοεπιπεδούμενο και αυτοσυμπικνυόμενο σκυροδέμα Agilia. Η Lafarge τοποθετεί τον πελάτη στο επίκεντρο του ενδιαφέροντός της και προσφέρει στη βιομηχανία των κατασκευών και το ευρύ κοινό καινοτόμες λύσεις για μεγαλύτερη ασφάλεια, άνεση και ποιότητα στο καθημερινό περιβάλλον.

## 5.6 Σιδενόρ<sup>14</sup>

Ο Όμιλος Σιδενόρ δραστηριοποιείται στον κλάδο παραγωγής, μεταποίησης και εμπορίας προϊόντων χάλυβα αποτελώντας σήμερα τη μεγαλύτερη ελληνική βιομηχανία παραγωγής προϊόντων χάλυβα, με ηγετική θέση τόσο στην Ελλάδα, όσο και στη Νοτιοανατολική Ευρώπη. Η επιχειρηματική πορεία του Ομίλου Σιδενόρ ξεκίνησε το 1962 και σήμερα είναι ένας πλήρως καθετοποιημένος όμιλος επιχειρήσεων με 36 θυγατρικές και συγγενείς εταιρείες, εκ των οποίων οι 18 δραστηριοποιούνται στο εξωτερικό. Οι παραγωγικές μονάδες του Ομίλου λειτουργούν στην Ελλάδα, στη Βουλγαρία, στην Π.Γ.Δ.Μ. και στην Αυστραλία. Η επέκταση στη Νοτιοανατολική Ευρώπη ξεκίνησε το 2001 με την απόκτηση της Stomana Industry στη Βουλγαρία, στην οποία ο Όμιλος Σιδενόρ συνεχίζει να επενδύει στοχεύοντας στην παραγωγή προϊόντων υψηλής προστιθέμενης αξίας, στην αύξηση της παραγωγικής δυναμικότητάς του, στη βελτίωση της ποιότητας των προϊόντων καθώς και στη μείωση του κόστους παραγωγής. Το 2006, ο Όμιλος Σιδενόρ επεκτείνει τη διεύθυνσή του στην αγορά της Νοτιοανατολικής Ευρώπης, μέσω της εταιρείας Dojran Steel στη Π.Γ.Δ.Μ., με εργοστάσιο παραγωγής επιμήκων προϊόντων χάλυβα, καλύπτοντας τις ανάγκες της τοπικής αγοράς και του Κοσσόβου. Από το 2007 έως το 2011, αναπτύσσεται ευρύ εμπορικό δίκτυο στη Σερβία (μέσω της Sidebalk Steel), στην Αλβανία (μέσω της Sideral Steel) και στη Ρουμανία (μέσω της Siderom Steel) με σκοπό την πληρέστερη κάλυψη

---

<sup>14</sup> <http://sidenor.gr/sxetika-me-tin-sidenor/o-omilos/>

των τοπικών αγορών και της ευρύτερης περιοχής. Οι παραγωγικές εγκαταστάσεις του Ομίλου αναβαθμίζονται και επεκτείνονται συνεχώς μέσα από ένα εκτεταμένο μακροχρόνιο επενδυτικό πρόγραμμα ύψους πάνω από 860 εκ. ευρώ για την περίοδο 1998 – 2014. Τα προϊόντα του Ομίλου Σιδενόρ καλύπτουν τις πιο απαιτητικές ανάγκες των πελατών στην Ελλάδα και το εξωτερικό. Βασικές προτεραιότητες του Ομίλου αποτελούν η υψηλή ποιότητα των προϊόντων και υπηρεσιών του, η έμφαση στην καινοτομία, οι επενδύσεις σε άρτιο τεχνολογικό εξοπλισμό, η πελατοκεντρική προσέγγιση των δραστηριοτήτων του και η εξέλιξη των εργαζομένων του. Η τεχνολογική υπεροχή, σε επίπεδο παραγωγικής βάσης, σε συνδυασμό με το δίκτυο πωλήσεων, εντός και εκτός Ελλάδας, επιτρέπουν στον Όμιλο Σιδενόρ να διατηρεί την ηγετική θέση του στον κλάδο παραγωγής, μεταποίησης και εμπορίας προϊόντων χάλυβα.

## 5.7 Σίδμα (Σιδηρεμπορική Μακεδονίας)<sup>15</sup>

Η ΣΙΔΑΜΑ Α.Ε. δραστηριοποιείται στον κλάδο εμπορίας και βιομηχανικής μεταποίησης χαλυβουργικών προϊόντων και λειτουργεί ολοκληρωμένα κέντρα εξυπηρέτησης και επεξεργασίας χάλυβα (Steel Service Centers) σε Αθήνα και Θεσσαλονίκη. Οι βασικές κατηγορίες προϊόντων, στις οποίες επικεντρώνονται η μεταποιητική και εμπορική δραστηριότητα της εταιρείας, με βάση την τελική μορφή των προϊόντων, είναι: α) πλατέα προϊόντα, β) επιμήκη προϊόντα, και γ) συρματοουργικά προϊόντα (αντιπροσώπευση). Οι τομείς δραστηριοποίησης της εταιρείας διακρίνονται σε:

- **Μεταποιητική δραστηριότητα:** Περιλαμβάνει την επεξεργασία ρόλων (coils) χάλυβα διαφόρων ποιοτήτων, με σκοπό τη μεταποίησή τους σε λαμαρίνες (φύλλα) και στενότερους ρόλους (τσέρκια) διάφορες μορφές βάσει των ειδικών απαιτήσεων των πελατών της. Η μονάδα μεταλλοβολής-βαφής επιτυγχάνει την αφαίρεση των εξωτερικών οξειδώσεων από τα υλικά και τη προστασία τους με ειδική βαφή. Η κοπή χοντρών λαμαρινών σε ειδικές διαστάσεις καθώς και η κατά μήκος κοπή επιμηκών προϊόντων σε συγκεκριμένες διαστάσεις

---

<sup>15</sup> <http://www.sidma.gr/default.asp?pid=4&la=1>

πραγματοποιείται σε εγκατάσταση οξυγονοκοπής (Παντογράφος) και σε πριόνι αντίστοιχα.

- **Εμπορική δραστηριότητα:** Περιλαμβάνει την εμπορία χαλυβουργικών προϊόντων που προέρχονται είτε απευθείας από την εξέλαση των χαλυβουργείων είτε μετά από επεξεργασία στις εγκαταστάσεις της εταιρείας.
- **Παροχή υπηρεσιών:** Περιλαμβάνει προμήθειες πωλήσεων για λογαριασμό τρίτων, καθώς και έσοδα από την επεξεργασία φασόν προϊόντων.
- **Λοιπές δραστηριότητες:** Αφορούν κατά κύριο λόγο σε πωλήσεις scrap υλικού, προϊόν της επεξεργασίας των πρώτων υλών της εταιρείας.

Η ΣΙΔΑΜΑ διατηρεί στρατηγικής σημασίας μετοχική σχέση και εμπορική συνεργασία με τον Όμιλο ΣΙΔΕΝΟΡ, που αφορά στην αντιπροσώπευση προϊόντων της. Με εστίαση στην υψηλή ποιότητα των προϊόντων και στην άριστη εξυπηρέτηση των πελατών και διαθέτοντας ένα εκτεταμένο, πλήρως οργανωμένο δίκτυο αποθήκευσης και διάθεσης των προϊόντων, η ΣΙΔΑΜΑ διατηρεί την κυρίαρχη θέση της στην αγορά.

Η Εταιρεία διαθέτει μακροχρόνια παράδοση, εμπειρία και τεχνογνωσία στον κλάδο από το 1931 που ιδρύθηκε με έδρα τη Θεσσαλονίκη. Στο χρονικό διάστημα 1950-1990 επεκτείνει την εμπορική δραστηριότητά της σε όλο τον Ελλαδικό χώρο με κέντρο διανομής και στην Αθήνα, αποκτώντας την πρωτοκαθεδρία στην εγχώρια αγορά του χάλυβα.

Το 1991 εγκαθιστά την πρώτη γραμμή παραγωγής και ξεκινά τη μεταποιητική της δραστηριότητα. Το 1996 εξαγοράζει την εταιρεία ΕΛΣΙΝΤΕΡ, το παλαιότερο Κέντρο Επεξεργασίας Χάλυβα στην Ελλάδα, με έδρα τον Ασπρόπυργο.

Το 1998 απορροφά την ΚΑΛ ΑΕ, εταιρεία με αντικείμενο την επεξεργασία και εμπορία λαμαρινών. Το 1999 ξεκινάει στρατηγική συνεργασία με τον Όμιλο ΣΙΔΕΝΟΡ.

Το 2001 αποκτά την πλειοψηφία της νεοσύστατης εταιρείας παραγωγής πανέλων πολυουρεθάνης ΠΑΝΕΛΚΟ Α.Ε. Το 2004 αρχίζει την εξαγωγική της δραστηριότητα στην Βουλγαρία. Το 2005 εισέρχεται στο ΧΑΑ και ιδρύει θυγατρικές σε Ρουμανία και Βουλγαρία.

Το 2007 ολοκληρώνει την κατασκευή τριών νέων Κέντρων Επεξεργασίας Χάλυβα σε Οινόφυτα, Βουκουρέστι και Σόφια. Το 2009 μεταφέρονται τα κεντρικά γραφεία της εταιρείας στις καινούριες εγκαταστάσεις των Οινοφύτων.

## 5.8 Τέρνα<sup>16</sup>

Η ΤΕΡΝΑ ιδρύθηκε το 1972 και από τότε δραστηριοποιείται στην εκτέλεση ενός ευρύτατου φάσματος Δημόσιων και Ιδιωτικών έργων, μεγάλου προϋπολογισμού και σύνθετης τεχνολογίας, όπως οδικά και σιδηροδρομικά δίκτυα, λιμάνια, κτίρια, νοσοκομεία, μουσεία, βιομηχανικές εγκαταστάσεις, υδροηλεκτρικά έργα, φράγματα, κ.λ.π. Η συνένωσή της, το 1999 με την ΓΕΚ Α.Ε. - εταιρεία με ήδη κυρίαρχη παρουσία στον κλάδο των κατασκευών - και η δημιουργία ενός ισχυρού Ομίλου, αποτέλεσε σημαντικό αναπτυξιακό παράγοντα για την περαιτέρω εξέλιξη της ΤΕΡΝΑ. Η ΤΕΡΝΑ αποτελεί σήμερα την κατασκευαστική Εταιρεία του Ομίλου ΓΕΚ ΤΕΡΝΑ. Η ισχυρή και αποτελεσματική οργανωτική της δομή της εξασφαλίζει κυρίαρχη παρουσία σε σημαντικούς τομείς επιχειρηματικής δράσης. Την τρέχουσα περίοδο, η ΤΕΡΝΑ προχωρά στην ολοκλήρωση μεγάλων και σύνθετων έργων υποδομής, καθώς και σημαντικών κτιριακών έργων. Ταυτόχρονα στηριζόμενη στην ισχυρή εγχώρια βάση της, η ΤΕΡΝΑ εδραιώνει τις επιχειρηματικές της δραστηριότητες και σε άλλες χώρες.

Το ιστορικό της εταιρείας είναι ως ακολούθως:

- **1972:** Ίδρυση της ΤΕΡΝΑ Α.Ε.
- **1994:** Εισαγωγή των μετοχών της εταιρείας στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών, ανοίγοντας νέες προοπτικές ανάπτυξης και χρηματοδότησης των επενδύσεων της.
- **1997:** Ίδρυση της "ΤΕΡΝΑ ΕΝΕΡΓΕΙΑΚΗ" και έναρξη της δραστηριοποίησης στον σημαντικό και πολλά υποσχόμενο κλάδο της ενέργειας.
- **1998:** Εφαρμογή του συστήματος διασφάλισης ποιότητας σύμφωνα με το πρότυπο ISO 9002.
- **1999:** Οι διοικήσεις των εταιρειών ΓΕΚ και ΤΕΡΝΑ αποφασίζουν τη συνένωση των δυνάμεων τους με σκοπό τη δημιουργία ενός από τους μεγαλύτερους Ελληνικούς ομίλους στον χώρο των κατασκευών, της ενέργειας και του Real Estate. Η ΓΕΚ αποκτά το 50% της ΤΕΡΝΑ.
- **2002:** Ολοκλήρωση της αναδιάρθρωσης του Ομίλου με απορρόφηση από την

---

<sup>16</sup> <http://www.terna.gr/el/the-company/history/>

ΤΕΡΝΑ του κατασκευαστικού τομέα της ΓΕΚ, καθώς και των εταιρειών ΨΥΚΤΙΚΗ ΕΛΛΑΔΟΣ, ΔΟΜΙΚΗ ΑΝΑΠΤΥΞΗ ΕΡΓΟΔΥΜΑΜΙΚΗ και ΗΝΙΟΧΟΣ. Πλέον, η ΤΕΡΝΑ αποτελεί μία από τις μεγαλύτερες και ισχυρότερες κατασκευαστικές εταιρείες της Ελλάδας, κατέχοντας το ανώτατο εργοληπτικό πτυχίο και συμμετέχοντας στα μεγαλύτερα έργα που κατασκευάζονται στον Ελληνικό χώρο.

## 5.9 Τιτάν<sup>17</sup>

Ο Όμιλος ΤΙΤΑΝ συμπλήρωσε 115 χρόνια δραστηριότητας, καθώς η μητρική Εταιρία Α.Ε. Τσιμέντων ΤΙΤΑΝ ιδρύθηκε στην Ελλάδα το 1902. Έχοντας την επιχειρησιακή βάση του στην Ελλάδα, όπου η μετοχή της μητρικής Εταιρείας είναι εισηγμένη στο Χρηματιστήριο από το 1912, ο Όμιλος αναπτύσσει σήμερα καθετοποιημένη δραστηριότητα, παραγωγική και εμπορική, σε 14 χώρες. Η δραστηριότητα αυτή ασκείται μέσω θυγατρικών εταιρειών, στις οποίες ο ΤΙΤΑΝ έχει πλήρη ή πλειοψηφικό (μετοχικό) έλεγχο ή κοινοπρακτική συμμετοχή, και καλύπτει τους εξής κλάδους:

- Παραγωγή τσιμέντου (φαιού και λευκού), σκυροδέματος και αδρανών υλικών
- Διακίνηση - διανομή τσιμέντου
- Επεξεργασία και βιομηχανική αξιοποίηση ιπτάμενης τέφρας σταθμών ηλεκτροπαραγωγής
- Κονιάματα
- Τσιμεντόλιθους

Η διαχρονικά επιχειρηματική πορεία του Ομίλου ΤΙΤΑΝ στηρίχθηκε στην εφαρμογή των εκάστοτε πιο σύγχρονων τεχνολογιών, διαδικασιών και μεθόδων έρευνας παραγωγής και διακίνησης-εμπορίας προϊόντων, στη συστηματική έρευνα και τη συνεχώς αναβαθμισμένη τεχνογνωσία του, στο υψηλής ποιότητας ανθρώπινο δυναμικό του.

Στόχος της εταιρείας ΤΙΤΑΝ είναι να αναπτυχθεί ως μια ανεξάρτητη, πολύ-

---

<sup>17</sup> <http://www.titan.gr/el/titan-group/>

περιφερειακή και καθετοποιημένη δύναμη στη διεθνή αγορά των δομικών υλικών, συνδυάζοντας την επιχειρηματική ικανότητα και ανταγωνιστικότητα με το σεβασμό για τον άνθρωπο, την κοινωνία και το περιβάλλον. Για την επίτευξη αυτού του στόχου, η εταιρεία εστιάζει σε τέσσερις στρατηγικές προτεραιότητες:

- **Γεωγραφική διαφοροποίηση:** Ενισχύει την επιχειρηματική της θέση μέσω εξαγορών και εγκατάστασης νέων μονάδων σε νέες ελκυστικές αγορές, με σκοπό την ανάπτυξη της κλίμακας παραγωγής και τη μείωση της εξάρτησης από λίγες αγορές.
- **Συνεχής βελτίωση ανταγωνιστικότητας:** Εφαρμόζει νέες αποτελεσματικές μεθόδους για τη μείωση του κόστους και τη βελτίωση της ανταγωνιστικότητας σε όλες τις επιχειρηματικές μας δραστηριότητες.
- **Καθετοποίηση δραστηριοτήτων:** Διευρύνει την επιχειρηματική της δράση και σε άλλους παραγωγικούς τομείς στην αλυσίδα προϊόντων τσιμέντου, με σκοπό την καλύτερη εξυπηρέτηση των πελατών και την αξιοποίηση νέων ευκαιριών κερδοφορίας.
- **Έμφαση στο ανθρώπινο δυναμικό και την Εταιρική Κοινωνική Ευθύνη:** Φροντίζει και αναπτύσσει τους ανθρώπους της και βελτιώνει συνεχώς τις σχέσεις με όλους τους εσωτερικούς και εξωτερικούς συμμετόχους, με στόχο, πάντα, τον αμοιβαίο σεβασμό και την κατανόηση.

Για να υλοποιήσει τις παραπάνω προτεραιότητες, προωθεί τις βέλτιστες πρακτικές και ενισχύει την τεχνογνωσία σε όλο τον Όμιλο. Έτσι, οδηγείται στη βελτίωση των ικανοτήτων και την επίτευξη του κυρίαρχου στόχου της.

## 5.10 Χαλυβουργία Ελλάδος α.ε.<sup>18</sup>

Το 1938 ιδρύεται η Ελληνική Χαλυβουργία, η πρώτη βιομηχανία χάλυβα στην Ελλάδα και μια από τις μεγαλύτερες βιομηχανίες της χώρας. Με σίδερα της Ελληνικής Χαλυβουργίας χτίζεται το ιστορικό οχυρό Ρούπελ στη Μακεδονία. Το 1951, η

---

<sup>18</sup> <http://www.hlv.gr/index.php/el/arkiki/>

παραγωγική μονάδα της εταιρείας μεταφέρεται από το πρώτο εργοστάσιο της οδού Πειραιώς στην Αθήνα, σε νέο ιδιόκτητο βιομηχανικό χώρο στον Ασπρόπυργο Αττικής. Από το 1986, με την εγκατάσταση υπερσύγχρονων μηχανημάτων παραγωγής πλεγμάτων, η Ελληνική Χαλυβουργία κατέχει την πρώτη θέση στην ελληνική αγορά πλέγματος. Από την άλλη το 1963 ιδρύεται η Χαλυβουργία Βόλου. Το 1974 μετονομάζεται σε Χαλυβουργία Θεσσαλίας και ξεκινά η λειτουργία του εργοστασίου της στο Βελεστίνο. Διαγράφοντας μια σταθερά ανοδική πορεία και θέτοντας συνεχώς νέα πρότυπα κατασκευαστικής υπεροχής, η εταιρεία συμμετέχει στην υλοποίηση μεγάλων έργων υποδομής. Με σίδερα της Χαλυβουργίας Θεσσαλίας κατασκευάζεται το μεγαλύτερο μέρος της γέφυρας Ρίου-Αντιρρίου. Κατά το 2006 Οι δύο ιστορικές εταιρείες ενώνουν τις δυνάμεις τους και υπογράφουν με ένα νέο όνομα: *Χαλυβουργία Ελλάδος*. Συνοψίζοντας, μια μεγάλη παράδοση πρωτοπορίας που γεφυρώνει τις εποχές, δημιουργείται μια ηγετική δύναμη με την απαραίτητη τεχνογνωσία και εμπειρία για να ανταποκριθεί στις προκλήσεις του μέλλοντος .

Η Χαλυβουργία Ελλάδος διαθέτει σύγχρονες βιομηχανικές μονάδες παραγωγής προϊόντων χάλυβα υψηλών προδιαγραφών στον Ασπρόπυργο, το Βελεστίνο και το Βόλο. Η εταιρεία λειτουργεί δύο από τις πέντε πλήρως καθετοποιημένες μονάδες παραγωγής χάλυβα οπλισμού σκυροδέματος στην Ελλάδα.

- **Εργοστάσιο Ασπρόπυργου:** Οι εγκαταστάσεις του Ασπρόπυργου καλύπτουν 290.000 τ.μ. και διαθέτουν χαλυβουργείο, ελασματοουργείο επιμηκών προϊόντων, εργοστάσιο παραγωγής πλεγμάτων, καθώς και στεγασμένες αποθήκες φύλαξης χάλυβων και πλεγμάτων. Μετά από διαδοχικές αναβαθμίσεις του παραγωγικού εξοπλισμού και με νέες επενδύσεις σε μηχανολογικό εξοπλισμό προηγμένης τεχνολογίας, η ετήσια παραγωγική δυναμικότητα της μονάδας σε τελικά προϊόντα ξεπερνά τους 400.000 τόνους.
- **Χαλυβουργείο Βελεστίνου:** Στις εγκαταστάσεις του Βελεστίνου, οι οποίες καλύπτουν 265.000 τ.μ., λειτουργεί το χαλυβουργείο της βιομηχανικής μονάδας του Βόλου. Με συνεχείς επενδύσεις σε μηχανολογικό και τεχνολογικό εξοπλισμό και τον πλήρη εκσυγχρονισμό των εγκαταστάσεων, η ετήσια παραγωγική δυναμικότητα της μονάδας σε ημιέτοιμο προϊόν (μπιγιέτα) ξεπερνά τους 700.000 τόνους.
- **Ελασματοουργείο & Εργοστάσιο Πλεγμάτων Βόλου:** Οι εγκαταστάσεις του



Βόλου, συνολικής έκτασης 145.000 τ.μ., περιλαμβάνουν ελασματοουργείο επιμηκών προϊόντων, εργοστάσιο παραγωγής πλεγμάτων και στεγασμένες αποθήκες φύλαξης χαλύβων και πλεγμάτων. Από το 1963 η μονάδα του Βόλου επιτυγχάνει σταθερή αύξηση της παραγωγικής της δυναμικότητας. Με την εγκατάσταση νέου ελασματοουργείου και ενός υπερσύγχρονου εργοστασίου πλεγμάτων, η ετήσια δυναμικότητα της μονάδας σε τελικά προϊόντα ξεπερνά σήμερα τους 600.000 τόνους. Τα προϊόντα τα οποία παράγει και εμπορεύεται η εταιρία είναι τα ακόλουθα:

- Χάλυβες Οπλισμού Σκυροδέματος ΕΧΘ: Ευθύγραμμες Ράβδοι και Ρόλοι
- Πλέγματα ΕΧΘ: Πλέγματα Υποστυλωμάτων και Δομικά Πλέγματα
- Πλέγματα Ειδικών Απαιτήσεων FitSteel
- Έτοιμοι Κλωβοί ForSteel
- Σύνθετοι κλωβοί ForSteelplus
- Χονδρόσυρμα

Η Χαλυβουργία Ελλάδος έχει σημαντική συμβολή στα μεγάλα έργα εκσυγχρονισμού και τη δημιουργία νέων κατασκευαστικών υποδομών που αναμορφώνουν ριζικά το τοπίο της χώρας και αποτελούν βασική προϋπόθεση οικονομικής ανάπτυξης.

Μεγάλα αναπτυξιακά έργα, όπως το Αεροδρόμιο Ελ. Βενιζέλος, η Αττική Οδός, η Γέφυρα Ρίου-Αντίρριου, το Αττικό Μετρό, η Εγνατία Οδός, ο Προαστιακός Σιδηρόδρομος Αττικής, η Υποθαλάσσια Ζεύξη Ακτίου και σχεδόν όλα τα Ολυμπιακά έργα έχουν κατασκευαστεί με χάλυβες Ε.Χ.Θ.

Σήμερα, η Χ.Ε. εξακολουθεί να είναι προμηθευτής όλων των μεγάλων έργων που γίνονται στην Ελληνική Επικράτεια. Ειδικότερα:

- **Κτιριακά Έργα**

Εθνικό Μουσείο Σύγχρονης Τέχνης ΕΜΣΤ (πρώην ΦΙΞ), Εθνική Πινακοθήκη, επέκταση Ευαγγελισμού, Χατζηκυριάκειο Ίδρυμα, Νηπιαγωγείο Κολλεγίου Αθηνών, Ίδρυμα Σταύρος Νιάρχος, κ.α.

- **Έργα Υποδομών**

Οδικοί άξονες της χώρας όπως Μορέας, Αυτοκινητόδρομος Αιγαίου, Ιόνια Οδός, Ε65 και Ολυμπία Οδός, Σιδηροδρομικοί άξονες Αθήνας – Πατρών και Αθήνας –

Θεσσαλονίκης

Παράλληλα, εφαρμόζοντας τα ίδια αυστηρά ποιοτικά κριτήρια, η Χαλυβουργία Ελλάδος έχει αναδειχθεί σε κορυφαίο προμηθευτή του ιδιωτικού τομέα και ακρογωνιαίο λίθο της ιδιωτικής οικοδομής, αξιοποιώντας ένα ευρύτατο δίκτυο αντιπροσώπων και συνεργατών σε όλη την Ελλάδα.

### 5.11 Χάλυψ Δομικά Υλικά α.ε.<sup>19</sup>

Όμιλος Italcementi δραστηριοποιείται στην Ελλάδα μέσα από την εταιρεία Χάλυψ Δομικά Υλικά Α.Ε. Η εν λόγω εταιρεία δραστηριοποιείται περαιτέρω στον κλάδο Τσιμέντου με την επωνυμία “Τσιμέντα Χάλυψ”, στο λατομικό κλάδο με την επωνυμία "Λατομεία Χάλυψ” και στον κλάδο σκυροδέματος με την επωνυμία "Ετ Μπετόν", η οποία μέσω των τριών μονάδων σκυροδέματος δραστηριοποιείται στην Αττική. Έχει επίσης ένα σταθμό αποθήκευσης και διανομής, στο Δυρράχιο Αλβανίας με την επωνυμία Eurotech Cement SH.P.K. Ο Όμιλος, πραγματοποιεί στην Ελλάδα μεγάλα επενδυτικά προγράμματα στοχεύοντας στην αύξηση της παραγωγής, στη βελτίωση της ποιότητας και των συνθηκών εργασίας, καθώς επίσης και στην προστασία και τη βελτίωση του περιβάλλοντος. Ως μέλος του Ομίλου Italcementi, η Χάλυψ Δομικά Υλικά κατέχει την εμπειρία μίας μεγάλης πολυεθνικής εταιρείας, χωρίς να παραβλέπει το γεγονός ότι υπηρετεί τοπικούς πελάτες με τοπικές ανάγκες.

Η εταιρεία δραστηριοποιείται στην αγορά των δομικών υλικών με προϊόντα που προέρχονται από τους παρακάτω τομείς:

- **ΑΙΟΛΟΣ – CEM II/A-L 42,5 N:** Το τσιμέντο ΑΙΟΛΟΣ είναι ένα τσιμέντο πόρτλαντ με ασβεστόλιθο, που παράγεται με τη συνάλεση κλίνκερ, ασβεστολίθου και γύψου. Το τσιμέντο ΑΙΟΛΟΣ περιέχει κλίνκερ σε ποσοστό μεγαλύτερο του 80%.
- **ΑΣΠΡΟΠΥΡΓΟΣ– CEM II/A-LL 42,5 N “ΛΕΥΚΟ”:** Το τσιμέντο ΑΣΠΡΟΠΥΡΓΟΣ είναι ένα τσιμέντο πόρτλαντ υψηλής αντοχής, που παράγεται

---

<sup>19</sup> <http://www.halyps.gr/GR/>

με τη συνάλεση κλίνκερ, γύψου και ασβεστολίθου. Το τσιμέντο ΑΣΠΡΟΠΥΡΓΟΣ περιέχει κλίνκερ σε ποσοστό τουλάχιστον 80%.

- **ΓΙΓΑΣ– CEM II/B-M (P-L) 32,5 N:** Το τσιμέντο ΓΙΓΑΣ είναι ένα σύνθετο τσιμέντο πόρτλαντ, που παράγεται με τη συνάλεση κλίνκερ, φυσικής ποζολάνης, ασβεστολίθου και γύψου. Το τσιμέντο ΓΙΓΑΣ περιέχει κλίνκερ μεταξύ 65% και 79%.
- **ΓΙΓΑΣ PLUS – CEM IV/B (P-W) 32,5 N:** Το τσιμέντο ΓΙΓΑΣ PLUS είναι ένα ποζολανικό τσιμέντο, που παράγεται με τη συνάλεση κλίνκερ, φυσικής ποζολάνης και ιπτάμενης τέφρας και γύψου.
- **ΜΕΣΟΓΕΙΟΣ ΤΣΙΜΕΝΤΟ ΘΑΛΑΣΣΗΣ - CEM II/B-P 32,5 N:** Το τσιμέντο ΜΕΣΟΓΕΙΟΣ αποτελεί ενισχυμένο τύπο ποζολανικού τσιμέντου με ιδιαίτερα αυξημένη αντοχή σε διαβρωτικά περιβάλλοντα, κατάλληλο για εργασίες όπου απαιτείται χαμηλός βαθμός θερμότητας ενυδάτωσης, π.χ. κατασκευές κοντά στη θάλασσα, σε περιοχές με αυξημένη υγρασία κ.λ.π.

Έχοντας ολοκληρώσει σε αυτό το σημείο με την παρουσίαση των κατασκευαστικών εταιριών, οι οποίες αποτελούν και το δείγμα της έρευνας, το επόμενο κεφάλαιο θα παρουσιάσει τα στοιχεία που προέκυψαν ύστερα από την επεξεργασία των δεδομένων μέσω των αριθμοδεικτών.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6

### ΑΝΑΛΥΣΗ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ

Σε αυτό το κεφάλαιο λαμβάνει χώρα το κυρίως κομμάτι της πτυχιακής που είναι η παρουσίαση των αποτελεσμάτων τα οποία και προέκυψαν από την επεξεργασία των δεδομένων που συλλέχθηκαν. Η πρώτη κατηγορία που θα παρουσιαστεί είναι αυτή των δεικτών που αφορούν την κερδοφορία της επιχείρησης. Η δεύτερη κατηγορία αφορά τους δείκτες ρευστότητας, που μετρούν την ικανότητα της επιχείρησης να ικανοποιήσει τις απαιτήσεις προς τρίτους, ενώ η τρίτη κατηγορία είναι αυτή των δεικτών μόχλευσης, οι οποίοι και μετρούν την ικανότητα τόσο της κεφαλαιακής δομής της επιχείρησης, όσο και της ικανότητάς της να εξυπηρετήσει τις δανειακές της υποχρεώσεις. Η τέταρτη κατηγορία δεικτών είναι αυτή των δεικτών δραστηριότητας, που δείχνει την χρονική περίοδο μέσα στην οποία η επιχείρηση ολοκληρώνει την πώληση των εμπορευμάτων της και μετατρέπει τα αποθεματά της σε ρευστά διαθέσιμα. Η πέμπτη κατηγορία τέλος αφορά δείκτες οι οποίοι είναι ιδιαίτερης σημασίας για τον κλάδο των κατασκευαστικών εταιρειών, καθώς προσφέρουν περαιτέρω πληροφορίες σχετικά την αποδοτικότητά τους.

#### 6.1 Δείκτες Κερδοφορίας

Ένας από τους κυριότερους στόχους μιας επιχείρησης από την λειτουργίας της, είναι και η αύξηση της κερδοφορίας της. Γενικά, μπορεί να ειπωθεί πως οι υπόλοιποι δείκτες παρέχουν πληροφόρηση σχετικά με την αποδοτικότητα της επιχείρησης ως προς διάφορους παράγοντες που επηρεάζουν την λειτουργία της επιχείρησης, όπως η ρευστότητα και η φερεγγυότητα. Όμως, οι δείκτες της κερδοφορίας είναι αυτοί που παρέχουν πληροφόρηση για τα τελικά οικονομικά αποτελέσματα που προκύπτουν από την διαχείριση αυτών των παραγόντων και που εμφανίζονται, καθώς απεικονίζουν τον βαθμό στον οποίον διάφορα στοιχεία/ δραστηριότητες της επιχείρησης συνέβαλαν στην δημιουργία κέρδους / ζημίας (Brigham and Ehrhardt, 2008).

Για την μέτρηση του παράγοντα της κερδοφορίας θα χρησιμοποιηθούν οι δείκτες: α) Δείκτης Καθαρού Κέρδους (Return on Sales) β) Αποδοτικότητα Στοιχείων Ενεργητικού (Return on Assets), και γ) Αποδοτικότητα Ιδίων κεφαλαίων (Return on Equity)

### 6.1.1 Δείκτης καθαρού κέρδους

Ο συγκεκριμένος δείκτης υπολογίζεται ως ο λόγος μεταξύ:  $\frac{\text{Καθαρά Κέρδη/Ζημίες}}{\text{Πωλήσεις}}$ .

Ουσιαστικά, αντιπροσωπεύει το ποσοστό κέρδους που αναλογεί σε κάθε Ευρώ πωλήσεων. Όπως είναι εύκολα κατανοητό, όσο μεγαλύτερος είναι ο δείκτης, τόσο μεγαλύτερο και το όφελος της εταιρείας. Αυτό, διότι δείχνει πως η εταιρεία καταφέρνει να ελέγχει με αποδοτικό τρόπο τα έξοδα της και να αυξάνει τις πωλήσεις της, ώστε κάθε ευρώ πωλήσεων να αντιστοιχεί σε μεγαλύτερο ποσοστό καθαρού κέρδους.

Στον Πίνακα 2, όπως και στους πίνακες που ακολουθούν στην συνέχεια υπολογίζονται οι τιμές της διαμέσου και της τυπικής απόκλισης. Πρέπει να ειπωθεί πως προτιμήθηκε η τιμή της διαμέσου (median) παρά του μέσου όρου (mean value). Αυτό, γιατί οι δείκτες των διαφόρων εταιρειών παρουσιάζουν μεγάλες διακυμάνσεις μεταξύ τους και η χρήση του μέσου όρου θα παρουσίαζε μια εικόνα διαστρεβλωμένη από αυτές τις διακυμάνσεις. Αντιθέτως, η χρήση της διάμεσου επιτρέπει την εξέταση της μέσης τάσης των τιμών των δεικτών χωρίς να επηρεάζονται από μεγάλες διακυμάνσεις. Για αυτό το λόγο επιλέχθηκε η χρήση της διαμέσου, καθώς ο λόγος της ύπαρξης των ακραίων τιμών, είναι ικανός να δώσει μια πιο αντιπροσωπευτική εικόνα για το δείγμα (Anderson, 2014). Στις δύο στήλες στο κάτω μέρος του πίνακα τα στατιστικά στοιχεία υπολογίζονται για όλες τις εταιρείες του δείγματος, για κάθε οικονομικό έτος, ενώ στην δεξιά πλευρά του πίνακα τα στατιστικά στοιχεία υπολογίζονται για κάθε εταιρεία για όλα τα έτη.

Πίνακας 2. Δείκτης Καθαρού Κέρδους (Return on Sales), (2004 – 2015).

RETURN ON SALES	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	ΔΙΑΜΕΣΟΣ	ΤΥΠΙΚΗ ΑΠΟΚΛΙΣΗ
ΕΛΑΣΤΡΟΝ Α.Ε.Β.Ε.	10,86%	-1,54%	4,28%	5,48%	1,36%	-5,96%	0,34%	-3,12%	-4,84%	-4,45%	-3,68%	-2,39%	-1,97%	5,02%
ΕΛΛΑΚΤΩΡ	12,05%	12,59%	7,05%	15,17%	7,25%	4,52%	0,69%	5,97%	-3,46%	-5,28%	-0,97%	-3,86%	5,25%	6,91%
HELLAS GOLD	-207,55%	-265,03%	-27,63%	-7,97%	7,74%	5,72%	-13,94%	-28,04%	-48,46%	-65,77%	-19,21%	33,17%	-23,42%	90,23%
J&P ΑΒΑΞ	11,22%	9,34%	4,13%	2,35%	5,24%	-1,07%	-0,17%	1,42%	-3,01%	-21,36%	4,37%	-7,58%	1,88%	8,56%
LA FARGE	16,22%	27,65%	8,81%	11,20%	11,38%	6,86%	-7,54%	-19,33%	-37,85%	-56,32%	-12,63%	-17,27%	-0,34%	24,32%
ΣΙΔΕΝΟΡ	44,69%	17,79%	11,94%	3,52%	8,06%	9,32%	-0,04%	0,14%	-28,94%	-177,65%	-14,57%	-16,83%	1,83%	55,45%
ΣΙΔΜΑ	9,14%	2,10%	5,61%	1,71%	0,35%	-17,76%	-5,74%	-11,13%	-15,62%	-16,46%	-15,69%	-7,03%	-6,38%	9,49%
ΤΕΡΝΑ	12,24%	3,41%	4,15%	4,69%	4,35%	4,67%	-0,73%	4,75%	-1,70%	-1,49%	1,70%	1,31%	3,78%	3,79%
ΤΙΤΑΝ	24,23%	24,06%	20,22%	22,16%	19,31%	10,32%	5,62%	-6,11%	-7,03%	-18,39%	34,75%	22,01%	19,77%	15,93%
ΧΑΛΥΒΟΥΡΓΙΑ	3,22%	-0,76%	6,30%	0,56%	-0,55%	-14,39%	-5,71%	-15,71%	-17,59%	-19,62%	10,54%	16,88%	-0,65%	11,74%
ΧΑΛΥΨ	40,63%	26,62%	23,09%	26,37%	24,41%	18,02%	8,21%	-14,55%	-136,08%	23,27%	18,98%	-21,66%	21,03%	47,25%
<b>ΔΙΑΜΕΣΟΣ</b>	<b>12,05%</b>	<b>9,34%</b>	<b>6,30%</b>	<b>4,69%</b>	<b>7,25%</b>	<b>4,67%</b>	<b>-0,17%</b>	<b>-6,11%</b>	<b>-15,62%</b>	<b>-18,39%</b>	<b>-0,97%</b>	<b>-3,86%</b>		
<b>ΤΥΠΙΚΗ ΑΠΟΚΛΙΣΗ</b>	<b>69,40%</b>	<b>84,26%</b>	<b>12,96%</b>	<b>10,09%</b>	<b>7,78%</b>	<b>10,78%</b>	<b>6,20%</b>	<b>10,87%</b>	<b>39,18%</b>	<b>53,93%</b>	<b>16,43%</b>	<b>17,46%</b>		

Εξετάζοντας τα αποτελέσματα των εταιρειών με βάση τα οικονομικά έτη, φαίνεται πως με βάση την διάμεσο, μέχρι και το 2009, οι εταιρείες που περιλαμβάνονται στο δείγμα παρουσιάζουν μια κερδοφορία. Αυτό ισχύει καθώς η χρήση της διαμέσου επιτρέπει την ελαχιστοποίηση των ακραίων τιμών, όπως πχ η περίπτωση της Hellas Gold, η οποία κατά τα έτη 2004 και 2005 παρουσιάζει υψηλά επίπεδα ζημιών. Παρόλα αυτά, από το 2010 και μετά, όπου και η Ελλάδα μπήκε επίσημα στον μηχανισμό οικονομικής στήριξης μέσω των μνημονίων, με την υποχρέωση να εφαρμόσει μέσα λιτότητας, η μείωση της οικονομικής δραστηριότητας οδηγεί στην παρουσία δεικτών Καθαρού Κέρδους με αρνητική τιμή, κάτι που δείχνει το ποσοστό ζημιών που καταγράφει η επιχείρηση ανά ευρώ πωλήσεων. Οι αρνητικές τιμές είναι αποτέλεσμα της μείωσης των εσόδων ή και αύξησης των εξόδων, και καταγράφει τις δυσκολίες που παρουσιάζουν οι κατασκευαστικές εταιρείες στο να αυξήσουν την κερδοφορία τους κατά την περίοδο της κρίσης. Εξετάζοντας τα στοιχεία για την κερδοφορία ανά εταιρεία για όλη την περίοδο 2004-2015, αυτή που παρουσιάζει το μεγαλύτερο ρίσκο είναι αυτή της Hellas Gold, κάτι που φαίνεται τόσο από το ότι διάμεσος του δείκτη Καθαρού Κέρδους της είναι στο -23,4% και η τυπική απόκλιση στο 90,23%. Αντιθέτως, αυτή που παρουσιάζει υψηλότερη κερδοφορία κατά την διάρκεια αυτής της περιόδου είναι η εταιρεία Χάλυψ με την διάμεσό της να είναι στο επίπεδο του 21,03%. Παρόλα αυτά και η εν λόγω εταιρεία παρουσιάζει υψηλά ποσοστά ρίσκου, καθώς η τυπική απόκλισή της είναι στο 47,25%. Με αυτό ως δεδομένο, μια επιχείρηση η οποία παρουσιάζει και αυτή σημαντικά

επίπεδα Καθαρού Κέρδους, αλλά έχει συγκριτικά λιγότερο ρίσκο είναι ο Τιτάν, με την διάμεσο να είναι ίση με 19,77% και την τυπική απόκλιση να είναι ίση με 15,93%. Το συμπέρασμα που μπορεί εύκολα να εξαχθεί είναι πως δεν έχουνε σημασία μονό το ευρύτερο εμπορικό περιβάλλον μέσα στο οποίο κινείται η εταιρεία, αλλά και οι διοικητικές αποφάσεις σε διάφορα σημεία, οι οποίες μπορούν να επηρεάσουν σημαντικά την κερδοφορία της.

### **6.1.2 Απόδοση συνολικών στοιχείων ενεργητικού (return on total assets / ROA)**

Ο συγκεκριμένος δείκτης είναι το αποτέλεσμα του λόγου μεταξύ του καθαρού κέρδους και των συνολικών στοιχείων ενεργητικού. Η φόρμουλα με την οποία υπολογίζεται είναι η ακόλουθη (Brigham and Ehrhardt, 2009):

$$ROA = \frac{\text{Καθαρά Κέρδη} / \text{Ζημίες}}{\text{Συνολικό Ενεργητικό της Επιχείρησης}}$$

Η χρησιμότητα του συγκεκριμένου δείκτη είναι ότι παρέχει πληροφόρηση σχετικά με το ποσοστό στο οποίο χρησιμοποιούνται τα στοιχεία του ενεργητικού της επιχείρησης για την δημιουργία κέρδους. Πιο αναλυτικά, δείχνει το ποσοστό κέρδους ανά Ευρώ που προέρχεται από τα στοιχεία του ενεργητικού. Όπως είναι κατανοητό εάν ο δείκτης έχει υψηλή τιμή, αυτό σημαίνει πως γίνεται μια αποδοτική χρήση τόσο των πάγιων στοιχείων του ενεργητικού της επιχείρησης, όσο και αυτών του κυκλοφορούντος ενεργητικού.

Πίνακας 3. Απόδοση συνολικών στοιχείων ενεργητικού (Return on Assets), (2004 - 2015).

RETURN ON ASSETS	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	ΔΙΑΜΕΣΟΣ	ΤΥΠΙΚΗ ΑΠΟΚΛΙΣΗ
ΕΛΑΣΤΡΟΝ Α.Ε.Β.Ε.	9,20%	-1,25%	3,59%	5,38%	1,41%	-3,42%	0,18%	-1,70%	-2,35%	-2,19%	-1,70%	-1,52%	-1,38%	3,78%
ΕΛΛΑΚΤΩΡ	2,20%	5,53%	3,49%	4,56%	3,58%	2,50%	0,28%	1,65%	-0,98%	-1,58%	-0,36%	-1,47%	1,92%	2,42%
HELLAS GOLD	-23,24%	-9,96%	-23,22%	-4,06%	3,55%	2,54%	-5,01%	-10,31%	-13,43%	-14,80%	-1,37%	1,50%	-7,49%	9,30%
J&P ΑΒΑΞ	9,96%	4,45%	2,13%	1,51%	2,66%	-0,46%	-0,07%	0,47%	-0,67%	-3,85%	1,19%	-2,23%	0,83%	3,51%
LA FARGE	9,69%	15,85%	5,77%	7,30%	7,55%	3,30%	-2,99%	-5,67%	-11,74%	-21,96%	-4,81%	-7,61%	0,15%	10,61%
ΣΙΔΕΝΟΡ	9,52%	4,08%	2,51%	0,91%	2,18%	2,09%	-0,01%	0,02%	-2,15%	-6,77%	-4,82%	-6,49%	0,47%	4,66%
ΣΙΔΑΜΑ	9,35%	1,73%	4,53%	1,35%	0,30%	-9,67%	-2,80%	-5,26%	-7,42%	-8,32%	-8,68%	-3,38%	-3,09%	5,92%
ΤΕΡΝΑ	17,19%	2,02%	2,59%	3,29%	4,82%	5,28%	-0,34%	3,13%	-0,79%	-0,78%	1,42%	0,84%	2,31%	4,84%
ΤΙΤΑΝ	11,51%	10,95%	10,73%	11,83%	5,98%	2,74%	1,31%	-0,82%	-0,95%	-2,67%	7,40%	4,82%	5,40%	5,31%
ΧΑΛΥΒΟΥΡΓΙΑ	2,07%	-0,45%	6,15%	0,49%	-0,55%	-7,78%	-3,08%	-10,07%	-8,38%	-7,69%	3,60%	3,61%	-0,50%	5,47%
ΧΑΛΥΨ	24,11%	15,71%	15,64%	16,25%	15,53%	11,09%	3,88%	-5,76%	-51,89%	6,39%	5,78%	-5,73%	8,74%	19,85%
<b>ΔΙΑΜΕΣΟΣ</b>	<b>9,52%</b>	<b>4,08%</b>	<b>3,59%</b>	<b>3,29%</b>	<b>3,55%</b>	<b>2,50%</b>	<b>-0,07%</b>	<b>-1,70%</b>	<b>-2,35%</b>	<b>-3,85%</b>	<b>-0,36%</b>	<b>-1,52%</b>		
<b>ΤΥΠΙΚΗ ΑΠΟΚΛΙΣΗ</b>	<b>11,87%</b>	<b>7,60%</b>	<b>9,64%</b>	<b>5,68%</b>	<b>4,43%</b>	<b>5,88%</b>	<b>2,48%</b>	<b>4,58%</b>	<b>14,92%</b>	<b>7,56%</b>	<b>4,80%</b>	<b>4,06%</b>		

Αντιθέτως, εάν έχει αρνητική τιμή, αυτό σημαίνει πως η χρήση των στοιχείων του ενεργητικού από την επιχείρηση όχι μόνο δεν οδηγεί στη δημιουργία κέρδους, και κατά συνέπεια προστιθέμενης αξίας (value added) για την εταιρεία, αλλά καταλήγει και στην απώλεια της ήδη υπάρχουσας αξίας.

Εξετάζοντας τις σχετικές τιμές των εταιρειών στον Πίνακα 3, παρατηρούμε για μία ακόμη φορά ότι μέχρι και το 2009 η τιμή της διαμέσου δείχνει στοιχεία κερδοφορίας. Παρόλα αυτά, μεταξύ του 2009 και του 2010 η διάμεσος του δείκτη ROA μειώνεται από 2,50% σε -0,07%, δηλαδή παρουσιάζει μια ποσοστιαία μείωση κατά -102,83% καθώς οι εταιρείες του δείγματος, από κατάσταση κερδοφορίας απώλεσαν τα κέρδη και μπήκαν σε κατάσταση που παρουσιάζουν οριακές ζημίες.

Είναι αξιοσημείωτο επίσης πως η τιμή της τυπικής απόκλισης μειώθηκε και αυτή ανάμεσα στα έτη 2009 και το 2010 αυξήθηκε κατά -57,83%, από 5,88% σε 2,48%. Αυτό δείχνει ότι παρόλο που μειώθηκε και η διάμεσος του δείκτη ROA, και άρα και η κερδοφορία των εταιρειών του δείγματος, σε αυτή την περίοδο μειώθηκε και ως ένα βαθμό το ρίσκο της κερδοφορίας. Αυτό σημαίνει ότι η απώλεια της κερδοφορίας αντισταθμίστηκε τουλάχιστον από το εύρος των διακυμάνσεων που παρουσιάζονταν, και που μπορεί να ερμηνευθεί ως μείωση και του ρίσκου. Το γεγονός όμως ότι οι εταιρείες του δείγματος έχουν περιέλθει σε μια κατάσταση όπου σημειώνουν συνεχόμενα ζημίες φαίνεται από την ετήσια διάμεσο από το 2010 και μετά όπου ο δείκτης ROA παίρνει αρνητικές τιμές. Χαρακτηριστικό είναι πως η χαμηλότερη τιμή που



λαμβάνει ο δείκτης μετά το 2010 είναι κατά το οικονομικό έτος 2013. Εκεί η τιμή της διαμέσου είναι στο -3,85% ενώ η τυπική απόκλιση είναι στο 7,56. Αυτό σημαίνει πως για κάθε Ευρώ ανά στοιχείο του ενεργητικού οι εταιρείες του δείγματος σημειώνουν, κατά μέσο όρο μια μείωση κατά 3,85%. Η σημασία αυτού είναι ότι το ενεργητικό των εταιρειών του δείγματος δεν χρησιμοποιείται με τέτοιο τρόπο ώστε να δημιουργεί αξία, αλλά αντιθέτως την καθιστά λιγότερο αποδοτική. Γενικότερα, το κύριο χαρακτηριστικό είναι η διαφοροποίηση των αποτελεσμάτων πριν το 2010 και μετά, που η ευρύτερη ελληνική οικονομία μπήκε σε πρόγραμμα επιτήρησης για παροχή οικονομικής βοήθειας. Αυτή η τάση αφορά το σύνολο των εταιρειών του δείγματος. Αυτό δεν σημαίνει πως όλες παρουσιάζουν ζημίες για αυτή την περίοδο. Για παράδειγμα, η διάμεσος της εταιρείας Hellas Gold είναι στο ROA=-7,49%. Αυτό δείχνει ότι παρουσίαζε ζημίες κατά την διάρκεια όλης αυτής της περιόδου, το οποίο μπορεί να ερμηνευθεί ως το ότι η συγκεκριμένη εταιρεία δεν κάνει αποδοτική χρήση των στοιχείων του ενεργητικού της. Αυτό φαίνεται από την μελέτη των ετήσιων δεικτών ROA για την συγκεκριμένη εταιρεία. Παρόμοια συμπεράσματα μπορούν να εξαχθούν και για άλλες εταιρείες που η διάμεσος του δείκτη ROA έχει αρνητικές τιμές για την συγκεκριμένη περίοδο. Το αντίθετο ισχύει για τις εταιρείες με θετικό δείκτη ROA, καθώς αυτό δείχνει ότι κατά την περίοδο 2004 -2015 διαχειρίστηκαν τα στοιχεία του ενεργητικού τους με έναν αποτελεσματικό τρόπο ώστε να αυξήσουν την κερδοφορία και την αξία της εταιρείας.

### **6.1.3 Απόδοση ιδίων κεφαλαίων (return on total equity / ROE)**

Ο τελευταίος από τους χρηματοοικονομικούς δείκτες που αφορούν την κερδοφορία και που θα εξεταστεί σε αυτή την ενότητα είναι αυτός που αφορά την απόδοση των ιδίων κεφαλαίων. Ο τρόπος για τον υπολογισμό αυτού του δείκτη είναι το αποτέλεσμα του λόγου του καθαρού κέρδους επί των ιδίων κεφαλαίων (Brigham and Ehrhardt, 2009):

$$ROE = \frac{\text{Καθαρά Κέρδη} / \text{Ζημίες}}{\text{Ίδια Κεφάλαια}}$$

Όπως είναι κατανοητό οι μέτοχοι επενδύουν επάνω στην επιχείρηση για να επωφεληθούν των χρηματοοικονομικών αποδόσεων που θα παράγει. Υπό αυτή την άποψη, ο δείκτης ROE μας δείχνει την απόδοση που αποκομίζουν οι μέτοχοι ανά ευρώ των μετοχών τους.

Πίνακας 4. Απόδοση Ιδίων Κεφαλαίων (Return on Total Equity), (2004 -2015).

RETURN ON EQUITY	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	ΔΙΑΜΕΣΟΣ	ΤΥΠΙΚΗ ΑΠΟΚΛΙΣΗ
ΕΛΑΣΤΡΟΝ Α.Ε.Β.Ε.	16,20%	-2,21%	6,67%	9,85%	2,91%	-5,71%	0,32%	-2,77%	-3,82%	-3,05%	-2,70%	-2,11%	-2,16%	6,59%
ΕΛΛΑΚΤΩΡ	3,82%	9,79%	6,53%	12,05%	11,74%	8,14%	0,97%	5,47%	-3,40%	-5,70%	-1,34%	-5,74%	4,65%	6,48%
HELLAS GOLD	-24,90%	-11,09%	-29,44%	-9,88%	7,26%	5,52%	-14,01%	-33,24%	-109,02%	-90,55%	-12,01%	70,55%	-13,01%	45,78%
J&P ΑΒΑΞ	17,06%	7,84%	4,16%	4,07%	6,02%	-1,08%	-0,15%	1,14%	-1,75%	-12,37%	4,57%	-8,74%	2,61%	7,64%
LA FARGE	13,08%	19,62%	7,18%	9,38%	10,92%	4,48%	-3,92%	-7,37%	-15,78%	-32,23%	-7,75%	-12,37%	0,28%	14,73%
ΣΙΔΕΝΟΡ	12,05%	5,30%	3,32%	1,12%	2,59%	2,53%	-0,01%	0,02%	-18,09%	-77,73%	-96,30%	-249,76%	0,57%	76,20%
ΣΙΔΑΜΑ	28,10%	4,39%	12,86%	4,19%	0,96%	-13,83%	-2,06%	-22,02%	-38,95%	-66,21%	-121,81%	255,71%	-0,55%	89,27%
ΤΕΡΝΑ	31,38%	3,66%	5,84%	9,71%	19,00%	18,38%	-2,31%	17,46%	-3,83%	-4,78%	8,38%	1,01%	7,11%	11,06%
ΤΙΤΑΝ	17,36%	14,67%	13,44%	14,74%	13,32%	5,74%	2,55%	-1,68%	-2,00%	-5,85%	11,14%	6,99%	9,06%	7,77%
ΧΑΛΥΒΟΥΡΓΙΑ	6,19%	-1,36%	14,69%	1,34%	-1,61%	-26,09%	-11,79%	-56,00%	-81,66%	-594,25%	-149,54%	37,01%	-6,70%	172,07%
ΧΑΛΥΨ	36,21%	23,61%	22,89%	22,97%	21,42%	14,28%	5,23%	-6,52%	-62,97%	8,26%	7,53%	-8,05%	11,27%	25,60%
ΔΙΑΜΕΣΟΣ	16,20%	5,30%	6,67%	9,38%	7,26%	4,48%	-0,15%	-2,77%	-15,78%	-12,37%	-2,70%	-2,11%		
ΤΥΠΙΚΗ ΑΠΟΚΛΙΣΗ	16,44%	10,02%	13,16%	8,54%	7,41%	12,61%	5,81%	20,39%	37,51%	173,78%	59,32%	115,69%		

Και εδώ επιβεβαιώνεται πάλι η τάση του δείγματος των κατασκευαστικών εταιρειών χρησιμοποιώντας τον δείκτη ROE, με την κερδοφορία τους να είναι θετική μέχρι και το 2009 με τις τιμές αυτού του δείκτη να παρουσιάζουν σημαντική πτώση μετά από αυτό το έτος. Όπως και στην περίπτωση του ROA παρατηρείται σημαντική μείωση της διαμέσου του δείκτη ROE μεταξύ των ετών 2008 και 2009 κατά 38,29%, πριν να πέσει σε αρνητικές τιμές κατά το 2010. Αξιοσημείωτες είναι επίσης και οι τιμές της τυπικής απόκλισης των εταιρειών του δείγματος μετά το 2010 που φτάνουν σε αρκετά υψηλά επίπεδα όπως 173,78% κατά το 2013 ή 115,69% κατά το 2015. Αυτές οι τιμές συνεπάγονται την ύπαρξη υψηλού ρίσκου, κάτι που αιτιολογείται από την συνεχιζόμενη οικονομική ύφεση, καθώς και από τις διακυμάνσεις του δείκτη Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών, ο οποίος κινείται σε χαμηλά επίπεδα κατά την διάρκεια της κρίσης. Επί της ουσίας, αυτό σημαίνει πως οι εταιρείες του δείγματος σημειώνουν απώλεια κέρδους ανά Ευρώ του μετοχικού τους κεφαλαίου, με περαιτέρω αρνητικές επιπτώσεις επί της εταιρικής τους αξίας.

Η εξέταση των δεικτών ROS, ROA και ROE και η έμφαση στην περίοδο από το 2010 και μετά δείχνει τις αρνητικές επιπτώσεις που υπέστησαν οι εταιρείες κατασκευών και κατασκευαστικών υλικών λόγω της οικονομικής κρίσης. Το γεγονός ότι οι διάμεσοι των δεικτών κερδοφορίας μετά από το 2010 έχουν αρνητικές τιμές δείχνουν ότι η γενικότερη τάση των εταιρειών του δείγματος είναι να σημειώνουν απώλειες. Παρόλα αυτά, αυτή η

τάση είναι ενδεικτική καθώς διάφορες εταιρείες μπόρεσαν να σημειώσουν κερδοφορία ακόμη και κατά την περίοδο της κρίσης. Αυτό είναι αποτέλεσμα όμως όχι μόνο των ευρύτερων οικονομικών συνθηκών υπό τις οποίες δραστηριοποιείται η εταιρεία, αλλά και του τρόπου με τον οποίο η διοικητική ομάδα της κάθε επιχείρησης διαχειρίστηκε τα οικονομικά κεφάλαια, την δανειοδότηση και τις εμπορικές σχέσεις.

Έχοντας αναφερθεί στους δείκτες που σχετίζονται με την κερδοφορία των επιχειρήσεων, η επόμενη κατηγορία δεικτών που θα εξεταστεί είναι αυτή των δεικτών ρευστότητας.

## 6.2 Δείκτες Ρευστότητας

Η εν λόγω κατηγορία δεικτών ασχολείται με τα στοιχεία του κυκλοφορούντος ενεργητικού (current / liquid assets). Η σημαντικότητα του κυκλοφορούντος ενεργητικού έγκειται στο ότι τα εν λόγω στοιχεία μπορούν εύκολα να ρευστοποιηθούν και να αποτελέσουν άμεση πηγή εσόδων για την επιχείρηση, στην τρέχουσα αγοραία τιμή τους (Brigham and Ehrhardt, 2009).

Η σημασία του εν λόγω δείκτη βασίζεται στο να παρέχει πληροφόρηση σχετικά με το εάν η επιχείρηση δύναται να καλύψει τις βραχυχρόνιες υποχρεώσεις στο άμεσα σύντομο χρονικό διάστημα, συνήθως στην κλίμακα του ενός οικονομικού έτους. Γενικά, η αντιπαράθεση των στοιχείων κυκλοφορούντος ενεργητικού, προς αυτά των τρεχουσών υποχρεώσεων της επιχείρησης, μέσω της χρήσης των ακόλουθων δεικτών, παρέχει και γρήγορη, εύχρηστη και ευκολονόητη μέθοδο για την κατανόηση των συνθηκών ρευστότητας της επιχείρησης (Brigham και Ehrhardt, 2008).

Με βάση τα προαναφερθέντα, οι δείκτες που αφορούν την μέτρηση της ρευστότητας της επιχείρησης είναι οι εξής :

### 6.2.1 Current ratio

Ο δείκτης του Current Ratio, υπολογίζεται ως (Brigham and Ehrhardt, 2009):

$$\text{Current Ratio} = \frac{\text{Κυκλοφορούν ενεργητικό}}{\text{Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις}}$$

Είναι ο λόγος των τιμών του κυκλοφορούντος ενεργητικού προς τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις. Σκοπός είναι να δείξει το βαθμό στον οποίο θα μπορούσε το κυκλοφορούν ενεργητικό, σε περίπτωση άμεσης ρευστοποίησής του, να καλύψει τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις που αντιμετωπίζει η εταιρεία. Σε πρώτη φάση, μοιάζει εύλογο πως τα ενδιαφερόμενα μέλη, και ειδικά οι πιστωτές, θα επιθυμούσαν αυτός ο λόγος να παράγει τιμές αρκετά πάνω της μονάδας ώστε θα αισθάνονται πιο εξασφαλισμένοι.

Από την άλλη, μία αρκετά υψηλή τιμή του current ratio, θα είχε λόγω να προκαλεί και κάποιες ανησυχίες, κυρίως στους ιδιοκτήτες. Αυτό θα σήμαινε ότι μεγάλο μέρος του κυκλοφορούντος ενεργητικού είναι δεσμευμένο σε μη παραγωγικά στοιχεία, όπως πλεονάζον ταμειακό υπόλοιπο, μετοχές από την δευτερογενή αγορά, ή ακόμη και μεγάλα εμπορευματικά αποθεματικά, τα οποία δεν κινούνται προς πώληση και διατρέχουν τον κίνδυνο να γίνουν πεπαλαιωμένα.

Γενικά, δεν υπάρχει ένας “χρυσός κανόνας” για το ποια πρέπει να είναι η τιμή αυτού του δείκτη, αλλά γενικά αυτό εξαρτάται και από τον τομέα που δραστηριοποιείται η επιχείρηση. Για παράδειγμα, εάν ο δείκτης μιας επιχείρησης έχει δραματικά αυξημένες ή μειωμένες τιμές, συγκρινόμενες με τον μέσο όρο του κλάδου, τότε αυτό αποτελεί και ένα σημείο ανησυχίας, το οποίο θα πρέπει να κινητοποιήσει τους υπευθύνους της εταιρείας στο να ερευνήσουν τους λόγους που τον προκαλούν και να αναλάβουν διορθωτικές ενέργειες. Τέλος, είναι προφανές πως εάν η τιμή του εν λόγω δείκτη είναι μικρότερη της μονάδας, τότε έχει όντως προβλήματα ρευστότητας, καθώς η αξία του υπάρχοντος κυκλοφορούντος ενεργητικού υπολείπεται αυτής των βραχυχρόνιων υποχρεώσεων, και η επιχείρηση δεν θα δύναται στο να τις καλύψει ακόμη και με μια άμεση και πλήρη ρευστοποίηση (Brigham and Ehrhardt, 2009).

Πίνακας 5. Current Ratio, (2004 – 2015).

CURRENT RATIO	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	ΔΙΑΜΕΣΟΣ	ΤΥΠΙΚΗ ΑΠΟΚΛΙΣΗ
ΕΛΑΣΤΡΟΝ Α.Ε.Β.Ε.	1,92	4,28	2,81	2,68	2,07	2,28	2,90	1,82	2,03	2,18	2,07	5,01	2,23	1,00
ΕΛΛΑΚΤΩΡ	1,42	1,24	1,16	1,56	1,70	1,80	1,69	1,61	1,51	1,78	1,61	1,46	1,58	0,20
HELLAS GOLD	8,60	5,24	3,58	1,47	4,99	2,64	2,37	1,75	2,08	2,07	4,23	2,22	2,50	2,06
J&P ΑΒΑΞ	1,17	1,09	1,22	1,38	1,30	1,12	1,27	1,24	1,36	1,07	1,39	1,36	1,25	0,11
LA FARGE	2,76	3,04	2,88	2,95	2,21	2,61	2,44	2,86	1,98	1,10	1,05	1,29	2,53	0,74
ΣΙΔΕΝΟΡ	3,81	3,45	3,26	4,90	6,25	5,29	8,20	22,14	0,67	1,25	1,11	0,89	3,63	5,86
ΣΙΔΑΜΑ	2,95	1,30	1,43	0,00	2,17	2,60	0,83	1,63	0,61	1,03	0,94	0,50	1,17	0,88
ΤΕΡΝΑ	1,23	1,35	1,45	1,22	1,49	1,56	1,29	1,19	1,25	1,48	1,12	1,40	1,32	0,14
ΤΙΤΑΝ	0,90	1,16	1,91	1,60	1,40	0,77	1,79	1,06	2,37	1,20	2,55	2,49	1,50	0,62
ΧΑΛΥΒΟΥΡΓΙΑ	0,91	1,07	1,95	4,75	1,51	1,34	1,32	2,54	1,71	2,39	0,35	0,33	1,43	1,19
ΧΑΛΥΨ	1,65	1,62	1,57	1,93	2,07	1,59	2,18	2,78	1,72	1,26	1,01	0,34	1,64	0,61
ΔΙΑΜΕΣΟΣ	1,65	1,35	1,91	1,60	2,07	1,80	1,79	1,75	1,71	1,26	1,12	1,36		
ΤΥΠΙΚΗ ΑΠΟΚΛΙΣΗ	2,23	1,49	0,87	1,50	1,61	1,22	2,02	6,15	0,57	0,49	1,06	1,34		
ΤΙΜΕΣ ΔΕΙΚΤΗ > 1	9	11	11	10	11	10	10	11	9	11	9	7		

Εξετάζοντας τώρα τις τιμές από το συγκεκριμένο δείγμα, σε πρώτη όψη μπορούμε να δούμε ότι οι διάμεσοι του συνόλου των εταιρειών ανά έτος έχουν τιμή μεγαλύτερη της μονάδας. Αυτό σημαίνει ότι ανεξάρτητα από την γενικότερη κατάσταση της οικονομίας και την ύπαρξη ή όχι της οικονομικής κρίσης, οι εταιρείες του δείγματος κατά μέσο όρο είχαν την δυνατότητα να ανταποκριθούν στην κάλυψη των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεών τους. Γενικά, μέχρι το 2012 η διάμεσος των εταιρειών του δείγματος για τον δείκτη του Current Ratio είχε τιμές υψηλότερες του 1,5, με την μεγαλύτερη του να παρουσιάζεται το 2008, όπου ο δείκτης είχε τιμή 2,07. Όσον αφορά στις εταιρείες, αυτή με την μεγαλύτερη τιμή διάμεσου, κατά την περίοδο που λαμβάνει χώρα η εξέταση του δείγματος, είναι η ΣΙΔΕΝΟΡ με την ανάλογη τιμή να είναι στο 3,63. Αντιθέτως, η εταιρεία με την χαμηλότερη διάμεσο τιμή του Current Ratio είναι η ΣΙΔΑΜΑ με τον δείκτη να είναι στο 1,17. Αυτό δείχνει ότι ακόμη και εταιρείες μέσα στον ίδιο κλάδο μπορούν να ακολουθούν διαφορετικές στρατηγικές για την κάλυψη των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεών τους προς διάφορους πιστωτές και προμηθευτές. Έτσι, η ΣΙΔΕΝΟΡ είναι παράδειγμα μιας εταιρείας που έχει υψηλό δείκτη Current Ratio, κάτι που της προσδίδει ευχέρεια στην αντιμετώπιση αυτών των υποχρεώσεων, με το μειονέκτημα να δεσμεύει μεγαλύτερο μέρος του κυκλοφορούντος ενεργητικού της. Από

την άλλη, η ΣΙΔΑΜΑ μπορεί να ειπωθεί πως κατά την εξεταζόμενη περίοδο έχει μεγαλύτερο ρίσκο στο να μην μπορεί να ανταποκριθεί στις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της, καθώς η τιμή του δείκτη είναι στο 1,17, δηλαδή ελάχιστα πάνω από την μονάδα. Όμως από την άλλη, δεν δεσμεύει τόσο μεγάλο μέρος από το κυκλοφορούν ενεργητικό της και μπορεί να το χρησιμοποιήσει για πιο παραγωγικές / κερδοφόρες κινήσεις. Στην περίπτωση της ΣΙΔΕΝΟΡ, χαρακτηριστικό είναι επίσης και το γεγονός ότι ο δείκτης παρουσιάζει την μεγαλύτερη τυπική απόκλιση. Αυτό υποστηρίζεται και από την εξέταση των ετήσιων τιμών της, με τον δείκτη να λαμβάνει την μέγιστη τιμή το 2011 με 22,14 ενώ την ελάχιστη το αμέσως επόμενο έτος με 0,67. Γενικά, οι τυπικές αποκλίσεις ανά έτος παρουσιάζουν μεγαλύτερες τιμές καθώς επηρεάζονται από το σύνολο των κινήσεων των εταιρειών. Από την άλλη, οι τυπικές αποκλίσεις ανά εταιρεία δεν παρουσιάζουν τόσο εύρος, με τις περισσότερες από αυτές να λαμβάνουν τιμή μικρότερη της μονάδας.

Κάτι που επίσης είναι αξιοσημείωτο, είναι ότι κατά το έτος 2015 ο αριθμός των εταιρειών που η τιμή του συγκεκριμένου δείκτη ήταν πάνω από την μονάδα μειώθηκαν στις 7, ενώ κατά τις προηγούμενες περιόδους ο αριθμός τους κυμαινόταν μεταξύ 11 και 9. Δεν υπάρχουν δεδομένα περαιτέρω ώστε να εξεταστεί εάν αυτή η τάση παρέμεινε ή όχι. Μπορεί να υποστηριχθεί και η άποψη πως αυτή η πτώση οφείλεται εν μέρει και σε εξωγενή γεγονότα όπως η επιβολή των κεφαλαιακών ελέγχων (capital controls) στις τραπεζικές συναλλαγές<sup>20</sup>, καθώς αυτό θα δυσχέραινε την άμεση εξυπηρέτηση των προμηθευτών μέσω των διαθεσίμων ρευστών. Εναλλακτικά, η δυσκολία των επιχειρήσεων να συλλέξουν τις οφειλές τους από διάφορους πελάτες, μπορεί να μετακυλήστηκε προς τους προμηθευτές, καθώς οι εταιρείες δεν είχαν αρκετή ρευστότητα ώστε να ικανοποιήσουν τις υποχρεώσεις προς διάφορους προμηθευτές.

Γενικά, η μελέτη του Current Ratio δείχνει πως οι κατασκευαστικές εταιρείες του δείγματος δίνουν έμφαση στο να διατηρούν τις τιμές του δείκτη σε τέτοια επίπεδα που θα επιτρέπουν την εξυπηρέτηση των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεών τους, χωρίς να χρειάζεται παράλληλα να δεσμεύουν σημαντικά τα στοιχεία του ενεργητικού τους. Παράλληλα, πάντα θα υπάρχουν και θα εμφανίζονται περιπτώσεις επιχειρήσεων που ο δείκτης θα λαμβάνει ακραίες τιμές και θα είναι αποτέλεσμα τόσο των ενδογενών

---

20

[http://www.bankofgreece.gr/BogEkdoseis/OVERVIEW\\_OF\\_THE\\_GREEK\\_FINANCIAL\\_SYSTEM\\_Jan\\_2017\\_en.pdf](http://www.bankofgreece.gr/BogEkdoseis/OVERVIEW_OF_THE_GREEK_FINANCIAL_SYSTEM_Jan_2017_en.pdf)

αποφάσεων της επιχείρησης, όσο και των ευρύτερων τάσεων του εξωγενούς οικονομικού περιβάλλοντος.

## 6.2.2 Quick ratio

Ο δείκτης του Quick Ratio, χρησιμοποιείται για την παροχή πληροφόρησης σχετικά με την ρευστότητα της επιχείρησης. Οι τιμές του εν λόγω δείκτη υπολογίζονται ως εξής:

$$\text{Quick (Acid Test) Ratio} = \frac{\text{Κυκλοφορούν Ενεργητικό} - \text{Αποθεματικά}}{\text{Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις}}$$

Η ειδοποιός διαφορά είναι όμως, ότι δεν λαμβάνει υπόψη του τα αποθεματικά σε εμπορεύματα (inventory). Αυτό διότι τα αποθεματικά θεωρούνται ως τα λιγότερο ρευστοποιήσιμα στοιχεία ενεργητικού, και σε έκτακτες περιπτώσεις μπορεί να πωληθούν σε τιμές μικρότερες από αυτές που αγοράστηκαν αρχικά, δημιουργώντας έτσι ζημίες. Η σημαντικότητα αυτού του δείκτη έγκειται στο ότι δείχνει την ικανότητα μιας επιχείρησης να καλύψει τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της, χωρίς να υπολογίζει τον παράγοντα των αποθεματικών, λόγω των αδυναμιών που προαναφέρθηκαν.

Πίνακας 6. Quick Ratio, (2004 – 2015).

QUICK RATIO	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	ΔΙΑΜΕΣΟΣ	ΤΥΠΙΚΗ ΑΠΟΚΛΙΣΗ
ΕΛΑΣΤΡΟΝ Α.Ε.Β.Ε.	1,29	2,78	1,82	1,85	1,51	1,74	2,34	1,36	1,43	1,48	1,23	2,72	1,62	0,54
ΕΛΛΑΚΤΩΡ	1,29	1,15	1,12	1,52	1,63	1,77	1,66	1,58	1,48	1,74	1,58	1,42	1,55	0,21
HELLAS GOLD	8,60	4,79	3,47	1,38	4,80	2,32	2,04	1,36	1,69	1,59	3,55	2,03	2,18	2,12
J&P ΑΒΑΞ	1,06	1,08	1,19	1,31	1,24	1,07	1,20	1,18	1,30	1,05	1,35	1,32	1,20	0,11
LA FARGE	2,04	2,36	2,30	2,45	1,73	2,21	2,02	2,34	1,43	0,68	-0,31	-0,15	2,03	0,99
ΣΙΔΕΝΟΡ	3,60	3,28	3,10	4,62	5,84	4,98	7,65	20,54	0,52	0,98	0,90	0,72	3,44	5,46
ΣΙΔΑΜΑ	2,15	1,04	1,16	-0,41	1,47	2,04	0,68	1,32	0,48	0,79	0,74	0,39	0,91	0,71
ΤΕΡΝΑ	1,18	1,31	1,42	1,19	1,47	1,54	1,28	1,18	1,24	1,46	1,11	1,39	1,30	0,14
ΤΙΤΑΝ	0,55	0,78	1,26	0,96	0,78	0,42	0,78	0,61	1,36	0,53	1,25	1,31	0,78	0,34
ΧΑΛΥΒΟΥΡΓΙΑ	0,51	0,57	1,07	2,14	0,81	0,88	0,83	1,57	1,14	1,68	0,26	0,24	0,86	0,58
ΧΑΛΥΨ	1,50	1,40	1,32	1,58	1,66	1,32	1,64	1,80	0,82	0,57	0,49	0,15	1,36	0,54
ΔΙΑΜΕΣΟΣ	1,29	1,31	1,32	1,52	1,51	1,74	1,64	1,36	1,30	1,05	1,11	1,31		
ΤΥΠΙΚΗ ΑΠΟΚΛΙΣΗ	2,30	1,30	0,85	1,22	1,65	1,19	1,95	5,78	0,40	0,46	0,98	0,87		
ΤΙΜΕΣ ΔΕΙΚΤΗ > 1	9	9	11	9	9	9	8	10	8	6	6	6		

Πίνακας 7. Σύγκριση μέσων όρων τιμών Current – Quick Ratios, (2004 – 2015).

ΜΕΣΟΙ ΟΡΟΙ	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
CURRENT RATIO	1,65	1,35	1,91	1,60	2,07	1,80	1,79	1,75	1,71	1,26	1,12	1,36
QUICK RATIO	1,29	1,31	1,32	1,52	1,51	1,74	1,64	1,36	1,30	1,05	1,11	1,31
ΔΙΑΦΟΡΑ QUICK - CURRENT RATIO	-0,36	-0,04	-0,59	-0,07	-0,56	-0,07	-0,15	-0,39	-0,41	-0,21	-0,02	-0,05
% ΔΙΑΦΟΡΑ QUICK - CURRENT RATIO	-21,59%	-3,10%	-30,85%	-4,59%	-27,07%	-3,85%	-8,54%	-22,32%	-23,88%	-16,55%	-1,64%	-3,34%

Όπως φαίνεται από τους πίνακες 6 και 7, όπως είναι αναμενόμενο ο δείκτης Quick Ratio έχει μικρότερη τιμή από τον δείκτη Current Ratio. Ανάλογα με το έτος, η διαφορά μεταξύ του Current και Quick Ratio λαμβάνει τιμές από -0,02 (-1,64%) κατά το 2011 που είναι το μέγιστο, έως και -0,56 (-27,07%) το 2008. Ουσιαστικά, η διαφορά των διάμεσων τιμών αυτών των δεικτών για τις εταιρείες του δείγματος κατά τα έτη 2004 – 2015 έχει ένα εύρος τιμών στο 0,54. Το γεγονός της παρουσίας αυτού του σχετικά μεγάλου εύρους, πάντα σε σχέση με τιμές που εξετάζονται και σε συνδυασμό με το γεγονός ότι δεν παρουσιάζεται κάποια συγκεκριμένη τάση κατά την διάρκεια της εξεταζόμενης χρονικής περιόδου, δείχνει ότι οι γενικότερες κινήσεις των εταιρειών του δείγματος σε αυτό το θέμα είναι περιστασιακές. Αυτό δεν σημαίνει πως υπάρχει κάποια στοχευμένη στρατηγική στον τρόπο διαχείρισης των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων τους προς τρίτους. Για μερικές εταιρείες, όπως πχ ο TITAN ή ο Χαλυψ, φαίνεται πως ακολουθούν αυτή τη στρατηγική της εξυπηρέτησης των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων τους χωρίς να παρακρατούν σημαντικά ποσά του κυκλοφορούντος ενεργητικού. Αυτό, έχει ως αποτέλεσμα οι όποιες διακυμάνσεις στις διαμέσους του Current και Quick Ratio να εξαρτώνται από περιστασιακά γεγονότα μερικών εταιρειών, και ειδικά όσον αφορά την διαφορά μεταξύ αυτών των δυο δεικτών, στην διαχείριση των εμπορικών αποθεμάτων τους.

Επίσης, εξετάζοντας τον πίνακα 6, παρατηρούμε πως σε σχέση με τον δείκτη Quick Ratio, ο αριθμός των εταιρειών στις οποίες η τιμή του δείκτη είναι μεγαλύτερη της μονάδας, ολοένα και μειώνεται κατά την περίοδο της κρίσης. Έτσι, ενώ κατά το 2011 ο



αριθμός των εταιρειών όπου η τιμή του Quick Ratio ήταν μεγαλύτερη της μονάδας ήταν στις 10, το 2012 έπεσε στις 8 και μετά από το οικονομικό έτος 2013 έχει μειωθεί σταθερά στις 6. Έχοντας υπόψη το ενδεχόμενο πως οι εταιρείες μπορεί να βασιστούν κάποια στιγμή σε πιθανή ρευστοποίηση των αποθεμάτων τους για να καλύψουν έκτακτες υποχρεώσεις, οι εταιρείες με Quick Ratio μικρότερο της μονάδας μπορεί να βρουν δυσκολία στην ρευστοποίηση αυτών των στοιχείων και να τα πωλήσουν σε χαμηλότερες τιμές από την αρχική τιμή απόκτησης. Το τελικό αποτέλεσμα θα είναι η εταιρεία να χρειαστεί να ρευστοποιήσει και άλλα στοιχεία του κυκλοφορούντος ενεργητικού καθώς και να σημειώσει ζημίες.

Η μελέτη των δεικτών ρευστότητας έδειξε πως οι εταιρείες του δείγματος είναι, κατά μέσο όρο, ικανές στο να καλύψουν τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις τους. Όπως φαίνεται, για ένα μεγάλο χρονικό διάστημα, ακόμη και μετά την έναρξη της κρίσης μπορούσαν να ικανοποιήσουν αυτή την δραστηριότητα τους, χωρίς να βασίζονται σε σημαντικό βαθμό στα εμπορευματικά αποθέματά τους. Όμως, η αύξηση των αποθεμάτων τους κατά την περίοδο της κρίσης, πιθανότατα λόγω της μειωμένης εμπορικής δραστηριότητας στην ελληνική οικονομία αυξάνει και τον βαθμό εξάρτησης από την αξία των εμπορικών εμπορευμάτων. Όπως φαίνεται από τον Πίνακα 6 αρκετές εταιρείες από το 2012 και ύστερα παρουσιάζουν το δείκτη Quick Ratio μικρότερο της μονάδας, που τονίζει περαιτέρω την σημασία της αξίας εμπορικών αποθεμάτων ώστε να είναι σε θέση οι επιχειρήσεις να ικανοποιήσουν τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις τους.

### 6.3 Δείκτες Μόγλευσης

Οι εταιρείες που θέλουν να ανακαλύψουν χρηματοοικονομικούς πόρους ώστε να προβούν σε νέες επιχειρηματικές δραστηριότητες, συνήθως βασίζονται σε δυο πηγές και πιο συγκεκριμένα σε αυτές των ιδίων κεφαλαίων (equity) και του δανεισμού (debt). Στην περίπτωση των ιδίων κεφαλαίων, αυτά προστίθενται από τους ήδη υπάρχοντες ιδιοκτήτες, ή και από άλλα άτομα που με αυτό τον τρόπο αποκτούν δικαιώματα ιδιοκτησίας και έχουν δικαίωμα στα κέρδη της επιχείρησης, όπως και έκθεση στις ενδεχόμενες ζημίες. Από την άλλη, ο δανεισμός παρέχεται από χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς όπως οι τράπεζες. Με αυτές τις δανειακές συμβάσεις, οι χρηματοοικονομικοί οργανισμοί δεν αποκτούν ποσοστό της ιδιοκτησίας της τράπεζας,

καθώς δανείζουν για μια συγκεκριμένη και περιορισμένη περίοδο χρόνου. Οι όποιες σχέσεις μεταξύ των αντισυμβαλλόμενων μερών λήγουν μετά το τέλος της αποπληρωμής του ποσού που έχει δανειστεί. Βέβαια, για να έχει κίνητρο η τράπεζα να παρέχει δανεισμό, πρέπει να προσμένει και μια αμοιβή, η οποία και έρχεται με την μορφή των τόκων. Οπότε, η εταιρεία θεωρείται ότι έχει αποπληρώσει πλήρως το δάνειο που έχει λάβει, όταν καταβάλλει το αρχικό ποσό μαζί με τους ανάλογους τόκους. Σε συνέχεια αυτού, ο δανειστής έχει προτεραιότητα στο θέμα των πληρωμών που είναι να λάβει. Δηλαδή, πρέπει πρώτα να καταβληθούν οι τόκοι και το ποσό αποπληρωμής στον δανειστή και στο τέλος, και ανάλογα με το εάν η επιχείρηση έχει κέρδη ή ζημίες θα μοιραστεί/επιβαρύνει το τελικό αποτέλεσμα τους ιδιοκτήτες (Lumby και Jones, 2007).

Ο δανεισμός των επιχειρήσεων παράγει και την λεγόμενη «μόχλευση» (leverage). Σε αυτή την περίπτωση οι ιδιοκτήτες των οποίων οι επιχειρήσεις έχουν δανειστεί για να διεξάγουν την παραγωγή τους, έχουν λιγότερη έκθεση από τα δικά τους κεφάλαια, και στον βαθμό που οι επιχειρήσεις είναι κερδοφόρες, απολαμβάνουν μεγαλύτερα ποσοστά κερδοφορίας επί των κεφαλαίων τους (return on equity). Από την άλλη, οι δανειστές κοιτάνε το ύψος των δανείων που έχουν ήδη οι επιχειρήσεις στις οποίες καλούνται να δανείσουν. Αυτό διότι μια επιχείρηση που έχει ήδη υψηλό δανεισμό ενδεχομένως να έχει στο μέλλον, ή και να αντιμετωπίζει ήδη, δυσκολίες στην αποπληρωμή των δανειακών της υποχρεώσεων, και περαιτέρω τοποθέτηση χρημάτων από τους δανειστές αυξάνει τον χρηματοοικονομικό κίνδυνο (financial risk) που καλούνται να αναλάβουν.

Με τα παραπάνω ως δεδομένα, είναι γενικά αποδεκτό πως οι δανειστές μια επιχείρησης προτιμούν χαμηλά επίπεδα δανεισμού, ώστε να είναι μικρότερη η έκθεση στον κίνδυνο που να απολέσουν τα χρήματά τους, σε περίπτωση χρεοκοπίας της επιχείρησης. Αντιθέτως, οι ιδιοκτήτες μιας επιχείρησης προτιμούν σχετικά υψηλότερα επίπεδα δανεισμού, καθώς αυτό επιτρέπει την ύπαρξη μεγαλύτερου περιθωρίου κερδοφορίας επί των ιδίων κεφαλαίων (Brigham και Ehrhardt, 2009).

### **6.3.1 Συνολικός δείκτης χρέους (total debt ratio)**

Ο δείκτης αυτός έχει ως σκοπό να δείξει την αναλογία μεταξύ χρέους και ιδίων κεφαλαίων, για τους λόγους που προαναφέρθηκαν στο προηγούμενο κομμάτι.

Στην πιο απλή του μορφή, η τιμή του προκύπτει από τον λόγο μεταξύ του Συνολικού Παθητικού προς το συνολικό Ενεργητικό, ή αλλιώς (Brigham και Ehrhardt, 2009):

$$\text{Total Debt Ratio} = \frac{\text{Total Liabilities}}{\text{Total Assets}}$$

Οι τιμές αυτού του δείκτη για τις εταιρείες του δείγματος φαίνονται στον ακόλουθο Πίνακα 8. Η χρησιμότητα αυτού του δείκτη βασίζεται στην έννοια του ότι τα στοιχεία του ενεργητικού αποτελούν την “ιδιοκτησία” της εταιρείας, ενώ τα στοιχεία του παθητικού αποτελούν τα στοιχεία των υποχρεώσεων της εταιρείας προς τρίτα μέρη. Αυτές οι υποχρεώσεις μπορεί να είναι προμηθευτές εξοπλισμού και πρώτων υλών καθώς και προς πιστωτές που παρέχουν δάνεια ώστε να μπορεί η επιχείρηση να χρηματοδοτεί νέες επενδύσεις και να διατηρεί την ομαλή λειτουργία της. Για αυτό το λόγο, η εταιρεία θετικό είναι να έχει τέτοια αναλογία μεταξύ αυτών των δύο στοιχείων. Ένας υψηλός δείκτης μόχλευσης σημαίνει πως η εταιρεία βασίζεται κατά κύριο λόγο στην χρηματοδότηση από τρίτα μέρη. Αυτό αυξάνει το ρίσκο της εταιρείας, καθώς θα έχει μεγαλύτερη υποχρέωση για εξυπηρέτηση των δανειακών της υποχρεώσεων και πιο συγκεκριμένα της πληρωμής των τόκων. Πιθανή αποτυχία/αδυναμία της επιχείρησης θα την ωθήσει σε κατάσταση χρεωκοπίας. Αντιθέτως, ένας χαμηλότερος δείκτης μόχλευσης δείχνει πως συμβάλουν και οι μέτοχοι της επιχείρησης μέσω των ιδίων κεφαλαίων τους. Αυτό αφενός αυξάνει το ρίσκο που έχουν οι ίδιοι οι μέτοχοι, αλλά μειώνει το γενικότερο ρίσκο της επιχείρησης που προκύπτει από την έκθεση της σε υποχρεώσεις τρίτων (Harrisson et al, 2011).

Πίνακας 8. Συνολικός Δείκτης Χρέους (Total Debt Ratio), (2004 – 2015).

Total Debt Ratio	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	ΔΙΑΜΕΣΟΣ
ΕΛΑΣΤΡΟΝ Α.Ε.Β.Ε.	0,53	0,43	0,46	0,45	0,51	0,40	0,43	0,39	0,39	0,28	0,37	0,28	0,42
ΕΛΛΑΚΤΩΡ	0,42	0,43	0,47	0,62	0,70	0,69	0,71	0,70	0,71	0,72	0,73	0,74	0,70
HELLAS GOLD	0,07	0,10	0,21	0,59	0,51	0,54	0,64	0,69	0,88	0,84	0,89	0,98	0,62
J&P ΑΒΑΞ	0,42	0,43	0,49	0,63	0,56	0,58	0,54	0,59	0,62	0,69	0,74	0,75	0,58
LA FARGE	0,26	0,19	0,20	0,22	0,31	0,26	0,24	0,23	0,26	0,32	0,38	0,38	0,26
ΣΙΔΕΝΟΡ	0,21	0,23	0,21	0,26	0,16	0,18	0,13	0,09	0,88	0,91	0,95	0,97	0,22
ΣΙΔΑΜΑ	0,67	0,60	0,65	0,68	0,69	0,30	-0,36	0,76	0,81	0,87	0,93	1,01	0,68
ΤΕΡΝΑ	0,45	0,45	0,56	0,66	0,75	0,71	0,85	0,82	0,79	0,84	0,83	0,18	0,73
TITAN	0,34	0,25	0,20	0,20	0,55	0,52	0,49	0,51	0,52	0,54	0,34	0,31	0,41
ΧΑΛΥΒΟΥΡΓΙΑ	0,67	0,67	0,59	0,59	0,66	0,70	0,74	0,82	0,90	0,99	1,02	0,90	0,72
ΧΑΛΥΨ	0,33	0,33	0,32	0,29	0,28	0,22	0,26	0,12	0,18	0,23	0,23	0,29	0,27
ΔΙΑΜΕΣΟΣ	0,42	0,43	0,46	0,59	0,55	0,52	0,49	0,59	0,71	0,72	0,74	0,74	
ΤΥΠΙΚΗ ΑΠΟΚΛΙΣΗ	0,18	0,17	0,17	0,19	0,19	0,20	0,35	0,28	0,26	0,27	0,29	0,33	

Εξετάζοντας τώρα τα αποτελέσματα της παρούσας έρευνας παρατηρούμε μια διαχρονική αύξηση της διαμέσου των τιμών του δείκτη μόχλευσης, με παράλληλη αύξηση της τυπικής απόκλισης. Από το 2012 και μετά η διάμεσος του δείκτη είναι πάνω από το 0,70. Αυτό σημαίνει πως σε κάθε Ευρώ των στοιχείων του ενεργητικού χρησιμοποιείται μεταξύ άλλων για να καλύψει περίπου 70 λεπτά του Ευρώ από τις υποχρεώσεις της εταιρείας. Κατά την πρώτη περίοδο του δείγματος η τιμή του δείκτη ήταν γύρω στο 0,40. Έτσι, μπορεί να παρατηρηθεί σε διάστημα 11 ετών μία αύξηση κατά περίπου 0,30 ή 75% μέσα σε αυτό το διάστημα. Μέχρι ένα σημείο αυτή η αύξηση είναι δικαιολογημένη, καθώς την περίοδο πριν την κρίση οι εταιρείες προχωρούσαν στην λήψη δανεικών ώστε να προβούν σε νέες επενδύσεις ή κάλυψη ήδη υπάρχουσων αναγκών. Αντιθέτως, εντύπωση κάνει το γεγονός πως ο δείκτης μόχλευσης των εταιρειών αυξήθηκε κατά την περίοδο μετά την κρίση. Πιθανός λόγος για τον οποίο μπορεί να παρατηρείται αυτή η τάση είναι η αδυναμία των μετόχων να καλύψουν σε μεγάλο βαθμό τις απαιτήσεις που προκύπτουν από την κρίση. Για αυτό το λόγο χρησιμοποιείται η χρηματοδότηση μέσω των τραπεζών παρόλο το ρίσκο που περιλαμβάνει και αυτή η κίνηση. Δεδομένου του παράγοντα της κρίσης οι τράπεζες θα αναμενόταν να είναι απρόθυμες στο να δώσουν περαιτέρω χρηματοδότηση γενικά.

Όμως λόγω του μεγάλου κύκλου εργασιών μερικών από αυτών των εταιρειών του δείγματος όσο και της σημασίας που έχουν αυτές οι επιχειρήσεις για την ελληνική οικονομία, φαίνεται πως οι τράπεζες είναι και αυτές διατεθειμένες να αναλάβουν το ανάλογο ρίσκο παρέχοντας τους χρηματοδότηση, η οποία μερικές φορές ξεπερνά και την αξία του ενεργητικού της εταιρείας. Χαρακτηριστικές είναι οι περιπτώσεις της Χαλυβουργίας το 2014 με την τιμή του δείκτη μόχλευσης να είναι στο 1,02 καθώς και της ΣΙΔΜΑ με την τιμή του δείκτη να είναι στο 1,01 το 2015. Βεβαίως, η συζήτηση επικεντρώθηκε κυρίως γύρω από την τιμή του μέσου όρου του δείγματος. Αυτό δεν σημαίνει πως όλες οι επιχειρήσεις που εξετάζονται εδώ αύξησαν την δανειοδότησή τους σε τέτοια κλίμακα. Για παράδειγμα, η ΕΛΛΑΣΤΡΟΝ μείωσε την τιμή του δείκτη μόχλευσης από ένα επίπεδο κοντά στο 0,50 στις αρχές της περιόδου 2004, σε ένα επίπεδο κοντά στο 0,30 κατά το 2015, κάτι που μπορεί να ερμηνευθεί ως μια πρόθεση της επιχείρησης να μειώσει το ρίσκο χρεοκοπίας. Την ίδια τάση δείχνει και η εταιρεία ΧΑΛΥΨ με έναν δείκτη μόχλευσης να κινείται γύρω στο 0,20 κατά την περίοδο της κρίσης από το 2010 και ύστερα.

Παρόλα αυτά, η ευρύτερη τάση δείχνει πως οι κατασκευαστικές εταιρείες που εξετάζονται στο δείγμα τείνουν στο να αυξάνουν το δείκτη μόχλευσης, το οποίο είναι όμως μια κίνηση που περιέχει σημαντικό στοιχείο ρίσκου.

### **6.3.2 Δείκτης revenue to equity**

Ο συγκεκριμένος δείκτης χρησιμοποιείται για να δείξει το βαθμό στον οποίο τα ίδια κεφάλαια μιας επιχείρησης χρησιμοποιούνται ώστε να οδηγήσουν σε πωλήσεις/έσοδα.

Πίνακας 9. Δείκτης Revenue to Equity, (2004-2015).

Revenue to Equity	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	ΔΙΑΜΕΣΟΣ	ΤΥΠΙΚΗ ΑΠΟΚΛΙΣΗ
ΕΛΑΣΤΡΟΝ Α.Ε.Β.Ε.	1,49	1,43	1,56	1,80	2,14	0,96	0,93	0,89	0,79	0,68	0,73	0,88	0,95	0,48
ΕΛΛΑΚΤΩΡ	1,74	1,77	1,87	2,64	3,28	3,25	3,47	3,31	3,47	3,61	3,74	3,90	3,30	0,79
HELLAS GOLD	0,12	0,04	1,07	1,24	0,94	0,96	1,00	1,19	2,25	1,38	0,63	2,13	1,04	0,66
J&P ΑΒΑΞ	1,52	0,84	1,01	1,73	1,15	1,01	0,90	0,80	0,58	0,58	1,05	1,15	1,01	0,34
LA FARGE	0,81	0,71	0,81	0,84	0,96	0,65	0,52	0,38	0,42	0,57	0,61	0,72	0,68	0,18
ΣΙΔΕΝΟΡ	0,27	0,30	0,28	0,32	0,32	0,27	0,20	0,17	0,63	0,44	6,61	14,84	0,31	4,41
ΣΙΔΑΜΑ	3,07	2,09	2,29	2,45	2,76	0,78	0,36	1,98	2,49	4,02	7,77	-36,39	2,37	11,44
ΤΕΡΝΑ	2,56	1,07	1,41	2,07	4,36	3,93	3,17	3,67	2,25	3,22	4,94	0,77	2,87	1,32
ΤΙΤΑΝ	0,72	0,61	0,66	0,67	0,69	0,56	0,45	0,28	0,28	0,32	0,32	0,32	0,50	0,18
ΧΑΛΥΒΟΥΡΓΙΑ	1,92	1,78	2,33	2,39	2,95	1,81	2,06	3,56	4,64	30,28	-14,19	2,19	2,26	9,75
ΧΑΛΥΨ	0,89	0,89	0,99	0,87	0,88	0,79	0,64	0,45	0,46	0,35	0,40	0,37	0,71	0,24
<b>ΔΙΑΜΕΣΟΣ</b>	<b>1,49</b>	<b>0,89</b>	<b>1,07</b>	<b>1,73</b>	<b>1,15</b>	<b>0,96</b>	<b>0,90</b>	<b>0,89</b>	<b>0,79</b>	<b>0,68</b>	<b>0,73</b>	<b>0,88</b>		
<b>ΤΥΠΙΚΗ ΑΠΟΚΛΙΣΗ</b>	<b>0,93</b>	<b>0,65</b>	<b>0,66</b>	<b>0,80</b>	<b>1,31</b>	<b>1,18</b>	<b>1,14</b>	<b>1,38</b>	<b>1,46</b>	<b>8,79</b>	<b>5,76</b>	<b>12,51</b>		

Όπως φαίνεται η υψηλότερη τιμή του συγκεκριμένου δείκτη αναφορικά με τις εταιρείες του δείγματος ήταν το 2007, με την διάμεσο να λαμβάνει τιμή στο 1,73. Από το 2009 και μετά ο δείκτης έχει τιμές μικρότερες της μονάδας, με την χαμηλότερη να είναι κατά το 2013 για 0,68. Μια σχετικά απλή ερμηνεία είναι ότι κάθε ευρώ που έχουν θέσει οι μέτοχοι στα ίδια κεφάλαια συμβάλλει στην δημιουργία πωλήσεων μικρότερης αξίας. Η χρηματική αξία των πωλήσεων είναι σημαντική καθώς επί αυτού του ποσού υπολογίζονται τα κέρδη, τα οποία θα καταλήξουν στους μετόχους. Οπότε, ο συγκεκριμένος δείκτης μπορεί θεωρηθεί και ως μέτρηση του βαθμού απόδοσης των ιδίων κεφαλαίων τους. Σε αυτήν την περίπτωση, το γεγονός ότι η διάμεσος έχει τιμή μικρότερη της μονάδας σημαίνει ότι για κάθε ευρώ ιδίων κεφαλαίων που τοποθετούν οι μέτοχοι παράγεται μικρότερη αξία σε πωλήσεις, το οποίο υπονομεύει επίσης και την δυνατότητα τους να συμβάλλουν στα κέρδη. Κάτι τέτοιο μπορεί να οδηγήσει κάποιους μετόχους στο να αναζητήσουν τοποθέτηση των κεφαλαίων τους σε πιο κερδοφόρες κινήσεις. Εξετάζοντας τις εταιρείες ξεχωριστά, φαίνεται πως αρκετές παρουσιάζουν μια διάμεσο μεγαλύτερη της μονάδας κατά την περίοδο που χρησιμοποιείται στην παρούσα εργασία. Για παράδειγμα η διάμεσος της εταιρείας Ελλάκτωρ είναι στο 3,30 για την περίοδο 2004-2015, ενώ είναι ιδιαίτερα σημαντικό πως οι δείκτες παρουσιάζουν

μεγαλύτερες τιμές μετά το 2009, κατά την περίοδο της κρίσης. Αυτό σημαίνει πως παρόλες τις συνθήκες, σε αυτή την περίπτωση η διοίκηση της εταιρείας μπόρεσε να χρησιμοποιήσει τις τοποθετήσεις των μετόχων ώστε να αυξήσει την αξία των πωλήσεων ανά ευρώ ιδίων κεφαλαίων. Αυτό κάνει την επιχείρηση πιο ελκυστική και προς άλλους μετόχους στο μέλλον.

### 6.3.3 Δείκτης ΤΕΙ (times earned interest)

Όσον αφορά στις λειτουργίες μιας επιχείρησης γενικότερα, καθώς και τις κατασκευαστικές που εξετάζονται στην παρούσα εργασία, μία από τις σημαντικότερες προκλήσεις που έχουν να αντιμετωπίσουν είναι η υποχρέωση τους στο να πληρώνουν τις δανειακές υποχρεώσεις τους. Αυτό αφορά χρηματοοικονομικά έξοδα, όπως π.χ οι τόκοι των δανείων που έχουν συνάψει με τις τράπεζες. Η σημαντικότητα αυτού του στοιχείου έγκειται στο γεγονός του ότι πιθανή αδυναμία των επιχειρήσεων να καλύψουν αυτές τις υποχρεώσεις θα τις κάνει να εισέλθουν στον κίνδυνο χρεωκοπίας (Collier, 2007). Με αυτό ως δεδομένο, είναι ιδιαίτερα σημαντικό για τις επιχειρήσεις να μπορούν να μετρούν την ικανότητα που έχουν για την αποπληρωμή αυτών των δανειακών υποχρεώσεων, ώστε να γνωρίζουν ανά πάσα στιγμή το ρίσκο που έχουν σχετικά με το ενδεχόμενο πιθανής χρεωκοπίας.

Ένας τρόπος για να μετρηθεί αυτό το στοιχείο είναι ο δείκτης Times – Earned – Interest. Ουσιαστικά, μετράει τον βαθμό στον οποίο μπορούν τα μεικτά κέρδη να καλύψουν τα χρηματοοικονομικά κόστη της επιχείρησης. Η φόρμουλα με την οποία υπολογίζεται είναι (Brigham και Ehrhardt, 2009):

$$\frac{\text{Μεικτά Κέρδη}}{\text{Αξία των τόκων}}$$

Πίνακας 10. Δείκτης TEI, (2004 – 2015).

Times Earned Interest	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	ΔΙΑΜΕΣΟΣ	ΤΥΠΙΚΗ ΑΠΟΚΛΙΣΗ
ΕΛΑΣΤΡΟΝ Α.Ε.Β.Ε.	13,23	7,15	8,83	6,99	6,15	1,23	3,72	3,00	2,53	1,84	3,09	2,83	3,41	3,52
ΕΛΛΑΚΤΩΡ	6,16	5,56	4,54	40,02	15,78	19,56	17,61	13,79	12,05	14,81	13,98	13,56	13,89	9,26
HELLAS GOLD	2894,59	8241,22	257,11	1084,21	285,75	340,25	116,67	60,78	49,29	49,09	51,62	57,79	186,89	2385,60
J&P ΑΒΑΞ	206,60	6,80	4,74	14,13	10,35	1,36	3,08	1,73	0,98	-1,64	2,45	1,80	2,76	58,60
LAFARGE	52,20	97,71	129,74	85,40	87,57	55,87	9,02	5,73	-2,11	-6,03	4,76	4,59	30,61	47,16
ΣΙΔΕΝΟΡ	8,54	4,03	0,01	0,03	0,01	0,03	3,39	1,53	0,86	52,36	55,63	247,08	2,46	70,94
ΣΙΔΜΑ	9,92	4,68	6,00	3,92	2,45	-0,17	1,37	0,96	1,07	1,13	1,15	1,16	1,27	2,88
ΤΕΡΝΑ	4,48	4,90	6,44	3,43	7,95	5,54	1,86	2,40	0,94	16,66	37,96	2,53	4,69	10,33
ΤΙΤΑΝ	120,86	88,29	92,76	146,70	41,04	37,89	42,93	34,95	33,10	31,59	23,80	44,73	41,99	40,35
ΧΑΛΥΒΟΥΡΓΙΑ	4,69	2,21	5,59	3,14	2,58	0,05	-1,97	2,58	0,16	0,59	1,58	0,95	1,89	2,09
ΧΑΛΥΨ	480,34	279,31	171,12	52,96	40,86	22,50	10,36	11,96	-42,30	-4,23	0,44	3,99	17,23	152,89
<b>ΔΙΑΜΕΣΟΣ</b>	<b>13,23</b>	<b>6,80</b>	<b>6,44</b>	<b>14,13</b>	<b>10,35</b>	<b>5,54</b>	<b>3,72</b>	<b>3,00</b>	<b>0,98</b>	<b>1,84</b>	<b>4,76</b>	<b>3,99</b>		
<b>ΤΥΠΙΚΗ ΑΠΟΚΛΙΣΗ</b>	<b>857,67</b>	<b>2471,15</b>	<b>88,41</b>	<b>319,41</b>	<b>83,89</b>	<b>99,97</b>	<b>34,73</b>	<b>18,82</b>	<b>22,77</b>	<b>21,19</b>	<b>21,20</b>	<b>73,10</b>		

Όπως φαίνεται από τον πίνακα 10, αυτός ο δείκτης μπορεί να λάβει αρκετά υψηλές τιμές, όπως π.χ. στην περίπτωση της Hellas Gold. Δεν σημαίνει κατ' ανάγκη ότι η εταιρεία έχει υψηλή κερδοφορία. Αντιθέτως, έχοντας ως παράδειγμα την περίπτωση της Hellas Gold βλέπουμε ότι η εταιρεία παρουσιάζει αρκετές φορές ζημιές. Το ζήτημα είναι ότι δεν παρουσιάζει ζημιές στο επίπεδο των Μεικτών Κερδών, κάτι που της αφήνει περιθώριο στο να καλύψει τα έξοδα των δανειακών της υποχρεώσεων. Αντιθέτως, για παράδειγμα ο Χάλυψ και η Lafarge το 2012 και 2013 παρουσιάζουν αρνητικό δείκτη TEI. Αυτό σημαίνει πως το Κόστος Πωληθέντων τους υπερβαίνει τα έσοδα των πωλήσεων και παρουσιάζουν ήδη ζημιές από το επίπεδο των καθαρών κερδών. Και πάλι, παρόλο που αυτό το αποτέλεσμα είναι ελάχιστα ευνοϊκό για τις εταιρείες, ένα ακόμη ζήτημα είναι εάν είναι περιστασιακό, συμβαίνει δηλαδή σε μια περίοδο που η εταιρεία έτυχε να αντιμετωπίζει εσωτερικά προβλήματα, ή προβλήματα που προκλήθηκαν από το ευρύτερο οικονομικό περιβάλλον, ή εάν είναι συνεχιζόμενο, δηλαδή παρουσιάζεται για μακρά περίοδο κατά τις περιόδους χρήσεως μιας εταιρείας. Όπως παρατηρούμε ξεχωριστά από τις εταιρείες στον πίνακα 9, ακόμη και αυτές που παρουσιάζουν χαμηλούς θετικούς δείκτες TEI ή ακόμη αρνητικούς σταδιακά επανέρχονται σε κάποιο σημείο. Εξετάζοντας τώρα τις τιμές των διαμέσων των



εταιρειών του δείγματος για την περίοδο 2004 -2015 παρατηρούμε ότι μετά το 2007 παρουσιάζουν πτωτικές τάσεις φτάνοντας σε τιμή κάτω της μονάδας το 2012. Αυτό σήμαινε πως για αυτό το έτος τα χρηματοοικονομικά έξοδα που καλούνταν να πληρώσουν οι επιχειρήσεις ήταν μεγαλύτερα από τα μεικτά κέρδη τους δείχνοντας έτσι πως εκείνη την περίοδο υπήρχε αυξημένη πιθανότητα χρεοκοπίας, κάτι που πιθανότατα οφείλεται στην περίοδο της κρίσης. Παρόλα αυτά, μετά το 2012 ο δείκτης παρουσιάζει ανοδικές τάσεις. Αυτό μπορεί τόσο σε λόγους όπως η ανάκαμψη των εσόδων και της κερδοφορίας μερικών εταιρειών, όσο και στον περιορισμό των δανείων τους ώστε να μειώσουν τα χρηματοοικονομικά έξοδα και το ανάλογο ρίσκο.

## **6.4 Δείκτες Δραστηριότητας**

Οι δείκτες που θα εξεταστούν σε αυτό το κομμάτι σχετίζονται τόσο με την ικανότητα της εταιρείας στο να πουλήσει τα προϊόντα της, όσο και στο να τα καταφέρει να εισπράξει τα ποσά που της αναλογούν από τους πελάτες, εξυπηρετώντας παράλληλά τις όποιες εκκρεμείς υποθέσεις προς τους προμηθευτές της. Ο κύριος σκοπός είναι να μετρηθεί η ταχύτητα με την οποία η επιχείρηση καταφέρνει να συλλέξει μετρητά (cash) τα οποία θα χρησιμοποιήσει για να στηρίξει τον κύκλο λειτουργιών της (Harrison et al, 2011).

### **6.4.1 Δείκτης ανακύκλωσης των αποθεμάτων (inventory resident period)**

Ο σχετικός δείκτης μετρά τον βαθμό ταχύτητας, σε όρους διάρκειας των ημερών όπου χρειάζεται η επιχείρηση για να πουλήσει τα εμπορικά της αποθέματα. Ένας χαμηλότερος αριθμός δείχνει πως η επιχείρηση καταφέρνει να πουλήσει ταχύτερα τα εμπορεύματά της έχοντας ως συνέπεια και την πιο συχνή δημιουργία μετρητών. Από την άλλη, είναι πιθανό οι υψηλές τιμές αυτού του δείκτη να δημιουργήσουν προβλήματα στην εταιρεία καθώς μπορεί να μην έχει καταφέρει να δημιουργήσει νέο

εμπόρευμα, με αποτέλεσμα να έχει περιόδους που δεν θα γίνεται κάποια εμπορική κίνηση. Ο συγκεκριμένος τύπος υπολογίζεται ως:

$$\frac{365}{\text{Κόστος Πωληθέντων} / \text{Μέση τιμή αποθεματικών}} \quad (\text{Harrison et al, 2011})$$

Επειδή στην παρούσα έρευνα χρησιμοποιούμε έτη, η μέση τιμή των αποθεματικών υπολογίζεται ως  $\frac{\text{Έτος}_n - \text{Έτος}_{n-1}}{2}$ . Για αυτό το λόγο, σε αυτό τον δείκτη και στους δύο επόμενους δεν θα συμπεριληφθεί το έτος 2004, καθώς δεν υφίστανται νωρίτερα οικονομικά έτη για να υπολογιστεί ο δείκτης για αυτό το έτος.

**Πίνακας 11. Δείκτης ανακύκλωσης αποθεμάτων, (2005 – 2015).**

Inventory Resident Period	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	ΔΙΑΜΕΣΟΣ	ΤΥΠΙΚΗ ΑΠΟΚΛΙΣΗ
ΕΛΑΣΤΡΟΝ Α.Ε.Β.Ε.	119,94	119,64	98,28	77,73	127,95	95,89	101,34	133,71	141,73	141,71	129,32	119,94	20,91
ΕΛΛΑΚΤΩΡ	30,39	261,36	16,65	29,21	14,86	8,07	8,93	11,19	14,02	12,58	10,39	14,02	74,47
HELLAS GOLD	261,36	19,33	37,86	31,13	28,26	42,00	61,29	65,42	72,02	152,17	90,86	61,29	71,26
J&P ΑΒΑΞ	21,04	6,53	10,32	11,33	14,67	18,63	22,93	32,55	21,42	18,76	23,61	18,76	7,31
LA FARGE	58,07	54,28	47,60	48,14	64,64	61,76	86,55	89,60	79,49	195,57	302,50	64,64	79,27
ΣΙΔΕΝΟΡ	46,46	49,93	46,35	45,58	61,41	79,61	103,96	269,28	106,50	103,78	85,01	79,61	64,13
ΣΙΔΜΑ	83,51	70,91	74,14	87,39	136,93	89,83	90,01	91,87	88,64	77,08	82,47	87,39	17,52
ΤΕΡΝΑ	27,12	9,76	9,25	4,39	3,62	4,42	3,26	4,84	90,59	70,66	4,35	4,84	30,52
ΤΙΤΑΝ	84,42	80,83	86,88	95,85	104,60	107,46	191,45	153,52	128,12	125,04	129,38	107,46	33,44
ΧΑΛΥΒΟΥΡΓΙΑ	100,56	64,54	86,18	65,01	108,34	86,35	97,10	93,67	90,62	101,02	119,54	93,67	16,61
ΧΑΛΥΨ	59,01	66,72	80,16	81,61	91,01	81,37	109,97	136,52	155,38	113,19	95,02	91,01	29,27
<b>ΔΙΑΜΕΣΟΣ</b>	<b>59,01</b>	<b>64,54</b>	<b>47,60</b>	<b>48,14</b>	<b>64,64</b>	<b>79,61</b>	<b>90,01</b>	<b>91,87</b>	<b>90,59</b>	<b>103,78</b>	<b>90,86</b>		
<b>ΤΥΠΙΚΗ ΑΠΟΚΛΙΣΗ</b>	<b>67,61</b>	<b>70,72</b>	<b>32,91</b>	<b>31,33</b>	<b>48,25</b>	<b>37,11</b>	<b>54,16</b>	<b>75,41</b>	<b>44,26</b>	<b>54,80</b>	<b>81,67</b>		

Εξετάζοντας τις τιμές των διαμέσων από τον πίνακα 11 παρατηρούμε ότι η μέγιστη τιμή παρουσιάζεται το 2014 ενώ η ελάχιστη κατά το 2007. Σύμφωνα με αυτά τα στοιχεία κατά το 2014 οι επιχειρήσεις του δείγματος χρειάζονταν περίπου 104 μέρες για να πουλήσουν πλήρως τα εμπορεύματά τους έτσι ώστε να χρειαστεί να τα ανανεώσουν. Από την άλλη, το 2007 οι εταιρείες πουλούσαν πλήρως τα εμπορεύματά τους και τα ανανεώναν κάθε 48 περίπου μέρες. Γενικά, φαίνεται πως από το 2010 και πριν, οι εταιρείες είχαν ταχύτερο κύκλο κίνησης των αποθεμάτων τους με αποτέλεσμα να τα ανανεώνουν πιο συχνά. Αυτό σημαίνει πως είχαν πιο συχνές εισροές μετρητών, κάτι που τις βοηθούσε στο να ενισχύουν το τρέχον ενεργητικό τους. Από την άλλη, από το 2011

και ύστερα παρατηρούμε ότι η ταχύτητα κίνησης των αποθεμάτων ανεβαίνει περίπου στις 90 μέρες με την μέγιστη τιμή να παρουσιάζεται το 2014. Αυτό δείχνει πως οι εταιρείες έχουν περισσότερες δυσκολίες να πουλήσουν τα προϊόντα ή να προσφέρουν τις υπηρεσίες τους. Και πάλι εδώ θα πρέπει να ληφθεί υπόψη ο παράγοντας της οικονομικής ύφεσης ο οποίος έχει οδηγήσει στην μείωση της ζήτησης, με τις όποιες αρνητικές επιπτώσεις μπορεί αυτό να επιφέρει στις ταμειακές εισροές τις επιχείρησης.

#### **6.4.2 Δείκτης περιόδου συλλογής των εισερχομένων (receivables collection period)**

Σε μια παρόμοια προσέγγιση με την προηγούμενη ενότητα, ο δείκτης που εξετάζεται σε αυτό το σημείο μετράει την περίοδο που χρειάζεται η εταιρεία από τη στιγμή της πώλησης μέχρι την είσπραξη του ποσού για το οποίο πωλήθηκε το προϊόν. Υπολογίζεται με την φόρμουλα

$$\frac{365}{\frac{\text{Καθαρές Πωλήσεις}}{\text{Μέση τιμή λογαριασμού εισπρακτέων}}}$$

Πίνακας 12. Δείκτης περιόδου συλλογής εισερχομένων από πελάτες και τρίτους, (2005-2015).

Receivables Collectable Period	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	ΔΙΑΜΕΣΟΣ	ΤΥΠΙΚΗ ΑΠΟΚΛΙΣΗ
ΕΛΑΣΤΡΟΝ Α.Ε.Β.Ε.	192,26	179,65	165,78	109,09	124,80	115,28	140,16	160,49	171,20	138,18	96,51	140,16	31,30
ΕΛΛΑΚΤΩΡ	193,57	167,36	154,16	104,39	106,27	135,94	174,05	236,93	304,30	242,64	263,72	174,05	65,42
HELLAS GOLD	66,59	6,71	8,67	12,68	14,91	20,88	18,01	16,50	20,83	51,14	69,50	18,01	23,05
J&P ΑΒΑΞ	325,29	57,28	33,74	20,43	28,17	29,35	36,98	62,07	75,33	49,64	56,55	49,64	86,19
LA FARGE	82,73	81,09	83,16	77,88	105,71	125,98	138,02	138,19	112,73	91,77	111,49	105,71	22,77
ΣΙΔΕΝΟΡ	59,52	50,12	50,04	51,99	86,99	61,65	65,28	96,32	738,34	152,29	232,76	65,28	203,12
ΣΙΔΑΜΑ	213,79	220,97	254,47	199,96	278,59	163,40	82,57	142,21	190,00	178,10	187,72	190,00	53,17
ΤΕΡΝΑ	488,04	276,24	197,97	109,39	141,05	243,60	220,77	346,70	180,35	90,95	101,14	197,97	119,53
ΤΙΤΑΝ	91,90	92,41	89,22	75,46	73,12	82,44	123,99	99,96	80,06	68,33	81,53	82,44	15,39
ΧΑΛΥΒΟΥΡΓΙΑ	124,52	56,20	34,93	41,68	93,40	72,83	80,07	113,61	144,43	197,53	287,37	93,40	74,94
ΧΑΛΥΨ	264,60	208,79	229,58	217,08	238,86	275,19	363,87	289,12	134,42	83,18	103,65	229,58	84,06
<b>ΔΙΑΜΕΣΟΣ</b>	<b>192,26</b>	<b>92,41</b>	<b>89,22</b>	<b>77,88</b>	<b>105,71</b>	<b>115,28</b>	<b>123,99</b>	<b>138,19</b>	<b>144,43</b>	<b>91,77</b>	<b>103,65</b>		
<b>ΤΥΠΙΚΗ ΑΠΟΚΛΙΣΗ</b>	<b>130,74</b>	<b>87,03</b>	<b>85,83</b>	<b>66,38</b>	<b>79,71</b>	<b>81,63</b>	<b>97,56</b>	<b>98,96</b>	<b>194,64</b>	<b>64,11</b>	<b>82,80</b>		

Όπως μπορεί να γίνει εύκολα κατανοητό, οι επιχειρήσεις θα προτιμήσουν η τιμή του δείκτη να είναι μικρή καθώς θα εισπράττουν τα οφειλόμενα μετρητά πιο γρήγορα (Harrison, 2011). Από τον πίνακα 12 η μεγαλύτερη τιμή του δείκτη είναι περίπου 192 κατά το έτος 2005. Αυτή η τιμή προφανώς δεν μπορεί να αποδοθεί στην μεταγενέστερη κρίση και οι λόγοι πρέπει να αναζητηθούν στις οικονομικές συνθήκες εκείνης της περιόδου. Όμως μετά από αυτή την ακραία τιμή, για τα έτη 2006 – 2008 η διάμεσος των τιμών είναι κάτω από τις 100 μέρες. Από το 2009 και μετά μπορεί να θεωρηθεί πως φαίνονται οι επιπτώσεις της κρίσης, καθώς οι μέρες που πρέπει να αναμένουν να συλλέξουν οι επιχειρήσεις τα μετρητά από τους πελάτες τους ξεπερνάνε τις 100 και μεγιστοποιούνται ξανά το 2013, όπου φτάνουν περίπου τις 144 μέρες. Πιθανοί λόγοι είναι η αδυναμία των καταναλωτών να ανταποκριθούν σύντομα λόγω των ευρύτερων οικονομικών δυσχερειών καθώς και μια πιθανή τακτική των επιχειρήσεων να παρέχουν ευκολίες στην περίοδο αποπληρωμής, ώστε να αυξάνουν τις πιθανότητες συλλογής όλου του ποσού που χρωστάν οι πελάτες. Το 2014 παρουσιάζεται μια σημαντική μείωση των ημερών συλλογής, κάτι που μπορεί να οφείλεται στην μικρή ανάκαμψη που παρουσιάστηκε την περίοδο στην ελληνική οικονομία, αλλά αυξήθηκε πάλι το 2015

πιθανότατα λόγω γεγονότων όπως η ευρύτερη ανησυχία λόγω των εκλογών που έλαβαν χώρα, αλλά και η επιβολή των κεφαλαιακών ελέγχων (capital controls) (BoG, 2017).

### 6.4.3. Δείκτης περιόδου αποπληρωμής οφειλόμενων υποχρεώσεων

Αυτός ο δείκτης είναι και ο τελευταίος που θα εξεταστεί σε αυτή την ενότητα. Αφορά την ταχύτητα, σε όρους ημερών με την οποία οι επιχειρήσεις αποπληρώνουν τις υποχρεώσεις τους προς τους προμηθευτές τους.

**Πίνακας 13. Δείκτης περιόδου αποπληρωμής οφειλόμενων υποχρεώσεων, (2005-2015).**

Payables Outstanding Period	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	ΔΙΑΜΕΣΟΣ	ΤΥΠΙΚΗ ΑΠΟΚΛΙΣΗ
ΕΛΑΣΤΡΟΝ Α.Ε.Β.Ε.	40,24	37,04	30,82	36,49	87,24	69,34	45,67	40,58	48,33	87,66	60,02	45,67	20,25
ΕΛΛΑΚΤΩΡ	355,23	237,07	212,10	172,94	162,03	179,37	216,61	256,23	281,69	225,17	242,48	225,17	54,95
HELLAS GOLD	765,02	71,26	365,93	217,78	2,05	67,96	155,92	131,83	97,76	183,31	226,45	155,92	209,20
J&P ΑΒΑΞ	227,81	138,40	86,18	80,41	131,06	160,06	159,88	247,55	282,85	373,11	410,65	160,06	110,62
LA FARGE	56,98	57,97	61,61	71,03	109,13	126,00	166,88	153,48	142,27	158,36	159,26	126,00	45,07
ΣΙΔΕΝΩΡ	247,95	315,57	232,45	134,46	175,08	198,79	125,32	353,80	165,64	200,72	208,33	200,72	70,60
ΣΙΔΑΜΑ	101,96	109,50	128,43	95,84	105,10	111,75	139,23	133,86	142,16	129,08	143,43	128,43	17,40
ΤΕΡΝΑ	320,65	215,12	253,29	139,34	126,23	224,26	210,46	236,49	2735,86	2266,79	174,53	224,26	933,86
ΤΙΤΑΝ	74,41	64,85	67,26	72,22	84,50	81,92	127,98	99,79	83,93	88,38	88,01	83,93	17,59
ΧΑΛΥΒΟΥΡΓΙΑ	42,53	30,87	41,17	34,59	61,10	45,23	58,90	67,40	88,25	126,98	185,83	58,90	47,09
ΧΑΛΥΨ	75,81	64,56	64,32	61,67	69,64	66,23	66,54	57,99	77,32	60,16	68,64	66,23	6,02
<b>ΔΙΑΜΕΣΟΣ</b>	<b>101,96</b>	<b>71,26</b>	<b>86,18</b>	<b>80,41</b>	<b>105,10</b>	<b>111,75</b>	<b>139,23</b>	<b>133,86</b>	<b>142,16</b>	<b>158,36</b>	<b>174,53</b>		
<b>ΤΥΠΙΚΗ ΑΠΟΚΛΙΣΗ</b>	<b>217,14</b>	<b>94,11</b>	<b>109,32</b>	<b>58,05</b>	<b>48,65</b>	<b>61,24</b>	<b>57,47</b>	<b>99,34</b>	<b>786,27</b>	<b>640,05</b>	<b>98,56</b>		

Σε αντίθεση με τον δείκτη για την περίοδο της συλλογής εισερχομένων, αυτός ο δείκτης ουσιαστικά μετρά την ταχύτητα των εκροών μετρητών από την επιχείρηση για την κάλυψη των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεών της. Η φόρμουλα με την οποία υπολογίζεται είναι

$$\frac{365}{\frac{\text{Κόστος Πωληθέντων}}{\text{Μέση τιμή βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων}}}$$

Γενικά, οι επιχειρήσεις θα προτιμούν αυτός ο δείκτης να έχει υψηλότερες τιμές, καθώς θα έχουν μεγαλύτερη διάρκεια ημερών κατά την οποία θα μπορούν να αποπληρώσουν

τις υποχρεώσεις τους. Αυτό θα τους επιτρέπει να χρησιμοποιούν τα μετρητά τους σε άλλους τρόπους στο ενδιάμεσο (Harrison, 2011).

Εξετάζοντας τα στοιχεία του πίνακα 13 παρατηρούμε ότι η διάμεσος της περιόδου αποπληρωμής για το δείγμα των εταιρειών αυξάνει σημαντικά από έτος σε έτος. Ανάμεσα στο 2008 και στο 2009 ξεπερνά τις 100 μέρες το 2010 φτάνει στις 111 μέρες και μέχρι το 2015 έχει φτάσει στις 174 ημέρες. Καθώς οι κατασκευαστικές εταιρείες, και ιδιαίτερα αυτές που είναι στο δείγμα, αποτελούν μεγάλους επιχειρησιακούς ομίλους θα είναι εύλογο να υποθεθεί πως οι επιχειρήσεις ουσιαστικά εκμεταλλεύονται την διαπραγματευτική τους δύναμη σε σχέση με τους προμηθευτές τους.

**Πίνακας 14. Κύκλος Μετατροπής Μετρητών, (2005-2015)**

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
<b>Days of Sales Outstanding</b>	59,01	64,54	47,60	48,14	64,64	79,61	90,01	91,87	90,59	103,78	90,86
<b>Days of Supply in Inventory</b>	192,26	92,41	89,22	77,88	105,71	115,28	123,99	138,19	144,43	91,77	103,65
<b>Days of Accounts Payable</b>	-101,96	-71,26	-86,18	-80,41	-105,10	-111,75	-139,23	-133,86	-142,16	-158,36	-174,53
<b>Cash Conversion Cycle</b>	149,32	85,69	50,64	45,61	65,25	83,13	74,78	96,20	92,87	37,19	19,97

Με την χρήση των παραπάνω δεδομένων μπορεί να υπολογιστεί στον πίνακα 14 ο κύκλος της μετατροπής των μετρητών (Cash Conversion Cycle). Ουσιαστικά, σκοπός του είναι να μετρήσει την περίοδο κατά την οποία κάθε εισερχόμενο Ευρώ είναι δεσμευμένο στην παραγωγική διαδικασία και στις διαδικασίες πώλησης, προτού γίνει η μετατροπή του σε μετρητά ύστερα από την ολοκλήρωση της διαδικασίας πώλησης στους πελάτες. Όπως είναι κατανοητό, όσο μικρότερη είναι αυτή η περίοδος, τόσο πιο θετικό το αποτέλεσμα για την εταιρεία, καθώς μπορεί να πετύχει εισροή μετρητών σε μικρότερο χρόνο. Έτσι, όχι μόνο θα έχει περισσότερα ρευστά διαθέσιμα για να κινηθεί και να χρηματοδοτήσει τις βραχυπρόθεσμες κινήσεις της, αλλά και θα μειώσει το όποιο ρίσκο για αποτυχία της είσπραξης (Harrison, 2011). Με βάση λοιπόν τα ανωτέρω στοιχεία όπως φαίνεται από τον πίνακα 13 ενώ γενικά μέχρι το 2013 αυξανόταν αυτή η τιμή σημειώνοντας τιμές όπως 96 μέρες το 2012 και 93 μέρες, το 2013 μειώνεται στις 37 μέρες και το 2015 στις 20. Όπως φαίνεται, οι κύριοι λόγοι για αυτή την μείωση είναι η αύξηση των ημερών που έχει στην διάθεση της η επιχείρηση να πληρώσει τις

βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της, αλλά και η μείωση των μερών στις οποίες λαμβάνει χώρα η πώληση των αποθεματικών. Ως προς το πρώτο πιθανή αιτία είναι η δύναμη των επιχειρήσεων προς τους προμηθευτές σχετικά με τους όρους που το επιβάλλουν ενώ, ως προς το δεύτερο, για τα έτη 2014 και 2015 πιθανή αιτία είναι μια ανάκαμψη που είδε η ευρύτερη ελληνική οικονομία σε όρους ΑΕΠ. Λόγω όμως της συνεχιζόμενης αβεβαιότητας που υπάρχει μετά την εφαρμογή των capital controls θα ήταν ενδιαφέρον να μελετηθούν τα νέα στοιχεία των ισολογισμών των επιχειρήσεων, όταν εκδοθούν, για να δουν αν αυτά τα γεγονότα έφεραν αρνητικές επιπτώσεις, και αν ναι, σε τι βαθμό.

## **6.5 Δείκτες Ιδιαίτερης Σημασίας για τον Κλάδο των Κατασκευών**

### **6.5.1 Δείκτης πάγιων περιουσιακών στοιχείων (fixed asset turnover ratio)**

Ο δείκτης των πάγιων περιουσιακών στοιχείων θεωρείται ως ένας από τους σημαντικότερους για την περιγραφή της οικονομικής υγείας των εταιρειών κατασκευών (Ellis, 2006). Ουσιαστικά, αυτός ο δείκτης παρέχει πληροφορίες σχετικά με το πόσο αποδοτικός είναι ο τρόπος με τον οποίο οι εταιρείες κατασκευών προχωρούν στην αξιοποίηση των στοιχείων του πάγιου ενεργητικού τους, ώστε να δημιουργήσουν πωλήσεις. Ο τρόπος υπολογισμού του είναι:

$$\frac{\text{Πωλήσεις}}{\text{Στοιχεία πάγιου ενεργητικού}}$$

Πίνακας 15. Δείκτης Fixed Asset Turnover Ratio, (2004-2015).

Fixed Asset Turnover Ratio	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	ΔΙΑΜΕΣΟΣ	ΤΥΠΙΚΗ ΑΠΟΚΛΙΣΗ
ΕΛΑΣΤΡΟΝ Α.Ε.Β.Ε.	2,83	2,57	2,83	3,27	3,59	1,39	1,32	1,31	1,12	0,93	0,88	1,06	1,36	1,01
ΕΛΛΑΚΤΩΡ	4,58	7,21	8,44	5,74	10,92	11,33	8,36	4,97	5,60	5,85	7,09	7,28	7,15	2,18
HELLAS GOLD	0,24	0,08	1,99	1,79	0,95	0,62	0,50	0,48	0,37	0,30	0,09	0,05	0,43	0,65
J&P ΑΒΑΞ	1,70	0,88	1,06	1,30	0,74	0,72	0,65	0,54	0,38	0,34	0,57	0,58	0,69	0,39
LA FARGE	0,81	0,88	0,99	0,99	1,04	0,78	0,59	0,45	0,43	0,50	0,49	0,62	0,70	0,23
ΣΙΔΕΝΟΡ	0,38	0,43	0,43	0,49	0,52	0,49	0,39	0,36	0,14	0,07	0,60	0,66	0,43	0,17
ΣΙΔΑΜΑ	4,08	3,33	3,38	0,79	2,74	1,29	1,15	0,99	0,93	0,94	0,99	0,92	1,07	1,21
ΤΕΡΝΑ	1,60	0,63	0,67	0,76	1,20	1,22	0,51	0,71	0,49	0,56	0,89	0,68	0,70	0,34
ΤΙΤΑΝ	0,57	0,57	0,67	0,68	0,36	0,29	0,25	0,15	0,15	0,16	0,24	0,25	0,27	0,20
ΧΑΛΥΒΟΥΡΓΙΑ	0,94	0,90	1,56	1,47	1,49	1,01	0,89	0,98	0,68	0,55	0,50	0,28	0,92	0,41
ΧΑΛΥΨ	1,14	1,11	1,35	1,21	1,26	1,24	0,74	0,59	0,55	0,34	0,37	0,29	0,93	0,41
ΔΙΑΜΕΣΟΣ	1,14	0,88	1,35	1,21	1,20	1,01	0,65	0,59	0,49	0,50	0,57	0,62		
ΤΥΠΙΚΗ ΑΠΟΚΛΙΣΗ	1,49	2,07	2,29	1,55	3,03	3,16	2,33	1,34	1,56	1,65	1,99	2,05		

Ουσιαστικά δείχνει τις πωλήσεις σε χρηματικούς όρους που δημιουργούνται ανά μονάδες Ευρώ των στοιχείων του ενεργητικού. Όπως και με τους άλλους δείκτες, η κάθε εταιρεία μπορεί να τον χρησιμοποιήσει ώστε να συγκρίνει την αξιοποίηση των στοιχείων του παγίου ενεργητικού της, πάντα σε σχέση με άλλες ανταγωνίστριες εταιρείες στον κλάδο της. Με αυτό τον τρόπο θα μπορέσει η διοίκηση του εκάστοτε οργανισμού να έχει μια καθαρότερη εικόνα για την θέση της εταιρείας και να λάβει τις ανάλογες πρωτοβουλίες και δράσεις ώστε να την βελτιώσει, εάν υπολείπεται, ή να την ενισχύσει περαιτέρω για να διατηρήσει μια θέση ισχύος στην αγορά.

Με εξαίρεση μερικές εταιρείες, όπως πχ η ΕΛΛΑΚΤΩΡ, που παρουσιάζουν υψηλές τιμές οι περισσότερες παρουσιάζουν τιμές κάτω της μονάδας. Αυτό δείχνει ουσιαστικά ότι από την χρησιμοποίηση των στοιχείων του ενεργητικού για κάθε Ευρώ προκαλούνται πωλήσεις σε όρους cents του Ευρώ. Κάτι τέτοιο σημαίνει πως υπάρχει μια υπο-απόδοση των στοιχείων του παγίου ενεργητικού, ακόμη και σε περιόδους πριν από την οικονομική κρίση. Αυτό φαίνεται και από τις τιμές των διαμέσων οι οποίες μέχρι και το 2009 είναι σε τιμές οριακά άνω της μονάδας, με εξαίρεση το έτος 2005. Από την άλλη, από το 2010 και μετά οι τιμές είναι σε σημαντικό βαθμό κάτω από την μονάδα. Αυτό, δείχνει μια συνεχή τάση για υποαπόδοση, καθώς τα στοιχεία του παγίου ενεργητικού των κατασκευαστικών επιχειρήσεων παράγουν πωλήσεις μικρότερες από την αξία τους. Θα μπορούσε και αυτό να θεωρηθεί αποτέλεσμα της κρίσης καθώς η



περίοδος ύφεσης που διανύει η ελληνική οικονομία έχει ωθήσει στην μείωση των πωλήσεων των επιχειρήσεων.

### 6.5.2 Δείκτης κύκλου εργασιών κεφαλαίου κίνησης (working capital turnover)

Και σε αυτό το σημείο, όπως και προαναφέρθηκε, ο δείκτης του κύκλου εργασιών κεφαλαίου κίνησης θεωρείται μεταξύ των καλύτερων δεικτών για να παρέχουν εξήγηση για την οικονομική υγεία των κατασκευαστικών εταιρειών. Περαιτέρω, σύμφωνα με τον McCall (2006), η αξία αυτού του δείκτη έγκειται στο γεγονός ότι παρέχει στις κατασκευαστικές εταιρείες καλύτερη πληροφόρηση σχετικά με την βραχυπρόθεσμη ρευστότητά τους ως προς την ικανότητά τους για την χρηματοδότηση κατασκευαστικών έργων. Η φόρμουλα με την οποία υπολογίζεται ο συγκεκριμένος δείκτης είναι:

$$\frac{\text{Πωλήσεις}}{\text{Τρέχον ενεργητικό} - \text{Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις}}$$

Πίνακας 16. Δείκτης κύκλου εργασιών κεφαλαίου κίνησης, (2004-2015).

Working Capital Turnover	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	ΔΙΑΜΕΣΟΣ	ΤΥΠΙΚΗ ΑΠΟΚΛΙΣΗ
ΕΛΑΣΤΡΟΝ Α.Ε.Β.Ε.	2,53	0,08	0,08	0,11	0,20	0,13	0,09	0,10	0,13	0,32	0,03	0,06	0,10	0,70
ΕΛΛΑΚΤΩΡ	1,03	5,74	8,84	1,75	2,18	2,43	1,94	1,65	1,69	1,40	2,05	2,55	1,99	2,25
HELLAS GOLD	0,24	0,09	2,02	2,22	1,11	2,47	2,17	3,54	2,10	1,80	0,57	0,76	1,91	1,04
J&P ΑΒΑΞ	12,62	12,37	5,56	4,67	7,04	9,84	5,34	4,27	1,99	5,96	1,86	2,26	5,45	3,73
IAFARGE	3,59	2,45	2,99	2,87	3,37	2,04	2,06	1,32	2,18	19,02	36,55	6,71	2,93	10,45
ΣΙΔΕΝΟΡ	222,91	144,10	135,92	174,57	174,75	77,12	90,12	92,07	-2,70	0,79	0,01	-0,01	91,09	79,71
ΣΙΔΑΜΑ	2,06	4,80	3,53	-2,15	2,29	1,53	-4,13	2,35	-1,54	32,40	-19,34	-1,01	1,80	11,54
ΤΕΡΝΑ	6,22	3,95	3,23	5,49	4,11	4,14	2,84	5,95	3,83	2,35	12,34	3,29	4,03	2,66
ΤΙΤΑΝ	-26,79	15,98	5,46	6,66	8,48	-9,70	6,12	24,70	2,36	11,12	3,04	3,05	5,79	12,78
ΧΑΛΥΒΟΥΡΓΙΑ	-21,71	24,65	5,34	2,79	9,46	4,56	5,69	3,06	3,88	2,31	-0,60	-0,44	3,47	10,28
ΧΑΛΥΨ	3,13	3,28	3,74	2,62	2,49	3,27	2,41	1,91	3,01	6,68	158,97	-1,75	3,07	45,12
ΔΙΑΜΕΣΟΣ	2,53	4,80	3,74	2,79	3,37	2,47	2,41	3,06	2,10	2,35	1,86	0,76		
ΤΥΠΙΚΗ ΑΠΟΚΛΙΣΗ	68,74	41,92	39,82	51,88	51,55	23,10	26,59	27,15	2,10	9,94	48,66	2,45		

Ο εν λόγω δείκτης παρέχει πληροφόρηση σχετικά με τον βαθμό στον οποίο αξιοποιεί η επιχείρηση το κεφάλαιο κίνησης ώστε να δημιουργήσει πωλήσεις. Μια υψηλή τιμή αυτού του δείκτη δείχνει ότι η επιχείρηση λειτουργεί με αποδοτικό τρόπο και έχει περιορισμένες ανάγκες για περαιτέρω χρηματοδότηση μέσω δανεισμού στην βραχυχρόνια περίοδο. Όπως έχει γίνει εμφανές και με τις περισσότερες περιπτώσεις των δεικτών, έτσι και σε αυτή την περίπτωση μια εταιρεία που έχει υψηλές τιμές σε αυτόν τον δείκτη σημαίνει πως θα είναι πιο ανταγωνιστική σε σχέση με τις υπόλοιπες του κλάδου της. Το μειονέκτημα σε αυτή την περίπτωση είναι πως αυτός ο δείκτης είναι ευάλωτος σε μεταβολές στοιχείων όπως οι βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της επιχείρησης. Εάν αυτό το στοιχείο έχει υψηλές τιμές, μπορεί να δείχνει ότι η επιχείρηση δεν έχει αρκετό τρέχον ενεργητικό για να στηρίξει τις πωλήσεις της, καθώς θα πρέπει να καλύπτει τις βραχυχρόνιες υποχρεώσεις της. Κάτι τέτοιο αυξάνει το μελλοντικό ρίσκο χρεοκοπίας της επιχείρησης. Επιπλέον, αξίζει να αναφερθεί πως οι εταιρείες εξόρυξης χρυσού και αργύρου, που είναι παρόμοιες σε κάποιο βαθμό με τις κατασκευαστικές έχουν υψηλούς δείκτες κύκλου εργασιών κεφαλαίου κίνησης, καθώς χρειάζονται συνεχόμενες επενδύσεις για την ανανέωση, αναβάθμιση και επέκταση του εξοπλισμού και των εγκαταστάσεών τους, καθώς και για την εύρεση νέων κοιτασμάτων (Investopedia, 2017).

Εξετάζοντας τώρα τα στοιχεία των εταιρειών του δείγματος, παρατηρούμε ότι ανάλογα με την εταιρεία και την δραστηριότητα της, ο δείκτης παίρνει μεγάλο εύρος τιμών. Παρόλο που οι τιμές της διαμέσου κινούνται σε επίπεδα τιμών από το μέγιστο του 4,80 το 2005 έως και το ελάχιστο του 0,76, κατά το 2015 εξετάζοντας τόσο τις τιμές της τυπικής απόκλισης, όσο και της κάθε εταιρείας ξεχωριστά παρατηρούμε ένα μεγάλο εύρος τιμών, το οποίο και σε μερικές περιπτώσεις λαμβάνει αρνητικές αξίες. Αυτό συμβαίνει στις περιπτώσεις που οι βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις έχουν μεγαλύτερη τιμή από τα στοιχεία του τρέχοντος ενεργητικού και καταλήγουν σε μια αρνητική τιμή για το κεφάλαιο κίνησης. Γενικά, ενώ η τιμή της διάμεσου φαίνεται πως βάζει κάποια όρια, οι αποκλίσεις των τιμών μεταξύ των εταιρειών και ανά έτος είναι μεγάλες για να καταλήξει κάποιος σε κάποια εμπειριστατωμένη άποψη. Από την άλλη, εξετάζοντας τις διαμέσους ανά εταιρεία, για όλη την περίοδο, με εξαίρεση την ΕΛΑΣΤΡΟΝ που έχει αρκετά χαμηλή τιμή και την ΣΙΔΕΝΟΡ που έχει αρκετά υψηλή, οι υπόλοιπες έχουν τιμές από το 1,80 (ΣΙΔΑΜΑ) έως και το 5,79 (ΤΙΤΑΝ). Αυτό δείχνει πως οι εταιρείες, έχουν τρόπους να αξιοποιούν το κεφάλαιο κίνησης τους, και ανάλογα με την ευρύτερη

επιχειρηματική δράση και κινήσεις να το χρησιμοποιούν αποδοτικά ώστε να συμβάλλει στην δημιουργία πωλήσεων. Παρόλα αυτά, σημαντικό ρόλο έχουν και εδώ οι μεγάλες τιμές της τυπικής απόκλισης, που δείχνουν το ευμετάβλητο των συνθηκών αγοράς, ιδιαίτερα στην περίοδο της κρίσης.

Έχοντας ολοκληρώσει την παρουσίαση των αποτελεσμάτων έτσι όπως προέκυψαν μετά από την επεξεργασία των δεδομένων σε σχέση με τους χρηματοοικονομικούς δείκτες των κατασκευαστικών εταιρειών, και έχοντας πάντα υπόψη τον παράγοντα της ελληνικής οικονομικής κρίσης, το ακόλουθο κεφάλαιο παρουσιάζει τα μπορούν να εξαχθούν.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7

### ΣΥΝΟΨΗ-ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

#### 7.1 Συμπεράσματα και Απαντήσεις στις Ερευνητικές Ερωτήσεις

Έχοντας διεξάγει την έρευνα σχετικά με τους χρηματοοικονομικούς δείκτες του δείγματος των κατασκευαστικών εταιρειών κατά την περίοδο 2004 – 2015, και έχοντας πάντα υπόψιν τον παράγοντα της ελληνικής κρίσης, σε αυτό το κομμάτι θα δοθούν απαντήσεις στις ερευνητικές ερωτήσεις.

- **Επηρέασε η ελληνική κρίση την κερδοφορία των κατασκευαστικών επιχειρήσεων του δείγματος με εμφανή τρόπο;**

Μελετώντας τους δείκτες Return on Sales, Return on Assets και Return on Equity παρατηρούμε ότι η τιμή της διαμέσου τους παρουσίασε σημαντική μείωση μεταξύ των ετών 2008 και 2009, ενώ από το 2010 παρουσιάζει ζημίες. Επιπλέον οι ζημίες των εταιρειών του δείγματος, έτσι όπως αντιπροσωπεύονται από τις τιμές της διαμέσου, είναι μεγαλύτερες κατά τα έτη 2012 και 2013, μειώνονται σημαντικά το 2014 ενώ παρουσιάζουν ανοδικές τάσεις το 2015. Παρόλο που άμεσος σκοπός της πτυχιακής είναι να μελετήσει τα οικονομικά στοιχεία των εταιρειών, θα ήταν αδύνατο να μην ληφθούν υπόψη και παράγοντες του ευρύτερου περιβάλλοντος, όπως η επιβολή τραπεζικών κεφαλαιακών ελέγχων το 2015, κάτι που μπορεί να επηρέασε σημαντικά όχι μόνο τις δραστηριότητες των κατασκευαστικών εταιρειών, αλλά και τις προσδοκίες των συμμετεχόντων στην ευρύτερη αγορά. Όπως είναι προφανές πάντως από τις τάσεις των εταιρειών του δείγματος, η συνεχιζόμενη κρίση είχε μια σημαντική αρνητική επίδραση στην κερδοφορία τους.

- **Επηρέασε η ελληνική κρίση την ικανότητα των κατασκευαστικών επιχειρήσεων του δείγματος να ανταποκριθούν στις διάφορες υποχρεώσεις τους προς τρίτους με εμφανή τρόπο;**

Η συγκεκριμένη ερώτηση εξετάζει τόσο τους δείκτες ρευστότητας, όσο και τους δείκτες μόχλευσης, καθώς οι πρώτοι αφορούν την δυνατότητα των εταιρειών να ανταποκριθεί στις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις τους προς τρίτους, ενώ οι δεύτεροι στην ικανότητά τους να αποπληρώσουν τις δανειακές υποχρεώσεις τους, καθώς και το ενδεχόμενο ρίσκο χρεωκοπίας. Παρατηρούμε πως ακόμη και κατά την περίοδο της κρίσης οι τιμές της διαμέσου του δείγματος για τους δείκτες ρευστότητας είναι άνω της μονάδας, κάτι που δείχνει μια γενικότερη ικανότητα για εξυπηρέτηση των υποχρεώσεών τους. Όμως, αυτή η εικόνα πρέπει να ληφθεί υπόψιν μαζί με τις τιμές της τυπικής απόκλισης, που δείχνει πως σε αρκετές επιχειρήσεις ο δείκτης είναι κάτω της μονάδας. Γενικά, φαίνεται οι κατασκευαστικές εταιρείες να μπορούν να καλύψουν τις υποχρεώσεις προς τρίτους, αλλά είναι σε οριακά επίπεδα, και μερικές επιχειρήσεις παρουσιάζουν μεγάλες διακυμάνσεις στην τιμή του δείκτη. Από την άλλη, στους δείκτες μόχλευσης, οι εταιρείες του δείγματος παρουσιάζουν κατά την περίοδο της κρίσης μεγάλους δείκτες δανεισμού, αλλά παράλληλα όπως φαίνεται, τα κέρδη τους τους επιτρέπουν να εξυπηρετήσουν αυτές τις υποχρεώσεις. Πάντως είναι σημαντικό επίσης, πως ο δείκτης ΤΕΙ έχει χαμηλότερες τιμές κατά την περίοδο μετά την κρίση σε σχέση τις τιμές πριν, ενώ οι δείκτες μόχλευσης αρκετά υψηλότερες τιμές. Αυτό μπορεί να δείχνει πως οι εταιρείες του δείγματος, κατά την περίοδο της κρίσης χρειάζονται υψηλότερο δανεισμό για να αντιμετωπίσουν διάφορες υποχρεώσεις, και σε συνδυασμό με την χαμηλή κερδοφορία να αυξάνει το πιθανό ρίσκο χρεωκοπίας τους.

- **Επηρέασε η ελληνική κρίση την εμπορική δραστηριότητα των κατασκευαστικών επιχειρήσεων του δείγματος με εμφανή τρόπο;**

Η εμπορική δραστηριότητα των κατασκευαστικών επιχειρήσεων του δείγματος εξετάστηκε στην ενότητα 6.4 μέσω της χρήσης ανάλογων δεικτών. Ο πρώτος δείκτης είναι αυτός της ανακύκλωσης των αποθεμάτων. Παρατηρούμε ότι η χαμηλότερή τιμή της διαμέσου παρουσιάζεται το 2007, όπως και χρειάζονται περίπου 48 ημέρες ώστε οι επιχειρήσεις του δείγματος να πουλήσουν τα προϊόντα/υπηρεσίες και να αποκτήσουν νέα αποθέματα. Από το 2009 παρατηρείται μια συνεχιζόμενη αύξηση του συγκεκριμένου δείκτη ενώ το 2014 η διάμεσος του δείγματος παίρνει την υψηλότερη τιμή της (περίπου 104 ημέρες). Η σημαντική αύξηση της τιμής αυτού του δείκτη

πιθανότατα οφείλεται σε μια μείωση της ζήτησης των υπηρεσιών αυτών των επιχειρήσεων, καθώς είναι εύλογο να μειώθηκε και η τάση για επενδύσεις στην ευρύτερη οικονομία λόγω της κρίσης. Ο δείκτης που σχετίζεται με τον χρόνο συλλογής των πληρωμών από τους πελάτες παρουσιάζει και αυτός σημαντική αύξηση μετά το 2008, καθώς η τιμή της διαμέσου από περίπου 78 ημέρες πηγαίνει στις 106 ημέρες το 2009 και ουσιαστικά διπλασιάζεται στις 144 ημέρες το 2013. Ομοίως και σε αυτή την περίπτωση ο πιθανότερος λόγος για την απότομη αύξηση είναι η ελληνική οικονομική κρίση και οι επιπτώσεις που έχει τόσο στην ζήτηση, όσο και στην ρευστότητα των πελατών. Σε τέτοιες αρνητικές συνθήκες που οι αγοραστές, είτε στο δημόσιο, είτε στις ιδιωτικές επιχειρήσεις είτε στα νοικοκυριά αναμένεται να αντιμετωπίζουν προβλήματα ρευστότητας λόγω της πτώσης της οικονομικής δραστηριότητας, καθώς και της δυσκολίας τραπεζικού δανεισμού. Έτσι, είναι εύλογο πως θα καθυστερούν τις πληρωμές τους προς της κατασκευαστικές επιχειρήσεις. Από την άλλη, είναι πιθανό πως και οι κατασκευαστικές επιχειρήσεις να προβαίνουν σε ευκολίες πληρωμής προς ορισμένους πελάτες, ώστε να συνεχίζουν να διατηρούν καλές εμπορικές σχέσεις. Κατά τα έτη 2014-2015 η τιμή του δείκτη έπεσε σημαντικά σε σχέση με το 2013, βασιζόμενοι πάντα στις τιμές τις διαμέσου. Αυτό δεν σημαίνει πως όλες οι εταιρείες σημείωσαν ανάλογη μείωση για αυτά τα δυο έτη. Αντιθέτως, σε μερικές εταιρείες η τιμή του δείκτη συνέχισε να αυξάνεται. Η γενικότερη τάση του δείκτη όμως είναι καθοδική για τα δύο τελευταία έτη, κάτι που υποδεικνύει μια βελτίωση της ικανότητας των πελατών να πληρώσουν και των κατασκευαστικών εταιρειών να εισπράξουν τα εισερχόμενα ποσά. Όμως αυτή η βελτίωση μπορεί να είναι παροδική και θα ήταν εξαιρετικά χρήσιμο να εξεταστούν περαιτέρω επιπτώσεις επί του δείκτη από το γεγονός της επιβολής κεφαλαιακών ελέγχων στις τραπεζικές συναλλαγές το καλοκαίρι του 2015. Ο τρίτος δείκτης σε αυτή την κατηγορία δεικτών είναι αυτός της αποπληρωμής οφειλόμενων υποχρεώσεων προς τρίτους από τις κατασκευαστικές επιχειρήσεις. Με βάση αυτό τον δείκτη, οι κατασκευαστικές επιχειρήσεις του δείγματος, κατά μέσο όρο, χρειάζονται περίπου 80 ημέρες για να αποπληρώσουν τις υποχρεώσεις τους προς τρίτους. Η διάμεσος του δείκτη παρουσίασε και αυτή ανοδική πορεία και ουσιαστικά το 2015 είχε υπερδιπλασιαστεί, φτάνοντας τις 175 ημέρες. Η αύξηση του συγκεκριμένου δείκτη όμως μπορεί να θεωρηθεί ως ευνοϊκή για τις επιχειρήσεις, καθώς αυξάνεται η περίοδος που έχουν στην διάθεση τους μετρητά, τα οποία μπορούν και να τα χρησιμοποιήσουν για ενίσχυση άλλων εμπορικών δραστηριοτήτων τους. Αυτό μπορεί να θεωρηθεί πως είναι

εις βάρος των προμηθευτών, και εξαρτάται ουσιαστικά από την διαπραγματευτική δύναμη των εταιρειών. Το γεγονός όμως πως αυτός ο δείκτης παρουσιάζει συνεχιζόμενη αύξηση δείχνει πως οι κατασκευαστικές εταιρείες έχουν, κατά μέσο όρο, μεγαλύτερη διαπραγματευτική δύναμη προς τρίτους, όπως πχ οι προμηθευτές τους. Μπορούμε να συμπεράνουμε ότι η κρίση επηρέασε αρνητικά το δείκτη ανακύκλωσης αποθεμάτων των εταιρειών διότι παρουσιάζεται αύξηση της τιμής του δείκτη. Αυτό σημαίνει ότι τα εμπορεύματα/υπηρεσίες των εταιρειών δεν παρουσιάζουν μεγάλη κίνηση στην αγορά κάτι που μπορεί να οφείλεται στην ευρύτερη μείωση ζήτησης της ελληνικής οικονομίας τη συγκεκριμένη περίοδο που εξετάζεται. Ο χρόνος συλλογής των πληρωμών από τους πελάτες αυξανόταν μέχρι το 2013 επηρεάζοντας έτσι αρνητικά την ρευστότητα των επιχειρήσεων. Ο δείκτης μειώθηκε το 2014-2015, που όμως είναι πιθανόν εκείνη τη περίοδο η επιβολή κεφαλαιακών ελέγχων να έχει δυσχεράνει ξανά την κατάσταση. Τέλος, ο χρόνος στο οποίο οι κατασκευαστικές εταιρείες αποπληρώνουν τις υποχρεώσεις τους προς τρίτους παρουσιάζει αυξητικές τάσεις, λαμβάνοντας πάντα υπόψη την τιμή του ανάλογου δείκτη, από το 2008 και μετά. Σε αντίθεση με τους άλλους δείκτες όμως, αυτή η καθυστέρηση μπορεί να θεωρηθεί ως ευνοϊκή προς τις κατασκευαστικές εταιρείες και να παρέχει κάποια ένδειξη της διαπραγματευτικής τους δύναμης.

- **Επηρέασε η ελληνική κρίση περαιτέρω δείκτες, ιδιαίτερης σημασίας για τον κατασκευαστικό κλάδο, με εμφανή τρόπο όσον αφορά τις επιχειρήσεις του δείγματος:**

Ο δείκτης των παγίων περιουσιακών στοιχείων φαίνεται ότι επηρεάστηκε με σημαντικό τρόπο από την κρίση, καθώς οι τιμές του πέφτουν κάτω της μονάδας από το 2010 και μετά. Αυτό σημαίνει πως οι επιχειρήσεις δεν αξιοποιούν επαρκώς το ενεργητικό τους για την δημιουργία πωλήσεων. Αυτό πιθανότατα είναι αποτέλεσμα της μείωσης της ζήτησης από τους πιθανούς αγοραστές/επενδυτές που ενδιαφέρονταν για την διενέργεια κατασκευών. Οι ίδιες τάσεις παρουσιάζονται και στο δείκτη κύκλου εργασιών κεφαλαίου κίνησης, ο οποίος είναι συνολικά καθοδικός από το 2011 και μετά. Αυτοί οι δύο δείκτες παρέχουν στοιχεία πως οι εταιρείες, μετά την κρίση δυσκολεύονται να αξιοποιήσουν τόσο το πάγιο ενεργητικό, όσο και το κεφάλαιο κίνησης, για την δημιουργία πωλήσεων.

- **Επηρέασε η ελληνική κρίση την οικονομική δραστηριότητα των κατασκευαστικών επιχειρήσεων του δείγματος με εμφανή τρόπο;**

Με βάση τα ανωτέρω μπορεί να απαντηθεί, πως η μελέτη των αριθμοδεικτών παρείχε αρκετά στοιχεία που να δικαιολογούν το επιχείρημα πως η ελληνική οικονομική κρίση επηρέασε τις δραστηριότητες των ελληνικών κατασκευαστικών εταιρειών του δείγματος με αρνητικό τρόπο. Πιθανοί λόγοι είναι η ευρύτερη αβεβαιότητα στην αγορά, καθώς και η μείωση της ζήτησης, που επηρεάζει τις πωλήσεις, την κερδοφορία τους και τα ρευστά διαθέσιμά τους.

Γενικά, η χρήση των αριθμοδεικτών επέτρεψε τη μελέτη ενός δείγματος εταιρειών του ελληνικού κατασκευαστικού κλάδου. Όπως τονίστηκε και στην αρχή, ο συγκεκριμένος κλάδος συνεργάζεται τόσο με ιδιώτες, όσο και με δημόσιες επιχειρήσεις και λειτουργεί ο ίδιος ως ένας καλός δείκτης για τις τάσεις της ευρύτερης οικονομίας. Η χρήση των αριθμοδεικτών επέτρεψε όχι μόνο την διαπίστωση των επιπτώσεων της οικονομικής κρίσης, αλλά και της πορείας καθώς και του μεγέθους αυτής. Βεβαίως οι τάσεις που καταγράφηκαν δεν σημαίνει πως αφορούν στον ίδιο βαθμό όλες τις επιχειρήσεις του δείγματος, καθώς μερικές βρίσκονται σε ικανοποιητικά επίπεδα, ενώ σε άλλες οι τιμές των δεικτών τους είναι αρκετά κάτω από αυτές της διαμέσου. Η σημαντική πληροφόρηση είναι όμως πως οι τάσεις του δείγματος απεικονίζουν μια αρνητική επίπτωση της κρίσης στην λειτουργία των κατασκευαστικών εταιρειών.



## ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

### ΞΕΝΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

Adrian, T. and H. Shin (2009). "Liquidity and Leverage," Journal of Financial Intermediation, forthcoming.

Aized T. (2012), "Total Quality Management and Six Sigma". Rijeka, Croatia: InTech Prepress,

Anderson A, (2014), "Business Statistics for Dummies", John Wiley & Sons, New Jersey

Antzoulatos, A., 2011, Greece in 2010: A tragedy without(?) katharsis, Department of Banking and Financial Management, University of Piraeus, mimeo.

Bodie Z., Kane A., Marcus A.J., (2011), "Investments and Portfolio Management", 9<sup>th</sup> Edition, McGraw-Hill and Irwin, USA

Bordo, M., B. Eichengreen, D. Klingebiel and M. Martinez-Peria (2001). "Is the Crisis Problem Growing More Severe?" Economic Policy, April 2001, 53-82 + Web Appendix

Bordo, M., and O. Jeanne (2002), Monetary policy and asset prices: Does 'benign neglect' make sense?, International Finance, 5(2), 139-164.

Brigham and Ehrhardt, (2009), "Financial Management, Theory and Practice", 12<sup>th</sup> edition, Thomson South Western, UK

Brunnermeier, M. (2009). "Deciphering the Liquidity and Credit Crunch 2007- 08," Journal of Economic Perspectives 23, 77-100.

Bryman A., Bell E., (2007)" *Business Research Methods*", 2nd Edition, Oxford University Press, USA

Busuioc-Witowski, I.R.,(2010), “Theories about the financial crises ”, Studies and Scientific Researches Economic Edition Eo. 15, 2010, pp. 32 - 37

Carletti E, Allen F., (2010), “*An Overview of the Crisis: Causes, Consequences, and Solutions*”, International Review of Finance, Volume 10, Issue 1, Pages 1–26

Collier M.P., (2007), “Accounting for Managers; Interpreting Accounting Information for Decision-making”, 2<sup>nd</sup> Edition, John Wiley and Sons, UK

Crowe, C., G. Dell’Ariceia, D. Igan and P. Rabal (2013), How to deal with real estate booms: Lessons from country experiences, Journal of Financial Stability, 9(3), 300-319.

D. C. Montgomery, Introduction to Statistical Quality Control (6th ed.). Danvers, MA: John Wiley & Sons, Inc., 2009.

Eklund, J. E., 2013, Theories of Investment: A Theoretical Review with Empirical Applications. Swedish Entrepreneurship Forum. Working paper 2013:22, p.2

Ellis, M, R. Earl, and & K. Evans (2006) CFMA’s 2006: Financial Survey Results. In Accounting & Reporting, CFMA – BP. New Jersey: Construction Financial Management Association

Farooqui R.U, Ahmed S.M., (2009), “ISO 9000: A Stepping Stone to Total Quality Management for Construction Companies?,” Proceedings of the Seventh Latin American and Caribbean Conference for Engineering and Technology, pp.1–9

Fisher, I., (1930), The Theory of Interest, Macmillan, New York.

Gibson, H.D., S.G. Hall and G.S. Tavlás, 2012, The Greek financial crisis: growing imbalances and sovereign spreads, Journal of International Money and Finance, forthcoming

Greenlaw, D., J. Hatzius, A. Kashyap and H. Shin (2008). US Monetary Policy Forum Report No. 2

Halim M.S., (2010), the Contracting Firms Failure and Financial Related Factors: A Case Study of Malaysian Contracting Firms, International Research Journal of Finance and Economics, 52 (1) p.28-39.

Hardouvelis, G.A., 2011a, The Greek and European crisis and the new architecture of the eurozone, Economy and the Markets Bulletin, EFG Eurobank.

Hardouvelis, G. A., 2011b, The Greek crisis, its resolution and implications for the EU and beyond, Joint Vienna Institute, mimeo.

Harrison W.T., Horngren C.T., Thomas C.W., Suwardy T., (2011), “Financial Accounting; International Financial Reporting Standards”, 8th Edition, Pearson, Singapore

Hegedus J, Lux M, Sunega P (2011). Decline and Depression: The Impact of the Global Economic Crisis on Housing Markets in Two Post-Socialist States, J. Housing and the Built Environ. 26(3): 315- 333

Hoonakker P., Carayon P., Loushine T., (2010) “Barriers and benefits of quality management in the construction industry: An empirical study,” Journal of Total Quality Management & Business Excellence., vol. 21, no. 9, 953 –969

ISO, “ISO 9001:2008 Quality management systems – Requirements,” International Organization for Standardization, Geneva, Switzerland, 2008.

James M.W., Thomas S., “(2010) Company Failure in the Construction Industry: A Critical Review and A Future Research Agenda, FIG Congress, 11-16.

Juran M., Godfrey A., (1998) “Juran’s quality handbook” (5th ed.). Washington, DC: McGraw-Hill Companies, Inc.

Jurlin, K. and N. Cuckovic, 2009, Comparative Analysis of the Quality of Institutions in the European Countries, presented at the XVIIth Scientific Conference on Growth and Development Patterns: The Role of Institutions in a Comparative Perspective University of Perugia Thursday 25 – Saturday 27 June 2009.

Kalfamanoli, K. and Vlamis, P. (2008), “The Greek real estate market for the interested foreign investors: prospects and problems” (in Greek), Journal of International Economy and Politics “Agora without Frontiers”, Vol. 13, No. 3, pp. 194-211.

Katsaitis, O. and D. Doulos, 2009, The impact of EU structural funds, *Kyklos*, 62, 563-578.

Kerzner H., (2009), “Project Management: A Systems Approach to Planning, Scheduling, and Controlling” (10th ed.). Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.

Khattak A.B, Arshad D.I, (2015) “Barricades in Implementation and Adoption Level of ISO-9001 in Construction Industry of Pakistan,” *European Journal of Business and Management.*, vol. 7, no. 13, pp. 203- 211

Keynes, J. M., (1936), *The General Theory of Employment, Interest and Money*, Macmillan.

Kumar D.A., Balakrishnan V., (2011) “A study on ISO 9001 quality management system (QMS)certifications – reasons behind the failure of ISO certified organizations,” *Journal of Research in International Business and Management.*, vol. 1, no. 6, pp. 147–154

Kumar P.R., (2007), Bankruptcy Prediction in Banks and Firms via Statistical and Intelligent Techniques–A Review, *eur. J. Oper. Res.* 180 (1) (2007)1–28.

Kwon T., Lee S., Kim J., (2013), “The characteristics of changes in construction companies to become insolvent by size following macroeconomic fluctuations ”, *Journal of Business Management and Economics* Vol. 4(4). pp. 082-092

Lee D.E., Lim T.K., Arditi D., (2011) “An Expert System for Auditing Quality Management Systems in Construction,” *Computer-Aided Civil and Infrastructure Engineering Journal.*, vol. 2011, no. 26, pp. 612–631

Lumby S., Jones C., (2007), “Corporate Finance; Theory and Practice”, 7<sup>th</sup> Edition, Thomson, UK

Mangula M.S., (2013) “Effect Of QMS Certification On Organizational Performance In Tanzania: A Case Of Manufacturing Industries In Morogoro,” *International Journal of Technology Enhancements and EMERGING Engineering Research.*, vol. 1, no. 1, pp. 14–19

McCall, J (2006) Understanding a Contractor’s Financial Statement. In RMA Presentation, 1-17. Philadelphia: Risk Management Association

National Bank of Greece. (2011). The consequences of a possible Greek exit from the common currency. Athens (in Greek)

Norgren, C., 2010. The causes of the global financial crisis and their implications for supreme audit institutions, Auditor General of the Swedish National Audit Office Stockholm

Oberlender G.D., (2000), *Project Management for Engineering and Construction* (2nd ed.). New York, USA: McGraw-Hill Companies, Inc.

Papanikos, G., 2011, *The Current Economic Crisis and its Impact on Greece Construction Industry*. Athens 20 June 2011

P. R Kumar, Bankruptcy Prediction in Banks and Firms via Statistical and Intelligent Techniques—A Review, *eur. J. Oper. Res.* 180 (1) (2007)1–28.

Phu K.Y., Hiep N.M., (2014) “Modeling of Financial Distress Probability for Vietnamese Listed Companies”, Foreign Trade University, Hochiminh

Reinhart, C., and K. Rogoff (2008), Is the 2007 U.S. subprime crisis so different? An international comparison, *American Economic Review Papers and Proceedings*, 98(2), 339-344.

Roubini N, Mihm S. 2010. *Crisis Economics*. New York: Penguin. 353 pp.

Saunders, M., Lewis, P., Thornhil A., (2009), "*Research Methods for Business Students*", 5th Edition, Pearson Education Limited, England

Shafiq M., Mirza K., Abid K., Naeem M.A. (2014), "Effect of ISO 9000 Certification on TQM Implementation," *Journal of Quality and Technology Management.*, vol, 5, no. 2, pp. 01–26

Strischek D., McIntyre M., (2008) "Red Flags and Warning Signs of Constructors Failure", *the Risk Management Association Journal* 90 (1) 72-79

Tari J.J., Molina-Azorín J.F, Heras I.,(2012) "Benefits of the ISO 9001 and ISO 14001 standards: A literature review," *Journal of Industrial Engineering and Management.*, vol. 5, no. 2, pp. 297-322

Taylor, J. (2008). "The Financial Crisis and the Policy Responses: An Empirical Analysis of What Went Wrong," working paper, Stanford University.

Varghese B., Menacere K.,(2012), "The Financial Health of Construction Companies in Qatar: A Case Study", *International Journal of Engineering Research in Africa* 8, 55-72.

### **ΔΙΑΔΙΚΤΥΑΚΟΙ ΤΟΠΟΙ**

Εθνικό Τυπογραφείο, 2017, <http://www.et.gr/>, (Ημερομηνία πρόσβασης 23/4/2017)

Ελληνικά Χρηματιστήρια, <http://www.helex.gr/>, (Ημερομηνία πρόσβασης 8/10/2017)

Γε.Μ.Η.,2017, Κεντρική Ένωση Επιμελητηρίων Ελλάδος  
<https://www.businessregistry.gr/publicity/index>, (Ημερομηνία πρόσβασης 23/4/2017)

Helleiner,2011[http://www.rochelleterman.com/ir/sites/default/files/Helleiner%202011.p  
df](http://www.rochelleterman.com/ir/sites/default/files/Helleiner%202011.pdf) (Ημερομηνία πρόσβασης 23/4/2017)

Esposito M., (2014), “The European Financial Crisis: Analysis and a Novel  
Intervention”,HarvardUniversity,[http://scholar.harvard.edu/files/markesposito/files/euro  
crisis.pdf](http://scholar.harvard.edu/files/markesposito/files/euro_crisis.pdf), (Ημερομηνία πρόσβασης 22/2/2017)

[http://ec.europa.eu/economy\\_finance/explained/the\\_financial\\_and\\_economic\\_crisis/why  
\\_did\\_the\\_crisis\\_happen/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/economy_finance/explained/the_financial_and_economic_crisis/why_did_the_crisis_happen/index_en.htm) (Ημερομηνία πρόσβασης 22/2/2017)

Larsen H., Olsen K.B., (2010), “Europeanization of Greece”, Department of Political  
Science, University of Copenhagen, The Politics of the European Union-Cental  
Structures and Processes of the EU, Jean Monnet Programme  
[http://politicalscience.ku.dk/international\\_students/present\\_international\\_students/taking  
\\_exams/past\\_papers/Europeanization\\_of\\_Greece.pdf/](http://politicalscience.ku.dk/international_students/present_international_students/taking_exams/past_papers/Europeanization_of_Greece.pdf/), (Ημερομηνία πρόσβασης  
25/3/2017)

BoG, (2014), The Chronicle of the Great Crisis, Bank of Greece, Centre for Culture,  
ResearchandDocumentation,[http://www.bankofgreece.gr/BogEkdoseis/The%20Chronicl  
e%20Of%20The%20Great%20Crisis.pdf](http://www.bankofgreece.gr/BogEkdoseis/The%20Chronicle%20Of%20The%20Great%20Crisis.pdf) , (Ημερομηνία πρόσβασης 25/3/2017)

Kouretas G.P., (2011), “The Greek Debt Crisis: Origins and Implications”,  
[https://www.frbatlanta.org/-/media/Documents/news/conferences/2011/sovereign-  
debt/papers/Kouretas.pdf](https://www.frbatlanta.org/-/media/Documents/news/conferences/2011/sovereign-debt/papers/Kouretas.pdf), (Ημερομηνία πρόσβασης 25/3/2017)

Markantonatou M., (2013), “Diagnosis, Treatment, and Effects of the Crisis in Greece:  
A “Special Case” or a “Test Case”?”, Max Planck Institute for the Study of Societies,  
MPIfG Discussion Paper 13/3 [http://www.mpifg.de/pu/mpifg\\_dp/dp13-3.pdf](http://www.mpifg.de/pu/mpifg_dp/dp13-3.pdf) ,  
(Ημερομηνία πρόσβασης 25/3/2017)

Ardagna S., Caselli F., (2014), “The Political Economy of the Greek Debt Crisis: A Tale of Two Bailouts” <http://personal.lse.ac.uk/casellif/papers/greece.pdf>, (Ημερομηνία πρόσβασης 01/3/2017)

Harari D., (2015), “Greek debt crisis: background and developments in 2015 ” House of Commons Library, Briefing Paper, Number 7114 <http://researchbriefings.files.parliament.uk/documents/SN07114/SN07114.pdf> (Ημερομηνία πρόσβασης 26/2/2017)

Galenianos M., (2015), “The Greek Crisis: Origins and Implications”, Hellenic Foundation for European and Foreign Policy (ELIAMEP), Research Paper No 16, [https://www.files.ethz.ch/isn/188283/%CE%95%CF%81%CE%B5%CF%85%CE%BD%CE%B7%CF%84%CE%B9%CE%BA%CF%8C%CE%9A%CE%B5%CE%AF%CE%BC%CE%B5%CE%BD%CE%BF\\_16\\_ManolisGalenianos%CE%95%CE%9DG1.pdf](https://www.files.ethz.ch/isn/188283/%CE%95%CF%81%CE%B5%CF%85%CE%BD%CE%B7%CF%84%CE%B9%CE%BA%CF%8C%CE%9A%CE%B5%CE%AF%CE%BC%CE%B5%CE%BD%CE%BF_16_ManolisGalenianos%CE%95%CE%9DG1.pdf) , (Ημερομηνία πρόσβασης 26/2/2017)

EPRA (2012), “ Real Estate in the Real Economy”, European Public Real Estate Association, [http://www.epra.com/media/Real\\_estate\\_in\\_the\\_real\\_economy\\_-\\_EPRA\\_INREV\\_report\\_1353577808132.PDF](http://www.epra.com/media/Real_estate_in_the_real_economy_-_EPRA_INREV_report_1353577808132.PDF) , (Ημερομηνία πρόσβασης 15/2/2017)

Vlami P., (2013) “ Greek Fiscal Crisis and Repercussions for the Property Market”, GreeSE Paper No.76, Hellenic Observatory Papers on Greece and Southeast Europe, London School of Economics and Political Science, <http://www.lse.ac.uk/europeanInstitute/research/hellenicObservatory/CMS%20pdf/Publications/GreeSE/GreeSE-No76.pdf>, (Ημερομηνία πρόσβασης 13/2/2017)

Mitrakos T., Akantziliotou C., Vlachostergiou V. (2014), Current developments and prospects of the Greek property market”, Real Estate Market Analysis Section, Bank of Greece, [http://www.bankofgreece.gr/BogDocumentEn/PRODEXPO\\_Oct\\_2014.pdf](http://www.bankofgreece.gr/BogDocumentEn/PRODEXPO_Oct_2014.pdf), (Ημερομηνία πρόσβασης 20/2/2017)

Eriotis N., Kalantonis P., Papadopoulou E., Poutos E., Vasiliou D., (2013), “ The Impact of the Greek Economic Crisis on the Greek Construction Companies. Back to Basics:



The statistical cost account model”, American Journal of Economics and Business Administration 5 (4): 168-174, <http://thescipub.com/PDF/ajebasp.2013.168.174.pdf> , (Ημερομηνία πρόσβασης 20/2/2017)

Skordoulis M., Sarvanaki G., Chalikias M., (2014), “The impact of the economic crisis on the construction sector in Greece”, International Scientific Conference eRA – 9, [https://www.researchgate.net/publication/266735381\\_The\\_impact\\_of\\_the\\_economic\\_crisis\\_on\\_the\\_construction\\_sector\\_in\\_Greece](https://www.researchgate.net/publication/266735381_The_impact_of_the_economic_crisis_on_the_construction_sector_in_Greece), (Ημερομηνία πρόσβασης 20/01/2017)

Hoyle D., (2001), “ISO 9000 Quality Systems Handbook”, 4<sup>th</sup> Edition, Butterworth-Heinemann, <http://pqm-online.com/assets/files/lib/books/holye2.pdf>, (Ημερομηνία πρόσβασης 01/5/2017)

Ιστοσελίδα Ελαστρον, 2017, <http://www.elastron.gr/gr/el/company-profile/>, (Ημερομηνία πρόσβασης 15/5/2017)

Ιστοσελίδα Ελλάκτωρ, 2017, <http://www.ellaktor.gr/>, (Ημερομηνία πρόσβασης 15/5/2017)

Ιστοσελίδα Ελληνικός Χρυσός, 2017, <http://www.hellas-gold.com/ellinikos-xrysos/chalkidiki/>, (Ημερομηνία πρόσβασης 15/5/2017)

Ιστοσελίδα J&P ΑΒΑΞ, 2017 <http://www.jp-avax.gr/jp/default.aspx?pid=291&CTID=170>, (Ημερομηνία πρόσβασης 15/5/2017)

Ιστοσελίδα Σιδενορ, 2017 <http://sidenor.gr/sxetika-me-tin-sidenor/o-omilos/>, (Ημερομηνία πρόσβασης 15/5/2017)

Ιστοσελίδα ΣΙΔΜΑ, 2017, <http://www.sidma.gr/default.asp?pid=4&la=1>, (Ημερομηνία πρόσβασης 15/5/2017)

Ιστοσελίδα ΤΕΡΝΑ, 2017, <http://www.terna.gr/el/the-company/history/>, (Ημερομηνία πρόσβασης 15/5/2017)

Ιστοσελίδα Χαλυβουργικής, 2017, <http://www.hlv.gr/index.php/el/arkiki/>, (Ημερομηνία πρόσβασης 15/5/2017)

Ιστοσελίδα Τιτάν, 2017, <http://www.titan.gr/el/titan-group/>, (Ημερομηνία πρόσβασης 15/5/2017)

Ιστοσελίδα Χάλυψ, 2017 <http://www.halyps.gr/GR/>, (Ημερομηνία πρόσβασης 15/5/2017)

Ιστοσελίδα Lafarge, 2017, [http://www.lafarge.gr/wps/portal/gr/el/1\\_1-Lafarge in Greece](http://www.lafarge.gr/wps/portal/gr/el/1_1-Lafarge_in_Greece), (Ημερομηνία πρόσβασης 15/5/2017)

<http://www.investopedia.com/terms/w/workingcapitalturnover.asp>(Ημερομηνία πρόσβασης 15/5/2017)

BoG, 2017, Overview of the Greek Financial System, Bank of Greece, Financial Stability Department, [http://www.bankofgreece.gr/BogEkdoseis/OVERVIEW OF THE GREEK FINANCIAL SYSTEM Jan 2017 en.pdf](http://www.bankofgreece.gr/BogEkdoseis/OVERVIEW_OF_THE_GREEK_FINANCIAL_SYSTEM_Jan_2017_en.pdf), (Ημερομηνία πρόσβασης 15/5/2017)

Klein Matthew C., 2013. “Shiller's Lesson: Housing Was Never a Great Investment”, Bloomberg view, OCT16, PMED, <http://www.bloombergsview.com/articles/2013-10-16/shiller-s-lesson-housing-wasnever-a-great-investment>, (Ημερομηνία πρόσβασης 22/2/2016)

Bank of Greece (2013b), “Bank credit to the domestic private sector: May 2013” Athens Greece, available at: [http://www.bankofgreece.gr/Pages/en/Bank/News/PressReleases/DispItem.aspx?Item\\_ID=4298&List\\_ID=1af869f357fb4de6b9aebdfd83c66c95&Filter\\_by=DT](http://www.bankofgreece.gr/Pages/en/Bank/News/PressReleases/DispItem.aspx?Item_ID=4298&List_ID=1af869f357fb4de6b9aebdfd83c66c95&Filter_by=DT) (Ημερομηνία πρόσβασης 15/5/2017)

Hartman P., (2015), “Real estate markets and macroprudential policy in Europe”, European Central Bank, Working Paper 1796, <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp1796.en.pdf>, (Ημερομηνία πρόσβασης 17/2/2016)

Nadauld T.D., Sherlund S.M., (2009), “The Role of the Securitization Process in the Expansion of Subprime Credit”, Finance and Economics Discussion Series Divisions of Research & Statistics and Monetary Affairs Federal Reserve Board, Washington, D.C., <https://www.federalreserve.gov/pubs/feds/2009/200928/200928pap.pdf>, (Ημερομηνία πρόσβασης 22/2/2016)

Mathieu C., Sterdyniak H, (2010). “European debt crisis and the fiscal exit strategies”, Observatoire Français des Conjonctures Economiques (OFCE), Working Paper n° 2010-11, Jun., <https://hal-sciencespo.archives-ouvertes.fr/hal-01069426/document>, (Ημερομηνία πρόσβασης 23/2/2016)

Schwab W.M., Summers, B.K., Grosso J., (2005), CFMA’s 2005 Construction Industry Annual Financial Survey, <http://pages.jh.edu/~ohia/2005%20Financial%20Survey.pdf>, (Ημερομηνία πρόσβασης 20/4/2017)

Bauer M.W., Becker S., (2013), Implementing an ever stricter union: the role of the European Commission in the EU’s response to the financial and economic crisis, EGPA Annual Conference, [http://egpa.iias-iisa.org/wp-content/uploads/020\\_BAUER-The\\_Role\\_of\\_the\\_European\\_Commission\\_in\\_the\\_EU%E2%80%99s\\_Response-82PSGXIV.pdf](http://egpa.iias-iisa.org/wp-content/uploads/020_BAUER-The_Role_of_the_European_Commission_in_the_EU%E2%80%99s_Response-82PSGXIV.pdf), (Ημερομηνία πρόσβασης 20/1/2017)

## ΠΑΡΑΡΤΗΜΑΤΑ

**Πίνακας 17: Οικονομικά Στοιχεία ΕΛΑΣΤΡΟΝ (σε χιλιάδες Ευρώ), (Οικονομικές καταστάσεις ΕΛΑΣΤΡΟΝ 2004 – 2015).**

ΕΛΑΣΤΡΟΝ	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
1 ΠΑΘΗΤΙΚΟ	€ 70.765,26	€ 58.200,39	€ 69.054,42	€ 71.854,74	€ 90.143,13	€ 53.682,90	€ 60.402,22	€ 50.270,69	€ 46.826,03	€ 28.412,62	€ 41.518,88	€ 26.932,60
2 ΪΜΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ	€ 76.432,95	€ 75.707,09	€ 80.389,08	€ 86.410,67	€ 85.155,02	€ 79.872,22	€ 79.924,72	€ 79.924,72	€ 74.741,34	€ 72.514,87	€ 70.521,22	€ 69.061,89
3 ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ	€ 134.563,15	€ 133.907,48	€ 149.443,50	€ 158.265,41	€ 175.298,15	€ 133.555,12	€ 140.326,94	€ 130.195,41	€ 121.567,37	€ 100.927,49	€ 112.040,10	€ 95.994,49
4 ΠΩΛΗΣΕΙΣ	€ 114.038,95	€ 108.246,79	€ 125.229,44	€ 155.278,81	€ 182.345,10	€ 76.538,00	€ 74.526,19	€ 70.816,82	€ 59.038,81	€ 49.646,30	€ 51.708,30	€ 60.965,06
5 ΚΟΣΤΟΣ ΠΩΛΗΘΕΝΤΩΝ	€ 21.433,03	€ 11.904,96	€ 19.940,97	€ 23.708,22	€ 23.251,91	€ 1.881,60	€ 8.184,26	€ 7.173,54	€ 5.085,21	€ 3.626,66	€ 4.104,14	€ 5.614,94
6 ΜΕΙΚΤΑ ΚΕΡΑΗ	€ 92.605,92	€ 96.341,83	€ 105.288,47	€ 131.570,59	€ 159.093,19	€ 74.656,40	€ 66.341,93	€ 63.643,28	€ 53.953,60	€ 46.019,64	€ 48.081,64	€ 56.860,92
7 ΚΑΘΑΡΑ ΚΕΡΑΗ	€ 12.380,97	€ -1.670,39	€ 5.365,75	€ 8.507,99	€ 2.473,95	€ -4.563,87	€ 257,01	€ -2.212,08	€ -2.855,07	€ -2.208,75	€ -1.902,22	€ -1.456,14
8 ΤΟΚΟΙ	€ 1.620,38	€ 1.664,70	€ 2.257,86	€ 3.390,68	€ 3.778,01	€ 1.526,33	€ 2.199,70	€ 2.394,58	€ 2.011,28	€ 1.969,42	€ 1.327,80	€ 1.985,15
9 ΔΟΓΑΡΙΑΣΜΟΙ ΠΛΗΡΩΤΕΟΙ	€ 10.324,76	€ 10.916,95	€ 10.451,44	€ 11.766,67	€ 20.046,96	€ 15.640,73	€ 9.564,43	€ 6.363,13	€ 5.633,34	€ 6.553,73	€ 16.313,05	€ 1.889,02
10 ΔΟΓΑΡΙΑΣΜΟΙ ΕΙΣΠΡΑΚΤΕΟΙ	€ 56.515,32	€ 57.523,15	€ 65.747,53	€ 75.302,98	€ 33.694,95	€ 18.646,33	€ 28.427,82	€ 25.959,93	€ 25.959,93	€ 20.611,54	€ 18.539,17	€ 13.699,57
11 ΤΡΕΧΟΝ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ	€ 94.283,04	€ 91.748,67	€ 105.134,92	€ 110.743,23	€ 124.459,07	€ 78.559,25	€ 83.859,52	€ 76.017,92	€ 69.055,96	€ 47.763,47	€ 53.064,84	€ 38.474,23
12 ΤΡΕΧΟΥΣΕΣ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ	€ 49.153,10	€ 21.416,95	€ 37.479,05	€ 41.354,53	€ 60.213,16	€ 34.520,91	€ 28.885,31	€ 41.758,86	€ 33.988,23	€ 21.874,72	€ 25.647,10	€ 7.672,43
13 ΑΠΟΘΕΜΑΤΑ	€ 31.080,88	€ 32.234,34	€ 36.790,17	€ 34.066,11	€ 33.694,95	€ 18.646,33	€ 16.210,48	€ 19.131,59	€ 20.399,24	€ 15.338,66	€ 21.626,02	€ 17.596,60

**Πίνακας 18: Οικονομικά Στοιχεία ΕΛΛΑΚΤΩΡ (σε χιλιάδες Ευρώ), (Οικονομικές καταστάσεις ΕΛΛΑΚΤΩΡ 2004 – 2015).**

ΕΛΛΑΚΤΩΡ	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
1 ΠΑΘΗΤΙΚΟ	€ 493.917,00	€ 575.588,00	€ 675.964,00	€ 1.892.323,00	€ 2.697.743,00	€ 2.836.624,00	€ 3.067.074,00	€ 3.043.568,00	€ 3.098.536,00	€ 2.999.494,00	€ 3.053.294,00	€ 2.990.676,00
2 ΪΜΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ	€ 669.591,00	€ 748.374,00	€ 774.066,00	€ 1.151.896,00	€ 1.182.443,00	€ 1.258.927,00	€ 1.239.713,00	€ 1.315.013,00	€ 1.255.159,00	€ 1.150.376,00	€ 1.116.228,00	€ 1.031.229,00
3 ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ	€ 1.163.508,00	€ 1.323.962,00	€ 1.450.030,00	€ 3.044.219,00	€ 3.880.186,00	€ 4.095.551,00	€ 4.306.787,00	€ 4.358.581,00	€ 4.353.695,00	€ 4.149.870,00	€ 4.169.522,00	€ 4.021.905,00
4 ΠΩΛΗΣΕΙΣ	€ 212.164,00	€ 581.836,00	€ 717.611,00	€ 914.678,00	€ 1.913.041,00	€ 2.268.551,00	€ 1.753.119,00	€ 1.204.319,00	€ 1.232.817,00	€ 1.241.365,00	€ 1.544.504,00	€ 1.533.083,00
5 ΚΟΣΤΟΣ ΠΩΛΗΘΕΝΤΩΝ	€ 613.577,00	€ 465.480,00	€ 619.489,00	€ 812.354,00	€ 1.623.299,00	€ 1.976.178,00	€ 1.558.121,00	€ 1.184.477,00	€ 1.065.886,00	€ 1.064.484,00	€ 1.399.284,00	€ 1.401.017,00
6 ΜΕΙΚΤΑ ΚΕΡΑΗ	€ -401.413,00	€ 116.356,00	€ 98.122,00	€ 102.324,00	€ 289.742,00	€ 292.373,00	€ 194.998,00	€ 19.842,00	€ 166.931,00	€ 176.881,00	€ 145.220,00	€ 132.066,00
7 ΚΑΘΑΡΑ ΚΕΡΑΗ	€ 25.574,00	€ 73.277,00	€ 50.580,00	€ 138.746,00	€ 138.774,00	€ 102.520,00	€ 12.015,00	€ 71.954,00	€ -42.683,00	€ -65.554,00	€ -14.946,00	€ -59.160,00
8 ΤΟΚΟΙ	€ 5.417,00	€ 4.423,00	€ 7.213,00	€ 18.584,00	€ 74.242,00	€ 70.711,00	€ 79.827,00	€ 102.487,00	€ 99.917,00	€ 95.164,00	€ 91.243,00	€ 86.297,00
9 ΔΟΓΑΡΙΑΣΜΟΙ ΠΛΗΡΩΤΕΟΙ	€ 455.201,00	€ 450.833,00	€ 353.908,00	€ 590.208,00	€ 948.055,00	€ 806.501,00	€ 724.916,00	€ 680.963,00	€ 815.542,00	€ 827.509,00	€ 898.946,00	€ 962.513,00
10 ΔΟΓΑΡΙΑΣΜΟΙ ΕΙΣΠΡΑΚΤΕΟΙ	€ 296.412,00	€ 320.707,00	€ 337.360,00	€ 435.285,00	€ 658.936,00	€ 662.050,00	€ 643.836,00	€ 504.749,00	€ 1.095.771,00	€ 974.084,00	€ 1.079.372,00	€ 1.136.030,00
11 ΤΡΕΧΟΝ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ	€ 700.271,00	€ 516.827,00	€ 599.328,00	€ 1.451.636,00	€ 2.128.745,00	€ 2.092.872,00	€ 2.209.367,00	€ 1.936.000,00	€ 2.152.515,00	€ 2.027.082,00	€ 1.989.645,00	€ 1.916.106,00
12 ΤΡΕΧΟΥΣΕΣ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ	€ 493.917,00	€ 415.506,00	€ 518.170,00	€ 928.157,00	€ 1.252.507,00	€ 1.159.492,00	€ 1.304.611,00	€ 1.206.118,00	€ 1.422.177,00	€ 1.140.379,00	€ 1.235.332,00	€ 1.315.344,00
13 ΑΠΟΘΕΜΑΤΑ	€ 61.317,00	€ 40.850,00	€ 18.297,00	€ 38.236,00	€ 91.777,00	€ 40.371,00	€ 47.000,00	€ 29.255,00	€ 43.385,00	€ 38.505,00	€ 34.853,00	€ 44.818,00

**Πίνακας 19: Οικονομικά Στοιχεία HELLAS GOLD (σε χιλιάδες Ευρώ),  
(Οικονομικές καταστάσεις HELLAS GOLD 2004 – 2015).**

HELLAS GOLD	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
1 ΠΛΗΘΗΤΙΚΟ	€ 1.372,69	€ 3.469,91	€ 10.330,65	€ 67.035,55	€ 51.044,86	€ 53.856,23	€ 67.975,74	€ 71.993,06	€ 146.880,87	€ 228.691,19	€ 500.581,23	€ 745.211,73
2 ΪΜΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ	€ 19.216,05	€ 30.636,74	€ 38.601,39	€ 46.677,57	€ 48.877,57	€ 45.862,51	€ 37.829,66	€ 32.370,90	€ 20.632,48	€ 44.674,83	€ 64.554,87	€ 16.158,07
3 ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ	€ 20.588,74	€ 34.106,64	€ 48.932,04	€ 113.713,12	€ 99.922,43	€ 99.718,74	€ 105.805,40	€ 104.363,96	€ 167.513,35	€ 273.366,03	€ 565.136,11	€ 761.369,80
4 ΠΩΛΗΣΕΙΣ	€ 2.305,06	€ 1.282,05	€ 41.124,79	€ 57.874,18	€ 45.835,50	€ 44.229,43	€ 38.016,20	€ 38.376,69	€ 46.414,33	€ 61.501,93	€ 40.363,66	€ 34.368,09
4 ΚΟΣΤΟΣ ΠΩΛΗΘΕΝΤΩΝ	€ 1.116,83	€ 1.067,60	€ 22.487,34	€ 27.489,51	€ 40.068,87	€ 35.430,42	€ 33.475,33	€ 29.389,72	€ 37.668,99	€ 59.246,50	€ 36.185,45	€ 43.613,00
5 ΜΕΙΚΤΑ ΚΕΡΑΗ	€ 19.471,91	€ 33.039,04	€ 26.444,70	€ 86.223,61	€ 59.853,56	€ 64.288,32	€ 72.330,07	€ 74.974,24	€ 129.844,36	€ 214.119,53	€ 528.950,66	€ 717.756,80
6 ΚΑΘΑΡΑ ΚΕΡΑΗ	-€ 4.784,05	-€ 3.397,83	-€ 11.362,46	-€ 4.611,15	€ 3.546,92	€ 2.531,85	-€ 5.300,99	-€ 10.759,76	-€ 22.494,20	-€ 40.451,85	-€ 7.752,45	€ 11.399,66
7 ΤΟΚΟΙ	€ 6,73	€ 4,01	€ 102,85	€ 79,53	€ 209,46	€ 188,94	€ 619,97	€ 1.233,45	€ 2.634,28	€ 4.361,64	€ 10.246,47	€ 12.420,85
8 ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΙ ΠΑΗΡΩΤΕΟΙ	€ 3.208,40	€ 1.266,85	€ 7.513,66	€ 47.604,87	€ 209,46	€ 188,04	€ 12.277,16	€ 12.831,49	€ 14.377,96	€ 17.357,52	€ 18.988,36	€ 35.126,54
9 ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΙ ΕΙΣΠΡΑΚΤΕΟΙ	€ 1.014,18	€ 3.663,71	€ 11.462,08	€ 16.022,59	€ 15.814,71	€ 20.309,38	€ 23.189,88	€ 14.675,43	€ 27.275,61	€ 42.919,92	€ 70.181,80	€ 60.609,07
10 ΤΡΕΧΟΝ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ	€ 11.006,39	€ 17.925,20	€ 28.300,18	€ 81.401,68	€ 51.878,48	€ 28.825,80	€ 30.411,47	€ 25.203,96	€ 42.528,07	€ 66.122,84	€ 92.131,47	€ 82.791,64
11 ΤΡΕΧΟΥΣΕΣ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ	€ 1.279,26	€ 3.420,58	€ 7.910,37	€ 55.364,61	€ 10.402,58	€ 10.914,39	€ 12.854,22	€ 14.371,37	€ 20.470,76	€ 31.905,79	€ 21.802,72	€ 37.355,03
12 ΑΠΟΘΕΜΑΤΑ	€ 0,00	€ 1.528,93	€ 852,29	€ 4.850,69	€ 1.983,09	€ 3.504,24	€ 4.199,14	€ 5.670,26	€ 7.831,91	€ 15.547,58	€ 14.623,98	€ 7.088,54

**Πίνακας 20: Οικονομικά στοιχεία J&P ΑΒΑΞ (σε χιλιάδες Ευρώ), (Οικονομικές  
καταστάσεις J&P ΑΒΑΞ 2004 – 2015).**

J&P AVAX	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
1 ΠΛΗΘΗΤΙΚΟ	€ 132.323,00	€ 141.371,00	€ 175.988,00	€ 372.469,00	€ 608.336,00	€ 643.281,00	€ 572.183,00	€ 638.221,00	€ 683.627,00	€ 770.350,00	€ 1.042.966,00	€ 965.790,00
2 ΪΜΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ	€ 185.454,00	€ 185.329,00	€ 184.352,00	€ 219.789,00	€ 482.105,00	€ 473.110,00	€ 489.038,00	€ 439.156,00	€ 420.031,00	€ 348.359,00	€ 364.980,00	€ 329.775,00
3 ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ	€ 317.777,00	€ 326.700,00	€ 360.340,00	€ 592.258,00	€ 1.090.441,00	€ 1.116.391,00	€ 1.061.221,00	€ 1.077.377,00	€ 1.103.658,00	€ 1.118.709,00	€ 1.407.946,00	€ 1.295.565,00
4 ΠΩΛΗΣΕΙΣ	€ 281.894,00	€ 155.500,00	€ 185.591,00	€ 381.239,00	€ 554.058,00	€ 476.055,00	€ 439.710,00	€ 352.927,00	€ 244.507,00	€ 201.670,00	€ 382.243,00	€ 380.324,00
4 ΚΟΣΤΟΣ ΠΩΛΗΘΕΝΤΩΝ	€ 99.143,47	€ 132.108,93	€ 164.162,89	€ 360.114,18	€ 517.163,75	€ 451.369,41	€ 383.821,58	€ 311.843,09	€ 219.720,83	€ 253.254,90	€ 302.511,63	€ 320.035,00
5 ΜΕΙΚΤΑ ΚΕΡΑΗ	€ 182.750,53	€ 23.391,07	€ 21.428,11	€ 21.124,82	€ 36.894,26	€ 24.685,59	€ 55.888,42	€ 41.083,91	€ 24.786,17	-€ 51.584,90	€ 79.731,37	€ 60.289,00
6 ΚΑΘΑΡΑ ΚΕΡΑΗ	€ 31.640,00	€ 14.526,00	€ 7.664,00	€ 8.953,00	€ 29.014,00	-€ 5.112,00	-€ 752,00	€ 5.012,00	-€ 7.355,00	-€ 43.085,00	€ 16.686,00	-€ 28.831,00
7 ΤΟΚΟΙ	€ 18.200,88	€ 3.439,60	€ 4.524,94	€ 1.495,24	€ 3.565,68	€ 18.200,88	€ 18.166,57	€ 23.685,84	€ 25.220,45	€ 31.496,73	€ 32.593,25	€ 33.508,29
8 ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΙ ΠΑΗΡΩΤΕΟΙ	€ 104.275,95	€ 60.629,78	€ 63.862,39	€ 106.196,64	€ 121.679,45	€ 202.471,93	€ 134.155,49	€ 139.043,29	€ 159.000,12	€ 233.504,13	€ 384.967,91	€ 335.150,87
9 ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΙ ΕΙΣΠΡΑΚΤΕΟΙ	€ 133.877,98	€ 143.285,00	€ 439.242,00	€ 265.616,00	€ 354.563,00	€ 380.198,00	€ 327.027,00	€ 388.171,00	€ 443.487,00	€ 388.946,00	€ 650.837,00	€ 527.718,00
10 ΤΡΕΧΟΝ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ	€ 151.478,21	€ 150.956,49	€ 184.830,51	€ 298.525,85	€ 340.079,71	€ 456.078,99	€ 389.804,89	€ 424.145,48	€ 462.525,46	€ 526.272,36	€ 735.222,61	€ 636,59
11 ΤΡΕΧΟΥΣΕΣ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ	€ 129.148,41	€ 138.384,87	€ 151.471,46	€ 216.934,56	€ 261.429,98	€ 407.711,51	€ 307.523,97	€ 341.455,78	€ 339.511,50	€ 492.444,32	€ 529.523,93	€ 468,25
12 ΑΠΟΘΕΜΑΤΑ	€ 14.332,32	€ 901,70	€ 4.969,75	€ 15.402,23	€ 16.701,18	€ 19.592,07	€ 19.592,07	€ 19.592,07	€ 19.592,07	€ 10.132,08	€ 20.963,41	€ 20.444,00

**Πίνακας 21: Οικονομικά στοιχεία LAFARGE (σε χιλιάδες Ευρώ), (Οικονομικές καταστάσεις LAFARGE 2004 – 2015).**

LAFARGE	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
1 ΠΑΘΗΤΙΚΟ	€ 225.925,00	€ 182.288,00	€ 185.168,00	€ 210.340,00	€ 293.818,00	€ 258.339,00	€ 210.771,00	€ 187.918,00	€ 166.849,00	€ 172.182,00	€ 207.794,00	€ 190.571,00
2 ΪΜΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ	€ 644.617,00	€ 767.049,00	€ 755.694,00	€ 736.634,00	€ 658.490,00	€ 718.219,00	€ 673.619,00	€ 628.060,00	€ 483.896,00	€ 368.088,00	€ 340.481,00	€ 304.786,00
3 ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ	€ 870.542,00	€ 949.337,00	€ 940.862,00	€ 946.974,00	€ 952.308,00	€ 976.558,00	€ 884.390,00	€ 815.978,00	€ 650.745,00	€ 540.270,00	€ 548.275,00	€ 495.357,00
4 ΠΩΛΗΣΕΙΣ	€ 520.031,00	€ 544.177,00	€ 615.736,00	€ 617.232,00	€ 632.204,00	€ 469.098,00	€ 350.807,00	€ 239.402,00	€ 201.774,00	€ 210.618,00	€ 208.764,00	€ 218.330,00
5 ΚΟΣΤΟΣ ΠΩΛΘΕΝΤΩΝ	€ 390.728,00	€ 416.660,00	€ 459.784,00	€ 454.895,00	€ 492.178,00	€ 370.268,00	€ 315.917,00	€ 212.872,00	€ 209.246,00	€ 223.496,00	€ 193.317,00	€ 195.260,00
6 ΜΕΙΚΤΑ ΚΕΡΑΗ	€ 129.303,00	€ 127.517,00	€ 155.952,00	€ 162.337,00	€ 140.026,00	€ 98.830,00	€ 34.890,00	€ 26.530,00	-€ 7.472,00	-€ 12.878,00	€ 15.447,00	€ 23.070,00
7 ΚΑΘΑΡΑ ΚΕΡΑΗ	€ 84.332,00	€ 150.490,00	€ 54.265,00	€ 69.122,00	€ 71.925,00	€ 32.202,00	-€ 26.439,00	-€ 46.286,00	-€ 76.378,00	-€ 118.620,00	-€ 26.372,00	-€ 37.711,00
8 ΤΟΚΟΙ	€ 2.477,00	€ 1.305,00	€ 1.202,00	€ 1.901,00	€ 1.599,00	€ 1.769,00	€ 3.867,00	€ 4.633,00	€ 3.548,00	€ 2.134,00	€ 3.244,00	€ 5.021,00
9 ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΙ ΠΑΗΡΩΤΕΟΙ	€ 57.998,00	€ 72.092,00	€ 73.947,00	€ 79.628,00	€ 111.921,00	€ 109.495,00	€ 108.622,00	€ 86.026,00	€ 89.951,00	€ 84.284,00	€ 83.458,00	€ 86.939,00
10 ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΙ ΕΙΣΠΡΑΚΤΕΟΙ	€ 117.256,00	€ 129.433,00	€ 144.146,00	€ 137.121,00	€ 132.676,00	€ 139.042,00	€ 103.127,00	€ 77.930,00	€ 74.859,00	€ 55.239,00	€ 49.737,00	€ 83.641,00
11 ΤΡΕΧΟΝ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ	€ 227.154,00	€ 330.624,00	€ 316.199,00	€ 325.039,00	€ 343.154,00	€ 372.888,00	€ 288.369,00	€ 279.380,00	€ 186.806,00	€ 119.089,00	€ 124.536,00	€ 145.283,00
12 ΤΡΕΧΟΥΣΕΣ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ	€ 82.446,00	€ 108.909,00	€ 109.978,00	€ 110.126,00	€ 155.297,00	€ 142.984,00	€ 118.056,00	€ 97.614,00	€ 94.214,00	€ 108.017,00	€ 118.824,00	€ 112.724,00
13 ΑΠΟΘΕΜΑΤΑ	€ 59.126,00	€ 73.450,00	€ 63.290,00	€ 55.358,00	€ 74.471,00	€ 56.668,00	€ 50.236,00	€ 50.721,00	€ 52.011,00	€ 45.335,00	€ 161.825,00	€ 161.825,00

**Πίνακας 22: Οικονομικά στοιχεία ΣΙΔΕΝΟΡ (σε χιλιάδες Ευρώ), (Οικονομικές καταστάσεις ΣΙΔΕΝΟΡ 2004 – 2015).**

ΣΙΔΕΝΟΡ	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
1 ΠΑΘΗΤΙΚΟ	€ 1.404,927	€ 1.520,232	€ 1.619,972	€ 1.132,162	€ 926,702	€ 1.090,119	€ 733,914	€ 476,366	€ 310.186,123	€ 308.764,867	€ 363.714,728	€ 363.066,321
2 ΪΜΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ	€ 5.289,867	€ 5.114,324	€ 5.034,109	€ 4.929,536	€ 4.994,710	€ 5.124,587	€ 5.124,164	€ 5.125,421	€ 41.828,284	€ 29.445,904	€ 19.152,255	€ 9.681,959
3 ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ	€ 6.694,794	€ 6.634,556	€ 6.654,081	€ 6.061,698	€ 5.921,412	€ 6.214,706	€ 5.858,078	€ 5.601,787	€ 352.014,407	€ 338.210,771	€ 382.866,983	€ 372.748,280
4 ΠΩΛΗΣΕΙΣ	€ 1.426,899	€ 1.523,104	€ 1.400,448	€ 1.572,327	€ 1.602,001	€ 1.393,748	€ 1.035,929	€ 873,606	€ 26.149,010	€ 12.884,474	€ 126.609,738	€ 143.650,880
5 ΚΟΣΤΟΣ ΠΩΛΘΕΝΤΩΝ	€ 4.463,791	€ 1.233,368	€ 1.124,380	€ 1.273,821	€ 1.408,103	€ 1.142,056	€ 944,426	€ 776,535	€ 24.064,299	€ 114.984,079	€ 111.510,614	€ 133.117,487
6 ΜΕΙΚΤΑ ΚΕΡΑΗ	€ 63.679,019	€ 288,736	€ 138,034	€ 298,506	€ 193,898	€ 251,692	€ 91,503	€ 97,071	€ 2.084,711	€ 13.860,661	€ 15.099,125	€ 10.533,313
7 ΚΑΘΑΡΑ ΚΕΡΑΗ	€ 637,613	€ 270,958	€ 167,155	€ 55,365	€ 129,148	€ 129,877	-€ 0,422	€ 1,257	-€ 7.566,256	-€ 22.889,191	-€ 18.443,796	-€ 24.181,769
8 ΤΟΚΟΙ	€ 7.456,787	€ 9.493,483	€ 10.234,850	€ 11.751,879	€ 15.059,770	€ 7.929,194	€ 6.331,058	€ 12.624,692	€ 13.519,251	€ 14,908	€ 1,600	€ 0,991
9 ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΙ ΠΑΗΡΩΤΕΟΙ	€ 774,529	€ 901,174	€ 1.043,069	€ 579,371	€ 458,058	€ 637,572	€ 391,160	€ 142,081	€ 46.509,902	€ 57.854,194	€ 64.787,522	€ 87.167,244
10 ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΙ ΕΙΣΠΡΑΚΤΕΟΙ	€ 65.833,831	€ 37.826,324	€ 50.017,064	€ 58.198,752	€ 61.436,273	€ 38.994,956	€ 46.759,831	€ 52.160,337	€ 62.356,200	€ 32.020,200	€ 129.249,061	€ 151.506,124
11 ΤΡΕΧΟΝ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ	€ 2.953,084	€ 3.106,897	€ 3.396,366	€ 2.840,307	€ 2.861,265	€ 3.369,818	€ 3.208,305	€ 3.145,466	€ 160.909,916	€ 145.344,345	€ 172.834,733	€ 156.094,332
12 ΤΡΕΧΟΥΣΕΣ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ	€ 774,529	€ 901,174	€ 1.043,069	€ 579,371	€ 458,058	€ 637,572	€ 391,160	€ 142,081	€ 241.272,494	€ 115.979,924	€ 156.259,837	€ 175.447,907
13 ΑΠΟΘΕΜΑΤΑ	€ 165,453	€ 148,540	€ 159,079	€ 164,405	€ 187,236	€ 197,079	€ 214,880	€ 227,461	€ 35.280,074	€ 31.817,296	€ 31.593,783	€ 30.416,604

**Πίνακας 23: Οικονομικά στοιχεία ΣΙΔΑΜΑ (σε χιλιάδες Ευρώ), (Οικονομικές καταστάσεις ΣΙΔΑΜΑ 2004 – 2015).**

ΣΙΔΑΜΑ	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
1 ΠΑΘΗΤΙΚΟ	€ 77.727	€ 78.299	€ 104.858	€ 118.895	€ 124.400	€ 42.142	-€ 51.880	€ 99.496	€ 95.787	€ 95.628	€ 94.330	€ 108.220
2 ΪΜΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ	€ 38.751	€ 51.169	€ 57.073	€ 56.432	€ 55.570	€ 97.735	€ 196.934	€ 31.260	€ 22.526	€ 13.736	€ 7.234	-€ 1.411
3 ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ	€ 116.478	€ 129.468	€ 161.931	€ 175.327	€ 179.970	€ 139.877	€ 145.054	€ 130.756	€ 118.313	€ 109.364	€ 101.564	€ 106.809
4 ΠΩΛΗΣΕΙΣ	€ 119.144	€ 107.119	€ 130.739	€ 138.083	€ 153.253	€ 76.137	€ 70.747	€ 61.867	€ 56.174	€ 55.264	€ 56.176	€ 51.340
5 ΚΟΣΤΟΣ ΠΩΛΗΘΕΝΤΩΝ	€ 96.292	€ 95.100	€ 111.333	€ 123.258	€ 139.489	€ 76.690	€ 65.132	€ 56.749	€ 50.889	€ 50.366	€ 51.011	€ 46.377
6 ΜΕΙΚΤΑ ΚΕΡΑΗ	€ 22.852	€ 12.019	€ 19.406	€ 14.825	€ 13.764	-€ 553	€ 5.615	€ 5.118	€ 5.285	€ 4.898	€ 5.165	€ 4.963
7 ΚΑΘΑΡΑ ΚΕΡΑΗ	€ 10.888	€ 2.245	€ 7.339	€ 2.362	€ 536	-€ 13.521	-€ 4.059	-€ 6.883	-€ 8.773	-€ 9.095	-€ 8.812	-€ 3.608
8 ΤΟΚΟΙ	€ 2.304	€ 2.566	€ 3.236	€ 3.777	€ 5.611	€ 3.243	€ 4.084	€ 5.344	€ 4.943	€ 4.343	€ 4.505	€ 4.284
9 ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΙ ΠΛΗΡΩΤΕΟΙ	€ 29.105	€ 24.026	€ 42.776	€ 43.964	€ 29.292	€ 14.874	€ 25.010	€ 18.284	€ 19.044	€ 20.189	€ 15.889	€ 20.558
10 ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΙ ΕΙΣΠΡΑΚΤΕΟΙ	€ 59.548	€ 65.938	€ 92.357	€ 100.183	€ 67.730	€ 48.494	€ 14.847	€ 13.143	€ 30.630	€ 26.906	€ 27.915	€ 24.893
11 ΤΡΕΧΟΝ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ	€ 2.953	€ 3.107	€ 3.396	€ 2.840	€ 2.861	€ 3.370	€ 3.208	€ 3.145	€ 160.910	€ 145.344	€ 172.835	€ 156.094
12 ΤΡΕΧΟΥΣΕΣ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ	€ 774.529	€ 901.174	€ 1.043.069	€ 579.371	€ 458.058	€ 637.572	€ 391.160	€ 142.081	€ 241.272	€ 115.980	€ 156.260	€ 175.448
13 ΑΠΟΘΕΜΑΤΑ	€ 165.453	€ 148.540	€ 159.079	€ 164.405	€ 187.236	€ 197.079	€ 214.880	€ 227.461	€ 35.280	€ 31.817	€ 31.594	€ 30.417

**Πίνακας 24: Οικονομικά στοιχεία ΤΕΡΝΑ (σε χιλιάδες Ευρώ), (Οικονομικές καταστάσεις ΤΕΡΝΑ 2004 – 2015).**

ΤΕΡΝΑ	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
1 ΠΑΘΗΤΙΚΟ	€ 119.944	€ 108.316	€ 166.172	€ 194.355	€ 344.498	€ 320.344	€ 631.601	€ 613.764	€ 497.976	€ 681.923	€ 712.072	€ 193.370
2 ΪΜΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ	€ 145.232	€ 133.572	€ 132.462	€ 99.795	€ 116.973	€ 129.137	€ 110.676	€ 134.080	€ 129.132	€ 133.255	€ 145.447	€ 905.497
3 ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ	€ 265.176	€ 241.888	€ 298.634	€ 294.150	€ 461.471	€ 449.481	€ 742.277	€ 747.844	€ 627.108	€ 815.178	€ 857.519	€ 1.098.867
4 ΠΩΛΗΣΕΙΣ	€ 372.359	€ 143.538	€ 186.273	€ 206.647	€ 510.498	€ 507.724	€ 351.224	€ 492.209	€ 291.039	€ 428.424	€ 718.499	€ 700.870
5 ΚΟΣΤΟΣ ΠΩΛΗΘΕΝΤΩΝ	€ 340.943	€ 126.883	€ 160.885	€ 193.956	€ 459.687	€ 473.157	€ 334.061	€ 426.663	€ 270.112	€ 24.371	€ 43.869	€ 665.366
6 ΜΕΙΚΤΑ ΚΕΡΑΗ	€ 31.416	€ 16.655	€ 25.388	€ 12.691	€ 50.811	€ 34.567	€ 17.163	€ 65.546	€ 20.927	€ 404.053	€ 674.630	€ 35.504
7 ΚΑΘΑΡΑ ΚΕΡΑΗ	€ 45.575	€ 4.895	€ 7.733	€ 9.691	€ 22.227	€ 23.729	-€ 2.560	€ 23.404	-€ 4.948	-€ 6.375	€ 12.192	€ 9.190
8 ΤΟΚΟΙ	€ 7.007	€ 3.401	€ 3.943	€ 3.702	€ 6.393	€ 6.235	€ 9.229	€ 27.323	€ 22.299	€ 24.246	€ 17.770	€ 14.027
9 ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΙ ΠΛΗΡΩΤΕΟΙ	€ 145.903	€ 77.028	€ 112.616	€ 156.573	€ 194.400	€ 132.877	€ 277.631	€ 214.389	€ 135.638	€ 229.708	€ 315.178	€ 321.131
10 ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΙ ΕΙΣΠΡΑΚΤΕΟΙ	€ 220.338	€ 163.511	€ 118.436	€ 105.725	€ 200.280	€ 192.125	€ 276.687	€ 318.745	€ 234.147	€ 189.222	€ 168.843	€ 219.564
11 ΤΡΕΧΟΝ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ	€ 318.787	€ 139.588	€ 185.803	€ 210.179	€ 377.595	€ 342.627	€ 544.339	€ 518.290	€ 379.003	€ 562.133	€ 527.361	€ 745.856
12 ΤΡΕΧΟΥΣΕΣ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ	€ 258.941	€ 103.249	€ 128.073	€ 172.569	€ 253.393	€ 220.062	€ 420.624	€ 435.618	€ 303.000	€ 380.050	€ 469.142	€ 532.557
13 ΑΠΟΘΕΜΑΤΑ	€ 14.528	€ 4.324	€ 4.280	€ 5.549	€ 5.514	€ 3.879	€ 4.205	€ 3.422	€ 3.740	€ 8.358	€ 8.626	€ 7.226



**Πίνακας 25: Οικονομικά στοιχεία ΤΙΤΑΝ (σε χιλιάδες Ευρώ), (Οικονομικές καταστάσεις ΤΙΤΑΝ 2004 – 2015).**

ΤΙΤΑΝ	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
1 ΠΑΘΗΤΙΚΟ	€ 305.427	€ 244.823	€ 198.193	€ 198.473	€ 975.764	€ 888.685	€ 775.913	€ 821.946	€ 852.271	€ 880.735	€ 416.957	€ 388.482
2 ΪΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ	€ 600.956	€ 721.140	€ 781.875	€ 805.559	€ 795.524	€ 809.482	€ 816.951	€ 789.430	€ 776.663	€ 737.668	€ 823.301	€ 860.544
3 ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ	€ 906.383	€ 965.963	€ 980.068	€ 1.004.032	€ 1.771.288	€ 1.698.167	€ 1.592.864	€ 1.611.376	€ 1.628.934	€ 1.618.403	€ 1.240.258	€ 1.249.026
4 ΠΩΛΗΣΕΙΣ	€ 430.680	€ 439.713	€ 519.847	€ 535.859	€ 548.620	€ 450.092	€ 370.696	€ 217.231	€ 221.215	€ 234.712	€ 263.969	€ 273.193
5 ΚΟΣΤΟΣ ΠΩΛΗΘΕΝΤΩΝ	€ 252.172	€ 265.067	€ 300.484	€ 322.779	€ 352.691	€ 293.339	€ 247.383	€ 139.349	€ 163.866	€ 197.677	€ 208.026	€ 202.442
6 ΜΕΙΚΤΑ ΚΕΡΑΗ	€ 178.508	€ 174.646	€ 219.363	€ 213.080	€ 195.929	€ 156.553	€ 123.313	€ 77.882	€ 57.329	€ 37.035	€ 55.943	€ 70.751
7 ΚΑΘΑΡΑ ΚΕΡΑΗ	€ 104.349	€ 105.810	€ 105.118	€ 118.771	€ 105.964	€ 46.446	€ 20.830	€ 13.278	€ -15.552	€ -43.154	€ 91.724	€ 60.142
8 ΤΟΚΟΙ	€ 5.413	€ 7.939	€ 7.326	€ 4.644	€ 34.565	€ 37.068	€ 31.339	€ 42.122	€ 44.256	€ 44.971	€ 43.365	€ 23.383
9 ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΙ ΠΑΗΡΩΤΕΟΙ	€ 56.276	€ 51.805	€ 54.968	€ 63.996	€ 75.571	€ 60.345	€ 50.705	€ 47.017	€ 42.586	€ 48.319	€ 52.425	€ 45.204
10 ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΙ ΕΙΣΠΡΑΚΤΕΟΙ	€ 89.936	€ 131.475	€ 131.760	€ 130.213	€ 96.621	€ 83.723	€ 83.723	€ 63.869	€ 57.299	€ 45.670	€ 53.169	€ 68.884
11 ΤΡΕΧΟΝ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ	€ 148.491	€ 197.119	€ 200.253	€ 215.552	€ 227.939	€ 152.272	€ 137.389	€ 162.169	€ 162.041	€ 124.205	€ 143.031	€ 149.804
12 ΤΡΕΧΟΥΣΕΣ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ	€ 164.566	€ 169.599	€ 105.008	€ 135.049	€ 163.271	€ 198.671	€ 76.846	€ 153.373	€ 68.396	€ 103.093	€ 56.130	€ 60.211
13 ΑΠΟΘΕΜΑΤΑ	€ 57.933	€ 64.685	€ 68.404	€ 85.250	€ 99.994	€ 68.250	€ 77.419	€ 68.761	€ 69.080	€ 69.694	€ 72.830	€ 70.682

**Πίνακας 26: Οικονομικά στοιχεία ΧΑΛΥΒΟΥΡΓΙΑΣ (σε χιλιάδες Ευρώ), (Οικονομικές καταστάσεις ΧΑΛΥΒΟΥΡΓΙΑΣ 2004 – 2015).**

ΧΑΛΥΒΟΥΡΓΙΑ	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
1 ΠΑΘΗΤΙΚΟ	€ 168.372	€ 174.576	€ 209.949	€ 231.253	€ 307.593	€ 302.494	€ 372.069	€ 385.687	€ 392.427	€ 430.461	€ 451.276	€ 496.188
2 ΪΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ	€ 84.807	€ 86.143	€ 148.485	€ 145.062	€ 161.490	€ 128.565	€ 131.859	€ 84.528	€ 44.872	€ 5.644	€ -10.612	€ 53.706
3 ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ	€ 253.178	€ 260.719	€ 355.011	€ 392.743	€ 469.083	€ 431.059	€ 503.928	€ 470.215	€ 437.299	€ 436.105	€ 440.664	€ 549.894
4 ΠΩΛΗΣΕΙΣ	€ 163.123	€ 153.299	€ 346.496	€ 346.249	€ 476.776	€ 233.145	€ 272.268	€ 301.252	€ 208.361	€ 170.928	€ 150.534	€ 117.790
5 ΚΟΣΤΟΣ ΠΩΛΗΘΕΝΤΩΝ	€ 139.482	€ 139.956	€ 289.594	€ 310.358	€ 435.993	€ 232.652	€ 300.082	€ 253.954	€ 205.055	€ 162.964	€ 136.363	€ 108.815
6 ΜΕΙΚΤΑ ΚΕΡΑΗ	€ 23.641	€ 13.343	€ 56.902	€ 35.891	€ 40.783	€ 493	€ -27.814	€ 47.298	€ 3.306	€ 7.964	€ 14.171	€ 8.975
7 ΚΑΘΑΡΑ ΚΕΡΑΗ	€ 5.251	€ -1.168	€ 21.818	€ 1.937	€ -2.601	€ -33.547	€ -15.543	€ -47.332	€ -36.644	€ -33.540	€ 15.869	€ 19.878
8 ΤΟΚΟΙ	€ 5.040	€ 6.049	€ 10.178	€ 11.423	€ 15.806	€ 10.232	€ 14.092	€ 18.314	€ 20.420	€ 13.502	€ 8.988	€ 9.458
9 ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΙ ΠΑΗΡΩΤΕΟΙ	€ 15.511	€ 17.107	€ 31.877	€ 38.133	€ 44.500	€ 33.393	€ 40.984	€ 40.983	€ 34.749	€ 44.055	€ 50.823	€ 59.975
10 ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΙ ΕΙΣΠΡΑΚΤΕΟΙ	€ 36.169	€ 68.427	€ 38.274	€ 27.989	€ 80.899	€ 38.421	€ 70.229	€ 61.937	€ 67.776	€ 67.498	€ 95.436	€ 90.042
11 ΤΡΕΧΟΝ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ	€ 78.856	€ 89.549	€ 133.556	€ 157.138	€ 149.127	€ 200.246	€ 197.432	€ 162.301	€ 128.796	€ 126.950	€ 136.822	€ 129.315
12 ΤΡΕΧΟΥΣΕΣ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ	€ 86.370	€ 83.331	€ 68.632	€ 33.072	€ 98.738	€ 149.127	€ 149.614	€ 63.816	€ 75.152	€ 53.036	€ 388.704	€ 397.358
13 ΑΠΟΘΕΜΑΤΑ	€ 35.030	€ 42.086	€ 60.324	€ 86.232	€ 69.066	€ 69.051	€ 72.927	€ 62.191	€ 43.060	€ 37.861	€ 37.619	€ 33.654



**Πίνακας 27: Οικονομικά στοιχεία ΧΑΛΥΨ (σε χιλιάδες Ευρώ), (Οικονομικές καταστάσεις ΧΑΛΥΨ 2004 – 2015).**

ΧΑΛΥΨ	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
1 ΠΑΘΗΤΙΚΟ	€ 45.262	€ 41.433	€ 41.104	€ 39.785	€ 38.217	€ 27.745	€ 35.315	€ 12.395	€ 13.148	€ 19.521	€ 21.897	€ 27.200
2 ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ	€ 90.198	€ 82.410	€ 88.751	€ 96.309	€ 100.722	€ 96.364	€ 101.369	€ 94.232	€ 61.588	€ 66.999	€ 72.455	€ 67.217
3 ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ	€ 135.460	€ 123.843	€ 129.855	€ 136.093	€ 138.939	€ 124.109	€ 136.684	€ 106.627	€ 74.736	€ 86.519	€ 94.352	€ 94.417
4 ΠΩΛΗΣΕΙΣ	€ 80.387	€ 73.102	€ 87.979	€ 83.878	€ 88.385	€ 76.381	€ 64.588	€ 42.186	€ 28.500	€ 23.776	€ 28.752	€ 24.996
5 ΚΟΣΤΟΣ ΠΩΛΗΘΕΝΤΩΝ	€ 43.660	€ 42.948	€ 50.039	€ 50.664	€ 57.092	€ 48.887	€ 51.916	€ 40.796	€ 32.164	€ 25.215	€ 28.562	€ 23.208
6 ΜΕΙΚΤΑ ΚΕΡΗ	€ 36.727	€ 30.154	€ 37.940	€ 33.214	€ 31.293	€ 27.494	€ 12.672	€ 1.390	-€ 3.664	-€ 1.439	€ 190	€ 1.787
7 ΚΑΘΑΡΑ ΚΕΡΗ	€ 32.660	€ 19.460	€ 20.315	€ 22.118	€ 21.576	€ 13.765	€ 5.301	-€ 6.140	-€ 38.784	€ 5.532	€ 5.456	-€ 5.414
8 ΤΟΚΟΙ	€ 76	€ 108	€ 222	€ 627	€ 766	€ 1.222	€ 1.223	€ 116	€ 87	€ 340	€ 429	€ 448
9 ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΙ ΠΛΗΡΩΤΕΟΙ	€ 8.542	€ 9.299	€ 8.402	€ 9.455	€ 9.836	€ 8.819	€ 10.022	€ 4.852	€ 5.369	€ 5.313	€ 4.102	€ 4.627
10 ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΙ ΕΙΣΠΡΑΚΤΕΟΙ	€ 57.888	€ 48.101	€ 52.553	€ 52.961	€ 52.171	€ 47.797	€ 49.595	€ 34.515	€ 10.634	€ 6.877	€ 6.228	€ 7.968
11 ΤΡΕΧΟΝ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ	€ 65.135	€ 58.161	€ 64.695	€ 66.518	€ 68.663	€ 62.657	€ 49.594	€ 34.515	€ 22.609	€ 17.466	€ 15.760	€ 7.257
12 ΤΡΕΧΟΥΣΕΣ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ	€ 39.479	€ 35.887	€ 41.198	€ 34.491	€ 33.202	€ 39.320	€ 22.740	€ 12.395	€ 13.148	€ 13.907	€ 15.580	€ 21.559
13 ΑΠΟΘΕΜΑΤΑ	€ 5.956	€ 7.931	€ 10.364	€ 11.889	€ 13.642	€ 10.736	€ 12.412	€ 12.171	€ 11.890	€ 9.578	€ 8.137	€ 3.946