

**ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ  
ΤΜΗΜΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΕΠΙΣΤΗΜΗΣ**

**ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ ΣΤΗΝ  
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΑΙ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΙΑΚΗ ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΗ**

*Διπλωματική Εργασία*

**ΑΝΑΛΥΣΗ ΛΟΓΙΣΤΙΚΩΝ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΩΝ ΚΑΙ ΠΩΣ Η  
ΜΕΤΑΒΟΛΗ ΤΟΥΣ ΕΠΗΡΕΑΖΕΙ ΤΗΝ ΤΙΜΗ ΤΗΣ ΜΕΤΟΧΗΣ**

**ΑΜΠΙΕΝΤΙΝ ΕΛΕΝΗ**

**ΠΤΥΧΙΟ ΟΡΓΑΝΩΣΗΣ ΚΑΙ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ**

**ΠΕΙΡΑΙΑΣ 2011**

# **ΑΝΑΛΥΣΗ ΛΟΓΙΣΤΙΚΩΝ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΩΝ ΚΑΙ ΠΩΣ Η ΜΕΤΑΒΟΛΗ ΤΟΥΣ ΕΠΗΡΕΑΖΕΙ ΤΗΝ ΤΙΜΗ ΤΗΣ ΜΕΤΟΧΗΣ**

Παρουσίαση και ανάλυση βασικών αριθμοδεικτών που χρησιμοποιούν οι επιχειρήσεις και πώς οι μεταβολές τους μπορούν να επηρεάζουν την τιμή της μετοχής. Μια προσέγγιση μέσω θεωρητικών και εμπειρικών μελετών που έχουν γίνει και μέσω μιας μελέτης περιπτώσεως.

**ΑΜΠΙΕΝΤΙΝ ΕΛΕΝΗ**

**ΠΤΥΧΙΟ ΟΡΓΑΝΩΣΗΣ ΚΑΙ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ**

Υποβληθείσα Διπλωματική Εργασία για το Μεταπτυχιακό Δίπλωμα στην Οικονομική και Επιχειρησιακή Στρατηγική.

Τμήμα Οικονομικής Επιστήμης

Πειραιάς 2011

## *Ευχαριστίες*

Θα ήθελα να ευχαριστήσω θερμά τον επιβλέποντα καθηγητή μου, κ. Άγγελο Κανά για την καθοδήγηση και την υποστήριξη του καθ'όλη την διάρκεια της συνεργασίας μας. Θα ήθελα επίσης να ευχαριστήσω και τον καθηγητή κ. Χρήστο Αγιακλόγλου για την συνεισφορά του ως προς την επίτευξη αυτής της εργασίας. Πολλά ευχαριστώ οφείλω όμως και στην οικογενειά μου και τους συναδέλφους μου για την στηριξή τους όλο αυτό το διάστημα.

## ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΠΙΝΑΚΩΝ

<b>Πίνακας 2.1:</b> Πίνακας αριθμοδεικτών για τα έτη 2005 με 2010 για την Carrefour	28
<b>Πίνακας 2.2:</b> Πίνακας μεταβολής οικονομικών μεγεθών για την Carrefour	29
<b>Πίνακας 2.3:</b> Πίνακας αριθμοδεικτών για τα έτη 2005 με 2010 για την Auchan	32
<b>Πίνακας 2.4:</b> Πίνακας μεταβολής οικονομικών μεγεθών για την Auchan	33
<b>Πίνακας 2.5:</b> Πίνακας αριθμοδεικτών για τα έτη 2005 με 2010 για την Casino	36
<b>Πίνακας 2.6:</b> Πίνακας μεταβολής οικονομικών μεγεθών για την Casino	37
<b>Πίνακας 2.7:</b> Συγκεντρωτικός πίνακας των τριων εταιριών	40
<b>Πίνακας 3.1:</b> Πίνακας Kolmogorov – Smirnov	58
<b>Πίνακας 3.2:</b> Πίνακας Kolmogorov – Smirnov	63
<b>Πίνακας 3.3:</b> Πίνακας Συντελεστή Προσδιορισμού	64
<b>Πίνακας 3.4:</b> Πίνακας Συσχέτισης Pearson	66
<b>Πίνακας 3.5:</b> Πίνακας Ανοva	71
<b>Πίνακας 3.6:</b> Πίνακας Coefficients	71
<b>Πίνακας 3.7:</b> Πίνακας Collinearity Diagnostics	72
<b>Πίνακας 3.8:</b> Πίνακας Συντελ. Προσδ. και Προσαρμοσμένου Συντ. Προσδ.	74
<b>Πίνακας 3.9:</b> Πίνακας Συντελεστή Προσδιορισμού	75
<b>Πίνακας 3.10:</b> Πίνακας Ανοva	75
<b>Πίνακας 3.11:</b> Πίνακας Coefficients	75
<b>Πίνακας 3.12:</b> Πίνακας Collinearity Diagnostics	76

## ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΔΙΑΓΡΑΜΜΑΤΩΝ

<b>Διάγραμμα 2.1:</b> Διάγραμμα Αριθμοδείκτη Μικτού Περιθωρίου Κέρδους	40
<b>Διάγραμμα 2.2:</b> Ετήσια μεταβολή καθαρών πωλήσεων	41
<b>Διάγραμμα 2.3:</b> Γράφημα Αριθμοδείκτη Καθαρού Περιθωρίου Κέρδους	42
<b>Διάγραμμα 2.4:</b> Ετήσια μεταβολή καθαρού εισοδήματος	42
<b>Διάγραμμα 2.5:</b> Γράφημα Αριθμοδείκτη Αποδοτικότητας Ενεργητικού	43
<b>Διάγραμμα 2.6:</b> Ετήσια μεταβολή Ενεργητικού	43
<b>Διάγραμμα 2.7:</b> Γράφημα Αριθμοδ. Κυκλοφ. Ταχύτ. Αποθεμ.(βάση ΚΠ)	44
<b>Διάγραμμα 2.8:</b> Γράφημα Αριθμοδ. Κυκλοφ. Ταχύτ. Αποθεμ.(βάση Καθ. Πωλ)	44
<b>Διάγραμμα 2.9:</b> Ετήσια μεταβολή αποθεμάτων	45
<b>Διάγραμμα 2.10:</b> Γράφημα Αριθμοδείκτη Γενικής Ρευστότητας	45
<b>Διάγραμμα 2.11:</b> Ετήσια μεταβολή κυκλοφορούντος ενεργητικού	46
<b>Διάγραμμα 2.12:</b> Ετήσια μεταβολή βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων	46
<b>Διάγραμμα 2.13:</b> Γράφημα Αριθμοδείκτη Λειτουργικών εξόδων	47
<b>Διάγραμμα 2.14:</b> Γράφημα Αριθμοδείκτη ΙΚ προς Συν. Υποχρ.	47
<b>Διάγραμμα 2.15:</b> Ετήσια μεταβολή Ιδίων Κεφαλαίων	48
<b>Διάγραμμα 2.16:</b> Ετήσια μεταβολή Συνολ. Υποχρεώσεων	48
<b>Διάγραμμα 2.17:</b> Γράφημα Αριθμοδείκτη Tobin's Q	49
<b>Διάγραμμα 2.18:</b> Γράφημα Λόγου τιμής προς κέρδη ανα μετοχή	49
<b>Διάγραμμα 2.19:</b> Ετήσια μεταβολή κερδών ανα μετοχή	50
<b>Διάγραμμα 2.20:</b> Λόγος εσωτερικής αξίας μετ. προς χρηματιστηριακή αξία	51
<b>Διάγραμμα 2.21:</b> Γράφημα Αριθμοδείκτη Συν. Χρέους προς Ίδια Κεφάλαια	51
<b>Διάγραμμα 2.22:</b> Ετήσια μεταβολή Συνολικού Χρέους	52
<b>Διάγραμμα 3.1:</b> Ιστόγραμμα τιμής μετοχής	59
<b>Διάγραμμα 3.2:</b> Ιστόγραμμα Μικτού Περιθωρίου Κερδους	59
<b>Διάγραμμα 3.3:</b> Ιστόγραμμα Καθαρού Περιθωρίου Κερδους	59
<b>Διάγραμμα 3.4:</b> Ιστόγραμμα Αποδοτικότητας Ενεργητικού	60

<b>Διάγραμμα 3.5:</b> Ιστόγραμμα Αριθμοδ. Ταχύτητας Κυκλοφορίας Αποθεμάτων	60
<b>Διάγραμμα 3.6:</b> Ιστόγραμμα Αριθμοδ. Γενικής Ρευστότητας	60
<b>Διάγραμμα 3.7:</b> Ιστόγραμμα Αριθμοδ. Λειτουργικών Εξόδων	61
<b>Διάγραμμα 3.8:</b> Ιστόγραμμα Ιδίων Κεφ. προς Συνολ. Υποχρεώσεις	61
<b>Διάγραμμα 3.9:</b> Ιστόγραμμα Αριθμοδ. Tobin's Q	61
<b>Διάγραμμα 3.10:</b> Ιστόγραμμα Λόγου τιμής προς κέρδη ανα μετοχή	62
<b>Διάγραμμα 3.11:</b> Ιστόγραμμα Λόγου εσωτερικής αξίας μετ. προς χρηματ. αξία	62
<b>Διάγραμμα 3.12:</b> Ιστόγραμμα Αριθμοδ. Συν. Χρέους προς Ίδια Κεφάλαια	62
<b>Διάγραμμα 3.13:</b> Scatter plot Αριθμοδ. Μικτού Περιθωρίου Κέρδους	67
<b>Διάγραμμα 3.14:</b> Scatter plot Αριθμοδ. Καθαρού Περιθωρίου Κέρδους	67
<b>Διάγραμμα 3.15:</b> Scatter plot Αριθμοδ. Αποδοτικότητας Ενεργητικού	68
<b>Διάγραμμα 3.16:</b> Scatter plot Αριθμοδ. Ταχύτ. Κυκλοφ. Αποθεμάτων	68
<b>Διάγραμμα 3.17:</b> Scatter plot Αριθμοδ. Γενικής Ρευστότητας	68
<b>Διάγραμμα 3.18:</b> Scatter plot Αριθμοδ. Λειτουργικών Εξόδων	69
<b>Διάγραμμα 3.19:</b> Scatter plot Αριθμοδ. Ιδίων Κεφαλ. προς Συν. Υποχρεώσεις	69
<b>Διάγραμμα 3.20:</b> Scatter plot Αριθμοδ. Tobin's Q	69
<b>Διάγραμμα 3.21:</b> Scatter plot Λόγου τιμής προς κέρδη ανα μετοχή	70
<b>Διάγραμμα 3.22:</b> Scatter plot Λόγου εσωτερικής αξίας μετ. προς χρηματ. αξία	70
<b>Διάγραμμα 3.23:</b> Scatter plot Αριθμοδ. Συν. Χρέους προς Ίδια Κεφάλαια	70

## ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

<b>Ευχαριστίες</b>	<b>I</b>
<b>Κατάσταση Πινάκων</b>	<b>II</b>
<b>Κατάστατη Διαγραμμάτων</b>	<b>III</b>
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1</b>	
<b>Η ΣΗΜΑΣΙΑ ΤΩΝ ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΩΝ ΣΤΟ ΛΙΑΝΙΚΟ ΕΜΠΟΡΙΟ</b>	
1.1 Εισαγωγή	8
1.2 Σημαντικοί αριθμοδείκτες για το λιανικό εμπόριο	10
1.3 Τα ανακοινωθέντα οικονομικά αποτελέσματα και η τιμή της μετοχής	21
1.4 Έρευνες συσχέτισης της τιμής της μετοχής με τα ανακοινωθέντα οικονομικά αποτελέσματα	22
1.5 Ανακεφαλαίωση	25
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2</b>	
<b>ΠΑΡΟΥΣΙΑΣΗ ΤΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ ΠΟΥ ΕΠΙΛΕΧΘΗΚΑΝ ΓΙΑ ΤΗ ΜΕΛΕΤΗ</b>	
2.1 Εισαγωγή	25
2.2 Οι επιλεγθείσες επιχειρήσεις	26
2.3 Ανάλυση των οικονομικών αποτελεσμάτων των τριων επιχειρήσεων	27
2.4 Συγκριτική ανάλυση των τριων επιχειρήσεων	39
2.5 Ανακεφαλαίωση	53
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3</b>	
<b>ΠΟΣΟΤΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΩΝ ΚΑΙ ΤΙΜΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ ΓΙΑ ΤΙΣ ΕΠΙΛΕΧΘΕΙΣΕΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ</b>	
3.1 Εισαγωγή	53
3.2 Παρουσίαση και προηγούμενες έρευνες	54
3.3 Εκτίμηση οικονομετρικών υποδειγμάτων	57
3.4 Συμπεράσματα	77
<b>Βιβλιογραφία</b>	<b>79</b>

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1

### Η ΣΗΜΑΣΙΑ ΤΩΝ ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΩΝ ΣΤΟ ΛΙΑΝΙΚΟ ΕΜΠΟΡΙΟ

#### 1.1 Εισαγωγή

Η παγκόσμια οικονομία που διαρκώς εξελίσσεται ραγδαία καθιστά νέους κανόνες και νέα πλαίσια για τις επιχειρήσεις προκειμένου να παραμείνουν βιώσιμες και ανταγωνιστικές. Είναι λοιπόν καθοριστικής σημασίας για αυτές να είναι ευέλικτες στις νέες τάσεις που προκύπτουν ακολουθώντας σωστές στρατηγικές και λαμβάνοντας σωστές οικονομικές αποφάσεις. Παρά όμως το πολυτάραχο εξωτερικό περιβάλλον ο στόχος για κάθε επιχείρηση εξακολουθεί να είναι ίδιος, δηλαδή να είναι κερδοφόρα μέσω της εδραιώσής της στην αγορά και της συνεχούς αναπτυξής της, αποτελώντας έτσι μια ενδιαφέρουσα επενδυτική ευκαιρία.

Δεδομένου λοιπόν του σκληρού και αδυσώπητου ανταγωνισμού οι μάνατζερς των εταιριών συνεχώς ψάχνουν πλεονεκτήματα και ευκαιρίες ώστε να πάρουν σωστές αποφάσεις. Η προσπάθεια αυτή ενισχύεται σε ένα μεγάλο βαθμό από την κατανόηση των οικονομικών καταστάσεων μιας επιχείρησης. Πιο συγκεκριμένα οι μάνατζερς, οι μέτοχοι και οι επενδυτές υπολογίζουν και παρακολουθούν κάποιους σημαντικούς αριθμοδείκτες που τους συγκρίνουν με προηγούμενα χρόνια καθώς και με αυτούς των ανταγωνιστών τους αλλά και ολόκληρου του κλάδου στον οποίον ανήκουν.

Σε αυτήν την εργασία εξετάζονται ορισμένοι αριθμοδείκτες που θεωρούνται ίσως ως πιο σημαντικοί στον κλάδο του λιανικού εμπορίου και πιο συγκεκριμένα για επιχειρήσεις που δραστηριοποιούνται σε πολυκαταστήματα με μεγάλες προσφορές (discount-variety stores) και πώς η μεταβολή αυτών μπορεί να επηρεάζει την τιμή της μετοχής.

Συνήθως πέραν των ευρέως χρησιμοποιούμενων αριθμοδεικτών κάθε κλάδος και κατηγορία επιχειρήσεων δίνει βαρύτητα και σε κάποιους άλλους που είναι σημαντικοί για τον χώρο που δραστηριοποιούνται. Ο υπολογισμός των αριθμοδεικτών αυτών επιτρέπει την σύγκριση με ανταγωνίστριες επιχειρήσεις καθώς και με τον κλάδο ολόκληρο. Από κλάδο σε κλάδο και από εταιρία σε εταιρία κάποιοι αριθμοδείκτες που εξετάζονται μπορεί να είναι διαφορετικοί και κάποιοι παρόμοιοι.



Ιδιαίτερα στον κλάδο του λιανικού εμπορίου, εκεί που υπάγονται και τα πολυκαταστήματα, τις τελευταίες δεκαετίες έχουν παρατηρηθεί σημαντικές αλλαγές και καινοτομίες. Στις αρχές οι μανάτζερς που απασχολούντο σε αυτόν τον κλάδο επέκτειναν τις δραστηριότητές τους σε γεωγραφικά και πολιτισμικά ίδιες αγορές (Hollander 1970; Kacker 1985; Burt, 1993). Φυσικά σε αυτό συνηγορούσε και η υψηλότερη αγοραστική δύναμη των καταναλωτών των επιλεγθέντων χωρών, καθώς αποτελούσε πρωταρχικό παράγοντα επένδυσης (Godley and Fletcher's, 2000). Αργότερα όμως λόγω του σκληρού ανταγωνισμού επιχείρησαν σε μακρινά γεωγραφικά μέρη με τελείως διαφορετικές κουλτούρες. Παρόλο αυτά αποδείχθη με πολλά παραδείγματα ότι οι στρατηγικές των εταιριών αυτών απορρίφθηκαν σε ορισμένες χώρες. Ηχηρά παραδείγματα ήταν η αποτυχημένη δραστηριοποίηση της Wal Mart στην Κίνα και της Carrefour στην Χιλή. Ένας λόγος είναι για παράδειγμα αυτό που ανέφεραν οι Ackermana και Telisb σχετικά με τις τιμές στα Κινέζικα σούπερμάρκετς οι οποίες ήταν συνεχώς χαμηλότερες συγκριτικά με των άλλων χωρών. Παρόλο αυτά υπάρχουν και κάποιες πετυχημένες επιχειρήσεις σε αρκετά διαφοροποιημένες πολιτισμικά χώρες ακολουθώντας απλά την στρατηγική να αποκτούν ήδη υπάρχουσες τοπικές μεγάλες αλυσίδες που γνωρίζαν την αγορά καλά. Όπως ανέφερε ο Gripsrud και ο Benito (2005): η επιρροή της γεωγραφικής απόστασης είναι μεγαλύτερη της πολιτισμικής διαφοράς σε ότι αφορά τις αποφάσεις των λιανέμπορων για διαφορετικές χώρες δραστηριοποίησης (σελ.1676).

Υπήρχε μια κατεύθυνση σε δυο βασικές στρατηγικές που τους επηρέαζαν όλους είτε την χώρα που βρισκόταν η μητρική εταιρία ή κοντινές σε αυτήν είτε σε τελείως διαφοροποιημένες πολιτισμικά χώρες. Έτσι οι μεγάλοι επιχειρηματίες του λιανικού εμπορίου έστρεψαν την προσοχή τους στην τιμολογιακή πολιτική που ακολουθούσαν, για καταναλωτές με ευαισθησία στην τιμή (όπως οι Κινέζοι), με καθημερινά χαμηλές τιμές ( Every Day Low Price : EDLP) και σε προωθητικές στρατηγικές με συχνές προσφορές (HiLo strategy) (Popkowski Leszczyc, Sinha, and Sahgal 2004). Ένας άλλος τρόπος προσέγγισης των καταναλωτών ήταν μέσω των διαφόρων μορφών των καταστημάτων (υπερμάρκετς, σουπερμάρκετς, proxy καταστήματα και καταστήματα franchised) προσπαθώντας έτσι να καλύψουν τις διάφορες ανάγκες των καταναλωτών (Gonzalez-Benito, Munoz-Gallego and Kopalle 2005).

Αλλά μια στρατηγική δεν μπορεί να στεφθεί ως πετυχημένη ή αποτυχημένη εάν η εταιρία δεν παρακολουθεί στενά και τα οικονομικά στοιχεία της που υποδεικνύουν μια πιθανή ανάπτυξη και βιωσιμότητα. Ευτυχώς η υιοθέτηση των Διεθνών Λογιστικών Προτύπων (ΔΛΠ) από πολλές χώρες αλλάζει το μέγεθος των λογιστικών αριθμοδεικτών λόγω δικαιότερων και αυστηρότερων κανόνων και απαιτήσεων σε συγκεκριμένα λογιστικά θέματα. Επιπλέον μπορούν να εντοπισθούν και οι αιτίες των όποιων αλλαγών συμβαίνουν μέσω της παρατήρησης των λογιστικών μεγεθών και των αριθμοδεικτών (Lantto, Sahlström, 2009).

Έτσι από τις οικονομικές καταστάσεις των Αποτελεσμάτων Χρήσης, του Ισολογισμού και της Κατάστασης Ταμιακών Ροών μπορούν να αντληθούν όλες οι απαραίτητες πληροφορίες για τον υπολογισμό των αριθμοδεικτών προκειμένου να γίνει ανάλυση της παρούσας κατάστασης μιας εταιρίας τόσο ως προς την μελλοντική αναπτυξή της όσο και της βιωσιμοτήτάς της. Έτσι λοιπόν είναι φανερό πόσο σημαντική είναι η υιοθέτηση παρόμοιων προτύπων για σύνταξη αναφορών καθώς όλα τα δεδομένα χειρίζονται από όλους με τους ίδιους κανόνες. Λόγω αυτών των επιχειρήσεων οι συγκρίσεις γίνονται ευκολότερες.

## **1.2 Σημαντικοί αριθμοδείκτες για το λιανικό εμπόριο**

Υπάρχουν διαφορετικές κατηγορίες αριθμοδεικτών που χρησιμοποιούνται για να εξετάσουν συγκεκριμένες πτυχές μιας επιχείρησης, όπως της βιωσιμότητας, της κερδοφορίας και της ικανότητας των μανατζέρ της γενικότερα. Λαμβάνοντας υπόψιν ότι οι ήδη ενυπάρχοντες ή ακόμα και οι μελλοντικοί επενδυτές μιας εταιρίας χρησιμοποιούν τους αριθμοδείκτες προκειμένου να αποφασίσουν που θα επενδύσουν, μπορούμε να συμπεράνουμε την σημαντικότητά τους.

Φυσικά μια επενδυτική απόφαση επηρεάζεται από πολλους παράγοντες όπως μακροοικονομικούς (πληθωρισμός, μεταβολή των ισοτιμιών και των επιτοκίων, ύφεση κλπ), παράγοντες ψυχολογίας (παράδειγμα το φαινόμενο της αγέλης), από ανακοινώσεις των επιχειρήσεων και από αναλύσεις των οικονομικών καταστάσεων μιας εταιρίας μια συγκεκριμένη χρονική περίοδο.

Λόγω ορισμένων διαφοροποιητικών πτυχών των υπερκαταστημάτων με μεγάλες προσφορές από άλλα τμήματα του λιανικού εμπορίου γενικότερα, τα κριτήρια με τα οποία επιλέχθηκαν οι αριθμοδείκτες εδώ είναι:

- Ποιούς αριθμοδείκτες θεωρούν οι επιχειρήσεις που υπάγονται σε αυτόν τον τομέα ως πιο σημαντικούς, κάτι που μπορεί να παρατηρηθεί από τις ετήσιες οικονομικές καταστάσεις που έχουν ανακοινωθεί (ήδη υπολογισμένοι και παρουσιασμένοι αριθμοδείκτες από την επιχείρηση).
- Αριθμοδείκτες που είναι εύκολο να υπολογιστούν και να αναλυθούν.
- Οι πιο σημαντικοί αριθμοδείκτες της αγοράς συγκρινόμενοι με τον κλάδο.

Για τον σκοπό αυτής της εργασίας θα εξεταστούν οι ακόλουθοι αριθμοδείκτες προκειμένου να διερευνηθεί αργότερα εάν η μεταβολή τους επηρεάζει την τιμή της μετοχής.

### **Από την κατηγορία των αριθμοδεικτών κερδοφορίας**

$$\text{Αριθμοδ. μικτού περιθωρίου} = \frac{\text{Μικτά κέρδη εκμ/λεύσεως}}{\text{Καθαρές πωλήσεις χρήσεως}} \% \quad (1.1)$$

Ο αριθμοδείκτης μικτού περιθωρίου υπολογίζεται εάν διαιρέσουμε τα μικτά κέρδη εκμεταλλεύσεως με την καθαρές πωλήσεις χρήσεως.

Το μικτό κέρδος προέρχεται αν από τις Πωλήσεις αφαιρεθεί το Κόστος Πωληθέντων. Αυτό το ποσοστό δείχνει το μικτό περιθώριο που απολαμβάνει μια επιχείρηση όταν πουλάει αγαθά 100 ευρώ και υποδεικνύει την αποτελεσματικότητα της τιμολογιακής πολιτικής της (Νιάρχος, 2004). Επιπρόσθετα όσο μεγαλύτερος είναι αυτός ο δείκτης τόσο καλύτερη είναι η κερδοφορία της επιχείρησης που ταυτόχρονα δείχνει πώς η εταιρία μπορεί να καλύψει τα εξοδά της και να διατηρήσει ένα ικανοποιητικό καθαρό εισόδημα (Νιάρχος, 2004).

Εταιρίες με υψηλό δείκτη μικτού περιθωρίου μπορούν να απορροφήσουν και να ανταπεξέλθουν καλύτερα μια ενδεχόμενη αύξηση στο Κόστος Πωληθέντων, γεγονός που δείχνει ότι η διοίκηση της επιχείρησης επιτυγχάνει αγορές προϊόντων σε χαμηλές

τιμές που μετέπειτα τις διαθέτει σε υψηλότερες τιμές (Νιάρχος, 2004). Γενικά ο δείκτης μικτού περιθωρίου κέρδους διαφέρει σημαντικά από κλάδο σε κλάδο. Η Wal-Mart, που υπάγεται στα υπερκαταστήματα με μεγάλες προσφορές είχε κάποτε δηλώσει: «Επειδή τα τρόφιμα κουβαλούν ένα μικρότερο περιθώριο κέρδους από ότι άλλα εμπορεύματα, η αύξηση των πωλήσεων στα τρόφιμα τείνει να έχει δυσμενή επίδραση στο συνολικό μικτό περιθώριο κέρδους» (Kimmel, Weygandt, Kieso, 2010). Μπορεί να υπάρχουν επιχειρήσεις με υψηλές πωλήσεις, παρόλο αυτά να έχουν χαμηλά περιθώρια κέρδους. Κάποιες φορές βέβαια αυτό μπορεί να είναι επιθυμητό καθώς μια επιχείρηση μπορεί σκόπιμα να θέσει χαμηλό περιθώριο κέρδους προκειμένου να αυξηθεί ο όγκος των πωλήσεων ενός νέου προϊόντος ούτως ώστε να διευρυνθεί η παρουσία του στην αγορά (Νιάρχος, 2004).

Γενικότερα είναι ένας ευρέως χρησιμοποιούμενος δείκτης καθώς επιτρέπει την συγκριτική ανάλυση μεταξύ ομοειδών επιχειρήσεων (Νιάρχος, 2004). Αλλά πρέπει πάντα να έχουμε υπόψιν μας ότι οι επιχειρήσεις μπορεί να ακολουθούν διαφορετικές μεθόδους αποτίμησης αποθεμάτων (LIFO, FIFO και μέσο σταθμικό).

Μια επέκταση αυτού του αριθμοδείκτη είναι ο αριθμοδείκτης καθαρού περιθωρίου κέρδους, ο οποίος δίδεται:

$$\text{Αριθμοδ. καθαρού περιθωρίου} = \frac{\text{Καθαρά κέρδη εκμ/λεύσεως}}{\text{Καθαρές πωλήσεις χρήσεως}} \% \quad (1.2)$$

Είναι ένα ποσοστό που δείχνει τι καταλήγει στο καθαρό εισόδημα από το κάθε ευρώ πώλησης.

Η διαφορά αυτών των δυο αριθμοδεικτών είναι ότι ο αριθμοδείκτης μικτού περιθωρίου κέρδους μετράει κατά πόσο η τιμή πώλησης υπερβαίνει το Κόστος Πωληθέντων, ενώ ο αριθμοδείκτης καθαρού περιθωρίου κέρδους δείχνει τον βαθμό κατά τον οποίο η τιμή πώλησης καλύπτει όλα τα έξοδα, συμπεριλαμβανομένου και του Κόστους Πωληθέντων (Kimmel, Weygandt, Kieso, 2010).

**Αριθμοδείκτης αποδοτικότητας ενεργητικού**, ο οποίος δίδεται όταν τα καθαρά κέρδη εκμεταλλεύσεως διαιρούνται με το σύνολο του ενεργητικού.

$$\text{Αριθμοδ. αποδοτικότητας ενεργητικού} = \frac{\text{Καθαρά κέρδη εκμ/λεύσεως}}{\text{Σύνολο του Ενεργητικού}} \% \quad (1.3)$$

Είναι ένας ιδιαίτερα σημαντικός αριθμοδείκτης για την διοίκηση μιας επιχείρησης καθώς αξιολογεί την απόδοση του συνολικού ενεργητικού που συμμετέχει στην παραγωγή πωλήσεων. Πιο συγκεκριμένα δείχνει αν υπάρχει επαρκής χρήση των παγίων που αφορούν τις πωλήσεις (Kimmel, Weygandt, Kieso, 2010).

Ο υπολογισμός αυτού του αριθμοδείκτη επιτρέπει σύμφωνα με τον Νιάρχο (2004) την σύγκριση μιας επένδυσης της εταιρίας με άλλα είδη επενδύσεων, την σύγκριση μεταξύ επιχειρήσεων ιδίου ρίσκου, την παρατήρηση του αριθμοδείκτη διαχρονικά συγκρινόμενο με των ανταγωνιστών και τον κλάδο γενικότερα και τελικά την διερεύνηση των αιτιών των αλλαγών που συμβαίνουν διαχρονικά. Επιπρόσθετα μπορεί εύκολα να συμπεραστεί ότι υπάρχουν δυο τρόποι με τους οποίους η διοίκηση μπορεί να αλλάξει αυτόν τον αριθμοδείκτη. Ο πρώτος είναι αυξάνοντας το περιθώριο κέρδους που προέρχεται από κάθε ευρώ αγαθών που πωλούνται από την επιχείρηση (αριθμοδείκτης μικτού περιθωρίου κέρδους) και ο δεύτερος αυξάνοντας τον όγκο των αγαθών που πωλούνται (επαρκής αξιοποίηση του ενεργητικού) (Kimmel, Weygandt, Kieso, 2010).

### Από την κατηγορία των αριθμοδεικτών δραστηριότητας

**Αριθμοδείκτης Ταχύτητας Κυκλοφορίας Αποθεμάτων**, ο οποίος δίδεται:

$$\text{Αριθμοδ. ταχύτητας κυκλοφορίας αποθ.} = \frac{\text{Κόστος Πωληθέντων}}{\text{Μέσο απόθεμα προϊόντων}} \quad (1.4)$$

Επειδή όμως η πληροφορία του Κόστους Πωληθέντων συνήθως δεν είναι εύκολα διαθέσιμη χρησιμοποιείται αντί του παραπάνω αριθμοδείκτη ο εξής:

$$\text{Αριθμοδ. ταχύτητας κυκλοφορίας αποθ.} = \frac{\text{Καθαρές πωλήσεις}}{\text{Μέσο απόθεμα προϊόντων}} \quad (1.5)$$

Αυτός ο αριθμοδείκτης δείχνει πόσο γρήγορα μια εταιρία πουλάει τα προϊόντα της (Kimmel, Weygandt, Kieso, 2010).

Εαν ο αριθμοδείκτης ταχύτητας κυκλοφορίας αποθεμάτων διαιρεθεί με το 365 τότε υπολογίζεται ο μέσος αριθμός ημερών που διατηρείται το απόθεμα σε μια επιχείρηση. Έτσι μικρός αριθμός ημερών διατήρησης αποθεμάτων είναι ένδειξη ότι η εταιρία δεσμεύει μικρά κεφάλαια για τα αποθεματά της (Kimmel, Weygandt, Kieso, 2010).

Παρόλο αυτά μια εταιρία πρέπει να παρακολουθεί στενά αυτόν τον αριθμοδείκτη καθώς τα μειούμενα στην πάροδο του χρόνου αποθέματα μπορεί να έχουν αρνητικό αντίκτυπο στις πωλήσεις λόγω άδειων ραφιών. Επιπλέον μια επιχείρηση μπορεί να χάσει ευκαιρίες πωλήσεων λόγω έλλειψης προϊόντων (Kimmel, Weygandt, Kieso, 2010).

Ένας υψηλός δείκτης ταχύτητας κυκλοφορίας αποθεμάτων μπορεί να μην είναι ένδειξη προσπάθειας αύξησης του εισοδήματος μιας επιχείρησης αλλά μια προσπάθεια αύξησης του όγκου των πωλήσεων σε χαμηλές τιμές (Kimmel, Weygandt, Kieso, 2010).

Ο αριθμοδείκτης αυτός πρέπει να λαμβάνεται υπόψιν σε συνδυασμό με την μέθοδο αποτίμησης αποθεμάτων, ειδικά όταν συγκρίνεται με άλλες επιχειρήσεις.

### **Από την κατηγορία των αριθμοδεικτών ρευστότητας**

**Αριθμοδείκτης Γενικής Ρευστότητας ή Κεφαλαίου Κίνησης**, ο οποίος δίδεται όταν το σύνολο των κυκλοφορακών στοιχείων, δηλαδή οι απαιτήσεις, τα διαθέσιμα και τα αποθέματα, διαρεθεί με τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις μιας εταιρίας.

$$\text{Αριθμοδ. γενικής ρευστότητας} = \frac{\text{Σύνολο κυκλοφοριακών στοιχείων}}{\text{Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις}} \quad (1.6)$$

Ο αριθμοδείκτης γενικής ρευστότητας δείχνει όχι μόνο την ρευστότητα μιας επιχείρησης αλλά και το πόσο ασφαλής είναι η εταιρία σε περίπτωση που κάτι απροσδόκητο συμβεί στο κεφάλαιο κίνησης (Νιάρχος, 2004). Παρόλο αυτά ο αριθμοδείκτης αυτός πρέπει να εξετάζεται περαιτέρω σε συνδυασμό με τον αριθμοδείκτη ταχύτητας κυκλοφορίας αποθεμάτων και τον αριθμοδείκτη ταχύτητας καθαρού κεφαλαίου κινήσεως (Νιάρχος, 2004).

Γενικότερα ισχύει ότι όταν ο δείκτης είναι μεγαλύτερος του δυο τότε η εταιρία έχει καλή ρευστότητα (Νιάρχος, 2004).

### **Από την κατηγορία των αριθμοδεικτών δαπανών λειτουργίας**

Ο Αριθμοδείκτης Λειτουργικών Εξόδων δίνεται από την ακόλουθη σχέση:

$$\text{Αριθμοδ. λειτουργικών εξόδων} = \frac{\text{Κόστος Πωλ. + Λειτουργ. Έξοδα}}{\text{Καθαρές πωλήσεις}} \% \quad (1.7)$$

Όσο υψηλότερος είναι αυτός ο αριθμοδείκτης τόσο μικρότερη είναι η απόδοση της επιχείρησης λόγω του ότι το ποσοστό του λειτουργικού κέρδους που παραμένει μπορεί να μην επαρκεί ώστε να καλύψει τα κόστη της εταιρίας (Νιάρχος, 2004). Ο αριθμοδείκτης αυτός είναι σημαντικός για να γίνονται συγκρίσεις μεταξύ ομοειδών εταιριών και θα πρέπει να παρακολουθείται διαχρονικά (Νιάρχος, 2004).

Σύμφωνα με τον Νιάρχο (σελίδα 146) αναλύοντας τα λειτουργικά έξοδα με τις καθαρές πωλήσεις μπορεί πρώτα από όλα να παρατηρηθεί εάν τα σταθερά κόστη είναι τόσο υψηλά ούτως ώστε με μια ελαφρά μείωση των πωλήσεων να προκληθεί απώλεια και δευτερευόντως εάν οι μισθοί των υπαλλήλων και των διευθυντών κυμαίνονται στα ίδια επίπεδα συγκριτικά με άλλες ομοειδής επιχειρήσεις.

### **Από την κατηγορία αριθμοδεικτών διάρθρωσεως κεφαλαίων και βιωσιμότητας**

Ο Αριθμοδείκτης Ιδίων Κεφαλαίων προς Συνολικά Κεφάλαια δίνεται από την ακόλουθη σχέση:

$$\text{Αριθμοδ. Ιδίων Κεφαλ. προς Συνολικά Κεφ.} = \frac{\text{Ίδια Κεφάλαια}}{\text{Συνολικά Κεφάλαια}} \quad (1.8)$$

Δείχνει εάν υπάρχει μια υπερβολή από την επιχείρηση στον δανεισμό χρημάτων καθώς και αν οι επενδυτές είναι ασφαλής (Νιάρχος, 2004).

Εάν είναι μεγαλύτερο του ένα τότε αυτό σημαίνει ότι οι μέτοχοι της εταιρίας συμμετέχουν στην κεφαλαιακή διάρθρωση της επιχείρησης περισσότερο από τους δανειστές τους (Νιάρχος, 2004).

### **Από την κατηγορία επενδυτικών αριθμοδεικτών**

Ο αριθμοδείκτης Tobin's Q, δίδεται από την διαίρεση του κόστους αντικατάστασης του ενεργητικού μιας επιχείρησης (συνολική χρηματιστηριακή αξία μιας επιχείρησης) προς το σύνολο του ενεργητικού.

$$\text{Αριθμοδ. Tobin's } Q = \frac{\text{Συνολική χρηματιστηριακή αξία της επιχείρησης}}{\text{Σύνολο του ενεργητικού}} \quad (1.9)$$

Ένα χαμηλό Q (μεταξύ 0 και 1) σημαίνει ότι το κόστος αντικατάστασης του ενεργητικού είναι μεγαλύτερο από την αξία της μετοχής. Αυτό συνεπάγεται ότι η μετοχή είναι υποεκτιμημένη. Αντιστρόφως ένα Q (μεγαλύτερο του 1) δείχνει ότι η μετοχή μιας επιχείρησης είναι μεγαλύτερης αξίας από το κόστος αντικατάστασης του ενεργητικού της. Αυτή η εκτίμηση της μετοχής κατά αυτόν τον τρόπο είναι ο κινητήριος παράγοντας που κρύβεται πίσω από τις επενδυτικές αποφάσεις στο μοντέλο του Tobin <sup>1</sup>. Σε γενικές γραμμές λοιπόν δείχνει την απόδοση της επιχείρησης.

Όταν ο αριθμοδείκτης υπολογίζεται για το σύνολο του ενεργητικού τότε αποκαλείται μέσος Q. Όταν όμως υπολογίζεται μόνο για μια καινούργια επένδυση τότε αποκαλείται marginal q (Blose, Shieh, 1997).

Υπάρχει μια σημαντική θετική συσχέτιση μεταξύ του Tobin's Q αριθμοδείκτη και του μεγέθους της αντίδρασης της αγοράς σε ανακοινώσεις κεφαλαιακών επενδύσεων (Blose, Shieh, page 449-476). Συγκεκριμένα υπάρχουν τρεις περιπτώσεις (Blose, Shieh, 1997):

- **Αν το q>1**, τότε μια επιχείρηση που θέλει να μεγιστοποιήσει την αξία της θα αγοράσει επιπλέον κεφάλαιο. Θα συνεχίσει να αγοράζει επιπρόσθετο κεφάλαιο μέχρι να εξαντλήσει όλες τις επενδύσεις, των οποίων το q είναι μεγαλύτερο του ένα.
- **Αν το q=1**, τότε μια επιχείρηση που θέλει να μεγιστοποιήσει την αξία της θα σταματήσει να αποκτάει νέο κεφάλαιο, δεδομένου ότι η εταιρία έχει ήδη επενδύσει στα πιο επικερδή προγράμματα. Έτσι το marginal q μειώνεται με την πάροδο του χρόνου καθώς οι πιο επικερδείς ευκαιρίες έχουν εξαντληθεί.
- **Αν το q<1**, τότε μια επιχείρηση που θέλει να μεγιστοποιήσει την αξία της θα πουλήσει μέρος του ενεργητικού της στην αγορά.

Γενικά το συμπέρασμα που βγαίνει από τους Blose και Shieh (1997) είναι ότι οι επιχειρήσεις των οποίων οι Διοικήσεις λειτουργούν με σκοπό να μεγιστοποιήσουν

<sup>1</sup> <http://www.investopedia.com/terms/q/qratio.asp#axzz1eGE7dlc>



την ευημερία του μετόχου τους, θα λάβουν τις επενδυτικές αποφάσεις τους βασιζόμενοι στο marginal q. Επιπρόσθετα οι επιχειρήσεις που ανακοινώνουν αύξηση στον κεφαλαιακό προϋπολογισμό τους έχουν υψηλότερους Tobin's Q αριθμοδείκτες από αυτούς που ανακοινώνουν μειώσεις στον κεφαλαιακό προϋπολογισμό τους. Παρόλο αυτά παρατηρήθηκε μεγαλύτερη έκπληξη όταν ανακοινώνονται μειώσεις στον κεφαλαιακό προϋπολογισμό από όταν ανακοινώνονται αυξήσεις. Επισημαίνεται επίσης ότι ο αριθμοδείκτης αυτός είναι ένας χρήσιμος αριθμοδείκτης για τους επενδυτές καθώς επιτρέπει τη διάκριση πραγματικά κερδοφόρων επενδυτικών ευκαιριών.

**Ο αριθμοδείκτης λόγου τιμής προς κέρδη ανα μετοχή**, υπολογίζεται αν διαιρεθεί η τρέχουσα τιμή της μετοχής με τα κέρδη κατά μετοχή της προηγούμενης χρήσης ή της τρέχουσας εαν είναι γνωστά.

$$\text{Αριθμοδ. λόγου τιμής προς κέρδη ανα μετοχή} = \frac{\text{Τιμή μετοχής}}{\text{Κέρδη κατά μετοχή}} \quad (1.10)$$

Όπου τα κέρδη κατά μετοχή δίδονται από την σχέση:

$$\frac{\text{Σύνολο καθαρών κερδών χρήσεως}}{\text{Μέσο αριθμό μετοχών σε κυκλοφορία}} \text{ ευρώ}$$

Ο λόγος τιμής προς κέρδη ανα μετοχή αντικατοπτρίζει τι σκοπεύει ένας επενδυτής να επενδύσει για κάθε ευρώ καθαρών κερδών χρήσεων που απολαμβάνει η εταιρία. Ο αριθμοδείκτης αυτός είναι πάντα θετικός αριθμός και δεν υπολογίζεται όταν η εταιρία έχει ζημίες ή μηδενικά κέρδη χρήσεως (Νιάρχος, 2004).

Λαμβάνοντας υπόψιν ότι οι επενδυτές εκτιμούν την απόδοση και το ρίσκο μιας μετοχής, μπορούμε να υποθέσουμε ότι ένας υψηλός λόγος τιμής προς κέρδη ανα μετοχή δείχνει μια προτίμηση καθώς προβλέπουν μια μελλοντική ανάπτυξη και βιωσιμότητα της εταιρίας. Έτσι συμπεραίνεται ότι ο αριθμοδείκτης αυτός μπορεί να χρησιμοποιηθεί σαν ένα μέτρο εμπιστοσύνης προς την ικανότητα της εταιρίας να παράγει κέρδη (Νιάρχος, 2004). Αλλά οι Beaver και Morse (1978) έκαναν συγκριτική ανάλυση του λόγου τιμής προς κέρδη κατά μετοχή με την ανάλυση ανάπτυξης των κερδών και κατέληξαν ότι η μεταβολή του λόγου τιμής προς κέρδη

κατά μετοχή μπορεί να αιτιολογηθεί από διαφοροποιημένη ανάπτυξη των κερδών μόνο τα τρία πρώτα έτη. Μετά από αυτήν την περίοδο ο λόγος τιμής προς κέρδη κατά μετοχή διαμορφώνεται από άλλους παράγοντες πέραν του ρίσκου και της ανάπτυξης. Αυτοί είναι οι λογιστικές επιδράσεις. Πρέπει να έχουμε κατά νου ότι τα κέρδη που αναφέρουν οι επιχειρήσεις είναι λογιστικά νούμερα. Έτσι μπορούμε να υποθέσουμε οι πληροφορίες αυτές είναι ευαίσθητες στις μεταβολές και στις διαφορετικές λογιστικές μεθόδους. Ένα παράδειγμα αποτελεί η αλλαγή στη μέθοδο απόσβεσης που επηρεάζει άμεσα τα κέρδη κατά μετοχή. Μπορεί να μην έχει επιρροή στην Κατάσταση Ταμιακών Ροών καθώς η χρήση του είναι μόνο για φορολογικούς λόγους και δεν αποτελεί χρέωση μετρητών. Συγκεκριμένα οι Beavers και Dukes βρήκαν ότι ο λόγος τιμής προς κέρδη κατά μετοχή σε ένα χαρτοφυλάκιο που περιέχει διάφορες εταιρίες που χρησιμοποιούν αύξουσα μέθοδο απόσβεσης είναι σημαντικότερος από ένα χαρτοφυλάκιο που περιέχει διάφορες εταιρίες που χρησιμοποιούν σταθερή μέθοδο απόσβεσης. Τα δυο χαρτοφυλάκια ήταν σχεδόν τα ίδια από άποψης ρίσκου (beta) και ανάπτυξης. Όταν λοιπόν οι εταιρίες του χαρτοφυλακίου που χρησιμοποιούσαν σταθερή μέθοδο απόσβεσης υιοθέτησαν την αύξουσα μέθοδο απόσβεσης, ο λόγος τιμής προς κέρδη κατά μετοχή ήταν σχεδόν ο ίδιος και για τα δυο χαρτοφυλάκια. Με άλλα λόγια οι διαφορές στον λόγο τιμής προς κέρδη κατά μετοχή εξαφανίστηκαν όταν τα κέρδη υπολογίστηκαν με μια ενιαία μέθοδο απόσβεσης (Beaver and Morse, 1978, page 73). Συνήθως ο λόγος τιμής προς κέρδη κατά μετοχή που χρησιμοποιείται είναι αυτός που ονομάζεται, στατικός λόγος τιμής προς κέρδη ανα μετοχή, γιατί τα κέρδη ανα μετοχή υπολογίζονται με παλιά δεδομένα (λογιστικά στοιχεία προηγούμενου έτους). Το αντίθετο είναι ο δυναμικός λόγος τιμής προς κέρδη ανα μετοχή στο οποίο τα κέρδη ανα μετοχή υπολογίζονται με τρέχοντα δεδομένα ή ακόμα και με μελλοντικές προβλέψεις. Φυσικά ο υπολογισμός του είναι ιδιαίτερα δύσκολος και για αυτό για τους σκοπούς της εργασίας αυτής χρησιμοποιείται ο στατικός λόγος τιμής προς κέρδη ανα μετοχή.

**Ο αριθμοδείκτης λόγου εσωτερικής αξίας μετοχής προς Χρηματιστηριακή τιμή, δίδεται από την ακόλουθη σχέση:**

$$\text{Λόγος εσωτ. αξ. μετ. προς Χρηματιστ. τιμή} = \frac{\text{Εσωτερική αξία μετοχής}}{\text{Χρηματιστηρ. τιμή μετ.}} \quad (1.11)$$

Η εσωτερική αξία είναι η συνολική αξία των περιουσιακών στοιχείων της εταιρίας (μείον τις αποσβέσεις) που οι μέτοχοι θα λάβουν θεωρητικά αν η εταιρία ρευστοποιηθεί<sup>2</sup>. Συγκεκριμένα είναι η λογιστική αξία μιας επιχείρησης.<sup>3</sup>

Χρηματιστηριακή αξία είναι η τιμή στην οποία οι επενδυτές πουλάνε ή αγοράζουν μια κοινή μετοχή ή ομόλογο σε μια δεδομένη χρονική στιγμή. Είναι επίσης γνωστό και σαν χρηματιστηριακή τιμή.<sup>4</sup>

Έτσι συγκρίνοντας την χρηματιστηριακή αξία με την εσωτερική αξία μιας επιχείρησης μπορούμε να καταλάβουμε αν μια μετοχή είναι υποεκτιμημένη ή υπερεκτιμημένη.<sup>5</sup> Συγκεκριμένα αν ο λόγος είναι μεγαλύτερος του ένα τότε η μετοχή είναι υποεκτιμημένη και το αντίθετο, αν είναι μικρότερο του ένα, τότε είναι υπερεκτιμημένη.<sup>6</sup>

### Από την κατηγορία αριθμοδεικτών φερεγγυότητας

Ο αριθμοδείκτης Συνολικού χρέους προς Ίδια Κεφάλαια, δίδεται από την εξής σχέση:

$$\text{Αριθμοδ. Συνολ. Χρέους προς Ίδια Κεφάλαια} = \frac{\text{Συνολικό Χρέος}}{\text{Ίδια Κεφάλαια}} \quad (1.12)$$

Είναι δείκτης οικονομικής μόχλευσης και δείχνει τι αναλογία Ιδίων Κεφαλαίων και χρέους έχει η επιχείρηση προκειμένου να χρηματοδοτήσει τα περιουσιακά της στοιχεία.<sup>7</sup> Ένας υψηλός δείκτης είναι ένδειξη ότι η εταιρία χρηματοδοτεί την αναπτυξή της με χρέος. Αυτό μπορεί να οδηγήσει σε άστατα κέρδη ως αποτέλεσμα επιπρόσθετου κόστους επιτοκίου.<sup>8</sup>

Παρόλο αυτά αν υπάρχει υψηλό χρέος προκειμένου να χρηματοδοτηθούν διαδικασίες και λειτουργίες (υψηλός δείκτης Συνολικού Χρέους προς Ίδια Κεφάλαια), η επιχείρηση θα μπορούσε να παράξει περισσότερα κέρδη από ότι χωρίς αυτήν την

<sup>2</sup> [www.investopedia.com/terms/b/bookvalue.asp](http://www.investopedia.com/terms/b/bookvalue.asp)

<sup>3</sup> [www.investopedia.com/terms/b/bookvalue.asp](http://www.investopedia.com/terms/b/bookvalue.asp)

<sup>4</sup> [www.investopedia.com/terms/m/marketvalue.asp](http://www.investopedia.com/terms/m/marketvalue.asp)

<sup>5</sup> [www.investopedia.com/terms/m/marketvalue.asp](http://www.investopedia.com/terms/m/marketvalue.asp)

<sup>6</sup> [www.investopedia.com/terms/b/booktomarketratio.asp](http://www.investopedia.com/terms/b/booktomarketratio.asp)

<sup>7</sup> [www.investopedia.com/terms/d/debtequityratio.asp](http://www.investopedia.com/terms/d/debtequityratio.asp)

<sup>8</sup> [www.investopedia.com/terms/d/debtequityratio.asp](http://www.investopedia.com/terms/d/debtequityratio.asp)

εξωτερική χρηματοδότηση. Αν αυτό αυξήσει τα κέρδη κατά ένα ποσό σημαντικότερο από το κόστος του χρέους (επιτόκιο), τότε οι μέτοχοι επωφελούνται καθώς περισσότερα κέρδη διανέμονται σε ίδιο αριθμό μετόχων. Παρόλο αυτά το κόστος του χρέους μπορεί να υπερβαίνει την απόδοση που παράγει η επιχείρηση μέσω επενδύσεων και επιχειρηματικών δραστηριοτήτων, και έτσι να καταστεί δύσκολο να διαχειριστεί το χρέος της. Αυτό μπορεί να οδηγήσει σε πτώχευση που θα αφήσει τους μετόχους με τίποτα.<sup>9</sup>

Όπως και να έχει, οι μέτοχοι και οι αναλυτές πρέπει να κρατάνε υπόψιν τους την πολιτική που ακολουθεί η εταιρία όσον αφορά την χρηματοοικονομική ευελιξία της (Financial flexibility, FF) καθώς αυτή είναι που οδηγεί τους Οικονομικούς Διευθυντές σε αποφάσεις περί της μόχλευσης.

Έχει παρατηρηθεί από τους Modigliani και Miller (1963) ότι πέρα από την ύπαρξη κάποιων φορολογικών πλεονεκτημάτων, οι επιχειρήσεις τείνουν να μην «κάνουν χρήση του μέγιστου ποσού χρέους που τους επιτρέπει η κεφαλαιακή τους διάρθρωση» λόγω των περιορισμών που τίθενται από τους δανειστές, οδηγώντας τους έτσι «στην ανάγκη για συντηριτική χρηματοοικονομική ευελιξία». Σε μια τροποποιημένη εκδοχή της θεωρίας (Myers, 1984), οι επιχειρήσεις έχουν δυο λόγους να περιορίζουν το χρέος τους: 1) να αποφύγουν το κόστος μιας χρηματοοικονομικής αναταραχής και 2) να διατηρήσουν οικονομική χαλαρότητα (financial slack) (Marchina and Mura, 2010). Βασισμένοι στα παραπάνω οι Marchina και Mura (2010) συμπέραναν στην έρευνά τους ότι επιχειρήσεις που φιλοδοξούν για μελλοντικές ευκαιρίες ανάπτυξης, μπορεί να ακολουθήσουν μια πολιτική χαμηλής χρηματοοικονομικής μόχλευσης για μια σειρά ετών. Ύστερα από αυτήν την περίοδο της συντηριτικής μόχλευσης, οι εταιρίες με την χρηματοοικονομική τους ευελιξία αυξάνουν σημαντικά τις κεφαλαιακές επενδύσεις τους σε σχέση με τα προηγούμενα χρόνια. Όπως είπε και ο Myers (1984), διατηρώντας «αποθεματικά» δανειακής δυνατότητας καθισταντό οι οικονομικά ευέλικτες επιχειρήσεις να αυξήσουν τα κεφαλαία τους και να επενδύσουν περισσότερο μετά από μια περίοδο συντηρητικής χρηματοοικονομικής πολιτικής.

---

<sup>9</sup> [www.investopedia.com/terms/d/debtequityratio.asp](http://www.investopedia.com/terms/d/debtequityratio.asp)

### **1.3 Τα ανακοινωθέντα οικονομικά αποτελέσματα και η τιμή της μετοχής**

Κάθε εισηγμένη αλλά και μη εταιρία κάθε χρόνο εκδίδει οικονομικά αποτελέσματα που φανερώνουν την πορεία και την στρατηγική της. Τα αποτελέσματα αυτά μπορούν να είναι μηνιαία, τριμηνιαία, εξαμηνιαία και ετήσια. Μεγαλύτερη βαρύτητα τόσο για την επιχείρηση όσο και για τους επενδυτές έχουν τα ετήσια αποτελέσματα. Η διαχρονική ανάλυσή τους, όπως έγινε και στην παρούσα εργασία, επιτρέπει στους επενδυτές να βλέπουν την πορεία της εταιρίας και να την συγκρίνουν με ανταγωνίστριες. Από μια τέτοια διαχρονική ανάλυση αλλά και από μια συγκριτική ανάλυση μεταξύ εταιριών προκύπτει η αποτελεσματικότητα και η αποδοτικότητα κάθε επιχείρησης.

Γενικότερα υπάρχει ένα μεγάλο ενδιαφέρον σχετικά με το τι επηρεάζει την τιμή μιας μετοχής. Είναι μια πληροφορία που ενδιαφέρει τόσο τους επενδυτές, τους μετόχους και φυσικά και την ίδια την επιχείρηση. Σκοπός κάθε εισηγμένης επιχείρησης είναι να δημιουργήσει όλες εκείνες τις απαραίτητες συνθήκες προκειμένου η μετοχή να γίνει ελκυστική στους επενδυτές. Πέραν τούτου σημαντικό είναι επίσης να δημιουργούν προοπτικές μελλοντικής ανάπτυξης καθώς και να προκαλούν ασφάλεια σε όλους τους επενδυτές και μετόχους. Έτσι σημαντικό ρόλο στις αποφάσεις που λαμβάνονται για επενδύσεις έχουν τόσο οι μακροοικονομικοί παράγοντες όπως η φάση της οικονομίας (ανάπτυξη, ύφεση), τα επιτόκια, ο δείκτης της ανεργίας, ο πληθωρισμός, η φορολογική αλλά και η εργατική νομοθεσία καθώς και οι παράγοντες τις αγοράς (όπως για παράδειγμα το φαινόμενο της αγέλης). Αυτοί είναι οι εξωτερικοί παράγοντες που διαμορφώνονται χωρίς η επιχείρηση να μπορεί να αλλάξει κάτι σημαντικά. Συνεπώς σε αυτό που δίνεται ιδιαίτερη βαρύτητα είναι τα οικονομικά αποτελέσματα που ανακοινώνει κάθε εταιρία και κατ'επέκταση και οι αριθμοδείκτες που προκύπτουν. Για αυτό τον λόγο έχει μεγάλη σημασία τα αποτελέσματα που ανακοινώνονται να είναι σωστά και έγκυρα. Για την διασφάλιση όμως ότι τα στοιχεία που ανακοινώνονται είναι ορθά και έγκυρα έχουν δημιουργηθεί ειδικές ελεγκτικές εταιρίες που ελέγχουν και ανακοινώνουν αν τα αποτελέσματα και οι διαδικασίες που ακολουθήθηκαν από την εκάστοτε εταιρία είναι σωστές. Όλες οι μεγάλες και εισηγμένες εταιρίες είναι υποχρεωμένες να υπόκεινται σε τέτοιον έλεγχο, καθώς τα συμπερασματά τους είναι πολύ σημαντικά για τους επενδυτές.

Όλες τις παραπάνω μελέτες, αναλύσεις αλλά και συγκρίσεις μεταξύ ομοειδών και μη επιχειρήσεων διευκόλυνει σημαντικά η υιοθέτηση των Διεθνών Λογιστικών Προτύπων. Με τα ΔΛΠ οι εταιρίες ακολουθούν τις ίδιες διαδικασίες καταγραφής και αποτίμησης, οπότε κατά μια έννοια μπορεί να συμπεραστεί ότι οι εταιρίες κατά αυτόν τον τρόπο καθίστανται πλέον συγκρίσιμες. Ιδίως για τις πολυεθνικές εταιρίες που δραστηριοποιούνται σε πολλές χώρες και η νομοθεσία και η κατάρτιση οικονομικών αποτελεσμάτων είναι διαφορετική παντού, η υιοθέτησή τους και η χρήση τους επιτρέπει στην μητρική εταιρία να συγκεντρώνει όλες τις απαραίτητες πληροφορίες και να δημιουργεί εν τέλει η ίδια έναν ενοποιημένο ισολογισμό, στον οποίο θα συμπεριλαμβάνονται τα αποτελέσματα από την δραστηριότητα όλων των επιχειρήσεων της σε όλες τις χώρες.

Με βάση αυτά τα αποτελέσματα οι επενδυτές λαμβάνουν αποφάσεις για το σε ποιά εταιρία θα επενδύσουν. Συνεπώς οι τιμές των μετοχών επηρεάζονται ανάλογα την ζήτηση που έχουν. Καθίσταται έτσι σαφές γιατί η κατάρτιση και η δημοσίευση έχουν τόσο μεγάλη σημασία για τις επιχειρήσεις, τους μετόχους και όλους τους δυνητικούς επενδυτές. Βασισμένοι σε αυτήν την διαπίστωση έχει γίνει μια πληθώρα μελετών από διάφορους ερευνητές. Κάποιες από αυτές παρατίθενται στο παρακάτω υποκεφάλαιο.

#### **1.4 Έρευνες συσχέτισης της τιμής της μετοχής με τα ανακοινωθέντα οικονομικά αποτελέσματα**

Έχει υπάρξει μεγάλος αριθμός προσεγγίσεων σχετικά με το αν και κατά πόσο τα ανακοινωθέντα οικονομικά αποτελέσματα και πιο συγκεκριμένα τα κέρδη μιας επιχείρησης επηρεάζουν την απόδοση της μετοχής. Ένας από τους πιο σημαντικούς αριθμοδείκτες που εξετάζονται από τους επενδυτές και μετόχους είναι ο λόγος τιμής προς κέρδη κατά μετοχή. Αξίζει να διερευνηθεί περαιτέρω ο παρανομαστής αυτού του αριθμοδείκτη, ο οποίος αποτελείται από τα κέρδη κατά μετοχή. Οι παρανομαστές που εμφανίζονται στους λόγους τιμής προς κέρδη κατά μετοχή συνήθως αποτελούν τα τελευταία νούμερα που είναι διαθέσιμα στα ετήσια κέρδη. Το σημαντικό χαρακτηριστικό τους είναι ότι αναπαριστούν ιστορικά στοιχεία. Δεν έχουν σκοπό να είναι αυθόρμητες παρατηρήσεις των τρεχόντων κερδών, ούτε να αναπαριστούν προβλέψεις μελλοντικών κερδών.

Η χρηματιστηριακή τιμή αντικατοπτρίζει τις τρέχουσες εκτιμήσεις της παρούσας αξίας από τους επενδυτές, τις προσδοκίες ανάπτυξης και/ή την αυξανόμενη σταθερότητα των μελλοντικών κερδών. Έτσι η τιμή της μετοχής βασίζεται στο ρεύμα των αναμενόμενων μελλοντικών κερδών που θα εμφανιστούν σε μορφή μερισμάτων. Υπό μια πιο στενή έννοια λοιπόν μπορεί να συμπερασθεί ότι ο τρέχον λόγος τιμής προς κέρδη κατά μετοχή καθρεφτίζει τις προσδοκίες των επενδυτών. Οποιαδήποτε μεταβολή αυτού του λόγου δείχνει την μεταβολή των προσδοκιών των επενδυτών. Ο Bashu (1997) ανέφερε ότι η πληροφορία που μεταφέρει ο λόγος τιμής προς κέρδη κατά μετοχή δεν «αντικατοπτρίζεται» πλήρως στις τιμές καθώς φαίνεται να υπάρχουν υστερήσεις στην προσαρμοστική διαδικασία της διαθέσιμης πληροφορίας.

Αξίζει να αναφέρουμε ότι οι Lakonishok, Shleifer και Vishny (LSV, 1994) επιχειρηματολόγησαν ότι οι αριθμοδείκτες μπορεί να είναι προγνωστικοί σε ότι αφορά τις μελλοντικές αποδόσεις λόγω των συστηματικών λαθών που κάνουν οι επενδυτές όταν διαμορφώνουν προσδοκίες (αυτό που αποκαλούν αφελείς επενδυτές, *naive investors*). Οι αφελείς επενδυτές σχηματίζουν για παράδειγμα υπερβολικά απαισιόδοξη άποψη για τα μελλοντικά κέρδη μετά από μια σειρά άσχημων κερδών ή αρνητικών νέων (De Bondt and Thaler, 1985).

Ο Bhandari (1998) βρήκε μια θετική συσχέτιση μεταξύ μόχλευσης και μέσης τιμής μετοχής. Οι Fama και French (1992) βρήκαν ότι η υψηλή μόχλευση στην αγορά συνδέεται με υψηλές μέσες αποδόσεις.

Ο Stattman (1980) και οι Rosenberg, Reid και Lanstein (1985) βρήκαν ότι υπάρχει μια θετική συσχέτιση μεταξύ μέσης απόδοσης των αμερικανικών μετοχών και του λόγου εσωτερικής αξίας προς τη χρηματιστηριακή αξία. Στο ίδιο συμπέρασμα κατέληξαν και οι Chan, Hamao και Lakonishok (1991) σχετικά με τις Ιαπωνέζικες μετοχές.

Οι Fama και French (1992) παρατήρησαν ότι υπάρχει μια έντονη συσχέτιση μεταξύ της μέσης απόδοσης της μετοχής με το μέγεθος μιας επιχείρησης και του λόγου εσωτερικής αξίας προς τη χρηματιστηριακή αξία. Παρόλο αυτά ο λόγος εσωτερικής αξίας προς τη χρηματιστηριακή αξία είναι πιο ισχυρός από ότι το μέγεθος της εταιρίας. Επιπρόσθετα ένας υψηλός λόγος εσωτερικής αξίας προς τη χρηματιστηριακή αξία, ο οποίος σημαίνει ότι η χρηματιστηριακή αξία της μετοχής

είναι μικρότερη της εσωτερικής της αξίας, δείχνει ότι η αγορά πιστεύει ότι οι προοπτικές μιας τέτοιας επιχείρησης είναι χειρότερες συγκριτικά με επιχειρήσεις που έχουν χαμηλό λόγο εσωτερικής αξίας προς τη χρηματιστηριακή αξία. Βρήκαν επίσης ότι επιχειρήσεις με υψηλά κέρδη κατά μετοχή τείνουν να έχουν υψηλό λόγο εσωτερικής αξίας προς τη χρηματιστηριακή αξία.

Ακόμα και για μια περίπτωση εξαγοράς (Leverager Buy Out, LBO) οι αριθμοδείκτες είναι σημαντικό να ληφθούν υπόψιν. Έτσι εταιρίες είτε με υψηλές καθαρές ταμιακές ροές ή χαμηλό Tobin's Q αριθμοδείκτη έχουν υψηλότερες αποδόσεις. Παρόλο αυτά οι αποδόσεις των εταιριών με τόσο υψηλές καθαρές ταμιακές ροές και χαμηλό Tobin's Q αριθμοδείκτη, είναι μικρότερες από αποδόσεις επιχειρήσεων με μόνο ένα από αυτά τα δυο χαρακτηριστικά (Carow and Roden, 1997). Οι Opler και Titman έδειξαν μέσω παλινδρόμησης ότι επιχειρήσεις που χαρακτηρίζονται με έναν συνδυασμό υψηλής καθαρής ταμιακής ροής και χαμηλού Tobin's Q αριθμοδείκτη είναι αρκετά πιθανότερο να εξαγοραστούν.

Υπάρχουν συχνά δραματικές αυξήσεις στην τιμή της μετοχής όταν μια πρόταση εξαγοράς γνωστοποιείται δημόσια. DeAngelo, DeAngelo και Rice (1984), Lehn και Poulsen (1988), Kaplan (1989), Marais, Schipper, και Smith (1989), Lee, Rosenstein, Rangan, και Davidson (1992), όλοι παρουσίασαν ότι υπάρχει στατιστικά σημαντική θετική απόδοση σε μετόχους πριν την εξαγορά, κατά 13%.

Από την άλλη πλευρά ο John Wild (1992) εξέτασε την εκτίμηση ότι η αύξηση και η πολυπλοκότητα των δεδομένων στις οικονομικές καταστάσεις έχουν εγείρει τον ισχυρισμό ότι τόσο διαχωριστικές γνωστοποιήσεις είναι μικρής σημασίας στους εξωτερικούς χρήστες. Συγκεκριμένα τα κέρδη και η εσωτερική αξία αντιπροσωπεύουν τα συνολικά μέτρα μιας κατάστασης Αποτελεσμάτων Χρήσης και Ισολογισμού αντίστοιχα. Βρήκε ότι τόσο τα κέρδη όσο και η εσωτερική αξία προσδίδουν επαυξητική πληροφόρηση στην αγορά κεφαλαίων. Τα ευρήματα αυτά είναι συνεπή με την εξάρτηση του χρήστη από τα λογιστικά δεδομένα προκειμένου να διαπιστώσει την οικονομική κατάσταση μιας επιχείρησης. Συμπέρανε ότι τα τόσο διαχωρισμένα λογιστικά δεδομένα είναι χρήσιμα για την εκτίμηση των επιχειρήσεων από τους μετόχους.



## **1.5 Ανακεφαλαίωση**

Σε αυτό το κεφάλαιο εξετάστηκαν ορισμένοι σημαντικοί αριθμοδείκτες από κάθε κατηγορία για το λιανικό εμπόριο και συγκεκριμένα για τα discount-variety stores. Οι αριθμοδείκτες αυτοί είναι ο αριθμοδείκτης Μικτού Περιθωρίου Κέρδους, ο αριθμοδείκτης Καθαρού Περιθωρίου Κέρδους, ο αριθμοδείκτης Αποδοτικότητας Ενεργητικού, ο αριθμοδείκτης Ταχύτητας Κυκλοφορίας Αποθεμάτων, ο αριθμοδείκτης Γενικής Ρευστότητας ή Κεφαλαίου Κίνησης, ο αριθμοδείκτης Λειτουργικών εξόδων, ο αριθμοδείκτης Tobin's Q, ο Λόγος τιμής προς κέρδη ανα μετοχή, ο Λόγος Εσωτερικής αξίας μετοχής προς Χρηματιστηριακή τιμή, ο αριθμοδείκτης Συνολικού χρέους προς Ίδια Κεφάλαια. Οι αριθμοδείκτες αυτοί προκύπτουν από τα οικονομικά αποτελέσματα που ανακοινώνονται από τις επιχειρήσεις. Χρησιμεύουν για την ανάλυση της πορείας κάθε επιχείρησης αλλά και για τη συγκρισή τους με άλλες ομοειδής επιχειρήσεις. Από διάφορες έρευνες που έχουν γίνει έχει προκύψει ότι οι αριθμοδείκτες, δηλαδή τα ανακοινωθέντα αποτελέσματα από τα οποία προκύπτουν οι αριθμοδείκτες, επηρεάζουν την τιμή της μετοχής, κοινώς τις αποφάσεις των επενδυτών.

## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2**

### **ΠΑΡΟΥΣΙΑΣΗ ΤΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ ΠΟΥ ΕΠΙΛΕΧΘΗΣΑΝ ΓΙΑ ΤΗ ΜΕΛΕΤΗ**

#### **2.1 Εισαγωγή**

Για μια συγκριτική ανάλυση επιχειρήσεων πρέπει να ληφθούν υπόψη αρκετοί παράγοντες, ούτως ώστε να διασφαλίζεται μια ομοιογένεια στην ανάλυση και στην σύγκριση εν συνεχεία. Σε ευτό έχει συμβάλλει σημαντικά η υιοθέτηση των Διεθνών Λογιστικών Προτύπων όπως αναφέρθηκε παραπάνω. Παρόλο αυτά πρέπει να λαμβάνονται υπόψη και άλλα πράγματα, όπως για παράδειγμα οι μακροοικονομικοί παράγοντες μιας χώρας, όταν εξετάζονται εταιρίες που δραστηριοποιούνται σε διαφορετική χώρα. Μεγάλη σημασία έχουν επίσης και η εργατική και φορολογική νομοθεσία που υπάρχει σε κάθε χώρα καθώς και η αγοραστική δύναμη του κοινού. Μεγάλης σημασίας επίσης είναι και η σύγκριση επιχειρήσεων ιδίου κλάδου ή και διαφορετικού με το σύνολο του κλάδου στον οποίο ανήκει κάθε επιχείρηση.

Για αυτό για τον σκοπό αυτής της εργασίας έχουν επιλεγθεί τρεις επιχειρήσεις που ανήκουν στο λιανικό εμπόριο προκειμένου να μελετηθούν και να βρεθούν οι προαναφερόμενοι αριθμοδείκτες για ένα χρονικό διάστημα πέντε ετών. Με αυτό τον τρόπο θα μελετηθεί αν έχουν κοινές τάσεις ή σημαντικές αποκλίσεις ή μια από την άλλη καθώς και από τον κλάδο.

Κατόπιν θα βρεθούν για την εξεταζόμενη πενταετία οι αριθμοδείκτες που επιλέχθηκαν και αναλύθηκαν παραπάνω για την κάθε εταιρία χωριστά. Εν συνεχεία οι αριθμοδείκτες και τα αποτελέσματα που θα βρεθούν θα αναλυθούν και θα σχολιαστούν και εν τέλει θα γίνει μια συγκριτική ανάλυση των τριών επιχειρήσεων ώστε να διαπιστωθούν τα κοινά τους και οι διαφορές τους και φυσικά και η αποδοτικότητα και αποτελεσματικότητά τους.

## **2.2 Οι επιλεγθείσες επιχειρήσεις**

Σε αυτήν την εργασία έχουν επιλεγθεί τρεις Γαλλικές πολυεθνικές επιχειρήσεις στον λιανικό κλάδο και πιο συγκεκριμένα στα υπερκαταστήματα με μεγάλες προσφορές (discount variety stores). Κατά αυτόν τον τρόπο εξετάζονται ανταγωνίστριες επιχειρήσεις που υπόκεινται κάτω από την ίδια εργατική και φορολογική νομοθεσία. Οι επιλεγθείσες εταιρίες είναι μεγάλες όχι μόνο από άποψης εσόδων αλλά και από άποψης εργατικού δυναμικού που απασχολούν στο μεγάλο και διεθνές δίκτυό τους. Παρακάτω παρατίθεται μια σύντομη παρουσίαση της κάθε εταιρίας κυρίως για να αιτιολογήσει τους λόγους για τους οποίους επιλέχθηκε.

### **Carrefour**

Η Carrefour είναι η δεύτερη μεγαλύτερη εταιρία λιανικού εμπορίου στον κόσμο από πλευράς εσόδων. Επιχειρεί σε 40 χώρες σε όλον τον κόσμο: Γαλλία, Ιταλία, Ισπανία, Ελλάδα, Κύπρο, Αζερμπαϊτζάν, Βέλγιο, Βουλγαρία, Μόνακο, Πολωνία, Πορτογαλία, Ρουμανία, Σλοβακία, Τουρκία, Αγγλία/Ιρλανδία, Αίγυπτο, Μαρόκο, Τυνησία, Αλγερία, Ινδία, Κίνα, Ινδονησία, Μπαχρέιν, Ιαπωνία, Ιορδανία, Κουβέιτ, Μαλαισία, Ομάν, Πακιστάν, Ιράν, Κατάρ, Σαουδική Αραβία, Σιγκαπούρη, Συρία, Ηνωμένα Αραβικά Εμιράτα, Αργεντινή, Βραζιλία, Κολομβία, και Δομινικανική Δημοκρατία. Μέχρι τον Δεκέμβριο του 2010 η Carrefour είχε 15.669 καταστήματα και απασχολούσε 475.000 εργατικό δυναμικό.

### **Auchan Group**

Η Auchan επιχειρεί στην: Γαλλία, Ισπανία, Ιταλία, Πορτογαλία, Λουξεμβούργο, Πολωνία, Ουγγαρία, Κίνα, Ταϊβάν, Ρωσία, Ρουμανία και Ουκρανία. Στο τέλος του 2010 η Auchan Group αριθμούσε περίπου 1331 καταστήματα και απασχολούσε 262.000 εργατικό δυναμικό. Δεν είναι τόσο μεγάλη όσο η Carrefour αλλά όπως φαίνεται έχει την ίδια πολιτική ανάπτυξης και την ίδια δομή καταστημάτων σε ότι αφορά τιμές, προϊόντα και προσφορές.

### **Casino Guichard Group**

Το Casino Group επιχειρεί στην: Γαλλία, Ολλανδία, Ελβετία, Ταϊλάνδη, Βιετνάμ, Σαουδική Αραβία, Κατάρ, Ινδία, Ιράν, Ιορδανία, Υεμένη, Κουβέιτ, Μπαχρέιν, Μαδαγασκάρη, Βραζιλία, Κολομβία, Ουρουγουάη και Αργεντινή. Μέχρι τον Δεκέμβριο του 2010 αριθμούσε 11633 καταστήματα σε ολόκληρο τον κόσμο και απασχολεί περίπου 159.230 εργατικό δυναμικό.

Παρατηρείται έτσι και η σημασία που έχει και από τις τρεις εταιρίες η υιοθέτηση των Διεθνών Λογιστικών Προτύπων, καθώς χωρίς αυτά θα ήταν αδύνατη η ενοποίηση των αποτελεσμάτων όλων των χωρών και κατόπιν θα ήταν αδύνατη και η συγκρισή τους. Παρατηρείται επίσης ότι και οι τρεις εταιρίες δραστηριοποιούνται ως επι το πλείστον στις ίδιες χώρες που ισχύει η ίδια εργατική και φορολογική νομοθεσία, χωρίς έτσι να αποκτά πλεονεκτήματα ή μειονεκτήματα κάποια από τις τρεις επιχειρήσεις.

## **2.3 Ανάλυση των οικονομικών αποτελεσμάτων των τριων επιχειρήσεων**

Σε αυτήν την εργασία παρουσιάζεται η ανάλυση των οικονομικών αποτελεσμάτων των τριών προαναφερθέντων εταιριών για την χρονική περίοδο 2005 με 2010.

Μέσω αυτών των οικονομικών αποτελεσμάτων οι σημαντικοί αριθμοδείκτες που παρουσιάστηκαν παραπάνω υπολογίστηκαν και εν συνεχεία συγκρίθηκαν. Ο Πίνακας 2.1 είναι ένας συγκεντρωτικός πίνακας που συμπεριλαμβάνει για όλες τις εξεταζόμενες χρονιές τους αριθμοδείκτες που επιλέχθηκαν παραπάνω ως οι πιο σημαντικοί για τον συγκεκριμένο κλάδο που θέλουμε να εξετάσουμε εδώ. Είναι επίσης και χρήσιμος καθώς παραθέτει μια απευθείας διαχρονική ανάλυση.

**ΠΙΝΑΚΑΣ 2.1**  
**Πίνακας αριθμοδεικτών για τα έτη 2005 έως 2010 για την Carrefour**

Αριθμοδείκτες/Χρονιά	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Δείκτης Μικτού Περιθωρίου Κέρδους	22,68%	22,77%	22,75%	22,61%	22,59%	22,25%
Δείκτης Καθαρού Περιθωρίου Κέρδους	2,17%	3,12%	3,02%	1,78%	0,45%	0,64%
Δείκτης Αποδοτικότητας Ενεργητικού	3,42%	5,12%	4,77%	2,94%	0,75%	1,06%
Δείκτης Ταχύτητας Κυκλοφορίας Αποθεμάτων (Κόστος Πωλ.)	38,80	36,09	38,79	36,60	35,41	35,63
Δείκτης Ταχύτητας Κυκλοφορίας Αποθεμάτων	30,52	28,35	30,51	29,13	28,25	28,58
Δείκτης Γενικής Ρευστότητας	0,65	0,66	0,65	0,70	0,71	0,71
Δείκτης Λειτουργικών Εξόδων	95,08%	95,12%	95,29%	96,21%	96,83%	96,97%
Δείκτης Ιδίων Κεφ. Προς Συν. Κεφ.	0,25	0,28	0,29	0,26	0,27	0,25
Δείκτης Tobin's Q	2,28	3,63	3,84	1,96	2,89	2,59
Λόγος Τιμής προς Κέρδη ανά μετοχή	13,51	15,67	18,24	13,92	14,82	13,60
Λόγος Εσωτερικής Αξίας μετ. προς Χρηματιστηριακή Αξία	2,10	1,21	1,11	2,36	1,58	1,89
Δείκτης Συνολικού Χρέους προς Ίδια Κεφάλαια	111,84 %	94,63%	97,31%	111,83%	109,93%	123,82%

Ο Πίνακας 2.2 που παρουσιάζεται παρακάτω είναι υποστηρικτικός του Πίνακα 2.1 προκειμένου να διευκολύνει την ανάλυση. Παρουσιάζει την μεταβολή κάποιων σημαντικών οικονομικών μεγεθών της επιχείρησης, ώστε να καταστεί πιο σαφής η μεταβολή κάποιων αριθμοδεικτών του Πίνακα 2.1. Οι μεταβολές αυτές είναι ετήσιες και δείχνουν την αυξομείωση κάποιων σημαντικών στοιχείων της επιχείρησης, όπως οι καθαρές πωλήσεις, το καθαρό εισόδημα, η μεταβολή των αποθεμάτων, του χρέους, των επενδύσεων, των καθαρών κερδών και άλλων σημαντικών στοιχείων. Στην ουσία είναι μια σύμπτυξη των σημαντικότερων στοιχείων, κυρίως για την ανάλυση που θέλουμε να γίνει εδώ, από τον Ισολογισμό, την Κατάσταση Ταμιακών Ροών και τα Αποτελέσματα Χρήσης. Πίνακες όπως ο 2.1 και ο 2.2 θα παρατεθούν παρακάτω και για τις άλλες δυο επιχειρήσεις.

**ΠΙΝΑΚΑΣ 2.2****Πίνακας μεταβολής οικονομικών μεγεθών για την Carrefour**

Ετήσια Μεταβολή %	2006/2005	2007/2006	2008/2007	2009/2008	2010/2009
Καθαρές Πωλήσεις	6,63%	5,45%	5,10%	-1,14%	4,65%
Καθαρό Εισόδημα	53,69%	1,96%	-38,08%	-74,85%	47,15%
Αποθέματα	-0,97%	13,49%	0,35%	-4,12%	5,86%
Χρέος	-5,32%	15,23%	6,65%	-2,16%	9,44%
Κυκλοφορούν Ενεργητικό	0,73%	7,85%	7,97%	-4,61%	4,89%
Σύνολο Ενεργητικού	2,77%	9,25%	0,69%	-1,41%	4,07%
Βραχυπρ. Υποχρεώσεις	0,10%	8,22%	0,16%	-5,17%	4,77%
Συνολικές Υποχρεώσεις	0,45%	8,46%	3,00%	-1,65%	5,91%
Ίδια Κεφάλαια	11,90%	12,06%	-7,20%	-0,48%	-2,83%
Επενδύσεις	-22,32%	71,72%	-26,64%	-8,17%	3,23%
Κέρδη ανα μετοχή	2,33%	1,52%	-30,71%	18,92%	2,27%

Παρατηρώντας τον Πίνακα 2.1 συμπεραίνεται ότι δεν υπάρχουν σημαντικές αποκλίσεις από χρονιά σε χρονιά στους περισσότερους εξεταζόμενους δείκτες. Αυτό μπορεί να σημαίνει ότι η επιχείρηση κατά τη διάρκεια των πέντε αυτών χρόνων ακολουθούσε την ίδια πολιτική σε ότι αφορά την πολιτική επεκτασής της, την τιμολογιακή και επιχειρησιακή πολιτική γενικότερα.

Με μια πρώτη ματιά λοιπόν μπορεί να υποτεθεί ότι η εταιρία για όλα αυτά τα χρόνια έχει ικανοποιητικό μικτό περιθώριο κέρδους, εαν λάβουμε υπόψη ότι ο συγκεκριμένος κλάδος στον οποίο δραστηριοποιείται δεν αποφέρει υψηλά μικτά περιθώρια κέρδους. Ο δείκτης καθαρού περιθωρίου κέρδους είναι για όλα τα εξεταζόμενα χρόνια θετικός, που σημαίνει ότι με την τιμολογιακή πολιτική της εταιρίας γενικότερα καλύπτονται τα λειτουργικά της έξοδα καθώς και τα Κόστη Πωληθέντων. Παραταύτα σημαντική απόκλιση παρατηρείται μεταξύ του 2009 και του 2010. Όπως μπορούμε να δούμε από τα οικονομικά αποτελέσματα και τον Πίνακα 2.2, οι καθαρές πωλήσεις δεν μειώθηκαν σημαντικά εκτός από το 2009 και τα κέρδη όπως και οι φόροι δεν αυξήθηκαν αισθητά. Η μείωση προκλήθηκε κυρίως λόγω της πτώσης του καθαρού εισοδήματος από επαναλαμβανόμενες εργασίες.

Σε ό,τι αφορά τον Δείκτη Αποδοτικότητας Ενεργητικού, όσο υψηλότερος είναι τόσο το καλύτερο, διότι η εταιρία κερδίζει χρήματα με λιγότερες επενδύσεις. Ή αλλιώς η επιχείρηση εκμεταλλεύεται επαρκώς το ενεργητικό της που χρησιμοποιείται στην παραγωγή των πωλήσεων. Για την Carrefour ο δείκτης είναι σχετικά καλός. Παρόλο αυτά παρατηρείται μια πτώση του μεταξύ του 2008 και του 2010. Αυτό φέιλεται κυρίως σε μια ελαφριά πτώση στο σύνολο του Ενεργητικού καθώς και σε μια μεγάλη μείωση στο καθαρό εισόδημα.

Στα ανακοινωθέντα οικονομικά αποτελέσματα της Carrefour για το 2005 με 2010 έχει δηλωθεί ότι: “Σύμφωνα με το IAS2 – Αποθέματα, τα αποθέματα εκτιμώνται στην τιμή κόστους τους ή στην καθαρή παρούσα αξία, οποιαδήποτε είναι χαμηλότερη. Η τιμή κόστους ανταποκρίνεται στην πιο πρόσφατη τιμή αγοράς συν επιπλέον κόστη, μια μέθοδος με μεγάλη ταχύτητα κυκλοφορίας αποθεμάτων που δεν έχει ιδιαίτερη διαφορά από την μέθοδο FIFO”. Διαιρώντας το με το 365 τον Δείκτη Ταχύτητας Κυκλοφορίας Αποθεμάτων (Κόστος Πωλ.) λαμβάνουμε περίπου 36 με 39 ημέρες που το απόθεμα διατηρείται από την επιχείρηση. Με τον δεύτερο τρόπο υπολογισμού (καθαρές πωλήσεις) είναι προσεγγιστικά στις 29 με 31 ημέρες που διατηρείται το εμπόρευμα. Και με τους δυο αυτούς τρόπους υπολογισμού παρατηρείται μια μικρή αύξηση τα τελευταία τρία εξεταζόμενα χρόνια (2008 με 2010) που σημαίνει ότι οι μέρες που διατηρείται το απόθεμα από την επιχείρηση μειώνονται. Όπως παρατηρείται κιόλας από τον Πίνακα 2.2 οι καθαρές πωλήσεις μειώθηκαν λιγότερο και κανονικότερα από τα αποθέματα.

Ο Δείκτης Γενικής Ρευστότητας είναι πολύ χαμηλός για όλα τα εξεταζόμενα χρόνια και παρατηρούνται μόνο μικρές μεταβολές. Όπως αναφέρθηκε και στο κεφάλαιο 1, εάν γενικά ο δείκτης είναι μικρότερος του 2 τότε η εταιρία δεν έχει καλή ρευστότητα. Δεν είναι καλή ένδειξη καθώς σε ένα απρόσμενο πρόβλημα μπορεί να αντιμετωπίσει δυσκολία ακόμα και με τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της. Όπως φαίνεται και από τον Πίνακα 2.2 οι βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις μεταβάλλονται σχεδόν με τον ίδιο ρυθμό που μεταβάλλεται το κυκλοφορούν ενεργητικό.

Ο Δείκτης Λειτουργικών Δαπανών είναι πολύ υψηλός και για τα έξι χρόνια. Αυτό σημαίνει ότι το λειτουργικό κέρδος της επιχείρησης μπορεί να μην είναι ικανό να καλύψει όλα τα κόστη της επιχείρησης. Από τον Πίνακα 2.2 και από τα ανακοινωθέντα οικονομικά αποτελέσματα φαίνεται ότι από το 2005 έως το 2010 τα

λειτουργικά έξοδα καθώς και το Κόστος Πωληθέντων αυξήθηκαν περισσότερο από τις καθαρές πωλήσεις.

Ο Δείκτης Ιδίων κεφαλαίων προς Συνολικά Κεφάλαια για αυτά τα πέντε χρόνια είναι αρκετά μικρότερος από ένα, που είναι και το επιτρεπτό για αυτόν τον δείκτη. Αυτό είναι ένδειξη ότι η εταιρία στηρίζει την αναπτυξή της περισσότερο σε ξένα κεφάλαια παρά σε Ίδια Κεφάλαια (Πίνακας 2.2). Αυτό κάνει τους δανειστές να νιώθουν περισσότερο ανασφαλείς. Παραταύτα αυτό μπορεί να εξηγείται και από το γεγονός ότι τέτοιες εταιρίες έχουν μεγάλες πολιτικές επεκτάσεως και ανάπτυξης και συνεπώς και σημαντικές επενδύσεις.

Ο Δείκτης Tobin's Q δείχνει την απόδοση μιας εταιρίας. Σε αυτήν την περίπτωση για όλα τα εξεταζόμενα χρόνια ο δείκτης είναι μεγαλύτερος του ένα, που υποδεικνύει ότι η μετοχή της εταιρίας είναι πιο ακριβή από το κόστος αντικατάστασης του ενεργητικού. Σύμφωνα κιόλας με την μελέτη των Blöse και Shieh (1997) και εφόσον ο δείκτης είναι μεγαλύτερος του ένα για όλα τα χρόνια, η εταιρία έπρεπε να συνεχίζει να επενδύει σε κεφάλαια.

Ο Λόγος τιμής προς κέρδη ανα μετοχή είναι ένας τρόπος μέτρησης της εμπιστοσύνης των επενδυτών προς την ικανότητα της επιχείρησης να παράγει κέρδη. Δεν υπάρχουν σημαντικές αποκλίσεις στη διάρκεια των χρόνων εκτός του 2007, που υπήρχε μια αύξηση από το 2,33% στο 1,52% στα κέρδη ανα μετοχή (Πίνακας 2.2).

Όταν ο Λόγος Εσωτερικής Αξίας μετοχής προς Χρηματιστηριακή Αξία είναι μεγαλύτερος του ένα, τότε η μετοχή είναι υποεκτιμημένη και το αντίστροφο, εαν είναι μικρότερη του ένα είναι υπερεκτιμημένη. Σε αυτήν την περίπτωση για όλα τα χρόνια ο δείκτης είναι μεγαλύτερος του ένα που σημαίνει ότι η μετοχή είναι υποεκτιμημένη.

Ο Δείκτης Συνολικού Χρέους προς Ίδια Κεφάλαια για όλα τα εξεταζόμενα χρόνια είναι πολύ υψηλός, επιβεβαιώνοντας έτσι αυτό που παρατηρήθηκε παραπάνω (από τον Δείκτη Ιδίων Κεφαλαίων προς Συνολικά Κεφάλαια), δηλαδή ότι η εταιρία δανείζεται προκειμένου να χρηματοδοτήσει την αναπτυξή της. Φυσικά αυτή η ανάπτυξη μπορεί να αυξήσει τα κέρδη της και έτσι κατ'επέκταση μπορεί να καλύψει τα χρηματοοικονομικά της έξοδα (επιτόκια). Αυτό όμως μπορεί να είναι επικίνδυνο καθώς γίνεται δυσκολότερο για την εταιρία να χειριστεί το χρέος της.

Παρακάτω παρατίθεται ο Πίνακας 2.3 που αφορά τον συγκεντρωτικό πίνακα αριθμοδεικτών από το 2005 έως το 2010 για την εταιρία Auchan Group. Οι αριθμοδείκτες για τις τρεις επιχειρήσεις δεν έχουν σημαντικές αποκλίσεις η μια από την άλλη. Παρατηρείται ότι κινούνται περίπου στα ίδια πλαίσια. Φυσικά κάποια από τις τρεις επιχειρήσεις παρουσιάζει γενικότερα καλύτερη εικόνα ή όπως είναι φυσικό είναι ενδυναμωμένη σε κάποιο σημείο και ίσως πιο αδύναμη σε κάποιο άλλο. Όλα αυτά όμως θα εξεταστούν περαιτέρω και παρακάτω πιο αναλυτικά όπου θα παραταθεί μια συγκριτική άν' αλυση των τριων επιχειρήσεων.

**ΠΙΝΑΚΑΣ 2.3**  
**Πίνακας αριθμοδεικτών για τα έτη 2005 έως 2010 για την Auchan Group**

<b>Αριθμοδείκτες/Χρονιά</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>
<b>Δείκτης Μικτού Περιθωρίου Κέρδους</b>	23,33%	23,29%	23,25%	23,17%	23,73%	23,49%
<b>Δείκτης Καθαρού Περιθωρίου Κέρδους</b>	2,91%	2,18%	2,67%	1,89%	1,76%	1,75%
<b>Δείκτης Αποδοτικότητας Ενεργητικού</b>	4,40%	3,25%	3,86%	2,77%	2,63%	2,75%
<b>Δείκτης Ταχύτητας Κυκλοφορίας Αποθεμάτων (Κόστος Πωλ.)</b>	38,06	35,55	38,34	37,40	37,83	39,65
<b>Δείκτης Ταχύτητας Κυκλοφορίας Αποθεμάτων</b>	29,32	27,39	29,58	28,88	29,01	30,50
<b>Δείκτης Γενικής Ρευστότητας</b>	0,72	0,75	0,71	0,71	0,71	0,71
<b>Δείκτης Λειτουργικών Εξόδων</b>	93,68%	94,00%	94,44%	94,52%	94,34%	94,35%
<b>Δείκτης Ιδίων Κεφ. Προς Συν. Κεφ.</b>	0,33	0,35	0,38	0,37	0,42	0,46
<b>Δείκτης Tobin's Q</b>	2,11	1,55	1,91	1,51	1,43	1,39
<b>Λόγος Τιμής προς Κέρδη ανά μετοχή</b>	11,99	12,46	13,52	14,80	16,01	15,85
<b>Λόγος Εσωτερικής Αξίας μετ. προς Χρηματιστηριακή Αξία</b>	1,81	2,37	1,84	2,34	2,28	2,19
<b>Δείκτης Συνολικού Χρέους προς Ίδια Κεφάλαια</b>	61,39%	52,62%	62,39%	76,01%	64,88%	52,04%

Ο Πίνακας 2.4 είναι υποστηρικτικός του Πίνακα 2.3 προκειμένου να διευκολύνει την ανάλυση. Παρουσιάζει την μεταβολή κάποιων σημαντικών οικονομικών μεγεθών της επιχείρησης. Οι μεταβολές αυτές είναι ετήσιες και δείχνουν την αυξομείωση κάποιων σημαντικών στοιχείων της επιχείρησης, όπως οι καθαρές πωλήσεις, το καθαρό εισόδημα, η μεταβολή των αποθεμάτων, του χρέους, των επενδύσεων, των καθαρών κερδών και άλλων σημαντικών στοιχείων. Είναι ενδιαφέρον να παρατηρήσουμε ότι οι



πίνακες των ετήσιων μεταβολών έχουν μεγαλύτερες αυξομειώσεις μεταξύ τους από ότι οι πίνακες που παρουσιάζονται οι αριθμοδείκτες. Παρατηρείται γενικότερα ότι οι μεγαλύτερες μειώσεις έγιναν τις χρονιές 2008 και 2009 καθώς ήταν και οι χρονιές που ξεκίνησε η χρηματοοικονομική κρίση. Παρόλο αυτά εντοπίζεται μια ελαφρώς σχετική καλύτερευση το 2010.

**ΠΙΝΑΚΑΣ 2.4**  
**Πίνακας μεταβολής οικονομικών μεγεθών για την Auchan Group**

Ετήσια Μεταβολή %	2006/2005	2007/2006	2008/2007	2009/2008	2010/2009
Καθαρές Πωλήσεις	4,14%	4,86%	7,53%	0,47%	7,11%
Καθαρό Εισόδημα	-22,23%	28,72%	-23,85%	-6,45%	6,61%
Αποθέματα	-2,71%	13,26%	4,99%	0,90%	12,61%
Χρέος	-5,66%	33,71%	28,62%	-8,44%	13,04%
Κυκλοφορούν Ενεργητικό	10,11%	7,94%	3,07%	-6,33%	2,50%
Σύνολο Ενεργητικού	5,44%	8,13%	6,13%	-1,28%	1,87%
Βραχυπρ. Υποχρεώσεις	4,80%	15,08%	2,72%	-6,65%	2,96%
Συνολικές Υποχρεώσεις	3,89%	6,50%	6,34%	-4,47%	-0,87%
Ίδια Κεφάλαια	10,08%	12,75%	5,58%	7,28%	8,42%
Επενδύσεις	68,99%	29,99%	50,14%	-33,99%	-20,57%
Κέρδη ανα μετοχή	1,03%	0,81%	-2,98%	-9,23%	6,87%

Η επιχείρηση από το 2005 έως το 2012 έχει ικανοποιητικό Μικτό Περιθώριο Κέρδους για τον κλάδο στον οποίο ανήκει. Το Μικτό Περιθώριο Κέρδους της είναι ελαφρώς καλύτερο της Carrefour.

Ο δείκτης Καθαρού Περιθωρίου Κέρδους είναι για όλα τα χρόνια θετικός που σημαίνει ότι η τιμολογιακή πολιτική της εταιρίας γενικότερα μπορεί να καλύψει όλα τα λειτουργικά έξοδα καθώς και τα Κόστη Πωληθέντων. Παρόλο αυτά μια μείωση παρατηρείται από το 2008 έως το 2010. Αυτό μπορεί να δικαιολογηθεί και από τον Πίνακα 2.4 όπου παρατηρείται μια μείωση στο καθαρό εισόδημα και μια μικρότερη μείωση στις καθαρές πωλήσεις.

Όσον αφορά τον αριθμοδείκτη Αποδοτικότητας Ενεργητικού φαίνεται ότι η εταιρία εκμεταλλεύεται επαρκώς το ενεργητικό που συμμετέχει στην παραγωγή πωλήσεων. Γενικότερα ο δείκτης είναι ικανοποιητικός. Παρόλο αυτά παρατηρείται μια μικρή μείωση του αριθμοδείκτη από το 2008 έως το 2010. Αυτό συμβαίνει λόγω του ότι η εταιρία είχε μια μείωση στο καθαρό της εισόδημα από το 2008 έως το 2010 λόγω μιας αύξησης των λειτουργικών εξόδων της. Επιπρόσθετα όπως παρατηρείται και από τον Πίνακα 2.4 υπήρχε μια μικρότερη πτώση στο ενεργητικό της από ότι στο καθαρό εισόδημα.

Ο αριθμοδείκτης Ταχύτητας Κυκλοφορίας Αποθεμάτων όταν διαιρείται με το 365 δίνει περίπου 35 με 39 μέρες που η εταιρία διατηρεί τα αποθεματά της. Με τον δεύτερο τρόπο υπολογισμού της Ταχύτητας Κυκλοφορίας Αποθεμάτων (με τις καθαρές πωλήσεις), όταν αντίστοιχα διαιρείται με το 365 δίνει περίπου 27 με 30 μέρες μέσο όρο διατήρησης των αποθεμάτων της. Γενικότερα πέραν του 2006 που ο δείκτης ελαφρώς μειώθηκε, ο αριθμοδείκτης αυξανόταν. Από την άλλη μεριά όμως το 2009 και κυρίως το 2010 οι μέρες διατήρησης των αποθεμάτων αυξήθηκαν και με τους δυο τρόπους υπολογισμού. Αυτό είναι εύκολο να το παρατηρήσουμε και μέσω του Πίνακα 3.4 όπου τα αποθέματα αυξήθηκαν από το 2009 έως το 2010 κατά 12,69% ενώ οι καθαρές πωλήσεις αυξήθηκαν μόνο κατά 7,11%.

Και για την Auchan όπως και για την Carrefour ο αριθμοδείκτης Γενικής Ρευστότητας είναι πολύ χαμηλός για όλα τα εξεταζόμενα χρόνια. Ο αριθμοδείκτης είναι μικρότερος του 2 και έτσι συνεπάγεται ότι η επιχείρηση δεν έχει καλή ρευστότητα, το οποίο καθιστά δύσκολο για την εταιρία να ανταποκριθεί στις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της. Από τον Πίνακα 2.4 μπορεί να παρατηρηθεί ότι το κυκλοφορούν ενεργητικό καθώς και οι βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις αυξήθηκαν με τον ίδιο ρυθμό.

Η Auchan έχει ένα υψηλό αριθμοδείκτη λειτουργικών εξόδων για όλα τα εξεταζόμενα χρόνια. Αυτό σημαίνει ότι τα λειτουργικά κέρδη που απομένουν στην επιχείρηση μπορεί να μην είναι ικανά να καλύψουν όλα τα κόστη της επιχείρησης.

Μικρότερος του ένα είναι ο αριθμοδείκτης Ιδίων Κεφαλαίων προς τις Συνολικές υποχρεώσεις και αυτής της επιχείρησης. Κάθε χρόνο ήταν μικρότερος του ένα, που σημαίνει ότι οι υποχρεώσεις της εταιρίας ήταν μεγαλύτερες από τα Ίδια Κεφάλαια της. Παρόλο αυτά παρατηρείται μια αλλαγή από το 2009 και το 2010 καθώς τα Ίδια

Κεφάλαια αυξήθηκαν από το 2008 έως το 2010 και οι Συνολικές Υποχρεώσεις συρρικνώθηκαν σημαντικά. Παρατηρείται επίσης και μια μείωση των επενδύσεων αυτά τα χρόνια (Πίνακας 2.4).

Ο αριθμοδείκτης Tobin's Q είναι μεγαλύτερος του ένα για όλα τα εξεταζόμενα χρόνια, που δείχνει ότι η μετοχή της εταιρίας είναι πιο ακριβή από ότι το κόστος αντικατάστασης του ενεργητικού της. Η επιχείρηση λοιπόν πρέπει να συνεχίσει να επενδύει σε κεφάλαια καθώς για όλες τις χρονιές ο δείκτης ήταν μεγαλύτερος του ένα. Παρόλο αυτά ο αριθμοδείκτης δεν ήταν ιδιαίτερα μεγάλος όλα τα χρόνια καθώς παρατηρείται μια μικρή πτώση το 2009 και το 2010.

Στον Λόγο τιμής μετοχής προς κέρδη ανα μετοχή παρατηρείται μια μεγάλη αλλαγή το 2009 και το 2010 που σημαίνει ότι οι επενδυτές ανέμεναν μεγαλύτερες μελλοντικές αποδόσεις για την εταιρία. Επιπλέον υπήρχε μια μεγάλη πτώση το 2009 και το 2010 για τα κέρδη ανά μετοχή που αιτιολογεί την αύξηση του λόγου τιμής μετοχής προς κέρδη ανα μετοχή.

Ο Λόγος Εσωτερικής Αξίας μετοχής προς Χρηματιστηριακή Αξία είναι μεγαλύτερος του ένα, που σημαίνει ότι η μετοχή είναι υποεκτιμημένη.

Ο Λόγος Συνολικού Χρέους προς Ίδια Κεφάλαια για όλα τα εξεταζόμενα χρόνια ήταν αρκετά υψηλός που δείχνει ότι η εταιρία δανειζόταν χρήματα για να χρηματοδοτήσει την αναπτυξή της. Αξίζει να αναφερθεί ότι το 2010 ο αριθμοδείκτης μειώθηκε σημαντικά. Τα Ίδια Κεφάλαια ενισχύθηκαν το 2009 και το 2010 ενώ το χρέος περιορίστηκε.

Παρακάτω παρουσιάζεται ο Πίνακας 2.5 που αφορά τον συγκεντρωτικό πίνακα των αριθμοδεικτών για όλα τα εξεταζόμενα έτη από το 2005 έως το 2010 για το Casino Group. Γενικότερα η εταιρία αυτή έχει τις μεγαλύτερες και πιο αισθητές αποκλίσεις από όλες τις εξεταζόμενες επιχειρήσεις. Παρόλο αυτά καταφέρνει εν τέλει να βελτιώνει τα αποτελεσματά της σε σχέση με τις άλλες δυο επιχειρήσεις. Αυτό αποτελεί μια ένδειξη ότι η εταιρία δοκίμαζε διάφορες στρατηγικές μέχρι να βρει αυτήν που θα πληρούσε τα απαραίτητα για να βελτιωθεί η θέση της εταιρίας και να ενδυναμωθεί η παρουσία της στην αγορά.

## ΠΙΝΑΚΑΣ 2.5

### Πίνακας αριθμοδεικτών για τα έτη 2005 έως 2010 για το Casino Group

Αριθμοδείκτες/Χρονιά	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Δείκτης Μικτού Περιθωρίου Κέρδους	25,95%	26,67%	26,16%	25,09%	25,87%	25,19%
Δείκτης Καθαρού Περιθωρίου Κέρδους	1,98%	2,45%	3,07%	2,14%	2,37%	2,59%
Δείκτης Αποδοτικότητας Ενεργητικού	2,00%	2,79%	3,41%	2,74%	2,73%	2,92%
Δείκτης Ταχύτητας Κυκλοφορίας Αποθεμάτων (Κόστος Πωλ.)	48,69	39,92	48,69	45,56	47,38	48,53
Δείκτης Ταχύτητας Κυκλοφορίας Αποθεμάτων	36,63	29,73	35,96	34,13	35,13	36,30
Δείκτης Γενικής Ρευστότητας	0,83	0,84	0,81	0,81	0,93	0,92
Δείκτης Λειτουργικών Εξόδων	95,13%	93,82%	96,27%	96,70%	97,76%	98,34%
Δείκτης Ιδίων Κεφ. Προς Συν. Κεφ.	0,39	0,43	0,46	0,46	0,52	0,54
Δείκτης Tobin's Q	1,17	1,06	1,01	1,03	0,89	1,20
Λόγος Τιμής προς Κέρδη ανά μετοχή	16,30	11,45	9,43	11,81	11,10	14,45
Λόγος Εσωτερικής Αξίας μετ. προς Χρηματιστηριακή Αξία	2,98	3,03	3,02	2,99	3,21	2,31
Δείκτης Συνολικού Χρέους προς Ίδια Κεφάλαια	133,11 %	107,15%	97,46%	96,62%	88,90%	74,88%

Ο Πίνακας 2.6 είναι υποστηρικτικός του Πίνακα 2.5 προκειμένου να διευκολύνει την ανάλυση. Παρουσιάζει την μεταβολή κάποιων σημαντικών οικονομικών μεγεθών της επιχείρησης. Και σε αυτόν τον Πίνακα παρατηρούνται σημαντικές αυξομειώσεις με το πέρασμα των χρόνων, κάτι που επιβεβαιώνει και όσα αναφέρθηκαν σαν παρατηρήσεις παραπάνω. Οι μεταβολές αυτές είναι ετήσιες και δείχνουν την αυξομείωση κάποιων σημαντικών στοιχείων της επιχείρησης, όπως οι καθαρές πωλήσεις, το καθαρό εισόδημα, η μεταβολή των αποθεμάτων, του χρέους, των επενδύσεων, των καθαρών κερδών και άλλων σημαντικών στοιχείων. Είναι ενδιαφέρον να παρατηρήσουμε ότι οι καθαρές πωλήσεις μειώθηκαν σημαντικά από το 2008 έως το 2009 και το καθαρό εισόδημα είχε μεγάλη πτώση το 2008. Οι καθαρές πωλήσεις και το καθαρό εισόδημα είναι δυο σημαντικά οικονομικά στοιχεία που επηρεάζουν πολλούς αριθμοδείκτες καθώς χρησιμεύουν στον υπολογισμό τους. Σημαντικό είναι επίσης να παρατηρηθεί ότι και οι τρεις εταιρίες σημείωσαν χειρότερα αποτελέσματα κατά τη χρονική διάρκεια του 2008 με 2009, δηλαδή με την έναρξη της ευρύτερης οικονομικής κρίσης.

**ΠΙΝΑΚΑΣ 2.6**  
**Πίνακας μεταβολής οικονομικών μεγεθών για το Casino Group**

Ετήσια Μεταβολή %	2006/2005	2007/2006	2008/2007	2009/2008	2010/2009
Καθαρές Πωλήσεις	10,73%	10,96%	14,94%	-6,87%	8,67%
Καθαρό Εισόδημα	36,63%	38,77%	-19,97%	3,26%	18,80%
Αποθέματα	-10,41%	34,21%	9,11%	-4,06%	12,31%
Χρέος	-14,74%	8,50%	-2,07%	3,54%	-3,59%
Κυκλοφορούν Ενεργητικό	9,14%	11,85%	-5,04%	7,64%	14,58%
Σύνολο Ενεργητικού	-2,04%	13,59%	-0,48%	3,91%	11,05%
Βραχυπρ. Υποχρεώσεις	7,64%	15,59%	-4,72%	-6,72%	15,73%
Συνολικές Υποχρεώσεις	-5,13%	11,12%	-0,13%	-0,05%	9,29%
Ίδια Κεφάλαια	5,92%	19,29%	-1,22%	12,53%	14,46%
Επενδύσεις	-93,36%	651,52%	99,06%	-63,47%	32,72%
Κέρδη ανα μετοχή	78,05%	37,38%	-40,03%	23,52%	-6,73%

Η επιχείρηση έχει ικανοποιητικό δείκτη Μικτού Περιθωρίου Κέρδους, το οποίο με τα χρόνια βελτιωνόταν. Ο αριθμοδείκτης αυτός είναι και για τις τρεις εταιρίες στα ίδια επίπεδα σε αντίθεση με κάποιους άλλους.

Ο αριθμοδείκτης Καθαρού Περιθωρίου Κέρδους ήταν όχι μόνο θετικός για όλα τα χρόνια, αλλά και αυξητικός. Αυτό συνέβη επειδή το καθαρό εισόδημα αυξήθηκε σημαντικά εκτός από το 2008. Παρόλα αυτά οι καθαρές πωλήσεις αυξήθηκαν σημαντικά και μειώθηκαν τα επόμενα δυο χρόνια με μικρότερο ρυθμό από ότι αυξήθηκε το καθαρό εισόδημα.

Ο αριθμοδείκτης Αποδοτικότητας του Ενεργητικού είναι σε καλά επίπεδα, κάτι που δείχνει ότι η επιχείρηση εκμεταλλεύεται σε ικανοποιητικό βαθμό το ενεργητικό της. Παρατηρείται μια σταδιακή αύξηση στο πέρασμα των χρόνων. Αυτό οφείλεται στην αυξητική πορεία του καθαρού εισοδήματος και της μικρότερης αύξησης του ενεργητικού.

Ο αριθμοδείκτης Ταχύτητας Κυκλοφορίας είναι αρκετά πιο χαμηλός σε σχέση με τις άλλες δυο εταιρίες. Αυτό σημαίνει ότι η εταιρία διατηρεί τα αποθεματά της

περισσότερο καιρό από τις άλλες δυο ανταγωνίστριες επιχειρήσεις. Ο μέσος όρος διατήρησης των αποθεμάτων είναι 40 με 48 μέρες (βάση υπολογισμού του με το Κόστος Πωληθέντων) και 30 με 37 μέρες (βάση των καθαρών πωλήσεων). Ειδικά το 2010 που ήταν η χρονιά με τις περισσότερες μέρες διατήρησης των αποθεμάτων. Παρατηρούνται επίσης μεγάλες αποκλίσεις από χρονιά σε χρονιά κάτι που δείχνει ότι η εταιρία αλλάζει και δοκιμάζει νέες πολιτικές διαχείρισης αποθεμάτων όλα αυτά τα χρόνια. Αυτό είναι σίγουρα και κάτι που επηρέασε την γενική ρευστότητα της επιχείρησης.

Ο αριθμοδείκτης Γενικής Ρευστότητας είναι μικρότερος του δυο κάτι που σημαίνει ότι η εταιρία σε περίπτωση κάποιας έκτακτης ανάγκης δεν θα μπορούσε να ανταποκριθεί στις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της. Αυτός ο αριθμοδείκτης μπορεί να είναι χαμηλός λόγω μιας ενδεχόμενης δυσκολίας να διοχετεύσει τα αγαθά της (πολλές ημέρες διατήρησης των αποθεμάτων όπως είδαμε και παραπάνω). Παρόλο αυτά από τον Πίνακα 2.6 παρατηρείται μια σημαντική ενίσχυση του κυκλοφορούντος ενεργητικού ενώ οι βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις περιορίστηκαν.

Ο αριθμοδείκτης Λειτουργικών Δαπανών αυξάνεται χρόνο με το χρόνο. Αυτό σημαίνει ότι το λειτουργικό κέρδος που απομένει στην εταιρία μπορεί να μην είναι επαρκές για να καλύψει όλα τα κόστη της.

Μικρότερο του ένα είναι ο αριθμοδείκτης Ιδίων Κεφαλαίων προς τις Συνολικές Υποχρεώσεις και για τα πέντε χρόνια. Κάθε χρόνο ήταν αρκετά μικρότερος του ένα κάτι που σημαίνει ότι οι υποχρεώσεις της εταιρίας είναι μεγαλύτερες από τα Ίδια Κεφαλαία της. Παρόλο αυτά από χρονιά σε χρονιά παρατηρείται μια αύξηση του αριθμοδείκτη που μπορεί να είναι ένδειξη ότι η εταιρία αλλάζει την πολιτική της σε ότι αφορά την κεφαλαιακή της διάρθρωση. Από τον Πίνακα 2.6 μπορούμε να δούμε ότι υπάρχει μια σημαντική αύξηση των Ιδίων Κεφαλαίων και μια μικρότερη όμως των υποχρεώσεων της.

Ο αριθμοδείκτης Tobin's Q για το Casino Group είναι μεγαλύτερος του ένα για τις χρονιές από το 2005 έως το 2008 και το 2010 και δείχνει ότι η τιμή της μετοχής είναι πιο ακριβή σε σχέση με το κόστος αντικατάστασης του ενεργητικού της. Αλλά το 2009 ο αριθμοδείκτης αυτός ήταν μικρότερος του ένα που σημαίνει ότι η τιμή της μετοχής ήταν πιο φθηνή σε σχέση με το κόστος αντικατάστασης του ενεργητικού της.

Στον Λόγο τιμής της μετοχής προς κέρδη ανα μετοχή παρατηρείται μια μείωση από το 2006 έως το 2009 και μια αύξηση το 2010. Αυτό σημαίνει ότι το 2010 οι επενδυτές πιθανότατα άρχισαν να προβλέπουν μια ανάπτυξη της εταιρίας.

Ο Λόγος εσωτερικής αξίας μετοχής προς χρηματιστηριακή αξία είναι μεγαλύτερος του ένα, που σημαίνει ότι η μετοχή είναι υποεκτιμημένη.

Ο αριθμοδείκτης συνολικού χρέους προς Ίδια Κεφάλαια ήταν αρκετά υψηλός για όλα τα χρόνια κάτι που δείχνει ότι η επιχείρηση υποστηρίζει τις δραστηριότητές της περισσότερο μέσω δανείων. Παρόλο αυτά τα τελευταία τρία χρόνια και ιδίως το 2010 παρατηρείται μια σημαντική μείωση του αριθμοδείκτη. Αυτό συμβαίνει επειδή τα Ίδια Κεφάλαια ενισχύθηκαν σημαντικά ενώ το χρέος δεν αυξήθηκε κατά πολύ σε σχέση με τα προηγούμενα χρόνια (Πίνακας 2.6).

## **2.4 Συγκριτική ανάλυση των τριων επιχειρήσεων**

Μετά από την ξεχωριστή ανάλυση της κάθε επιχείρησης αξίζει να δούμε πόσο κοντά ή όχι είναι αυτές οι τρεις επιχειρήσεις. Είναι σημαντικό να παρατηρήσουμε εάν υπάρχουν ομοιότητες στο εύρος των αριθμοδεικτών προκειμένου να επιβεβαιωθεί εάν γενικότερα οι επιχειρήσεις αυτού του κλάδου αντιμετωπίζουν τις ίδιες δυσκολίες και εάν ακολουθούν κάποιες ίδιες πολιτικές.

Τα αποτελέσματα προέρχονται από τα ενοποιημένα ανακοινωθέντα οικονομικά αποτελέσματα του κάθε έτους. Ασχέτως του ότι οι τρεις αυτές εταιρίες μπορεί να είναι διαφορετικού μεγέθους και οι τρεις δραστηριοποιούνται όχι μόνο στην Γαλλία, αλλά και σε άλλες πολλές χώρες.

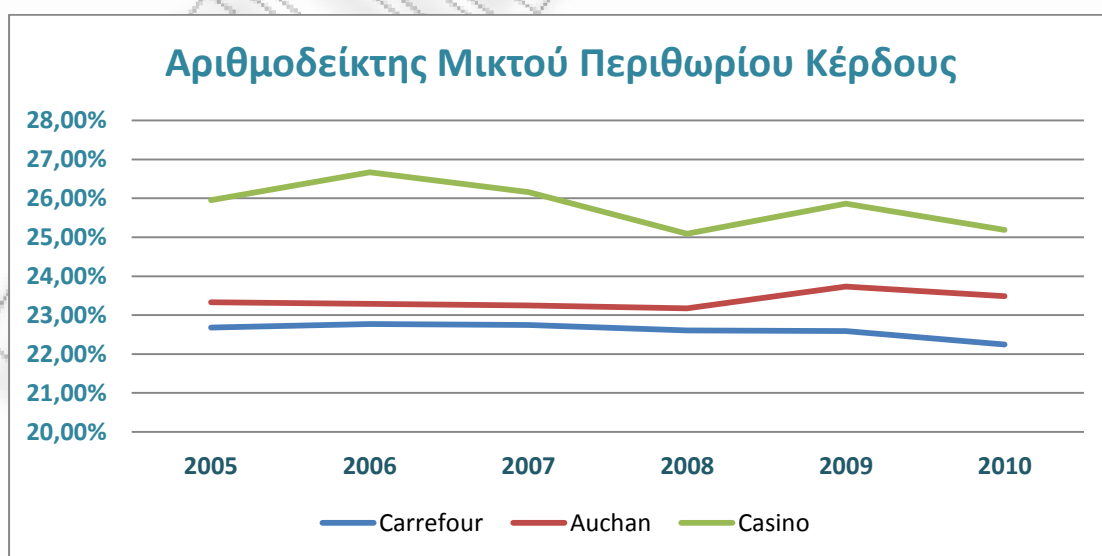
Παρακάτω ο Πίνακας 2.7 παρουσιάζει τους αριθμοδείκτες κάθε μιας επιχείρησης για κάθε από τα πέντε εξεταζόμενα χρόνια χωριστά. Δίνεται έτσι η δυνατότητα σύγκρισης των τριων επιχειρήσεων ανα χρονιά, αλλά και διαχρονικά. Κατ'αυτόν τον τρόπο είναι ευκολότερο να παρατηρηθεί εάν υπήρχαν συγκεκριμένες χρονιές που και οι τρεις σημείωσαν πτώση ή βελτίωση που μπορεί να οφείλεται σε κάποιον εξωγενή παράγοντα. Είναι επίσης ενδιαφέρον καθώς δίνεται η δυνατότητα να παρατηρηθούν κάποιες διαφορετικές πολιτικές που ακολουθεί η μια εταιρία με την άλλη. Σημαντικό ρόλο σε αυτήν την συγκριτική ανάλυση έχουν και όλα τα διαγράμματα που θα παρουσιαστούν παρακάτω διευκολύνοντας έτσι να σχηματιστεί μια γενικότερη εικόνα.

ΠΙΝΑΚΑΣ 2.7

Συγκριτικός πίνακας των τριών εταιριών

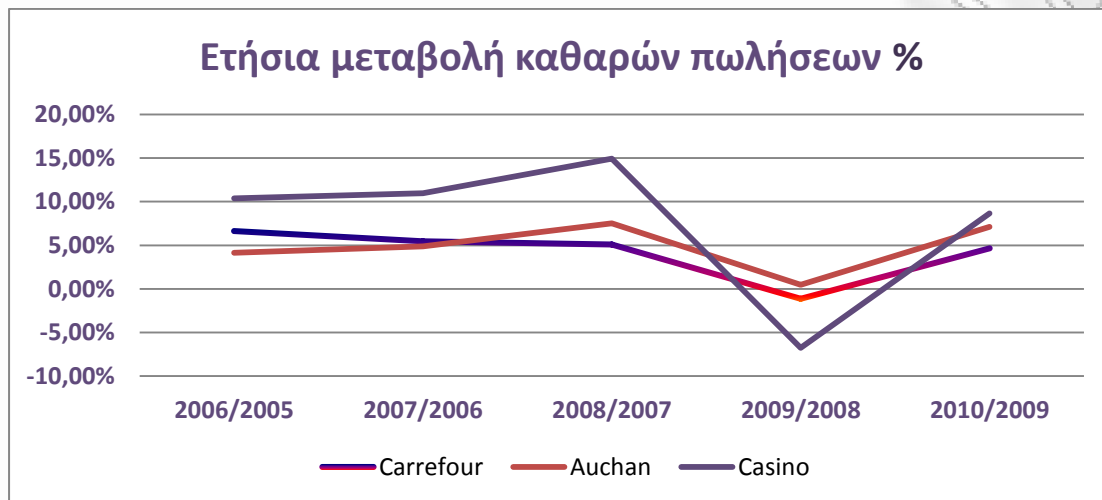
ΧΡΟΝΙΑ	2005			2006			2007			2008			2009			2010		
Αριθμοδείκτες	Carrefour	Auchan	Casino	Carrefour	Auchan	Casino	Carrefour	Auchan	Casino	Carrefour	Auchan	Casino	Carrefour	Auchan	Casino	Carrefour	Auchan	Casino
Δείκτης Μικτού Περιθωρίου Κέρδους	22,68%	23,33%	25,95%	22,77%	23,29%	26,67%	22,75%	23,25%	26,16%	22,61%	23,17%	25,09%	22,59%	23,73%	25,87%	22,25%	23,49%	25,19%
Δείκτης Καθαρού Περιθωρίου Κέρδους	2,17%	2,91%	1,98%	3,12%	2,18%	2,45%	3,02%	2,67%	3,07%	1,78%	1,89%	2,14%	0,45%	1,76%	2,37%	0,64%	1,75%	2,59%
Δείκτης Αποδοτικότητα Ενεργητικού	3,42%	4,40%	2,00%	5,12%	3,25%	2,79%	4,77%	3,86%	3,41%	2,94%	2,77%	2,74%	0,75%	2,63%	2,73%	1,06%	2,75%	2,92%
Δείκτης Ταχύτητας Κυκλοφορίας Αποθεμάτων (Κόστος Πωλ.)	38,80	38,06	48,69	36,09	35,55	39,92	38,79	38,34	48,69	36,60	37,40	45,56	35,41	37,83	47,38	35,63	39,65	48,53
Δείκτης Ταχύτητας Κυκλοφορίας Αποθεμάτων	30,52	29,32	36,63	28,35	27,39	29,73	30,51	29,58	35,96	29,13	28,88	34,13	28,25	29,01	35,13	28,58	30,50	36,30
Δείκτης Γενικής Ρευστότητας	0,65	0,72	0,83	0,66	0,75	0,84	0,65	0,71	0,81	0,70	0,71	0,81	0,71	0,71	0,93	0,71	0,71	0,92
Δείκτης Λειτουργικών Εξόδων	95,08%	93,68%	95,13%	95,12%	94,00%	93,82%	95,29%	94,44%	96,27%	96,21%	94,52%	96,70%	96,83%	94,34%	97,76%	96,97%	94,35%	98,34%
Δείκτης Ίδιων Κεφ. Προς Συν. Κεφ.	0,3	0,3	0,4	0,28	0,35	0,43	0,29	0,38	0,46	0,26	0,37	0,46	0,27	0,42	0,52	0,25	0,46	0,54
Δείκτης Tobin's Q	2,28	2,11	1,17	3,63	1,55	1,06	3,84	1,91	1,01	1,96	1,51	1,03	2,89	1,43	0,89	2,59	1,39	1,20
Λόγος Τιμής προς Κέρδη ανά μετοχή	13,51	11,99	16,30	15,67	12,46	11,45	18,24	13,52	9,43	13,92	14,80	11,81	14,82	16,01	11,10	13,60	15,85	14,45
Λόγος Εσωτερικής Αξίας μετ. προς Χρηματιστηριακή Αξία	1,81	2,98	0,00	0,94	2,09	2,18	0,86	1,64	2,16	1,86	2,09	2,10	1,24	2,03	2,25	1,49	1,96	1,63
Δείκτης Συνολικού Χρέους προς Ίδια Κεφάλαια	111,84%	61,39%	133,11%	94,63%	52,62%	107,15%	97,31%	62,39%	97,46%	111,83%	76,01%	96,62%	109,93%	64,88%	88,90%	123,82%	52,04%	74,88%

**Διάγραμμα 2.1**  
Αριθμοδείκτης Μικτού Περιθωρίου Κέρδους



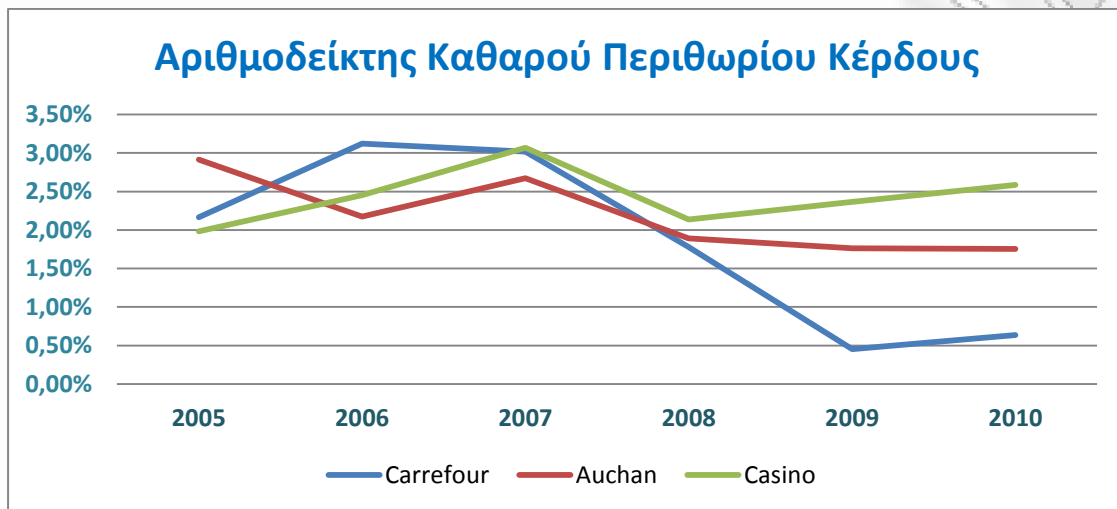


**Διάγραμμα 2.2**  
**Ετήσια μεταβολή καθαρών πωλήσεων**

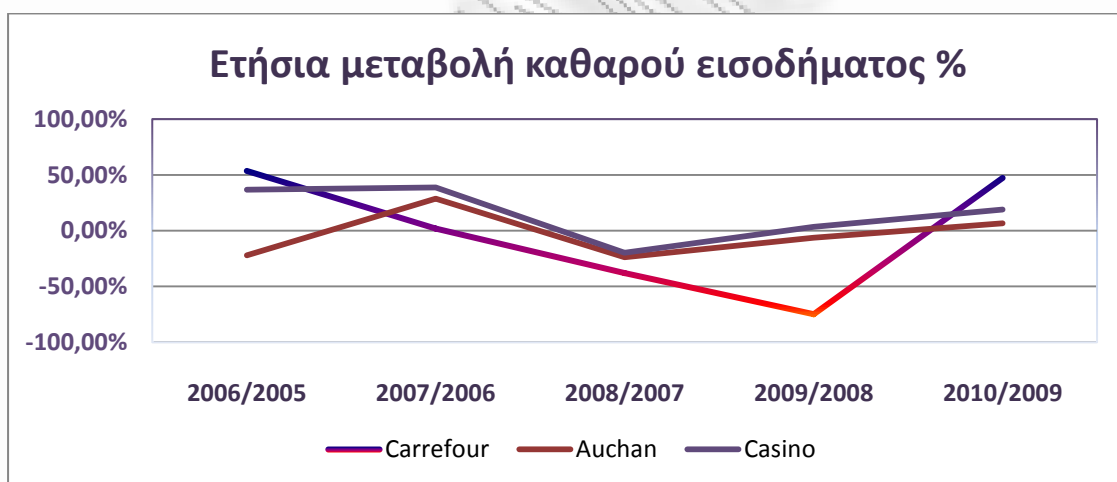


Βλέποντας τον αριθμοδείκτη Μικτού Περιθωρίου Κέρδους όλα αυτά τα χρόνια για κάθε επιχείρηση μπορεί να συμπεραστεί ότι και για τις τρεις ο αριθμοδείκτης είναι αρκετά κοντά και μεταβάλλεται σχεδόν το ίδιο. Δεν είναι αρκετά υψηλός για καμία από τις τρεις, αλλά όπως έχει αναφερθεί και παραπάνω οι επιχειρήσεις που πουλάνε τρόφιμα και μεν έχουν υψηλό όγκο πωλήσεων δεν έχουν δε υψηλό περιθώριο κέρδους. Μετά το Casino Group η δεύτερη με μεγαλύτερο αριθμοδείκτη είναι η Auchan και τελευταία είναι η Carrefour, η οποία έχει τον υψηλότερο όγκο πωλήσεων και από τις τρεις αυτές επιχειρήσεις και συνεπώς το χαμηλότερο Μικτό Περιθώριο Κέρδους. Πιο συγκεκριμένα η Casino Group είχε μια μεγάλη πτώση το 2008 ενώ για την Auchan είχε αυξηθεί. Η Carrefour παρέμεινε σταθερή. Όλα αυτά μπορούν να υποστηριχθούν και από και από το διάγραμμα 2.2, την ετήσια μεταβολή των καθαρών πωλήσεων δηλαδή. Οι τρεις επιχειρήσεις είχαν μια αύξηση των καθαρών πωλησεών τους το 2008 και μια μεγάλη πτώση το 2009 ενώ το 2010 οι καθαρές πωλήσεις τους αυξήθηκαν πάλι. Αυτό που είναι εμφανές από αυτά τα δυο διαγράμματα είναι ότι το Casino Group παρουσιάζει τις πιο σημαντικές και ακανόνιστες αποκλίσεις με το πέρασμα των χρόνων. Παρόλο αυτά ο αριθμοδείκτης του κατάφερε να καλυτερέψει με το πέρασμα των χρόνων.

**Διάγραμμα 2.3**  
**Αριθμοδείκτης Καθαρού Περιθωρίου Κέρδους**



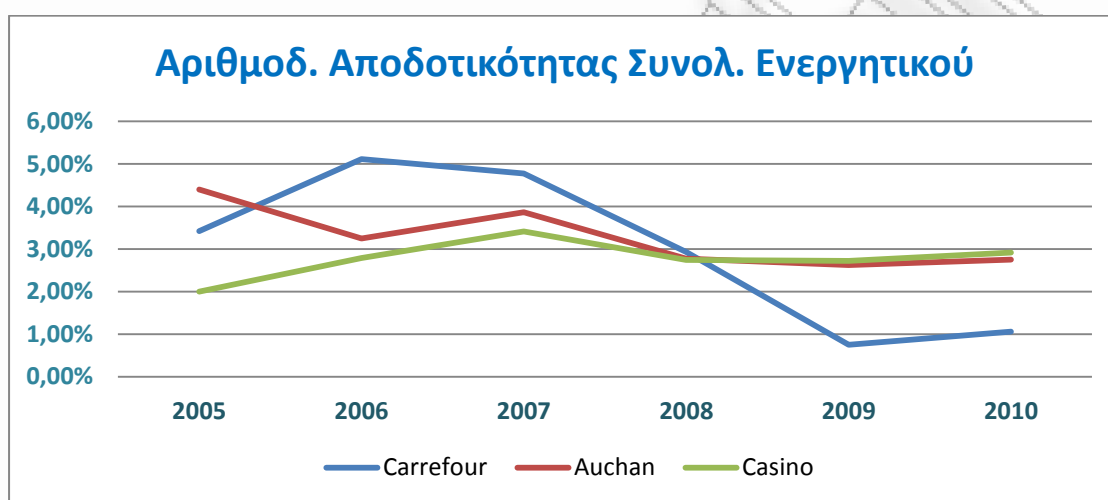
**Διάγραμμα 2.4**  
**Ετήσια μεταβολή καθαρού εισοδήματος**



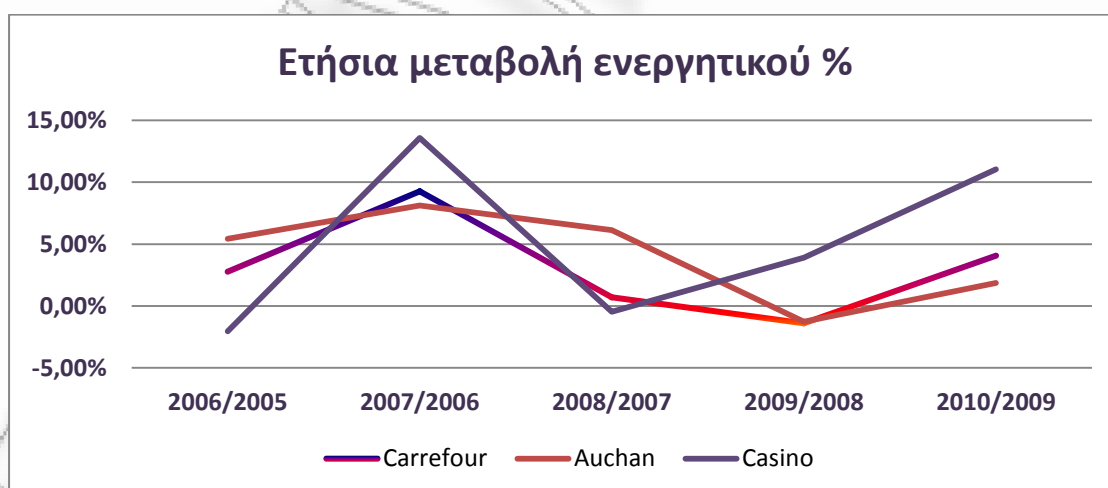
Ο αριθμοδείκτης Καθαρού Περιθωρίου Κέρδους το 2005 ήταν μεγαλύτερος για την Auchan και ακολουθούσε η Carrefour και το Casino Group. Μέχρι το 2007 η Carrefour είχε το μεγαλύτερο καθαρό περιθώριο κέρδους και ακολουθούσαν το Casino Group και η Auchan. Από το 2007 έως το 2009 η Carrefour είχε μια μεγάλη πτώση του αριθμοδείκτη της, όπως και οι άλλες δυο εταιρίες σε μικρότερο βαθμό όμως. Από το 2008 το Casino αύξησε τον αριθμοδείκτη Καθαρού Περιθωρίου Κέρδους. Απο τα γραφήματα 2.2 και 2.4 δηλαδή την ετήσια μεταβολή των καθαρών πωλήσεων και την ετήσια μεταβολή του καθαρού εισοδήματος αντίστοιχα παρατηρείται μια αύξηση των καθαρών πωλήσεων της Auchan ενώ το καθαρό εισοδήμά της μειώθηκε. Αυτό μας δίνει μια ένδειξη ότι τα κόστη της πιθανότατα

αυξήθηκαν. Η Carrefour είχε μια μείωση στις καθαρές τις πωλήσεις το 2009 και μια μεγαλύτερη πτώση στο καθαρό της εισόδημα το ίδιο έτος. Παρόλο αυτά είναι ενδιαφέρον να παρατηρήσουμε ότι ενώ μέχρι το 2007 ο αριθμοδείκτης Μικτού Περιθωρίου Κέρδους ήταν ο μικρότερος από τις τρεις εταιρίες, ο αριθμοδείκτης καθαρού περιθωρίου κέρδους ήταν παραταύτα ο πιο υψηλός.

**Διάγραμμα 2.5**  
**Αριθμοδείκτης Αποδοτικότητας Συνολικού Ενεργητικού**



**Διάγραμμα 2.6**  
**Ετήσια μεταβολή ενεργητικού**

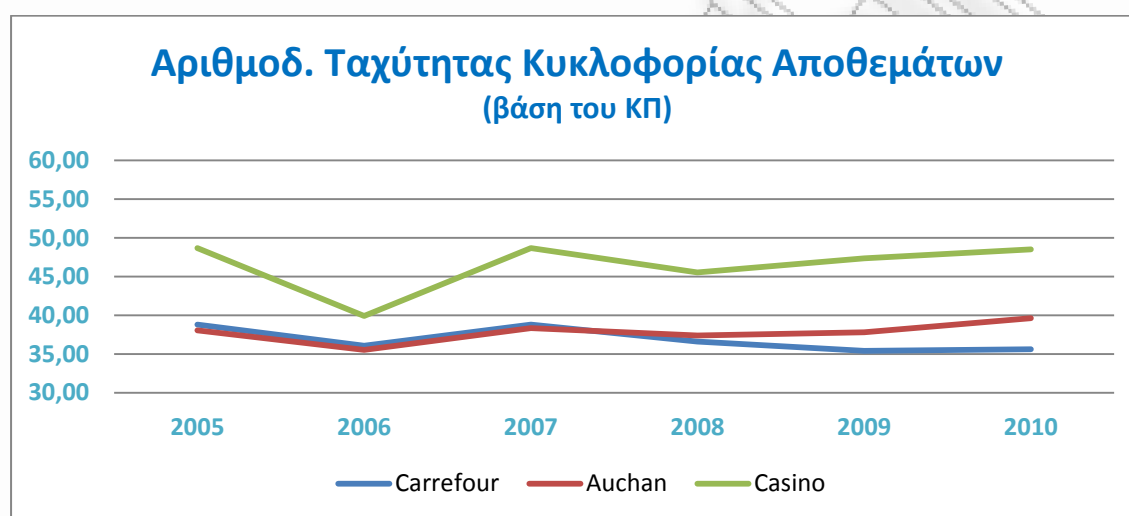


Από το 2005 έως το 2008 η Carrefour είχε έναν πολυ καλό αριθμοδείκτη Αποδοτικότητας Συνολικού Ενεργητικού. Από το 2008 έως το 2010 υπήρξε μια αισθητή πτώση λόγω του ότι το καθαρό εισόδημα μειώθηκε και το σύνολο του ενεργητικού αυξήθηκε. Το Casino αύξησε σημαντικά τον συγκεκριμένο

αριθμοδείκτη με το πέρασμα των χρόνων καθώς το καθαρό της εισόδημα από το 2008 αυξήθηκε περισσότερο από όσο αυξήθηκε το ενεργητικό της. Η Auchan είχε μια αύξηση του αριθμοδείκτη το 2007 και μετά μια μικρή πτώση το 2008. Από τότε είναι σταθερή και σχετικά κοντά με το Casino. Αυτό οφείλεται στην αύξηση του καθαρού εισοδήματος από το 2008 και στην μείωση του ενεργητικού της.

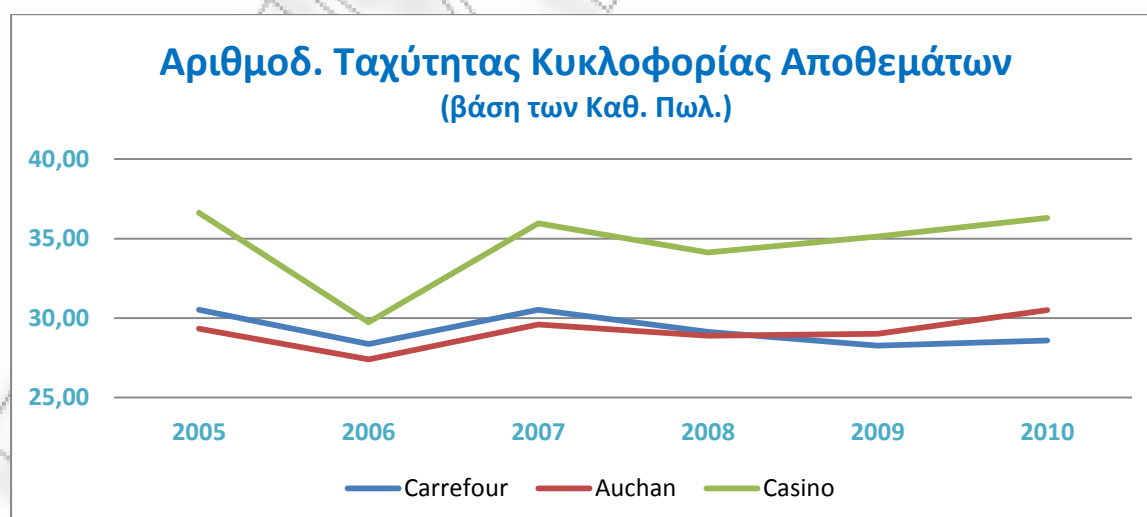
**Διάγραμμα 2.7**

**Αριθμοδείκτης Ταχύτητας Κυκλοφορίας Αποθεμάτων (βάση του Κόστους Πωληθ.)**



**Διάγραμμα 2.8**

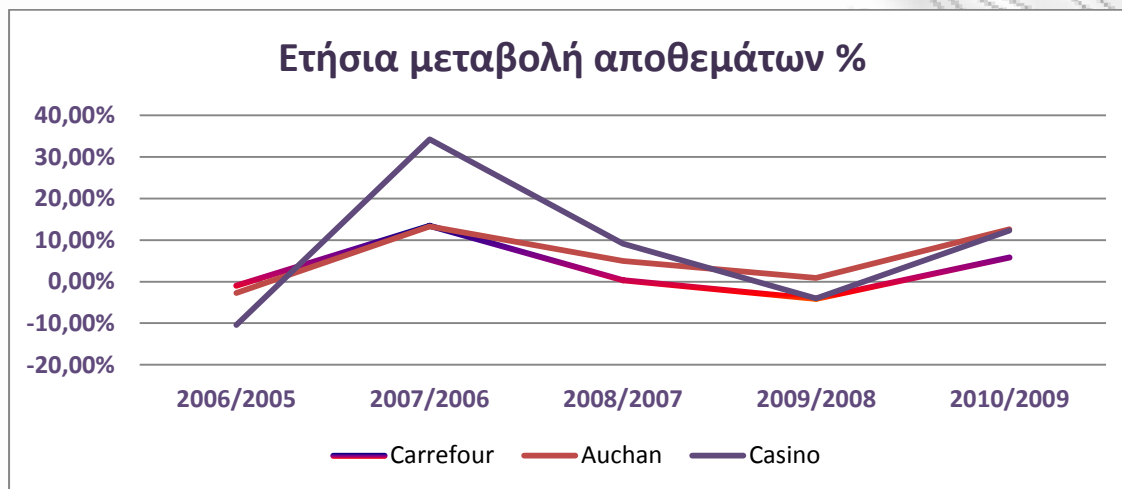
**Αριθμοδείκτης Ταχύτητας Κυκλοφορίας Αποθεμάτων (βάση των Καθ. Πωλ.)**



Παρατηρείται ότι και με τους δυο τρόπους υπολογισμού τα αποτελέσματα είναι ίδια. Μεγαλύτερης χρηστικότητας βέβαια είναι ο αριθμοδείκτης με τον δεύτερο τρόπο

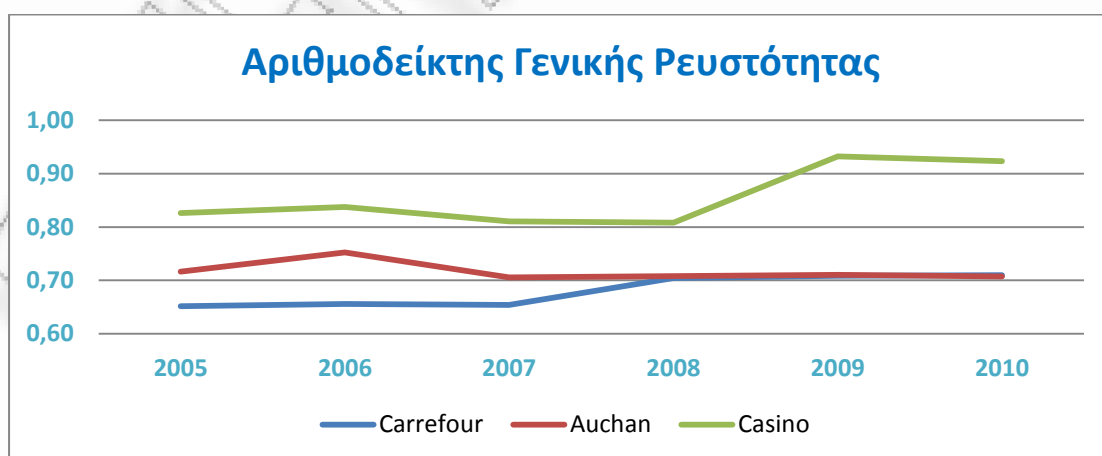
υπολογισμού καθώς οι μέρες παραμονής εμπορευμάτων σε μια εταιρία γίνονται πιο εύκολα κατανοητές.

**Διάγραμμα 2.9**  
**Ετήσια μεταβολή αποθεμάτων**

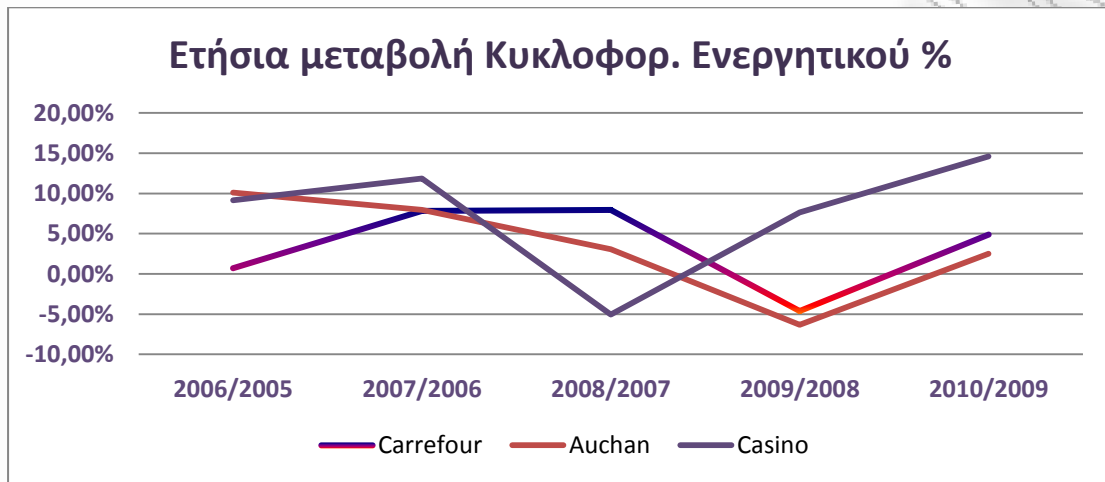


Η Carrefour διατηρεί τα αποθεματά της κατά μέσο όρο σχεδόν σταθερά στις 29 ημέρες. Η Auchan επίσης κρατάει τα αποθεματά της κατά μέσο όρο 29 ημέρες. Η Casino όμως αύξησε τη διατήρηση του αποθεματός της με το πέρασμα των χρόνων σε σχεδόν 35 ημέρες. Έτσι η Carrefour είχε τον καλύτερο αριθμοδείκτη και ήταν σχετικά κοντά με την Auchan. Όπως φαίνεται και από το διάγραμμα 2.9 το Casino έχει τις περισσότερες μέρες διατήρησης των αποθεμάτων της. Το 2007 υπήρχε για το Casino μια σημαντική αύξηση των αποθεμάτων και συνεπώς και του αριθμοδείκτη.

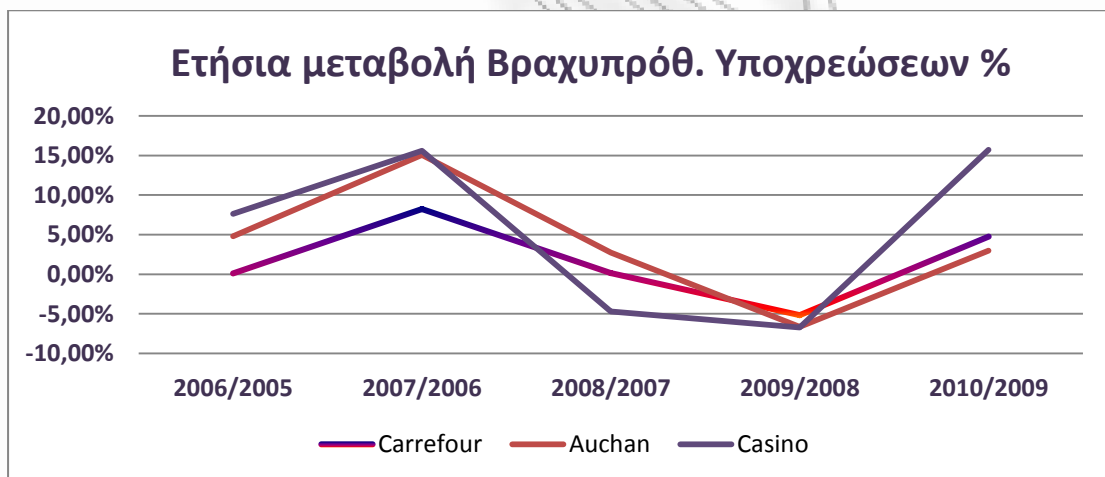
**Διάγραμμα 2.10**  
**Αριθμοδείκτης Γενικής Ρευστότητας**



**Διάγραμμα 2.11**  
**Ετήσια μεταβολή Κυκλοφορούντος Ενεργητικού**

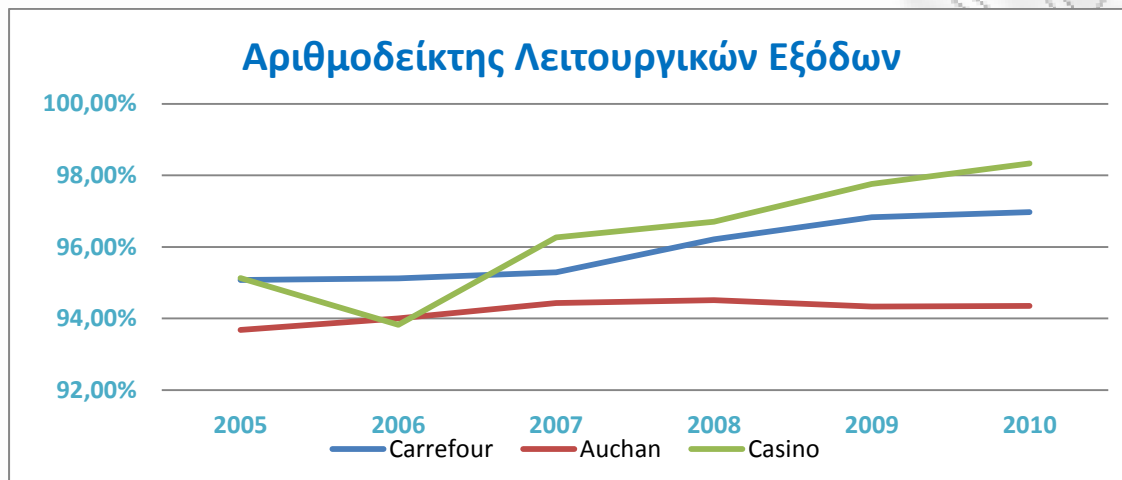


**Διάγραμμα 2.12**  
**Ετήσια μεταβολή Βραχυπρόθεσμων Υποχρεώσεων**



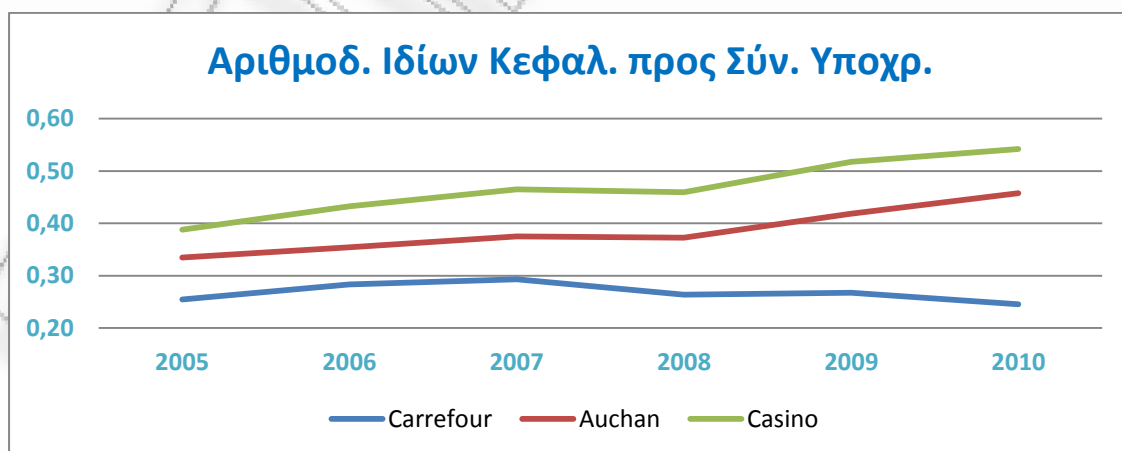
Ο αριθμοδείκτης Γενικής Ρευστότητας είναι σχεδόν ίδιος και για τις τρεις εταιρίες σε όλα τα εξεταζόμενα χρόνια. Και οι τρεις δεν έχουν καλό δείκτη Γενικής Ρευστότητας καθώς είναι μικρότερος του δυο, γεγονός που δείχνει ότι και οι τρεις αντιμετωπίζουν προβλήματα με την ρευστοτητά τους. Παρόλο αυτά το 2008 η Carrefour τον βελτίωσε ελαφρά, ενώ το Casino τον βελτίωσε σημαντικά. Η Auchan κινήθηκε στα ίδια επίπεδα με την Carrefour. Τις σημαντικότερες μεταβολές τις είχε το Casino Group. Το 2009 ο αριθμοδείκτης Γενικής Ρευστότητας για το Casino αυξήθηκε καθώς αυξήθηκε σημαντικά το κυκλοφορούν ενεργητικό της εταιρίας και μειώθηκαν σημαντικά οι βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της. Για τις άλλες δυο εταιρίες οι μεταβολές του κυκλοφορούντος ενεργητικού και των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων μεταβάλλονταν με τον ίδιο περίπου ρυθμό.

**Διάγραμμα 2.13**  
**Αριθμοδείκτης Λειτουργικών Εξόδων**

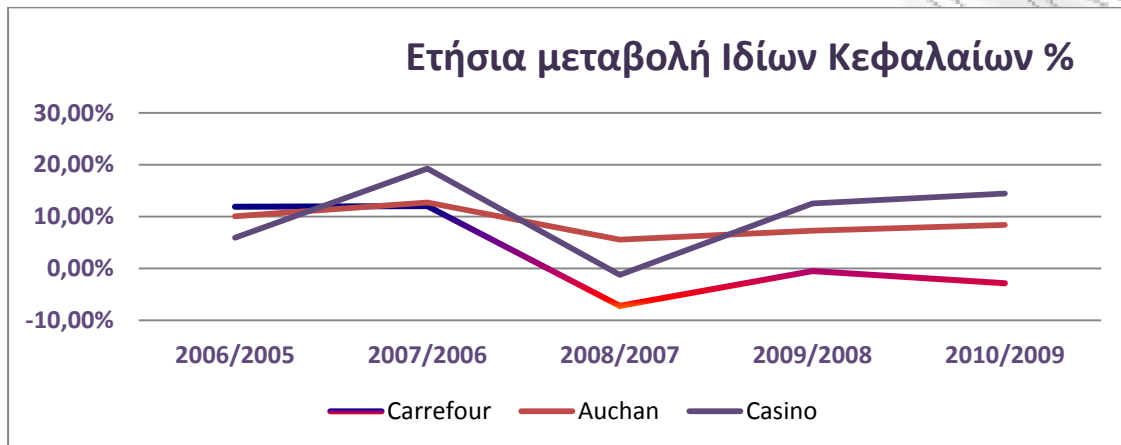


Ο αριθμοδείκτης λειτουργικών εξόδων και για τις τρεις επιχειρήσεις είναι σχετικά κοντά. Και αυτό που παρατηρείται είναι ότι αυξάνεται χρόνο με τον χρόνο. Αυτό μπορεί να οφείλεται στις πολιτικές αναπτυξιακές τους, τα οποία αυξάνουν τα λειτουργικά τους έξοδα, αλλά δεν έχουν ακόμα καταφέρει να αυξήσουν το καθαρό εισοδήμα τους. Από το 2006 το Casino αύξησε κατα πολύ τα λειτουργικά του κόστη, κάτι που μπορεί να δικαιολογήσει και την μείωση του καθαρού εισοδηματός της. Η Auchan διατηρεί σχεδόν σταθερό τον αριθμοδείκτη, ενώ η Carrefour ελαφρώς τα αυξάνει.

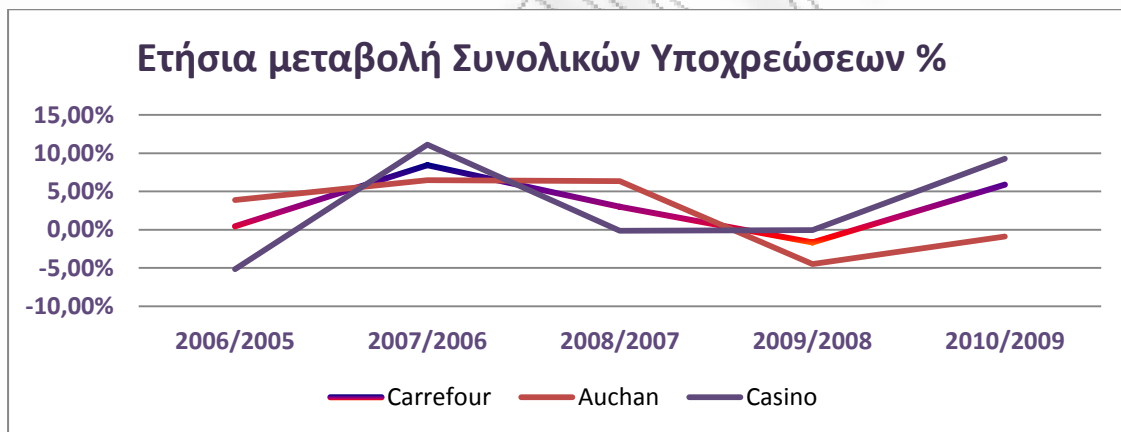
**Διάγραμμα 2.14**  
**Αριθμοδείκτης Ιδίων Κεφαλαίων προς Σύνολο Υποχρεώσεων**



**Διάγραμμα 2.15**  
Ετήσια μεταβολή Ιδίων Κεφαλαίων



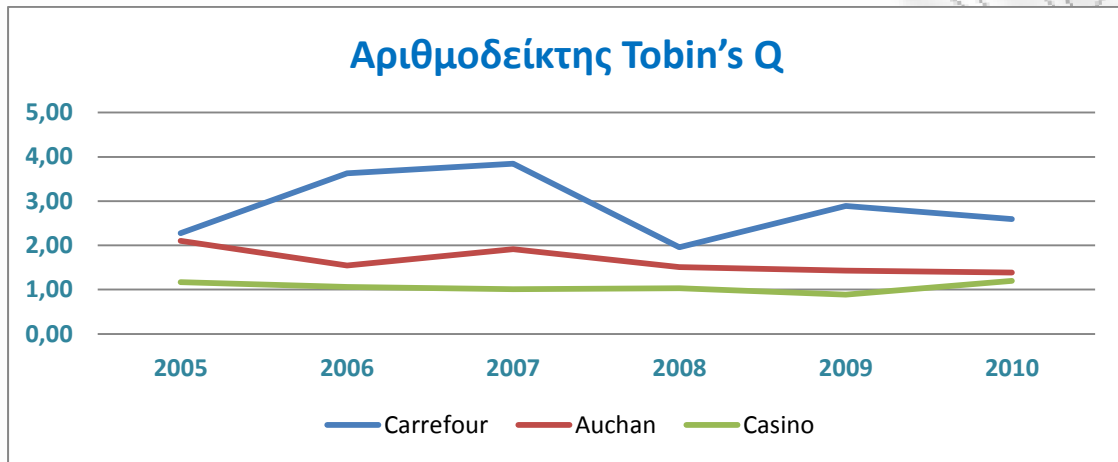
**Διάγραμμα 2.16**  
Ετήσια μεταβολή Συνολικών Υποχρεώσεων



Ο αριθμοδείκτης Ιδίων Κεφαλαίων προς Σύνολο Υποχρεώσεων είναι και για τις τρεις εταιρίες κοντά για όλα τα εξεταζόμενα χρόνια. Το γεγονός ότι είναι μικρότερο του ένα δείχνει ότι και οι τρεις βασίζονται περισσότερο στους δανειστές τους από ότι στους μετόχους τους. Παρόλο αυτά το Casino είχε τον μεγαλύτερο αριθμοδείκτη και από τις τρεις. Εν συνεχεία ακολουθεί η Auchan και τελευταία η Carrefour. Αυτό μπορεί να υποστηριχθεί και από τα διαγράμματα των Ιδίων κεφαλαίων (διάγραμμα 2.14) και το γράφημα του συνόλου των υποχρεώσεων (διάγραμμα 2.15). Το Casino έχει τα μεγαλύτερα Ίδια Κεφάλαια εκτός από το 2008, όπου και οι τρεις επιχειρήσεις μείωσαν κατά πολύ τα Ίδια Κεφάλαια τους. Οι συνολικές υποχρεώσεις μειώθηκαν σημαντικά το 2009 για την Auchan ενώ τα Ίδια Κεφάλαια της παρέμειναν σχεδόν αμετάβλητα. Η Carrefour το 2008 μείωσε σημαντικά τα Ίδια Κεφάλαια της σε σχέση με τις υποχρεώσεις της.

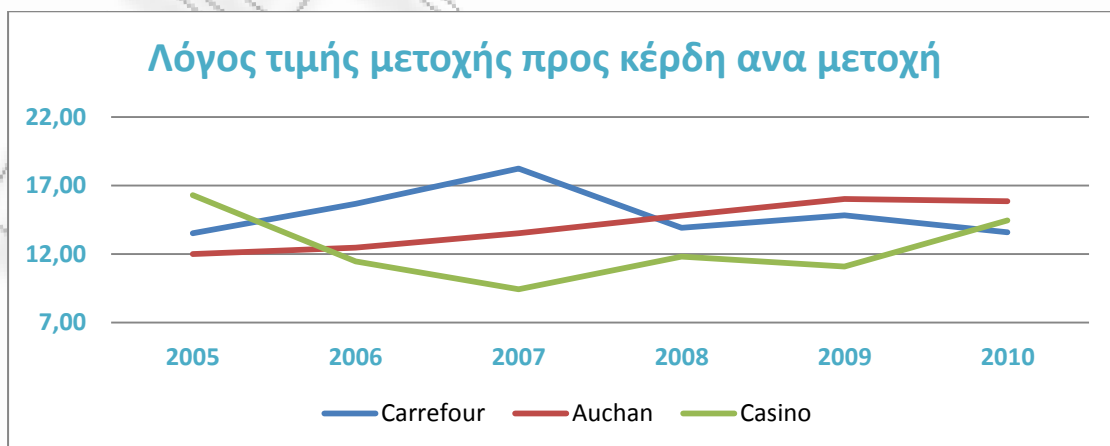


**Διάγραμμα 2.17**  
**Αριθμοδείκτης Tobin's Q**

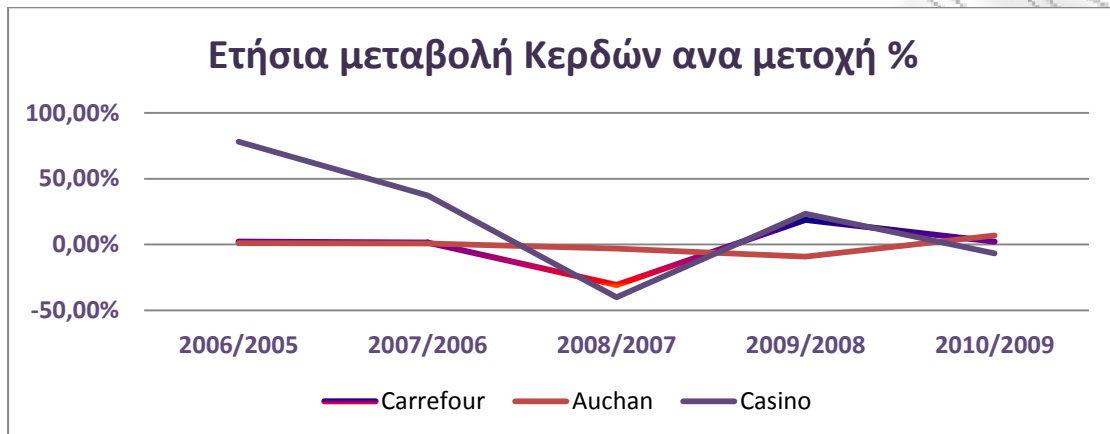


Ο αριθμοδείκτης Tobin's Q ήταν μικρότερος για όλα τα εξεταζόμενα χρόνια για την Casino Group. Ακολουθεί η Auchan και εν συνεχεία η Carrefour. Και αυτό διότι η Carrefour έχει τα μικρότερα Ίδια Κεφάλαια για σχεδόν όλα τα χρόνια. Και για τις τρεις εξεταζόμενες επιχειρήσεις εκτός από το 2009 για το Casino, ο αριθμοδείκτης είναι μεγαλύτερος του ένα. Έτσι σύμφωνα με την έρευνα των Blöse και Shieh (1997) είναι επικερδές για τις επιχειρήσεις να προβούν σε επενδύσεις καθότι ο δείκτης είναι μεγαλύτερος του ένα. Ειδικά για την Carrefour που έχει γενικότερα τον υψηλότερο δείκτη. Έχει ενδιαφέρον να παρατηρήσουμε ότι ανεξαρτήτως του μικρού δείκτη Tobin's Q για το Casino η επιχείρηση είχε αυξήσει τις επενδύσεις της συγκριτικά με την Carrefour που είχε τον μεγαλύτερο δείκτη.

**Διάγραμμα 2.18**  
**Λόγος τιμής μετοχής προς κέρδη ανα μετοχή**



**Διάγραμμα 2.19**  
**Ετήσια μεταβολή Κερδών ανα μετοχή**

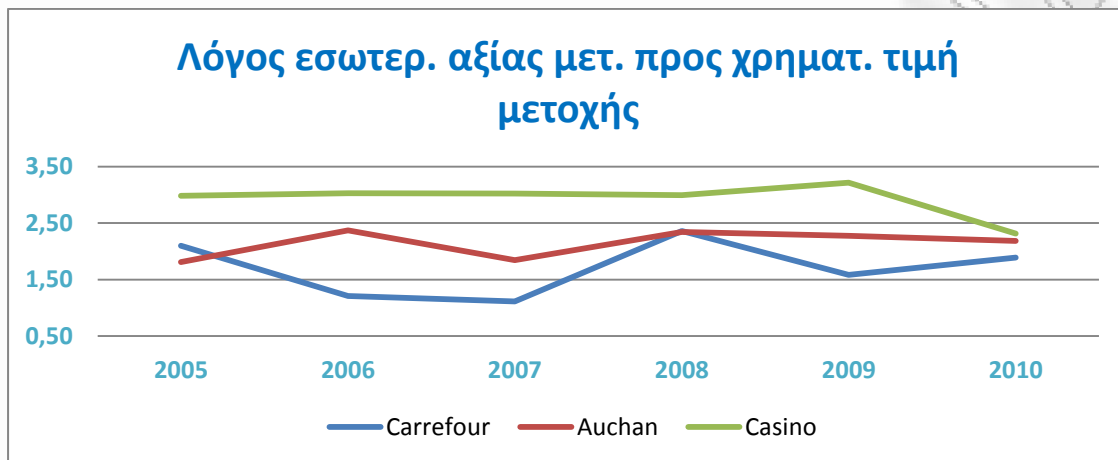


Παρατηρείται ότι ο λόγος τιμής μετοχής προς κέρδη ανα μετοχή είναι διαφορετικός για τις τρεις επιχειρήσεις. Το 2007 ο αριθμοδείκτης αυξήθηκε για την Carrefour καθώς τα κέρδη ανα μετοχή άρχισαν να μειώνονται. Εν συνεχεία το 2008 υπήρχε μια αισθητή διαφορά του λόγου για την Carrefour σε αντίθεση με τα κέρδη ανα μετοχή (διάγραμμα 2.18). Για την Auchan υπήρχε μια σταθερή άνοδος του λόγου με το πέρασμα των χρόνων και δεν υπήρχαν αισθητές μεταβολές.

Αυτό που έχει ενδιαφέρον είναι ότι παρότι από το 2008 στο 2010 η Carrefour και το Casino είχαν τις ίδιες σχεδόν ετήσιες μεταβολές, ο λόγος τιμής μετοχής προς κέρδη ανα μετοχή δεν ήταν ίδιος. Πιο συγκεκριμένα το 2007 που η Carrefour είχε το μεγαλύτερο λόγο, το Casino είχε το μικρότερο. Αλλά από το 2008 ο λόγος άρχισε να αυξάνεται για το Casino και να μειώνεται για την Carrefour. Έτσι το 2010 ο λόγος ήταν μεγαλύτερος για το Casino συγκριτικά με την Carrefour.

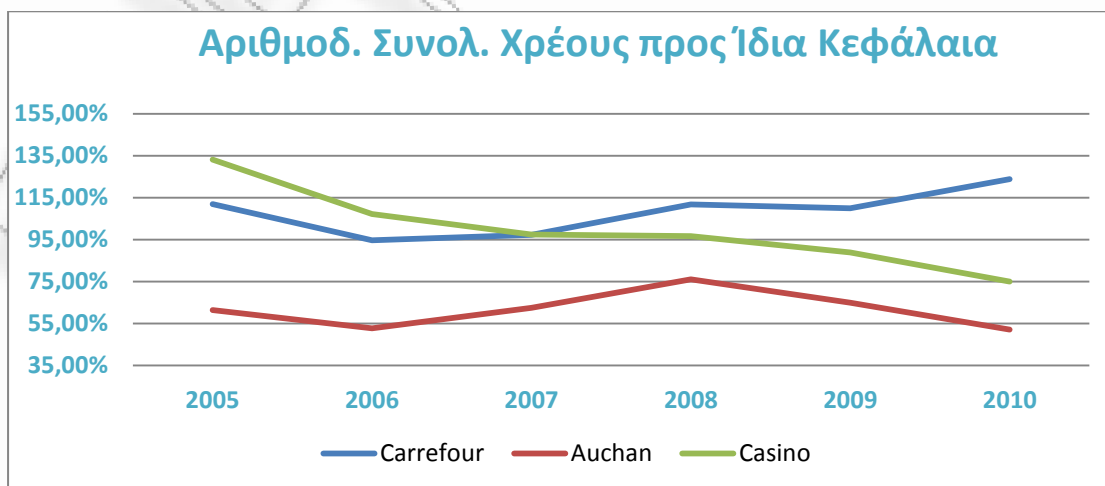
Παρατηρώντας ότι τα κέρδη ανα μετοχή ήταν πολύ κοντά για τις δυο εταιρίες από το 2008, συμπεραίνουμε ότι η τιμή της μετοχής για την Casino αυξανόταν με το πέρασμα του χρόνου ενώ για την Carrefour μειωνόταν. Έτσι συμπεραίνεται ότι οι επενδυτές μάλλον ανέμεναν άνοδο και ανάπτυξη για την Casino σε σχέση με τις άλλες δυο εταιρίες. Σε αυτό βέβαια μπορεί να συνέβαλε και η συνεχής εναλλαγή πολιτικών της Casino Group, όπως έχει ήδη παρατηρηθεί από την ξεχωρή ανάλυση που έχει γίνει παραπάνω για την συγκεκριμένη επιχείρηση.

**Διάγραμμα 2.20**  
**Λόγος εσωτερικής αξίας μετοχής προς χρηματιστηριακή τιμή μετοχής**

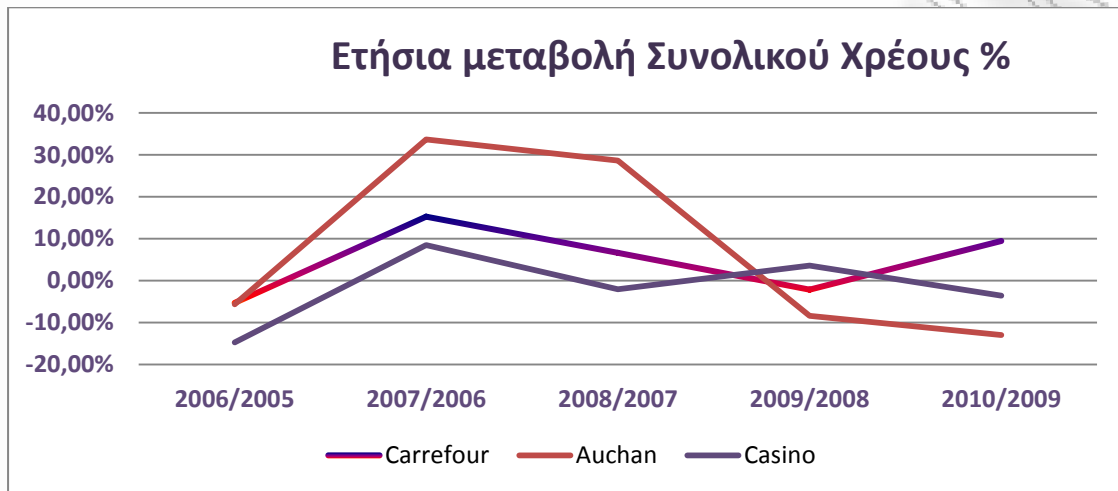


Ο μεγαλύτερος λόγος ήταν για το Casino και ο μικρότερος για την Carrefour. Και τα πέντε χρόνια για όλες τις εταιρίες ο λόγος ήταν μεγαλύτερος του ένα που σημαίνει ότι η μετοχή ήταν υποεκτιμημένη. Η πιο υποεκτιμημένη μετοχή ήταν πρωτίστως της Casino και εν συνεχεία της Auchan. Η Carrefour είναι τρίτη. Παρόλο αυτά έχει τις μεγαλύτερες μεταβολές από χρονιά σε χρονιά. Ειδικά το 2008 η μετοχή υποεκτιμήθηκε σημαντικά. Το 2009 και το 2010 όσο το Casino πήγαινε καλύτερα από τα προηγούμενα χρόνια η μετοχή άρχισε να υποεκτιμάται λιγότερο. Η μετοχή της Auchan το 2006 υποεκτιμήθηκε περισσότερο από το 2005 ενώ το 2007 υποεκτιμήθηκε λιγότερο από το 2006. Όλα τα υπόλοιπα χρόνια ήταν σχεδόν σταθερή η πορεία του λόγου της.

**Διάγραμμα 2.21**  
**Αριθμοδείκτης Συνολικού Χρέους προς Ίδια Κεφάλαια**



**Διάγραμμα 2.22**  
**Ετήσια μεταβολή Συνολικού Χρέους**



Ο αριθμοδείκτης αυτός είναι αρκετά υψηλός και για τις τρεις επιχειρήσεις. Παρόλο αυτά η Auchan έχει τον μικρότερο αριθμοδείκτη για όλα τα χρόνια καθώς μείωσε το χρέος της από το 2009 και αύξησε τα Ίδια Κεφάλαια της. Όμως από το 2006 έως το 2008 είχε αυξήσει το χρέος της διατηρώντας τα Ίδια Κεφάλαια της σχεδόν ίδια. Αυτός είναι ο λόγος που από το 2006 έως το 2008 ο αριθμοδείκτης είχε αυξηθεί. Το Casino μείωσε τον αριθμοδείκτη με το πέρασμα των χρόνων καθώς αύξησε τα Ίδια Κεφάλαια του περισσότερο από ότι αύξανε το χρέος του. Σε αντίθεση η Carrefour αύξησε το χρέος της από το 2009 και μείωσε τα Ίδια Κεφάλαια της. Αυτός ήταν και ο λόγος που αυξήθηκε ο αριθμοδείκτης. Γενικότερα και οι τρεις είχαν στην κεφαλαιακή τους διάρθρωση περισσότερο χρέος από ότι Ίδια Κεφάλαια.

Κάποιες τελικές παρατηρήσεις που μπορούν να γίνουν από την παραπάνω ανάλυση είναι ότι η Carrefour από το 2009 και μετά δεν πήγαινε καλά και αντιμετώπιζε δυσκολίες. Το Casino Group είχε τις περισσότερες μεταβολές στο πέρασμα των χρόνων, αλλά τα τελευταία δυο εξεταζόμενα χρόνια, δηλαδή το 2009 και το 2010 σταθεροποιήθηκε και ενίσχυσε την θέση της. Η Auchan είχε την πιο σταθερή πορεία σε όλα τα εξεταζόμενα χρόνια και ενίσχυσε ελαφρώς τα τελευταία χρόνια την θέση της. Είναι αξιοσημείωτο να αναφερθεί ότι το 2008 ήταν μια δύσκολη χρονιά και για τις τρεις επιχειρήσεις καθώς παρατηρήθηκε μια πτώση.

## **2.5 Ανακεφαλαίωση**

Σε αυτό το κεφάλαιο εξετάστηκε κάθε μια εταιρία, από τις τρεις επιλεγθείσες, χωριστά για μια χρονική περίοδο πέντε ετών (2005 με 2010). Το διάστημα αυτό είχε αρκετό ενδιαφέρον να μελετηθεί καθώς είναι πρόσφατο και ενσωματώνεται σε αυτό και η ανάπτυξη και απήχηση που υπήρχε γενικότερα τα τελευταία χρόνια σε τέτοιου είδους καταστήματα, αλλά και οι μεταβολές και επιρροές που προήλθαν από την επέλαση της οικονομικής κρίσης. Αυτή ήταν και η αιτία που παρατηρήθηκε σε αυτό το κεφάλαιο η διαμόρφωση μιας γενικότερης τάσης στις πωλήσεις, στο καθαρό εισόδημα, στα έξοδα αλλά και στις επενδύσεις ανάλογα των συνθηκών του εξωτερικού περιβάλλοντος. Η ανάλυση κάθε εταιρίας χωριστά συνέβαλε περαιτέρω στην διαμόρφωση μιας εικόνας για το τι επικρατεί στον συγκεκριμένο κλάδο της Γαλλίας, καθιστώντας ίσως έτσι ευκολότερη μια συγκριτική ανάλυση του κλάδου αυτού με άλλες χώρες. Η μετέπειτα συγκριτική ανάλυση των τριών εταιριών μαζί που ακολούθησε συνέβαλε στην κατανόηση των αδύνατων αλλά και δυνατών σημείων της κάθε εταιρίας καθώς και στα προβλήματα που μπορεί γενικότερα να αντιμετωπίζει ο κλάδος.

## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3**

### **ΠΟΣΟΤΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΩΝ ΚΑΙ ΤΙΜΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ ΓΙΑ ΤΙΣ ΕΠΙΛΕΧΘΕΙΣΕΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ**

#### **3.1 Εισαγωγή**

Όπως αναφέρθηκε και παραπάνω ο σκοπός αυτής της εργασίας είναι να διερευνήσει αν υπάρχει κάποια συσχέτιση μεταξύ της τιμής της μετοχής και των αριθμοδεικτών, δηλαδή των οικονομικών αποτελεσμάτων. Παραπάνω στο κεφάλαιο 2 αναφέρθηκαν ορισμένες έρευνες που αποδεικνύουν την ύπαρξη συσχέτισης μεταξύ της τιμής της μετοχής και ορισμένων αριθμοδεικτών καθώς οι επενδυτές δίνουν ιδιαίτερη βαρύτητα σε ορισμένους εξ' αυτών.

Πολλές έρευνες στηριζόμενες στο παραπάνω συμπέρασμα έχουν διεξαχθεί για να διαπιστωθεί η μεταξύ τους συσχέτιση αλλά και η ένταση με την οποία ένα οικονομικό αποτέλεσμα ή ακόμα και κάποια ανακοίνωση μπορεί να επηρεάζει την

τιμή της μετοχής. Είναι γενικότερα ένα θέμα που έχει απασχολήσει πολλούς ερευνητές αλλά και επενδυτές καθώς είναι ένας σημαντικός παράγοντας στην διαμόρφωση προσδοκιών για μια επιχείρηση. Αυτός είναι και ο λόγος άλλωστε που κάθε εταιρία προσπαθεί να πάρει και να ακολουθήσει τις σωστές πολιτικές ώστε να εμπνεύσει ασφάλεια και εμπιστοσύνη στους ήδη υπάρχοντες μετόχους, αλλά και σε όλους τους δυνητικούς επενδυτές. Έχοντας καταφέρει αυτό είναι μπορούν εν συνεχεία να προσπαθήσουν να αναπτυχθούν και να εξελιχθούν ούτως ώστε να ενδυναμώσουν την αξία της επιχείρησης η οποία αποτυπώνεται με την σειρά της στην τιμή της μετοχής.

Σε αυτό το κεφάλαιο θα παρουσιαστούν ορισμένες στατιστικές έρευνες που έχουν γίνει ώστε να διαπιστωθεί η πιθανή συσχέτιση της τιμής της μετοχής με τα οικονομικά αποτελέσματα ή αλλιώς αριθμοδείκτες καθώς και η μεταξύ τους ασθενής ή δυνατή συσχέτιση. Εν συνεχεία θα εξεταστεί αν για τις επιλεγθείσες τρεις επιχειρήσεις αυτής της εργασίας που εξετάστηκαν παραπάνω προκύπτει μέσω μιας πολλαπλής παλινδρόμησης συσχέτιση της τιμής της μετοχής τους με τους εξεταζόμενους και επιλεγθέντες αριθμοδείκτες.

### **3.2 Παρουσίαση και προηγούμενες έρευνες**

Εδώ επιλέχθηκαν τρεις Γαλλικές πολυεθνικές εταιρίες (Carrefour, Auchan Group, Casino Group) που δραστηριοποιούνται στο λιανικό εμπόριο και πιο συγκεκριμένα ανήκουν στην κατηγορία των discount-variety stores. Τα οικονομικά αποτελέσματα που χρησιμοποιήθηκαν πάρθηκαν από τις επίσημες ιστοσελίδες των επιχειρήσεων για τα χρόνια 2005 με 2010. Κατόπιν, όπως είδαμε και στο κεφάλαιο 3, από τα οικονομικά αυτά αποτελέσματα υπολογίστηκαν και βρέθηκαν οι αριθμοδείκτες που αναφέρθηκαν παραπάνω. Οι αριθμοδείκτες αυτοί συγκρίθηκαν χρονιά προς χρονιά και επιχείρηση προς επιχείρηση. Για τον σκοπό αυτής της εργασίας υπολογίστηκαν οι αριθμοδείκτες που προκύπτουν από τα ενοποιημένα οικονομικά αποτελέσματα.

Λόγω του το ο αριθμός των παρατηρήσεων είναι μικρός, αλλά και λόγω του ότι οι πληροφορίες κάποιων αριθμοδεικτών μπορεί να ενέχονται και σε άλλους αριθμοδείκτες και έτσι να δημιουργηθεί πρόβλημα πολυσυγγραμικότητας, θα εξεταστούν ορισμένοι από τους προαναφερόμενους δείκτες. Η επιλογή γίνεται με

κριτήριο την πληροφορία που παρέχουν, αλλά και τον τρόπο υπολογισμού τους καθότι ο παρανομαστής ή ο αριθμητής τους μπορεί να είναι ίδιος. Έτσι οι αριθμοδείκτες που θα αποτελέσουν τις ανεξάρτητες μεταβλητές της εξίσωσης, προς αποφυγή λοιπόν προβλήματος πολυσυγγραμικότητας θα είναι οι εξής : Ο Αριθμοδείκτης Αποδοτικότητας του Ενεργητικού, ο Αριθμοδείκτης Γενικής Ρευστότητας, ο Αριθμοδείκτης Συνολικού Χρεούς προς Ίδια Κεφάλαια και τέλος ο Αριθμοδείκτης Tobin's Q. Μέσω λοιπόν μιας πολλαπλής παλινδρόμησης στο SPSS οι αριθμοδείκτες αυτοί θα εξετασθούν εαν πληρούν όλες τις παραπάνω προϋποθέσεις και εαν εν τέλει συσχετίζονται με την μεταβολή της τιμής της μετοχής.

Έτσι λοιπόν πρώτα θα εξεταστεί ανά εταιρία αν οι επιλεγμένες αριθμοδείκτες που θα αποτελέσουν και τις ανεξάρτητες μεταβλητές ακολουθούν την κανονική κατανομή. Εν συνεχεία θα γίνει ανάλυση της συσχέτισης και της έντασης μεταξύ των ανεξάρτητων μεταβλητών (αριθμοδείκτες) και της εξαρτημένης μεταβλητής (τιμή της μετοχής). Κατόπιν θα εξεταστεί εαν υπάρχει πρόβλημα πολυσυγγραμικότητας καθότι οι πληροφορίες κάποιων αριθμοδεικτών μπορεί να ενέχονται και σε άλλους αριθμοδείκτες. Και εν τέλει θα καταλήξουμε σε μια τελική εξίσωση εφόσον όλα τα παραπάνω κριτήρια πληρούνται.

Το πρώτο θέμα που θα εξετασθεί είναι αν οι παραπάνω αριθμοδείκτες ακολουθούν την κανονική κατανομή. Από προηγούμενες έρευνες δεν έχει συμπερασθεί ότι οι αριθμοδείκτες ακολουθούν κανονική κατανομή. Ο James Horrigan<sup>10</sup> (1965) απέδειξε ότι κάποιοι δείκτες τείνουν προς την κανονική κατανομή, αλλά οι περισσότεροι από αυτούς τείνουν περισσότερο προς την θετική ασυμμετρία. Ανέφερε επίσης ότι οι περισσότεροι από αυτούς αντιμετωπίζουν προβλήματα πολυσυγγραμικότητας καθώς ο παρανομαστής και ο αριθμητής είναι κυρίως ο ίδιος στους υπολογισμούς.

Αργότερα οι Pinches, Eubank, Mingo and Caruthers (1975)<sup>11</sup> βρήκαν επίσης σημαντική ασυμμετρία στους αριθμοδείκτες. Παρόλο αυτά μέσω ενός λογαριθμικού μετασχηματισμού κατάφεραν να αποδείξουν την κανονικότητα της κατανομής.

Το 1978 οι Barnett και Lewis ήταν οι πρώτοι που έδειξαν ότι η κατανομή Γάμα είναι η πιο κατάλληλα για την περιγραφή της κατανομής των αριθμοδεικτών.<sup>12</sup>

<sup>10</sup> Horrigan J. O. (1965). "Some Empirical Bases of Financial Ratio analysis", The Accounting Review, Vol. 40, No 3, p. 558- 573.

<sup>11</sup> Pinches, G. E. & Eubank, A.A. & Mingo, K.A. & Caruthers, J.K. (1975) "The hierarchical classification of financial ratios", Journal of Business Research, Vol.3, p. 295-310.

Μετά από πολλές έρευνες επι του θέματος οι Buijink and Jegers<sup>13</sup>(1986) χρησιμοποιώντας την βάση την Κεντρικής Βελγικής Τράπεζας από την χρονική περίοδο 1977 μέχρι το 1981 με Lilliefors τεστ βρήκαν ότι για την κατανομή των δεικτών πρέπει να υπάρχει σύμπτωση των βιομηχανιών.

Το 1978 ο Foster<sup>14</sup> έδειξε ότι οι ακραίες τιμές είναι ένα πρόβλημα για την ανάλυση των αριθμοδεικτών. Αργότερα το 1979 οι Lev και Sunder παρέθεσαν ότι τέτοιες τιμές προκύπτουν από ένα λάθος κατά τη διάρκεια υπολογισμού των δεικτών που είναι δύσκολο να το εντοπίσουν μετά. Επιπρόσθετα τέτοιες τιμές εμφανίζονται επειδή ο παρανομαστής τους είναι κοντά στο μηδέν. Έτσι πρότειναν δυο τρόπους διαγραφής τέτοιων τιμών. Ο πρώτος είναι απομακρύνοντας έναν ίδιο αριθμό από τις μικρότερες και μεγαλύτερες παρατηρήσεις του δείγματος. Ο δεύτερος είναι μέσω αντικατάστασης των ακραίων τιμών με την πιο κοντινή τιμή. Απομακρύνοντας τις ακραίες τιμές οι μέσοι είναι πιο σταθεροί από ότι αντικαθιστώντας τους.

Το 1980 οι Bougen και Drury<sup>15</sup> μέσω του χ τετράγωνο τεστ σε αριθμοδείκτες 700 Βρετανικών επιχειρήσεων με δραστηριότητα σε 45 διαφορετικούς τομείς δεν μπορούσαν να αποδείξουν την κανονικότητα του τεστ λόγω της έντονης ασυμμετρίας και της ύπαρξης ακραίων τιμών.

Το 1987 ο Paul Barnes<sup>16</sup> είπε ότι καθώς οι αριθμοδείκτες αποτελούνται από δυο μεταβλητές τότε η συμπεριφορά και η συσχετισή τους καθορίζει την κατανομή τους. Εντόπισε την Αρχή της Αναλογικότητας των δεικτών ως απαραίτητη προϋπόθεση για συμμετρία στην κατανομή και επομένως κανονικότητα των δεδομένων.

Το 1970 επίσης οι Fieldsend, Longford and McLeay<sup>17</sup> εξέτασαν αριθμοδείκτες της Γαλλικής Βιομηχανίας. Ενίσχυσαν τα συμπεράσματα των Lev και Sunder και

---

<sup>12</sup> Barnett D. V., Lewis T., (1978). "Outliers in Statistical Data", New York: John Wiley.

<sup>13</sup> Buijink W. & Jegers, M.(1986)"Cross-sectional Distributional Properties of Financial Ratios in Belgian Manufacturing Industries: Aggregation Effects and Persistence Over Time" Journal of Business Finance and Accounting, Vol.14, p.449-461.

<sup>14</sup> Foster G. (1978), "Financial Statement Analysis". Englewood Cliffs: Prentice Hall, p.70, Foster G. (1986), Financial Statements Analysis, Second Edition, Englewood Cliffs: Prentice Hall.

<sup>15</sup> Bougen P.D, Drury J.C. (1980) "UK Statistical Distributions of Financial ratios", Journal of Business Finance and Accounting, Vol.7, pg 39 -47.

<sup>16</sup> Paul Barnes(1987)"The Analysis and Use of Financial Ratios: A Review Article", Journal of Business Finance and Accounting, Vol.14, p.449-461.

<sup>17</sup> Feildstein S., Longoford N., McLeay S., (1987) "Multivariate normality and forecasting of Business Bankruptcy", Journal of Business Finance and Accounting, Vol 14, pg 483-495.



κατέληξαν ότι η Αναλογικότητα των δεικτών διαφέρει από κλάδο σε κλάδο και από το μέγεθος της επιχείρησης.

### **3.3 Εκτίμηση των οικονομετρικών υποδειγμάτων**

Η παρουσίαση που έγινε παραπάνω των διαφόρων ερευνών σχετικά με την συσχέτιση της τιμής της μετοχής και των οικονομικών αποτελεσμάτων θα αποτελέσει έναν οδηγό για την μελέτη περιπτώσεως της παρούσας εργασίας. Έτσι τα βήματα που θα ακολουθηθούν ώστε να προκύψει αν για τις τρεις επιλεγθείσες εταιρίες υπάρχει συσχέτιση των οικονομικών αποτελεσμάτων τους με την τιμή της μετοχής τους θα είναι βασισμένα στις παραπάνω έρευνες.

Πρώτα δηλαδή θα εξεταστεί εάν οι μεταβλητές ακολουθούν την κανονική κατανομή καθώς όπως παρατηρήθηκε παραπάνω αυτό δεν πληρείται στις περισσότερες περιπτώσεις. Κατόπιν εάν οι μεταβλητές δεν ακολουθούν την κανονική κατανομή θα μετασχηματιστούν ώστε να την ακολουθούν. Η κανονικότητα θα εξεταστεί και με τη βοήθεια ιστογραμμάτων για κάθε μια μεταβλητή χωριστά. Κατόπιν θα εξεταστεί η συσχέτιση της κάθε μιας ανεξάρτητης μεταβλητής με την εξαρτημένη (τιμή της μετοχής). Εν συνεχεία θα εξεταστεί η ένταση και η ερμηνευτικότητα που έχει κάθε ανεξάρτητη μεταβλητή με την εξαρτημένη. Επειδή όμως οι περισσότεροι αριθμοδείκτες έχουν κοινούς αριθμητές ή παρανομαστές η πληροφορία που έχει ο κάθε ένας μπορεί να ενσωματώνεται σε κάποιον άλλον από τους επιλεγμένους αριθμοδείκτες με αποτέλεσμα να δημιουργούνται προβλήματα πολυσυγγραμικότητας. Σε αυτήν την περίπτωση έπειτα από κάποιους ελέγχους και δοκιμές θα απομονωθούν ορισμένες μεταβλητές που δημιουργούν το πρόβλημα πολυσυγγραμικότητας. Έτσι θα καταλήξουμε σε μια τελική εξίσωση εάν προκύψει πρωτίστως κάποια συσχέτιση.

Εισάγοντας τα δεδομένα στο SPSS το πρώτο πράγμα που θα εξεταστεί είναι αν οι μεταβλητές ακολουθούν κανονική κατανομή. Αυτό θα εξεταστεί μέσω ιστογραμμάτων για κάθε μια μεταβλητή ξεχωριστά, αλλά και μέσω ενός μη παραμετρικού τεστ. Το μη παραμετρικό αυτό τεστ είναι των Kolmogorov-Smirnov (K-S test). Από τα ιστογράμματα η κανονική κατανομή φαίνεται εάν το σχήμα τους είναι κωδωνοειδές. Από το K-S τεστ οι μεταβλητές ακολουθούν την κανονική

κατανομή εάν το Asymp.Sig.(2-) που εμφανίζεται στον πίνακα είναι μεγαλύτερο του διαστήματος εμπιστοσύνης ( $\alpha=0,05$ ). Έτσι λοιπόν έχουμε:

**Πίνακας 3.1**  
**Πίνακας Kolmogorov-Smirnov**

**One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test**

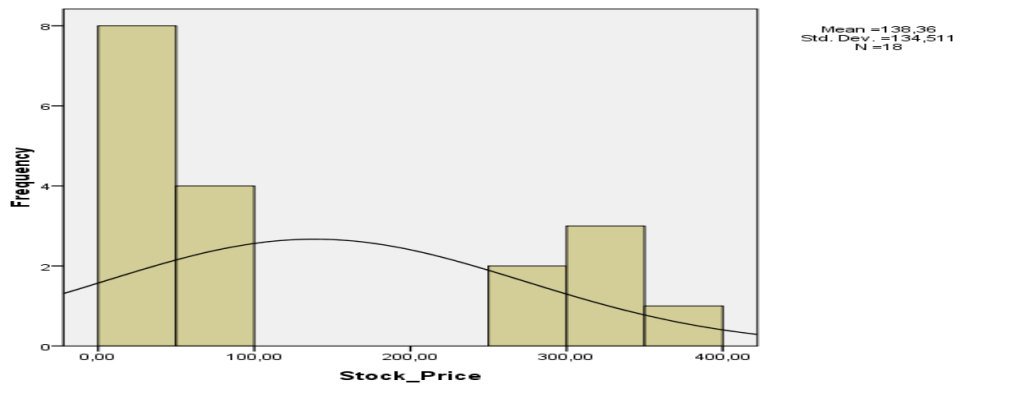
		Stock_	Gross_	Net_Pr		Invento		Operati	Equity_		Price_t	Book_t	
		Price	Profit_	ofit_Rat	ROA	ry_Turn	Current	ing_Rati	to_total	Tobins_	o_Earni	o_Mark	Debt_to
			Rate	e		over_R	_Ratio	o	_Liabilit	o	ngs_Ra	et_valu	_Equity
N		18	18	18	18	18	18	18	18	18	18	18	18
Normal	Mean	138,36	,2393	,0216	,030	30,993	,7513	,9549	,3736	1,8574	19,448	2,2574	,8982
Parameters <sup>a</sup>		11			2	9					5		
	Std.	134,51	,01455	,00745	,011	3,1033	,08584	,01399	,09329	,88905	17,578	,62387	,24611
	Deviation	092			12	9					97		
Most Extreme	Absolute	,361	,232	,180	,196	,283	,270	,168	,139	,193	,416	,155	,133
Differences													
	Positive	,361	,232	,099	,140	,283	,270	,168	,139	,193	,416	,149	,122
	Negative	-,201	-,130	-,180	-,196	-,133	-,127	-,098	-,094	-,138	-,284	-,155	-,133
Kolmogorov-Smirnov Z		1,531	,986	,765	,833	1,200	1,146	,711	,591	,817	1,766	,658	,564
<b>Asymp. Sig. (2-tailed)</b>		<b>,018</b>	<b>,286</b>	<b>,603</b>	<b>,492</b>	<b>,112</b>	<b>,145</b>	<b>,692</b>	<b>,876</b>	<b>,517</b>	<b>,004</b>	<b>,779</b>	<b>,908</b>

a. Test distribution is Normal.

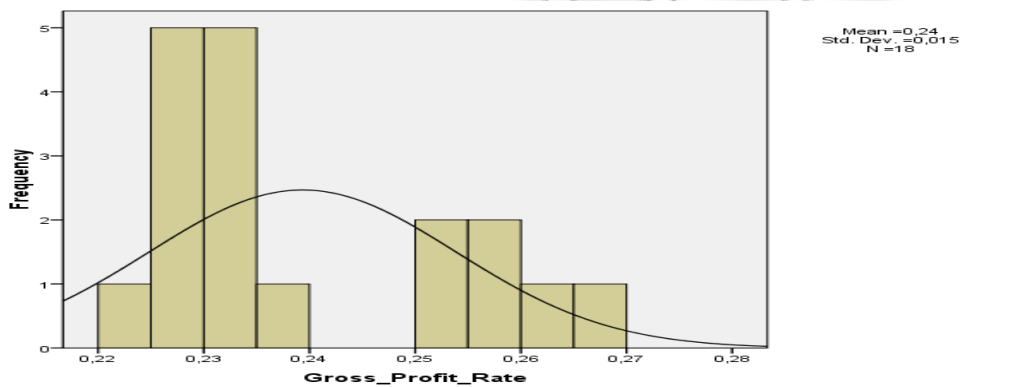
b. Calculated from data.

Από τον πίνακα παραπάνω παρατηρείται ότι δυο μεταβλητές (ο λόγος τιμής προς κέρδη ανα μετοχή και η τιμή της μετοχής) δεν ακολουθούν κανονική κατανομή για ένα διάστημα εμπιστοσύνης 0,05. Αυτό θα επιβεβαιωθεί και από τα ιστογράμματα που παρατίθενται παρακάτω για κάθε μια μεταβλητή ξεχωριστά.

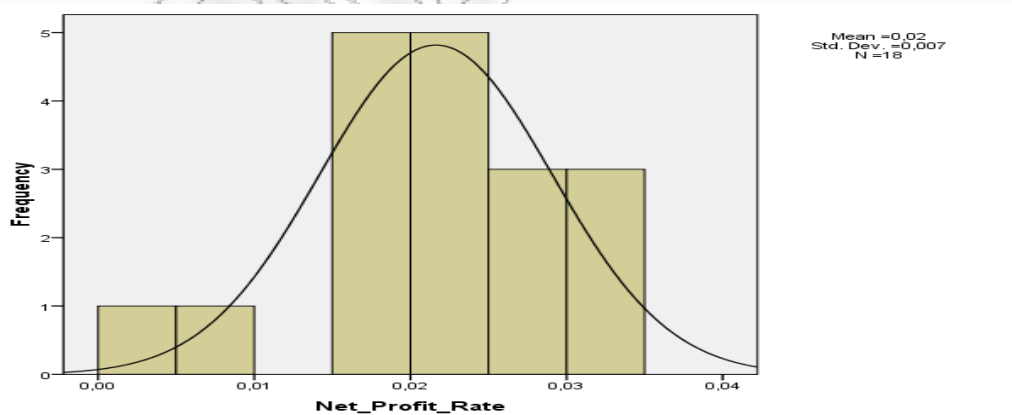
**Διάγραμμα 3.1**  
**Ιστόγραμμα Τιμής Μετοχής**



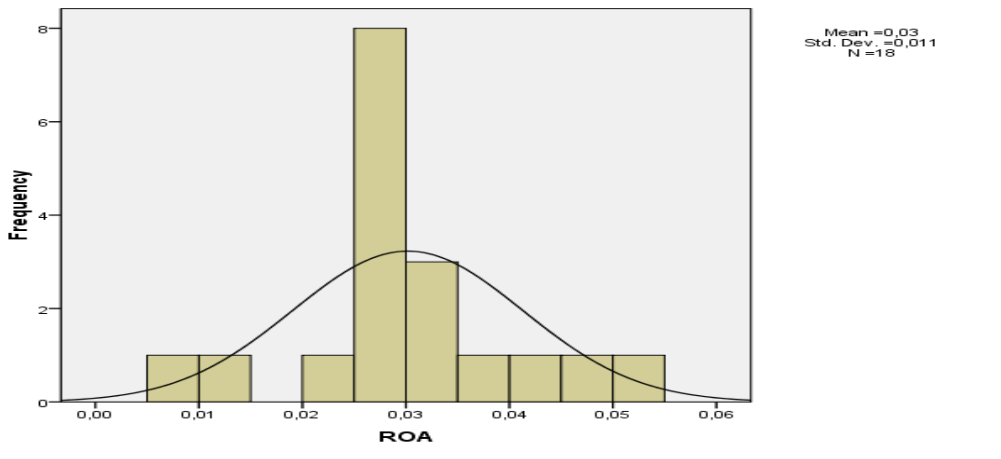
**Διάγραμμα 3.2**  
**Ιστόγραμμα Δείκτη Μικτού Περιθωρίου Κέρδους**



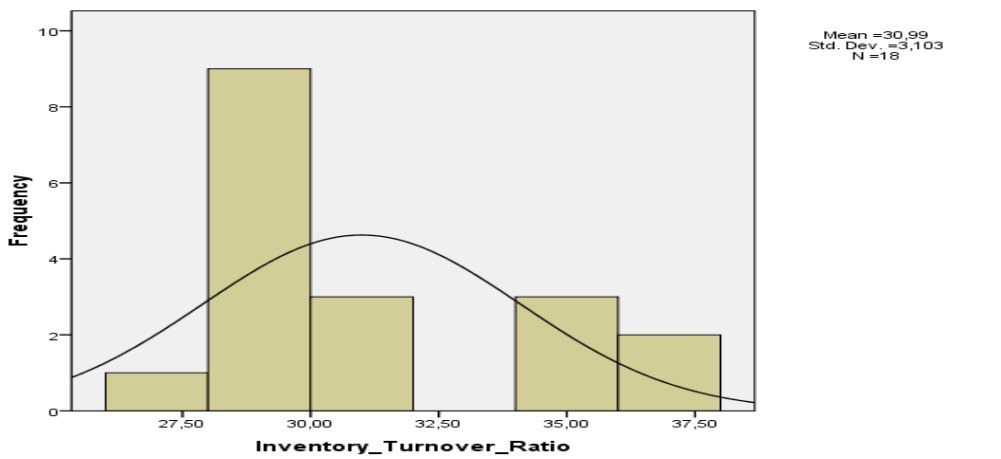
**Διάγραμμα 3.3**  
**Ιστόγραμμα Δείκτη Καθαρού Περιθωρίου Κέρδους**



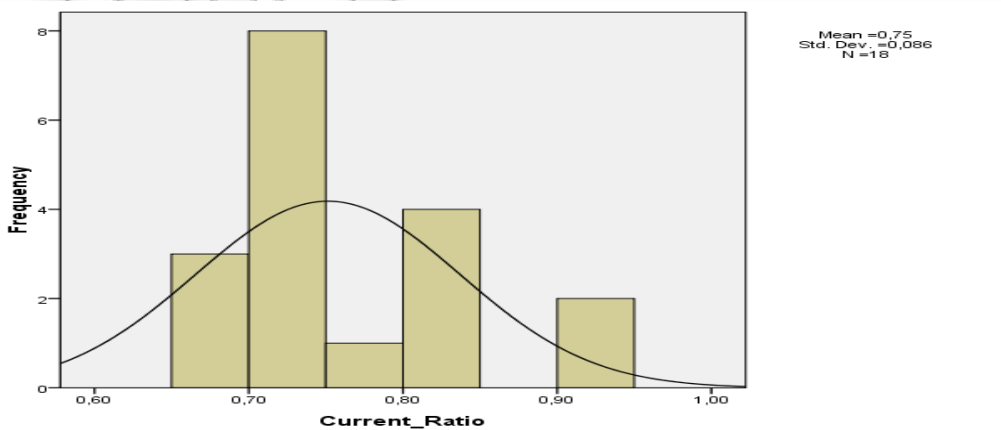
**Διάγραμμα 3.4**  
**Ιστόγραμμα Δείκτη Αποδοτικότητας Ενεργητικού**



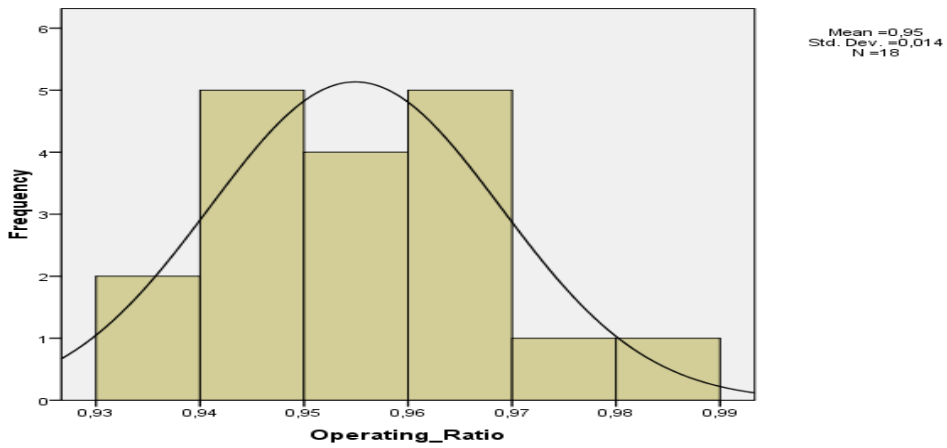
**Διάγραμμα 3.5**  
**Ιστόγραμμα Δείκτη Ταχύτητας Κυκλοφορίας Αποθεμάτων**



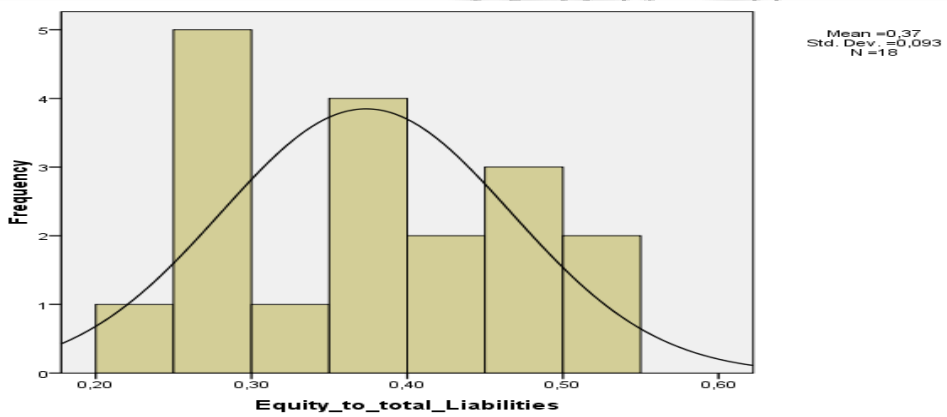
**Διάγραμμα 3.6**  
**Ιστόγραμμα Δείκτη Γενικής Ρευστότητας**



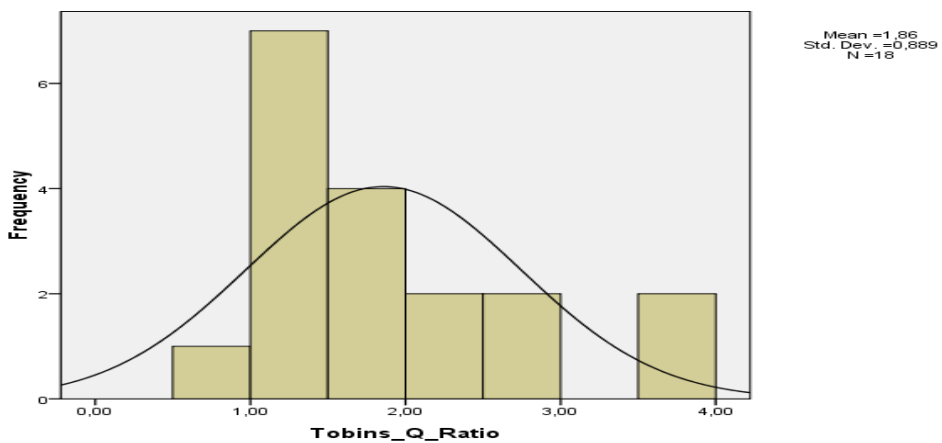
**Διάγραμμα 3.7**  
**Ιστόγραμμα Δείκτη Λειτουργικών Εξόδων**



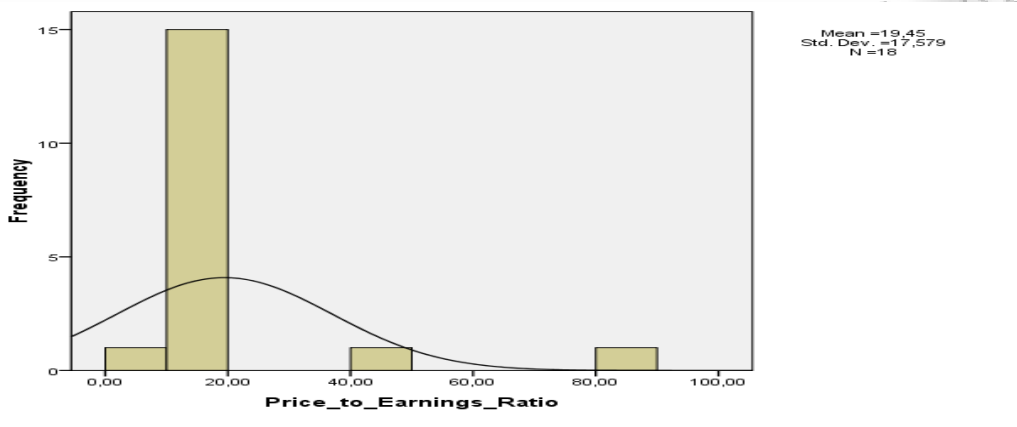
**Διάγραμμα 3.8**  
**Ιστόγραμμα Δείκτη Ίδιων Κεφαλαίων προς Συν. Υποχρεώσεις**



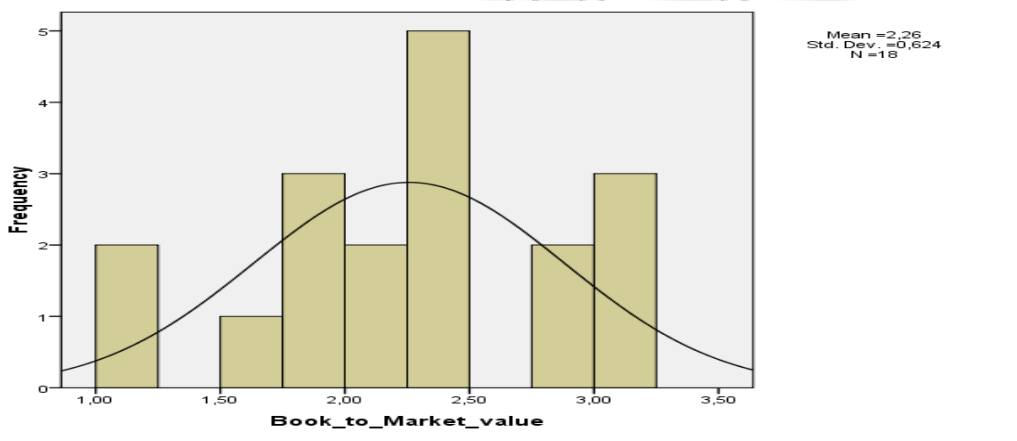
**Διάγραμμα 3.9**  
**Ιστόγραμμα Δείκτη Tobin's Q**



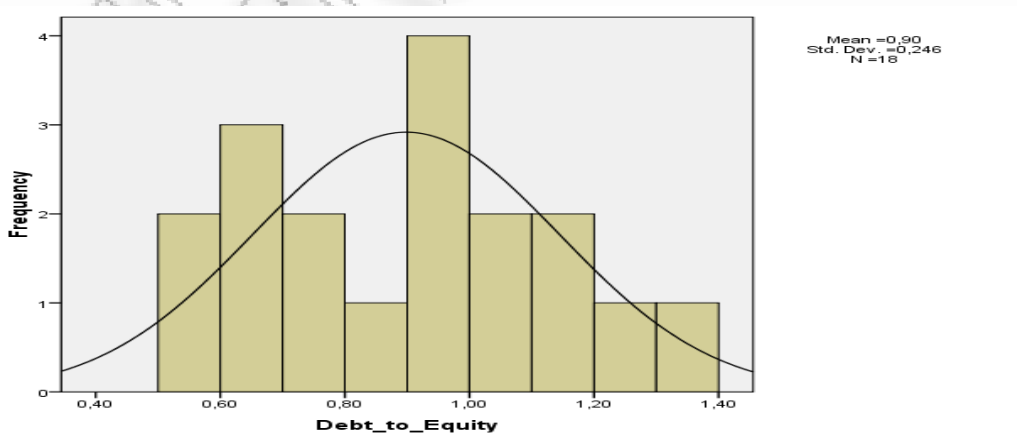
**Διάγραμμα 3.10**  
**Ιστόγραμμα Λόγου τιμής προς κέρδη ανά μετοχή**



**Διάγραμμα 3.11**  
**Ιστόγραμμα Λόγου Εσωτερικής αξίας προς Χρηματιστ. τιμή**



**Διάγραμμα 3.12**  
**Ιστόγραμμα Συν. Χρέους προς ΙΚ**



Έτσι θα πραγματοποιηθεί μια λογαριθμική μετατροπή για κάθε μια μεταβλητή ξεχωριστά. Τότε ένα Kolmogorov-Smirnov test θα ξαναγίνει για τις νέες μεταβλητές που θα προκύψουν. Τα αποτελέσματα παρατίθενται στον παρακάτω πίνακα (Πίνακας 3.2).

**Πίνακας 3.2**  
**Πίνακας Kolmogorov-Smirnov**  
**One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test**

		v1_stoc k_price	log_gro ss_profi t_rate	log_net _profit_ rate	log_ ROA	log_Inv entory_ Turnov er_Rati o	log_Cur rent_Ra tio	log_Op erating _Ratio	log_Eq _Liab_ Ratio	log_To bins_Q _Ratio	log_PE _Ratio	log_BM _Ratio	log_De pt_to_E quity_R atio
N		18	18	18	18	18	18	18	18	18	18	18	18
Normal Parameters <sup>a</sup>	Mean	4,4580	-1,4316	-3,9267	-	3,4293	-,2919	-,0462	-1,0148	,5214	2,7794	,7734	-,1458
	Std. Deviation	,98917	,05972	,51448	,476	,09666	,11002	,01460	,25469	,44627	,52767	,30500	,29193
Most Extreme Differences	Absolute	,250	,225	,299	,291	,267	,260	,165	,131	,132	,325	,130	,177
	Positive	,250	,225	,186	,105	,267	,260	,165	,131	,132	,325	,105	,115
	Negative	-,216	-,130	-,299	-,291	-,132	-,132	-,096	-,102	-,075	-,185	-,130	-,177
Kolmogorov-Smirnov Z		1,061	,953	1,269	1,23	1,133	1,103	,701	,557	,559	1,377	,552	,753
<b>Asymp. Sig. (2-tailed)</b>		<b>,210</b>	<b>,323</b>	<b>,080</b>	<b>,096</b>	<b>,153</b>	<b>,175</b>	<b>,710</b>	<b>,915</b>	<b>,913</b>	<b>,045</b>	<b>,920</b>	<b>,623</b>

a. Test distribution is Normal.

b. Calculated from data.

Από τον πίνακα παραπάνω μπορούμε να διαπιστώσουμε ότι το Asymp.Sig.(2-) είναι μεγαλύτερο του διαστήματος εμπιστοσύνης 0,05 για όλες τις μεταβλητές. Μια μικρή εξαίρεση αποτελεί ο λόγος τιμής προς κέρδη ανά μετοχή, ο οποίος είναι 0,045, αλλά

επειδή είναι πολύ κοντά στο 0,05 για τους σκοπούς αυτής της εργασίας θα θεωρηθεί στην περαιτέρω ανάλυση ότι ακολουθεί την κανονική κατανομή.

Έτσι η εξίσωση που προκύπτει είναι η εξής:

**Τιμή μετοχής** =  $\alpha_0 + \alpha_1$  Δείκτης Μικτού Περιθωρίου Κέρδους +  $\alpha_2$  Δείκτης Καθαρού Περιθωρίου Κέρδους +  $\alpha_3$  Δείκτης Αποδοτικότητας Ενεργητικού +  $\alpha_4$  Δείκτης Ταχύτητας Κυκλοφορίας Αποθεμάτων +  $\alpha_5$  Δείκτης Γενικής Ρευστότητας +  $\alpha_6$  Δείκτης Λειτουργικών Εξόδων +  $\alpha_7$  Δείκτης ΙΚ προς Συν. Υποχρεώσεις +  $\alpha_8$  Δείκτης Tobin's Q +  $\alpha_9$  Λόγος τιμής προς κέρδη ανά μετοχή +  $\alpha_{10}$  Λόγου Εσωτερικής αξίας προς Χρηματιστ. τιμή +  $\alpha_{11}$  Συν. Χρέους προς ΙΚ

Συνεπώς το επόμενο βήμα είναι να δούμε αν οι ανεξάρτητες μεταβλητές συσχετίζονται με την εξαρτημένη μεταβλητή. Αυτό φαίνεται από τον συντελεστή προσδιορισμού R, όπως επίσης και από το R<sup>2</sup> και τον προσαρμοσμένο R.

### Πίνακας 3.3

#### Πίνακας Συντελεστή Προσδιορισμού

Model Summary<sup>b</sup>

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,983 <sup>a</sup>	,966	,928	,26466

a. Predictors: (Constant), log\_Dept\_to\_Equity\_Ratio, log\_BM\_Ratio, log\_net\_profit\_rate, log\_Operating\_Ratio, log\_gross\_profit\_rate, log\_Inventory\_Turnover\_Ratio, log\_Current\_Ratio, log\_Eq\_Liab\_Ratio, log\_ROA

b. Dependent Variable: v1\_stock\_price

Ο συντελεστής προσδιορισμού R δείχνει την ύπαρξη, τον βαθμό και την κατεύθυνση ενός γραμμικού μοντέλου. Εάν είναι θετικός αριθμός τότε μπορεί να θεωρηθεί ότι υπάρχει θετική συσχέτιση μεταξύ της εξαρτημένης και της ανεξάρτητης μεταβλητής.

Ο R<sup>2</sup> δείχνει την αναλογία της μεταβολής της εξαρτημένης μεταβλητής που μπορεί να ερμηνευθεί από τις ανεξάρτητες μεταβλητές στο μοντέλο παλινδρόμησης. Όταν είναι ίσος με ένα τότε υπάρχει τέλεια γραμμική συσχέτιση. Όσο περισσότερες όμως είναι οι ανεξάρτητες μεταβλητές (κ) τόσο περισσότερο θα αυξάνεται το R<sup>2</sup>. Το



μειονέκτημα σε αυτό είναι ότι δεν λαμβάνει υπόψιν πόσο επηρεάζει η κάθε νέα μεταβλητή το μοντέλο.

Έτσι λαμβάνοντας υπόψιν τα παραπάνω θα ήταν καλό ο  $R^2$  να μην λαμβάνεται υπόψιν για την επιλογή καταλληλότερου μοντέλου. Προκειμένου να εξαιρεθεί αυτό το μειονέκτημα υπολογίζεται ο προσαρμοσμένος συντελεστής προσδιορισμού. Αυτός αποτελεί μια παραλλαγή του  $R^2$  που προσαρμόζει τον αριθμό των ερμηνευτικών όρων του μοντέλου. Είναι το πιο κατάλληλο στατιστικό μέτρο για την εύρεση του πιο κατάλληλου μοντέλου. Μπορεί να λάβει αρνητικές τιμές, και θα είναι πάντα μικρότερος ή ίσος του  $R^2$ , όπως συμβαίνει και εδώ. Εάν είναι αρνητικό τότε το επιλεγθέν μοντέλο δεν έχει καμία ερμηνευτική ικανότητα. Σε αυτήν την περίπτωση όπως μπορούμε να δούμε και από τον πίνακα 3.3 υπάρχει έντονη συσχέτιση μεταξύ της εξαρτημένης και των ανεξάρτητων μεταβλητών, που σημαίνει ότι οι ανεξάρτητες μεταβλητές μπορούν να εξηγήσουν ικανοποιητικά την μεταβλητότητα της εξαρτημένης μεταβλητής.

Στον επόμενο πίνακα (Πίνακας 3.4) μπορούμε να δούμε την συσχέτιση της εξαρτημένης μεταβλητής με τις ανεξάρτητες μεταβλητές. Επιπρόσθετα μπορούμε να διαπιστώσουμε από το Sig. (2-tailed) εάν είναι και στατιστικά σημαντικές. Η συσχέτιση Pearson δείχνει την κατεύθυνση και την ένταση της συσχέτισης μεταξύ της εξαρτημένης και των ανεξάρτητων μεταβλητών. Επιπρόσθετα αυτό θα εξεταστεί και θα παρασταθεί και πιο κάτω με διαγράμματα scatter plots. Με τα διαγράμματα αυτά μπορεί κατευθείαν να παρατηρηθεί η κατεύθυνση της κάθε ανεξάρτητης μεταβλητής με την εξαρτημένη, δηλαδή εάν είναι θετική όπως το Διάγραμμα 3.14 παρακάτω ή αρνητική όπως το Διάγραμμα 3.13. Στον Πίνακα 3.4 του Pearson η θετική συσχέτιση εμφανίζεται στο Pearson correlation με θετικό πρόσημο ενώ η αρνητική με αρνητικό πρόσημο. Επιπρόσθετα πέραν της κατεύθυνσης τα διαγράμματα scatter plots δείχνουν και την ένταση μεταξύ της εξαρτημένης και της ανεξάρτητης μεταβλητής. Μια δυνατή συσχέτιση παρουσιάζεται με περισσότερα στίγματα (κουκίδες) γύρω από την γραμμή συσχέτισης και το αντίθετο. Από τον Πίνακα 3.4 αυτό παρατηρείται όταν μια μεταβλητή έχει όσο το δυνατόν πιο κοντά στην απόλυτη μονάδα τιμή.

### Πίνακας 3.4

#### Πίνακας Συσχετίσεων Pearson

		Correlations
		v1_stock_price
v1_stock_price	Pearson Correlation	1
	Sig. (2-tailed)	
	N	18
log_gross_profit_rate	Pearson Correlation	-0,053
	Sig. (2-tailed)	0,836
	N	18
log_net_profit_rate	Pearson Correlation	0,264
	Sig. (2-tailed)	0,29
	N	18
log_ROA	Pearson Correlation	0,309
	Sig. (2-tailed)	0,212
	N	18
log_Inventory_Turnover_Ratio	Pearson Correlation	-0,253
	Sig. (2-tailed)	0,31
	N	18
log_Current_Ratio	Pearson Correlation	-0,091
	Sig. (2-tailed)	0,72
	N	18
log_Operating_Ratio	Pearson Correlation	-,611**
	Sig. (2-tailed)	0,007
	N	18
log_Eq_Liab_Ratio	Pearson Correlation	0,387
	Sig. (2-tailed)	0,113
	N	18
log_Tobins_Q_Ratio	Pearson Correlation	-0,219
	Sig. (2-tailed)	0,382
	N	18
log_PE_Ratio	Pearson Correlation	-0,321
	Sig. (2-tailed)	0,194
	N	18
log_BM_Ratio	Pearson Correlation	0,058
	Sig. (2-tailed)	0,818
	N	18
log_Dept_to_Equity_Ratio	Pearson Correlation	-,903**
	Sig. (2-tailed)	0
	N	18

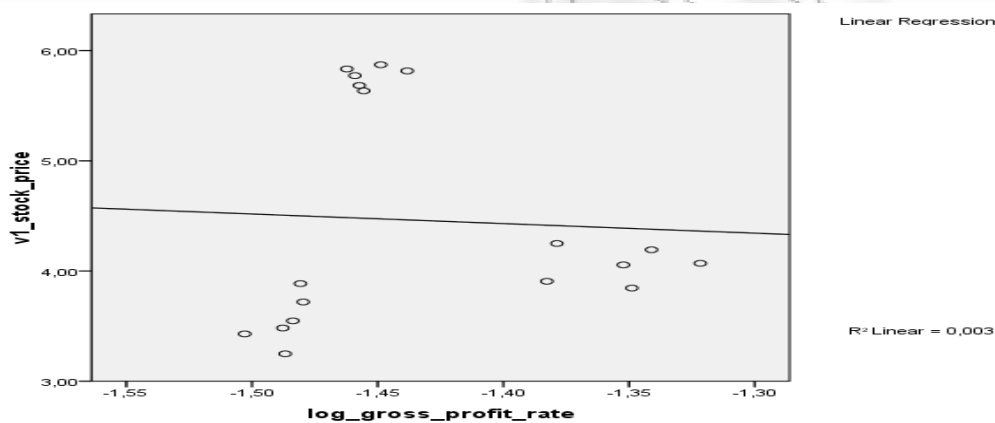
\*\* . Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

\* . Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).

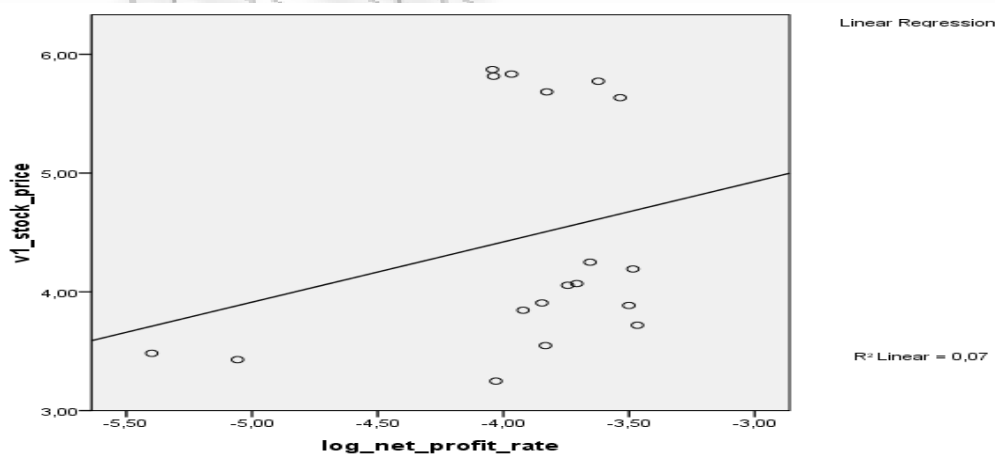
Έτσι όπως διαπιστώνεται από τον παραπάνω πίνακα η τιμή της μετοχής συσχετίζεται αρνητικά με τον Δείκτη Μικτού Περιθωρίου Κέρδους, τον Δείκτη Ταχύτητας Κυκλοφορίας Αποθεμάτων, τον Δείκτη Γενικής Ρευστότητας, τον Δείκτη Tobin's Q και τον Λόγο τιμής προς κέρδη ανα μετοχή. Συσχετίζεται θετικά αλλά όχι έντονα με τον Λόγο εσωτερικής αξίας προς χρηματιστηριακή αξία. Αρνητική συσχέτιση επίσης αλλά για ένα διάστημα εμπιστοσύνης 0,01 έχει με τον Δείκτη Λειτουργικών Δαπανών και τον Δείκτη Συνολικού Χρέους προς Ίδια Κεφάλαια.

Η συσχέτιση και η κατεύθυνση των ανεξάρτητων μεταβλητών ως προς την εξαρτημένη μπορεί να επιβεβαιωθεί και από τα ακόλουθα γραφήματα scatter plots.

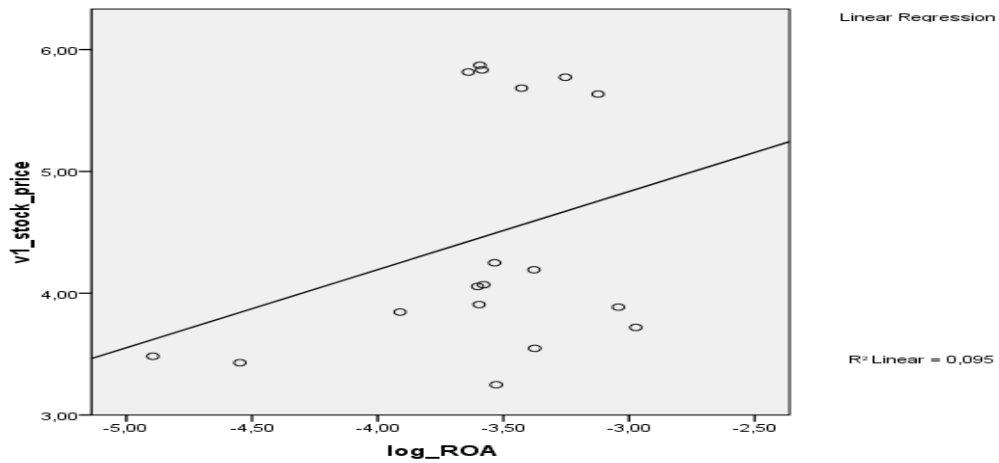
**Διάγραμμα 3.13**  
**Δείκτης Μικτού Περιθωρίου Κέρδους**



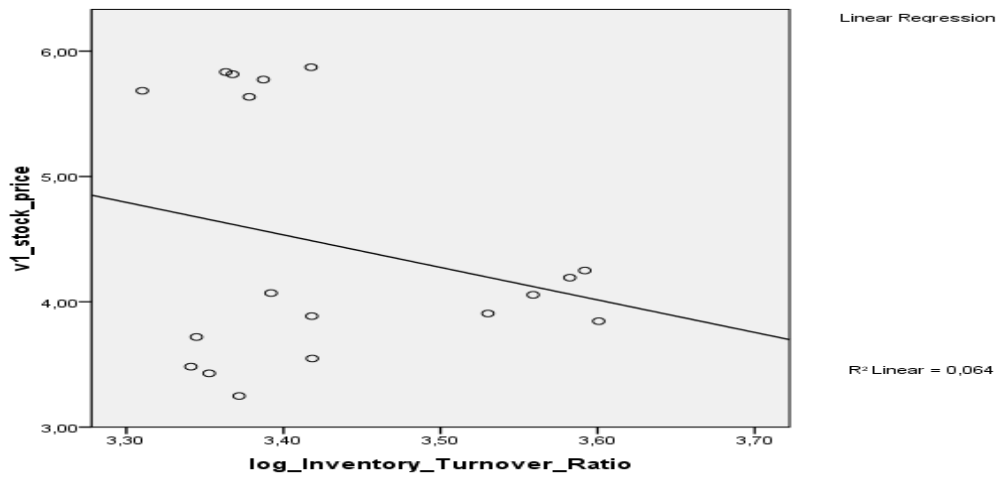
**Διάγραμμα 3.14**  
**Δείκτης Καθαρού Περιθωρίου Κέρδους**



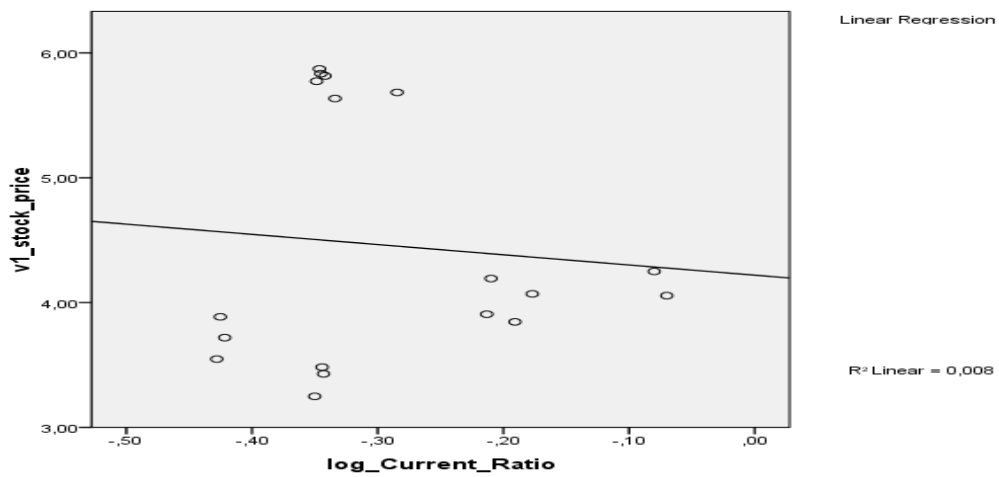
**Διάγραμμα 3.15**  
**Δείκτης Αποδοτικότητας Ενεργητικού**



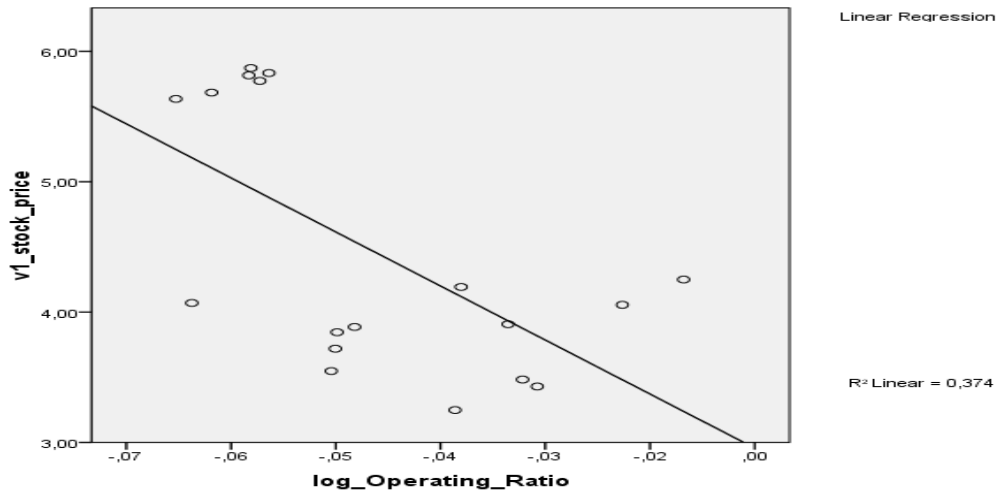
**Διάγραμμα 3.16**  
**Δείκτης Ταχύτητας Κυκλοφορίας Αποθεμάτων**



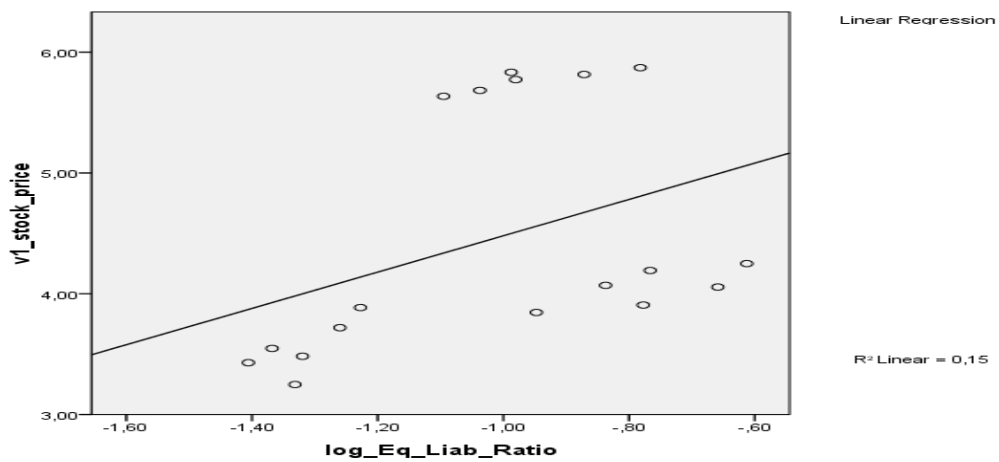
**Διάγραμμα 3.17**  
**Δείκτης Γενικής Ρευστότητας**



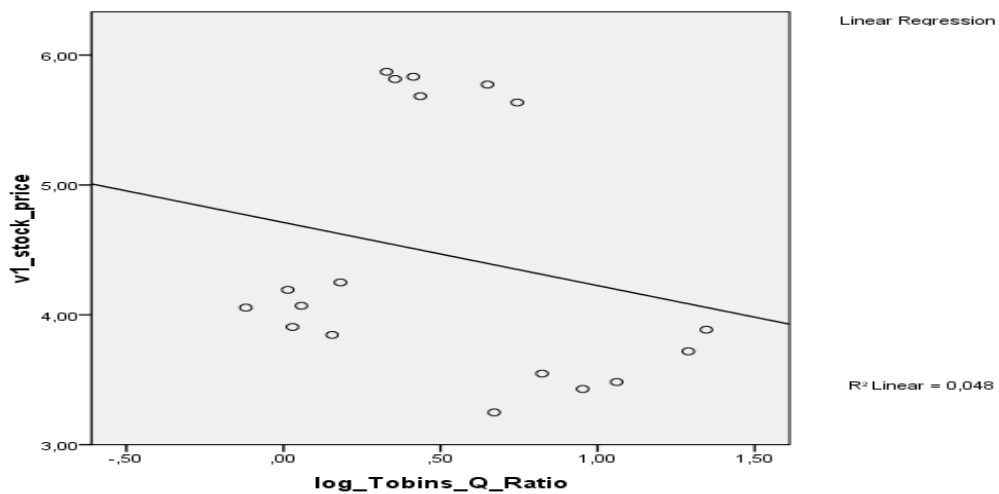
**Διάγραμμα 3.18**  
**Δείκτης Λειτουργικών Εξόδων**



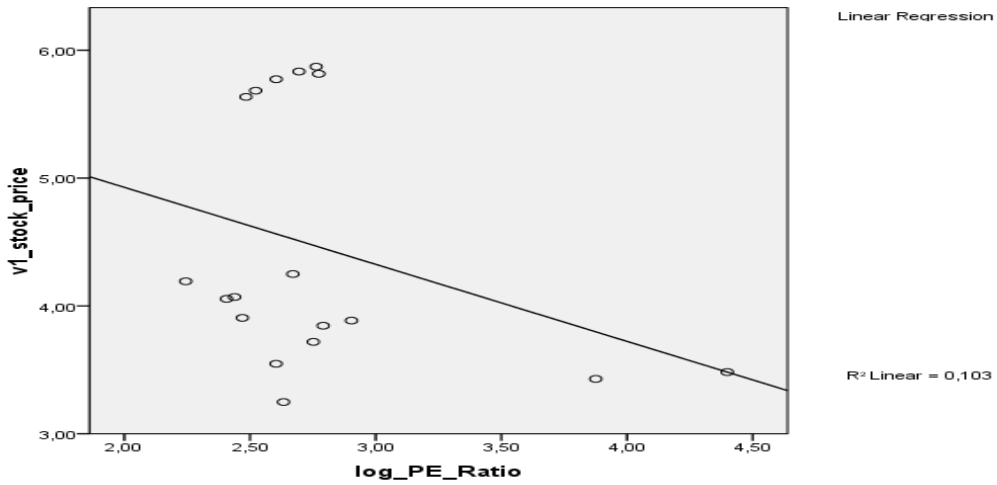
**Διάγραμμα 3.19**  
**Δείκτης ΙΚ προς Συν. Υποχρεώσεις**



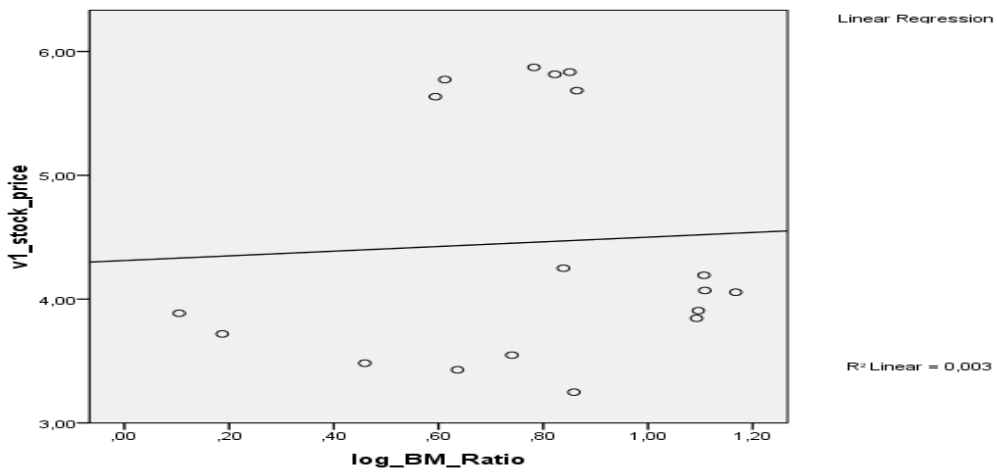
**Διάγραμμα 3.20**  
**Δείκτης Tobin's Q**



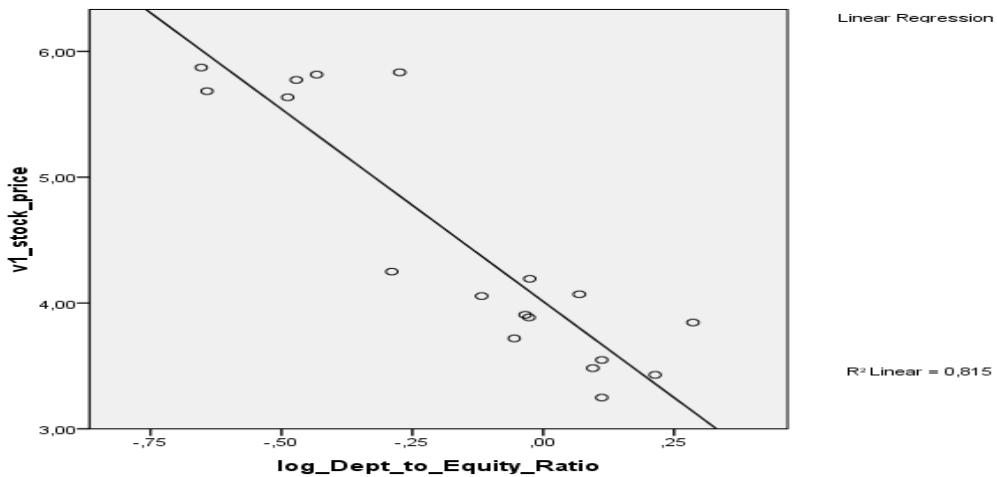
**Διάγραμμα 3.21**  
**Δείκτης Λόγου τιμής προς κέρδη ανα μετοχή**



**Διάγραμμα 3.22**  
**Δείκτης Λόγου εσωτερικής αξίας προς χρηματ. αξία**



**Διάγραμμα 3.23**  
**Δείκτης Συν. Χρέους προς ΙΚ**



Από τον Πίνακα 3.5 μπορούμε να παρατηρήσουμε το F τεστ, το οποίο εμπειρικά όταν είναι μεγαλύτερο του 3,5 τότε το επιλεχθέν υπόδειγμα θεωρείται καλό καθώς υποδεικνύει ότι τουλάχιστον μια από τις ανεξάρτητες μεταβλητές δεν είναι ίση με το μηδέν. Γενικότερα όταν το  $R^2$  αυξάνεται, τότε και το F τεστ αυξάνεται. Έτσι και από το  $R^2$  αλλά και από το F τεστ υποθέτουμε ότι το μοντέλο είναι ικανοποιητικό.

**Πίνακας 3.5**  
**Πίνακας ANOVA**  
**ANOVA<sup>p</sup>**

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	16,073	9	1,786	25,496	,000 <sup>a</sup>
	Residual	,560	8	,070		
	Total	16,634	17			

a. Predictors: (Constant), log\_Dept\_to\_Equity\_Ratio, log\_BM\_Ratio, log\_net\_profit\_rate, log\_Operating\_Ratio, log\_gross\_profit\_rate, log\_Inventory\_Turnover\_Ratio, log\_Current\_Ratio, log\_Eq\_Liab\_Ratio, log\_ROA

b. Dependent Variable: v1\_stock\_price

**Πίνακας 3.6**  
**Πίνακας Coefficients**

**Coefficients<sup>a</sup>**

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
		B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1	(Constant)	-9,754	12,412		-,786	,455		
	log_gross_profit_rate	-16,655	6,886	-1,006	-2,419	,042	,024	41,039
	log_net_profit_rate	5,587	2,404	2,906	2,324	,049	,003	371,272
	log_ROA	-5,876	2,394	-2,831	-2,455	,040	,003	315,938
	log_Inventory_Turnover_Ratio	-2,477	2,423	-,242	-1,022	,337	,075	13,317
	log_Current_Ratio	-3,125	3,274	-,348	-,954	,368	,032	31,492
	log_Operating_Ratio	-21,623	17,526	-,319	-1,234	,252	,063	15,880
	log_Eq_Liab_Ratio	2,749	1,242	,708	2,213	,058	,041	24,276
	log_BM_Ratio	,450	,386	,139	1,166	,277	,297	3,362
	log_Dept_to_Equity_Ratio	-1,694	,867	-,500	-1,955	,086	,064	15,537

a. Dependent Variable: v1\_stock\_price

Excluded Variables<sup>b</sup>

Model	Beta In	T	Sig.	Partial Correlation	Collinearity Statistics			
					Tolerance	VIF	Minimum Tolerance	
1	log_Tobins_Q_Ratio	-12,756 <sup>a</sup>	-1,487	,181	-,490	4,968E-5	20129,795	4,968E-5
	log_PE_Ratio	-44,042 <sup>a</sup>	-2,184	,065	-,637	7,038E-6	142091,844	7,038E-6

a. Predictors in the Model: (Constant), log\_Dept\_to\_Equity\_Ratio, log\_BM\_Ratio, log\_net\_profit\_rate, log\_Operating\_Ratio, log\_gross\_profit\_rate, log\_Inventory\_Turnover\_Ratio, log\_Current\_Ratio, log\_Eq\_Liab\_Ratio, log\_ROA

b. Dependent Variable: v1\_stock\_price

### Πίνακας 3.7 Πίνακας Collinearity Diagnostics

Collinearity Diagnostics<sup>a</sup>

Dim	Eigenvalue	Condition Index	Variance Proportions											
			(Constant)	log_gross_profit_rate	log_net_profit_rate	log_ROA	log_Inventory_Turnover_Ratio	log_Current_Ratio	log_Operating_Ratio	log_Eq_Liab_Ratio	log_BM_Ratio	log_Dept_to_Equity_Ratio		
1	1	8,840	1,000	,00	,00	,00	,00	,00	,00	,00	,00	,00	,00	,00
	2	,807	3,309	,00	,00	,00	,00	,00	,00	,00	,00	,00	,00	,06
	3	,252	5,922	,00	,00	,00	,00	,00	,00	,00	,00	,00	,08	,00
	4	,066	11,598	,00	,00	,00	,00	,00	,00	,05	,00	,05	,02	,00
	5	,015	24,467	,00	,00	,00	,00	,00	,07	,05	,01	,73	,02	,00
	6	,013	25,744	,00	,00	,00	,00	,00	,01	,04	,00	,02	,00	,00
	7	,007	36,477	,00	,00	,00	,00	,00	,13	,00	,24	,01	,05	,00
	8	,000	254,575	,02	,07	,05	,06	,14	,09	,02	,34	,00	,35	,00
	9	2,350E-5	613,292	,18	,79	,34	,33	,07	,01	,03	,31	,01	,20	,00
	10	1,322E-5	817,715	,80	,14	,61	,61	,79	,69	,81	,09	,09	,30	,00

a. Dependent Variable: v1\_stock\_price



Σε μια εκτενέστερη ανάλυση βλέπουμε τον Πίνακα 3.6, όπου η πρώτη κολώνα τον σταθερό όρο και όλες τις ανεξάρτητες μεταβλητές της εξίσωσης. Η δεύτερη κολώνα δείχνει τον βαθμό με τον οποίο κάθε ανεξάρτητη μεταβλητή επηρεάζει την εξαρτημένη εαν αυτή μεταβληθεί κατά έναν βαθμό. Επιπρόσθετα το πρόσημο υποδεικνύει την κατεύθυνση των ανεξάρτητων μεταβλητών ως προς την εξαρτημένη, δηλαδή αν είναι θετική ή αρνητική. Στην τέταρτη κολώνα μπορούμε να διακρίνουμε ποιά από όλες τις ανεξάρτητες μεταβλητές ερμηνεύει καλύτερα την μεταβλητότητα της εξαρτημένης μεταβλητής. Όσο μεγαλύτερο είναι τόσο καλύτερη είναι η ερμηνευτική της ικανότητα. Αμέσως μετά είναι η κολώνα που ονομάζεται  $t$  και η οποία παρέχει την πληροφορία εαν μια μεταβλητή είναι στατιστικά σημαντική. Εμπειρικά εαν είναι μεγαλύτερη του 2, τότε η μεταβλητή είναι στατιστικά σημαντική. Η επόμενη κολώνα (Sig.) δείχνει εαν κάθε μεταβλητή ξεχωριστά είναι στατιστικά σημαντική για την πρόβλεψη της μεταβολής της εξαρτημένης μεταβλητής. Εαν είναι μικρότερη του διαστήματος εμπιστοσύνης 0,05, τότε είναι στατιστικά σημαντική. Οι επόμενες δυο κολώνες δείχνουν εαν υπάρχει πρόβλημα πολυσυγγραμικότητας. Αυτός ο έλεγχος περί πολυσυγγραμικότητας ενισχύεται και από τους δείκτες του Πίνακα 3.6, τους Eigen value και Condition Index. Συγκεκριμένα εαν το Tolerance είναι κοντά στο μηδέν τότε υπάρχει ένδειξη πολυσυγγραμικότητας. Είναι προτιμότερο να είναι κοντά στο ένα. Το VIF πρέπει να είναι μεγαλύτερο του δέκα για να μην υπάρχει πρόβλημα πολυσυγγραμικότητας. Επίσης εαν το Eigen Value είναι κοντά στο μηδέν τότε υπάρχει πρόβλημα πολυσυγγραμικότητας. Το ίδιο ισχύει και εαν το Condition Index είναι μεγαλύτερο του τριάντα.

Σε αυτήν την περίπτωση παρατηρούμε εξ'αρχής πρόβλημα πολυσυγγραμικότητας καθώς το VIF είναι για όλες τις μεταβλητές μικρότερο του δέκα και το Eigen Value για τρεις μεταβλητές είναι κοντά στο μηδέν και το Condition Index αντίστοιχα μεγαλύτερο του τριάντα. Συνεπώς έπειτα από συνδυαστικές δοκιμές καταλήγουμε σε ένα μοντέλο με λιγότερες ανεξάρτητες μεταβλητές και χωρίς πρόβλημα πολυσυγγραμικότητας. Παρατηρούμε όμως ότι το SPSS πρόγραμμα εξαίρεσε δυο μεταβλητές λόγω έντονης πολυσυγγραμικότητας (Δείκτης Λόγου τιμής προς κέρδη ανα μετοχή, Δείκτης Tobin's Q).

Έτσι από το Tolerance παρατηρούμε ότι ο δείκτης καθαρού περιθωρίου κέρδους και ο δείκτης αποδοτικότητας ενεργητικού είναι κοντά στο μηδέν, προκαλώντας έτσι τις

πρώτες υποψίες για πρόβλημα πολυσυγγραμικότητας. Από το VIF φαίνονται ότι όλες οι μεταβλητές εκτός από το λόγο εσωτερικής αξίας προς χρηματιστηριακή αξία είναι μεγαλύτερες από δέκα. Κατόπιν από το Eigen value παρατηρείται ότι είναι κοντά στο μηδέν ο δείκτης ιδίων κεφαλαίων προς συνολικές υποχρεώσεις, ο λόγος εσωτερικής αξίας προς χρηματιστηριακή αξία και ο δείκτης συνολικού χρέους προς ίδια κεφάλαια. Από το Condition Index οι μεταβλητές που οι τιμές τους είναι πάνω από τριάντα είναι ο δείκτης λειτουργικών εξόδων, ο δείκτης ιδίων κεφαλαίων προς συνολικές υποχρεώσεις, ο λόγος εσωτερικής αξίας προς χρηματιστηριακή αξία και ο δείκτης συνολικού χρέους προς ίδια κεφάλαια. Γενικότερα παρατηρείται πρόβλημα πολυσυγγραμικότητας. Συνεπώς πρέπει να γίνει μια περαιτέρω έρευνα.

Όταν υπάρχει πολυσυγγραμικότητα τότε κάθε μεταβλητή πρέπει να εξετάζεται ξεχωριστά. Αρχικά πρέπει να πραγματοποιείται μια απλή παλινδρόμηση για κάθε μια μεταβλητή ξεχωριστά προκειμένου να φανεί πως επηρεάζει η κάθε μια από αυτές την εξαρτημένη μεταβλητή. Αυτό που πρέπει να παρατηρηθεί πρωτίστως είναι ο συντελεστής προσδιορισμού και ο προσαρμοσμένος συντελεστής προσδιορισμού. Εάν ο τελευταίος είναι αρνητικός τότε η μεταβλητή δεν έχει καμία ερμηνευτική ικανότητα. Παρακάτω παρατίθεται ένας πίνακας με τον συντελεστή προσδιορισμού και τον προσαρμοσμένο συντελεστή προσδιορισμού για κάθε μεταβλητή ξεχωριστά.

**Πίνακας 3.8**

**Πίνακας συντελ. προσδιορισμού και προσαρμοσμένου συντελ. προσδιορισμού**

Stock Price	Gross Profit Rate	Net Profit Rate	ROA	Invent. Turnov. Ratio	Current Ratio	Operat. Ratio	Eq. to Tot. Liab Ratio	Tobin's Q ratio	P/E Ratio	B/M Ratio	Debt/ Eq. Ratio
R <sup>2</sup>	0,003	0,070	0,095	0,064	0,08	0,374	0,150	0,048	0,103	0,003	0,815
A.R <sup>2</sup>	-0,0060	0,012	0,039	0,006	-0,054	0,335	0,087	-0,011	0,047	-0,059	0,803

Έτσι είναι φανερό από τον παραπάνω πίνακα ότι σημαντική ερμηνευτική ικανότητα για την μεταβολή της τιμής της μετοχής έχει ο δείκτης συνολικού χρέους προς ίδια κεφάλαια. Ακολουθεί ο δείκτης λειτουργικών εξόδων. Οι υπόλοιποι δείκτες έχουν ασθενή σχέση με την τιμή της μετοχής. Παρόλο αυτά δεν θα απορριφθούν καθώς διαφορετικοί συνδυασμοί θα επιχειρηθούν προκειμένου να μην εμφανισθούν προβλήματα πολυσυγγραμικότητας πάλι.

Έτσι έπειτα από πολλούς συνδυασμούς και δοκιμές μεταξύ των δεικτών προκειμένου να μην υπάρχει πολυσυγγραμικότητα καταλήγουμε στην τελική εξίσωση:

Τιμή της μετοχής =  $\alpha_0 + \alpha_1$  Δείκτης Γενικής Ρευστότητας +  $\alpha_2$  Δείκτης Λειτουργικών Εξόδων +  $\alpha_3$  Δείκτης Tobin's Q +  $\alpha_4$  Λόγος τιμής προς κέρδη ανα μετ. +  $\alpha_5$  Δείκτης Συνολ. Χρέους προς ΙΚ

Πιο λεπτομερώς:

**Πίνακας 3.9**

**Πίνακας Συντελεστή Προσδιορισμού  
Model Summary**

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,958 <sup>a</sup>	,918	,884	,33676

a. Predictors: (Constant), log\_Operating\_Ratio, log\_Tobins\_Q\_Ratio, log\_Dept\_to\_Equity\_Ratio, log\_PE\_Ratio, log\_Current\_Ratio

**Πίνακας 3.10  
Πίνακας ΑνοVA  
ANOVA<sup>b</sup>**

Model		Sum of Squares	Df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	15,273	5	3,055	26,935	,000 <sup>a</sup>
	Residual	1,361	12	,113		
	Total	16,634	17			

a. Predictors: (Constant), log\_Operating\_Ratio, log\_Tobins\_Q\_Ratio, log\_Dept\_to\_Equity\_Ratio, log\_PE\_Ratio, log\_Current\_Ratio

b. Dependent Variable: v1\_stock\_price

**Πίνακας 3.11  
Πίνακας Coefficients  
Coefficients<sup>a</sup>**

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
		B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1	(Constant)	2,271	,684		3,319	,006		
	log_Current_Ratio	-1,294	1,740	-,144	-,744	,471	,182	5,493
	log_Tobins_Q_Ratio	-,810	,404	-,366	-2,006	,068	,205	4,871
	log_PE_Ratio	,318	,205	,170	1,547	,148	,568	1,762
	log_Dept_to_Equity_Ratio	-2,590	,321	-,764	-8,062	,000	,759	1,318
	log_Operating_Ratio	-20,999	8,411	-,310	-2,497	,028	,443	2,259

a. Dependent Variable: v1\_stock\_price

**Πίνακας 3.12**  
**Πίνακας Collinearity diagnostics**

**Collinearity Diagnostics<sup>a</sup>**

Model	Dimen sion	Eigenvalue	Condition Index	Variance Proportions					
				(Constant)	log_Current_ Ratio	log_Tobins_Q _Ratio	log_PE_Ratio	log_Dept_to_ Equity_Ratio	log_Operating _Ratio
1	1	4,823	1,000	,00	,00	,00	,00	,01	,00
	2	,815	2,433	,00	,00	,01	,00	,63	,00
	3	,272	4,208	,01	,00	,19	,01	,13	,01
	4	,067	8,479	,01	,03	,02	,09	,23	,27
	5	,015	17,876	,00	,96	,63	,00	,00	,53
	6	,008	24,827	,98	,01	,15	,90	,00	,19

a. Dependent Variable: v1\_stock\_price

Από τον πίνακα 3.9 βλέπουμε ότι ο συντελεστής προσδιορισμού  $R^2$  και ο προσαρμοσμένος συντελεστής προσδιορισμού  $R^2$  είναι αρκετά κοντά στο ένα, που σημαίνει ότι οι επιλεγμένες μεταβλητές συσχετίζονται έντονα με την εξαρτημένη μεταβλητή.

Από τον πίνακα 3.10 βλέπουμε ότι ο έλεγχος F είναι πολύ μεγαλύτερος από 3,5 που σημαίνει ότι το επιλεχθέν υπόδειγμα είναι ικανοποιητικό.

Κατόπιν από τον πίνακα 3.11 μπορούμε να καταλήξουμε στην εξής ολοκληρωμένη εξίσωση:

**Τιμή της μετοχής = 2,271 – 1,274 Δείκτης Γενικής Ρευστότητας - 20,999 Δείκτης Λειτουργικών Εξόδων – 0,810 Δείκτης Tobin's Q + 0,318 Λόγος τιμής προς κέρδη ανα μετ. – 2,590 Δείκτης Συνολ. Χρέους προς ΙΚ**

Όπως βλέπουμε από το Tolerance στον πίνακα 4.10 όλες οι τιμές των μεταβλητών είναι μεγαλύτερες του μηδέν, του VIF είναι μικρότερες του δέκα, του Eigen value μεγαλύτερες του μηδέν και το Condition Index μικρότερο του 30. Έτσι συμπεραίνεται ότι με τις επιλεχθείσες μεταβλητές δεν υπάρχει πρόβλημα πολυσυγγραμικότητας.

Από τον Πίνακα 3.10 παρατηρούμε επίσης ότι το μόνο θετικό beta είναι αυτό για τον λόγο τιμής μετοχής προς κέρδη ανα μετοχή, κάτι που υποδηλώνει ότι αυτή η μεταβλητή ερμηνεύει καλύτερα την εξαρτημένη μεταβλητή (τιμή της μετοχής).

Από τον έλεγχο t-student μπορούμε να δούμε ότι οι απόλυτοι αριθμοί του σταθερού όρου, του Δείκτη Συν. Χρέους προς Ίδια Κεφάλαια, του Δείκτη Λειτουργικών Εξόδων και του Δείκτη Tobin's Q είναι μεγαλύτεροι του δυο, που σημαίνει ότι είναι στατιστικά σημαντικές μεταβλητές για το μοντέλο.

Παρά το γεγονός ότι κάποιος από τους εξεταζόμενους παραπάνω δείκτες είναι ευρέως γνωστός ως σημαντικός δείκτης για τους επενδυτές, όπως ο Λόγος εσωτερικής αξίας προς χρηματιστηριακή αξία, δεν συμπεριλαμβάνονται στην τελική εξίσωση. Αυτό συμβαίνει λόγω του ότι η πληροφορία που είναι ενσωματωμένη μπορεί να ενυπάρχει και σε κάποιον άλλον δείκτη. Για αυτό άλλωστε υπήρχαν και προβλήματα πολυσυγγραμικότητας. Παρόλο αυτά αν εξεταζόντουσαν ξεχωριστά οι περισσότεροι από αυτούς θα επηρέαζαν πολύ την τιμή της μετοχής.

### **3.4 Συμπεράσματα**

Από όλα όσα αναφέρθηκαν παραπάνω και κυρίως μετά την παλινδρόμηση συμπεραίνεται ότι οι αριθμοδείκτες παίζουν σημαντικό ρόλο όχι μόνο για τους μάνατζερς μιας εταιρίας αλλά και για όλους τους πιθανούς επενδυτές. Δείχνει πόσο σημαντικό είναι να ανακοινώνονται σωστά και καλά αποτελέσματα. Φυσικά η απόφαση ενός επενδυτή δεν θα βασίζεται μόνο στα ανακοινωθέντα οικονομικά αποτελέσματα μιας εταιρίας αλλά και από τους μακροοικονομικούς παράγοντες και την αναμενόμενη ανάπτυξη ενός τομέα ή ακόμα και μιας εταιρίας. Αυτό προκύπτει και από την παραπάνω έρευνα καθώς προέκυψε ότι όλοι οι σημαντικοί αριθμοδείκτες είναι αυτοί που δείχνουν αν υπάρχει ανάπτυξη ή αναμενόμενη ανάπτυξη. Ένας ακόμα σημαντικός αριθμοδείκτης είναι ο Δείκτης Συν. Χρέους προς Ίδια Κεφάλαια καθώς δείχνει την συμμετοχή των ιδιοκτητών στην χρηματοοικονομική διάρθρωση της επιχείρησης. Δείχνει επίσης εάν μια εταιρία στηρίζεται περισσότερο σε εξωτερικές πηγές χρηματοδότησης. Αλλά αυτό πρέπει να ληφθεί υπόψιν και με άλλους αριθμοδείκτες καθώς ένας υψηλός Δείκτης Συνολικού Χρέους προς Ίδια Κεφάλαια μπορεί να εξηγηθεί από πολιτικές επέκτασης.

Για τον τομέα που εξετάστηκε εδώ, τα λειτουργικά κόστη είναι πολλά και μεγάλης σημασίας καθώς δείχνει την ικανότητα μιας επιχείρησης να καλύψει τα κόστη της και να διατηρήσει κέρδη. Επιπλέον παρατηρούμε ότι και ο λόγος τιμής της μετοχής προς κέρδη ανά μετοχή επίσης συμπεριλαμβάνεται στην τελική εξίσωση καθώς είναι ο πιο σημαντικός και ευρέως χρησιμοποιούμενος δείκτης που λαμβάνεται υπόψη από τους επενδυτές. Ο Δείκτης Γενικής Ρευστότητας και ο Δείκτης Συνολικού Χρέους προς Ίδια Κεφάλαια που συμπεριλαμβάνονται και αυτοί στην τελική εξίσωση δείχνουν ότι οι επενδυτές και οι μέτοχοι δίνουν σημασία στην ρευστότητα και στην ικανότητα τη επιχείρησης να επεκτείνεται και να γίνεται δυνατότερη, στηριζόμενη όχι μόνο σε εξωτερικές πηγές χρηματοδότησης αλλά και σε κέρδη που παράγει.

Όπως όμως αναφέρθηκε και παραπάνω σημαντικοί αριθμοδείκτες δεν συμπεριλαμβάνονται στην εξίσωση ακόμα και αν ήταν αναμενόμενο. Αυτό συμβαίνει όχι μόνο λόγω της πολυσυγγραμικότητας αλλά και λόγω του μικρού αριθμού παρατηρήσεων καθώς οι εξεταζόμενες περίοδοι ήταν μόνο έξι χρόνια για τις τρεις εταιρίες. Το δείγμα ήταν μικρό και έτσι το αποτέλεσμα μπορεί αν ήταν διαφορετικό αν υπήρχαν περισσότερες παρατηρήσεις.

## ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

Ackerman D., Tellis G. "Can culture affect prices? A cross-cultural study of shopping and retail prices". *Journal of Retailing*, Vol. 77, (2001),pg 57 – 82.

Ailawadi K., Borin N., Farris P. W. "Market Power and Performance: A Cross-Industry Analysis of Manufacturers and Retailers". *Journal of Retailing*, Vol. 71, (1995), pg 211 – 248.

Barnett D. V., Lewis T., "Outliers in Statistical Data", (1978), New York: John Wiley.

Barnes P. "The Analysis and Use of Financial Ratios: A Review Article", *Journal of Business Finance and Accounting*, Vol.14, (1987), pg.449-461.

Basu S., "Investment Performance of Common Stocks in Relation to Their Price-Earnings Ratios: A Test of the Efficient Market Hypothesis". *The Journal of Finance* Vol. 32, (June 1977), pg 663 – 682.

Beaver W., Morse D., "What Determines Price-Earnings Ratios?". *Financial Analysts Journal*, Vol. 34, (July –August 1978), pg 65 – 76.

Blose L. E., Shieh J. C. P. "Tobin's q-Ratio and Market Reaction to Capital Investment Announcements". *The Financial Review*, Vol. 32, (August 1997), pg 449 – 476.

Buijink W. & Jegers, M., "Cross-sectional Distributional Properties of Financial Ratios in Belgian Manufacturing Industries: Aggregation Effects and Persistence Over Time" *Journal of Business Finance and Accounting*, Vol.14, (1986) pg 449-461.

Carow K. A., Roden R. M. "Determinants of the Stock Price Reaction to Leveraged Buyouts". *Journal of Economics and Finance*, Vol. 21, (1997), pg 49 - 59.

Cheung Y. W., Lillian K.N.G., "Stock Price Dynamics and Firm Size: An Empirical Investigation". *The Journal of Finance*, Vol. 47, (December 1992), pg 1985 – 1997.

DeFond M., Hang M., Trezevant R., "Investor protection and the information content of annual earnings announcements: International evidence". *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 43, (2007), pg 37 - 67.

Ezzamel M., Molinero M. C., Beecher A. "On the distributional properties of financial ratios". *Journal of Business Finance and Accounting*, Vol. 14, (1987).

Fama F. E., French K. R. "The Cross- Section of Expected Stock Returns". *The Journal of Finance*, Vol. 47, (June 1992), pg 427-465.

Feildstein S., Longoford N., McLeay S., (1987) "Multivariate normality and forecasting of Business Bankruptcy", *Journal of Business Finance and Accounting*, Vol 14, pg 483-495.

Foster G. (1978), "Financial Statement Analysis". Englewood Cliffs: Prentice Hall, p.70,  
Foster G. (1986), Financial Statements Analysis, Second Edition, Englewood Cliffs:  
Prentice Hall.

Gauri D. K., Trivedi M., Grewal D. "Understanding the Determinants of Retail Strategy: An  
Empirical Analysis". Journal of Retailing, Vol. 84, (March 2008),pg 256 – 267.

Goldman A.," The transfer of retail formats into developing economies: The example of  
China". Journal of Retailing, Vol. 77, (2001),pg 221 – 242.

Holthausen R., Larcker D. F. "The prediction of stock returns using financial statement  
information". Journal of Accounting and Economics, Vol. 15, (1992), pg 373 - 411.

Horrigan J. O., "Some Empirical Bases of Financial Ratio analysis". The Accounting  
Review, Vol. 40, (1965), pg. 558- 573.

Kimmel P., Weygandt J., Kieso D. (2010), Financial Accounting : Tools for Business  
Decision Making, Wiley Black Well Press Edition

Langy L. H. P., Stulz R. M. "TOBIN'S Q, CORPORATE DIVERSIFICATION AND FIRM  
PERFORMANCE". NATIONAL BUREAU OF ECONOMIC RESEARCH, (1993).

Lantto A. M., Sahlstrom P. "Impact of International Financial Reporting Standard  
adoption on key financial ratios". Accounting and Finance, Vol. 49, (2009), pg 341 – 361.

La Porta R.,"Expectations and the Cross- Section of Stock Returns". The Journal of  
Finance Vol. 51, (December 1996), pg 1715-1742.

Niarchos A. N. (2004), Analysis of financial announcements, Stamoulis Press Edition

Pinches, G. E. & Eubank , A.A. & Mingo, K.A. & Caruthers, J.K. "The hierarchical  
classification of financial ratios", Journal of Business Research, Vol.3, (1975), pg. 295-  
310.

Randall M., "Management Ownership and Market Valuation, An Empirical Analysis".  
Journal of Financial Economics, Vol. 20, (1988), pg 293 – 315.

Rees L., Thomas W., " The stock price effects of changes in dispersion of investor beliefs  
during earnings announcements". Published online: 25 April 2008, Springer  
Science+Business Media, LLC 2008.

Severin V., Louviere J. J., Finn A. "The stability of retail shopping choices over time and  
across countries". Journal of Retailing, Vol. 77, (2001), pg 185 – 202.

Wild J., " Stock Price Informativeness of Accounting Numbers: Evidence on Earnings,  
Book Values, and Their Components". Journal of Accounting and Public Policy, Vol. 11,  
(1992), pg 119 - 154.



Ιστότοποι:

[www.investopedia.com](http://www.investopedia.com)

Οι ενδιαφερόμενοι για περισσότερες πληροφορίες των επιλεγθέντων επιχειρήσεων μπορούν να συμβουλευθούν τους παρακάτω ιστότοπους:

[www.carrefour.com](http://www.carrefour.com)

[www.groupe-auchan.com](http://www.groupe-auchan.com)

[www.groupe-casino.fr/en](http://www.groupe-casino.fr/en)

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΡΡΑΙΑ