

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

UNIVERSITY OF PIRAEUS

ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ ΣΤΗΝ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗ
ΚΑΙ ΕΛΕΓΧΟ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ ΚΑΙ ΔΗΜΟΣΙΩΝ ΟΡΓΑΝΙΣΜΩΝ

Η ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ ΤΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ ΚΑΤΑ ΤΗΝ
ΠΕΡΙΟΔΟ ΤΗΣ ΚΡΙΣΗΣ

ΦΙΝΟΠΟΥΛΟΣ ΝΙΚΟΛΑΟΣ (ΛΕΕΔΟ 1669)

ΕΠΙΒΛΕΠΩΝ ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ: ΝΙΚΟΛΑΟΣ ΤΣΑΓΚΑΡΑΚΗΣ

ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ
ΣΤΗ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗ ΚΑΙ ΕΛΕΓΧΟ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ ΚΑΙ ΔΗΜΟΣΙΩΝ
ΟΡΓΑΝΙΣΜΩΝ

ΒΕΒΑΙΩΣΗ ΕΚΠΟΝΗΣΗΣ ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗΣ ΕΡΓΑΣΙΑΣ

(περιλαμβάνεται ως ξεχωριστή (δεύτερη) σελίδα στο σώμα της διπλωματικής εργασίας)

«Δηλώνω υπεύθυνα ότι η διπλωματική εργασία για τη λήψη του μεταπτυχιακού τίτλου σπουδών, του Πανεπιστημίου Πειραιώς, στη Λογιστική και Έλεγχο Επιχειρήσεων και Δημοσίων Οργανισμών με τίτλο «Η ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ ΤΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ ΚΑΤΑ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ ΤΗΣ ΚΡΙΣΗΣ»

Έχει συγγραφεί από εμένα αποκλειστικά και στο σύνολό της. Δεν έχει υποβληθεί ούτε έχει εγκριθεί στο πλαίσιο κάποιου άλλου μεταπτυχιακού ή προπτυχιακού τίτλου σπουδών, στην Ελλάδα ή στο εξωτερικό, ούτε είναι εργασία ή τμήμα εργασίας ακαδημαϊκού ή επαγγελματικού χαρακτήρα.

Δηλώνω επίσης υπεύθυνα ότι οι πηγές στις οποίες ανέτρεξα για την εκπόνηση της συγκεκριμένης διπλωματικής εργασίας, αναφέρονται στο σύνολό τους, κάνοντας πλήρη αναφορά στους συγγραφείς, τον εκδοτικό οίκο ή το περιοδικό, συμπεριλαμβανομένων και των πηγών που ενδεχομένως χρησιμοποιήθηκαν από το διαδίκτυο. Παράβαση της ανωτέρω ακαδημαϊκής μου ευθύνης αποτελεί ουσιώδη λόγο για την ανάκληση του πτυχίου μου».

Υπογραφή Μεταπτυχιακού φοιτητή/τριας

Ονοματεπώνυμο ΝΙΚΟΛΑΟΣ ΦΙΛΙΠΠΟΥ

Ημερομηνία 20/11/2018

Ευχαριστίες

Η παρούσα διπλωματική εργασία εκπονήθηκε στα πλαίσια του Μεταπτυχιακού Προγράμματος Σπουδών στο τμήμα ΛΕΕΔΟ του Πανεπιστημίου Πειραιώς και είναι αποτέλεσμα εκτενούς αναζήτησης και έρευνας. Επιβλέπων καθηγητής ήταν ο κύριος Τσαγκαράκης Νικόλαος, τον οποίο θα ήθελα να ευχαριστήσω θερμά για την πολύτιμη βοήθεια και καθοδήγηση, αλλά και για τις γνώσεις που μου προσέφερε μαζί με τους υπόλοιπους καθηγητές του τμήματος. Επίσης θα ήθελα να ευχαριστήσω την οικογένειά μου για την υποστήριξη καθ' όλη την προσπάθειά μου. Τέλος θα ήθελα να ευχαριστήσω ξεχωριστά την κοπέλα μου για την πολύτιμη βοήθειά της και την κατανόηση που έδειξε κατά την διάρκεια των σπουδών μου.

ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Η πρόσφατη οικονομική κρίση επηρέασε τις επιχειρήσεις ως προς τη δυνατότητα άντλησης κεφαλαίων επηρεάζοντας τη χρηματοδοτική τους πολιτική. Στις ελληνικές επιχειρήσεις, η αδυναμία άντλησης μακροπρόθεσμων κεφαλαίων είχε ως αποτέλεσμα τη σημαντική αύξηση των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων. Εμπειρικές έρευνες μελέτης της χρηματοδοτικής πολιτικής των επιχειρήσεων καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι κατά την περίοδο της κρίσης, η χρηματοδοτική πολιτική των ελληνικών εισηγμένων εταιριών εξηγείται τόσο από τη θεωρία της αντιστάθμισης όσο και από τη θεωρία της ιεράρχησης.

Σκοπός της παρούσας εργασίας είναι η διερεύνηση, μέσω αριθμοδεικτών, εταιριών που ανήκουν στον κλάδο των super market. Ειδικότερα, επιλέχθηκαν τρεις μεγάλες αλυσίδες καταστημάτων και πραγματοποιήθηκε ανάλυση μέσω αριθμοδεικτών για την περίοδο 2009-2016. Τα αποτελέσματα της εργασίας δείχνουν ότι στο ξεκίνημα της οικονομικής κρίσης (2009-2010) οι εταιρίες είχαν άκρως χαμηλούς δείκτες ρευστότητας και χαμηλή μέση κυκλοφοριακή ταχύτητα είσπραξης απαιτήσεων. Επιπλέον, σε σύγκριση με την αρχή της κρίσης, οι εταιρίες κατάφεραν στο σύνολό τους να μειώσουν την έκθεσή τους σε ξένα κεφάλαια, περιορίζοντας τη χρηματοδοτική μόχλευση, εντούτοις, παρατηρείται σημαντική έκθεση σε βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις. Τέλος, παρά την ύπαρξη θετικών περιθωρίων κέρδους σε όλες τις εταιρίες, τα ικανοποιητικότερα επίπεδα απόδοσης ενεργητικού παρουσιάζει η εταιρία ΑΒ Βασιλόπουλος και απόδοσης ιδίων κεφαλαίων η εταιρία Μασούτης.

Λέξεις – κλειδιά: Χρηματοδοτική πολιτική, οικονομική κρίση, κλάδος super market

ABSTRACT

The recent economic crisis has affected the corporate firms and cause restriction to their financing ability. Greek companies face an inability to raise long-term debt during the crisis and therefore they focus on alternative financing resources such as on short debt. Empirical results show that during the crisis the capital structure of Greek listed companies governed both from pecking-order and trade-off theory.

The purpose of this thesis is to investigate the corporate finance policies of three selected firms from the supermarket industry sector, during the period 2009-2016. The results indicate that at the beginning of the economic crisis (2009-2010) the companies had extremely low liquidity ratios and receivables turnover ratio. However, during the post-crisis period, the firms reduced its leverage long-term ratios but maintained its high short-term debt ratios. Ultimately, despite the existence of positive profit margins, the most satisfactory ROA ratio was presented by AB Vasilopoulos company and the most satisfactory ROE ratio was presented by Masoutis company.

Keywords: financial policy, economic crisis, super market

Περιεχόμενα

Ευχαριστίες.....	4
ABSTRACT.....	5
1 ^ο Κεφάλαιο: ΕΙΣΑΓΩΓΗ.....	9

2 ^ο Κεφάλαιο: ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ.....	13
2.1. Θεωρίες Κεφαλαιακής Διάρθρωσης.....	13
2.2. Χρηματοδότηση Επιχειρήσεων & Παράγοντες Επίδρασης Χρηματοδοτικής Πολιτικής.....	16
2.3. Χρηματοοικονομική Ανάλυση & Χρήση Αριθμοδεικτών.....	20
3 ^ο Κεφάλαιο: ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΚΗ ΑΝΑΣΚΟΠΗΣΗ.....	22
4 ^ο Κεφάλαιο: ΑΝΑΛΥΣΗ ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΩΝ.....	29
4.1. Ερμηνεία και χρησιμότητα Αριθμοδεικτών.....	29
4.2. Κριτική Διερεύνηση αριθμοδεικτών.....	30
4.2.1. Αριθμοδείκτες ρευστότητας.....	31
4.2.2. Αριθμοδείκτες Δραστηριότητας.....	31
4.2.3. Κεφαλαιακή Διάρθρωση.....	33
4.2.4. Αποδοτικότητα.....	34
5 ^ο Κεφάλαιο: ΔΕΙΓΜΑ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ ΤΟΥ ΚΛΑΔΟΥ ΤΩΝ SUPER MARKET.....	36
5.1. Μεθοδολογία Έρευνας.....	36
5.2. Ρευστότητα Εταιριών Super Market.....	41
5.2.1. Κυκλοφοριακή Ρευστότητα.....	41
5.2.2. Άμεση Ρευστότητα.....	44
5.2.3. Ταμειακή Ρευστότητα.....	46
5.3 Δραστηριότητα Super Market.....	48
5.3.1. Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Αποθεμάτων.....	48
5.3.2. Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Απαιτήσεων.....	53
5.3.3. Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Ενεργητικού.....	56
5.4 Αποτελέσματα Κεφαλαιακής Διάρθρωσης Super Market.....	58
5.4.1. Χρηματοδοτική Μόχλευση.....	59
5.4.2. Δανειακή Επιβάρυνση.....	61
5.4.3. Κεφαλαιακή Δομή.....	64
5.5 Κερδοφορία Super Market.....	68
5.5.1. Μικτό Περιθώριο Κέρδους.....	69
5.5.2. Καθαρό Περιθώριο Κέρδους.....	71
5.6. Αποδοτικότητα Super Market.....	73
5.6.1. Δείκτης Απόδοσης Ενεργητικού.....	73
5.6.2. Απόδοση Ιδίων Κεφαλαίων.....	75
6 ^ο Κεφάλαιο ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ.....	78
7 ^ο Κεφάλαιο ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ.....	81
7.1. Ξένη.....	81
7.2. Ελληνική.....	84

7.3.Ηλεκτρονικές Διευθύνσεις.....	84
7.4.ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ.....	85

Πίνακας Πινάκων

Πίνακας 1 Πωλήσεις σε χιλιάδες ευρώ, 2009 - 2016	38
Πίνακας 2 Τυπολόγιο Χρησιμοποιηθέντων Αριθμοδεικτών	40
Πίνακας 3 Κυκλοφοριακή Ρευστότητα 2009-2016	41
Πίνακας 4 Δείκτης Άμεσης Ρευστότητας 2009-2016.....	44
Πίνακας 5 Ταμειακή Ρευστότητα 2009-2016.....	47
Πίνακας 6 Ταχύτητα κυκλοφορίας αποθεμάτων 2010-2016.....	49
Πίνακας 7 Μέση Διάρκεια (ημέρες) παραμονής αποθεμάτων	51
Πίνακας 8 Ταχύτητα Κυκλοφορίας Απαιτήσεων 2010 - 2016.....	53
Πίνακας 9 Μέση Διάρκεια Είσπραξης Απαιτήσεων 2010 - 2016	55
Πίνακας 10 Ταχύτητα Κυκλοφορίας Ενεργητικού 2010-2016.....	56
Πίνακας 11 Χρηματοδοτική Μόχλευση 2010 - 2016.....	59
Πίνακας 12 Συνολική Δανειακή Επιβάρυνση 2009-2016	62
Πίνακας 13 Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις προς σύνολο ενεργητικού 2009-2016...	64
Πίνακας 14 Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις προς σύνολο ενεργητικού 2009-2016 ...	66
Πίνακας 15 Ποσοστό μικτού περιθωρίου κέρδους 2009-2016	69
Πίνακας 16 Ποσοστό καθαρού περιθωρίου κέρδους 2009-2016	71
Πίνακας 17 Απόδοση συνολικού ενεργητικού 2009-2016.....	74
Πίνακας 18 Απόδοση Ιδίων κεφαλαίων 2009-2016	76

Πίνακας Γραφημάτων

Γράφημα 1 Πωλήσεις σε χιλιάδες ευρώ, 2009-2016.....	39
Γράφημα 2 Εξέλιξη κυκλοφοριακής ρευστότητας 2009-2016.....	43
Γράφημα 3 Εξέλιξη άμεσης ρευστότητας 2009-2016	46
Γράφημα 4 Εξέλιξη Ταμειακής Ρευστότητας.....	48
Γράφημα 5 Εξέλιξη ταχύτητας κυκλοφορίας αποθεμάτων 2010 - 2016.....	50
Γράφημα 6 Εξέλιξη διάρκειας παραμονής αποθεμάτων 2010-2016.....	52
Γράφημα 7 Εξέλιξη ταχύτητας κυκλοφορίας απαιτήσεων 2010 - 2016.....	54
Γράφημα 8 Εξέλιξη μέσης διάρκειας είσπραξης απαιτήσεων.....	56
Γράφημα 9 Εξέλιξη ταχύτητας κυκλοφορίας ενεργητικού 2010 - 2016	58
Γράφημα 10 Εξέλιξη χρηματοδοτικής μόχλευσης 2009-2016	61
Γράφημα 11 Εξέλιξη συνολικής δανειακής επιβάρυνσης 2009-2016.....	63
Γράφημα 12 Εξέλιξη μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων 2009-2016	65
Γράφημα 13 Εξέλιξη βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων 2009-2016.....	68
Γράφημα 14 Εξέλιξη μικτού περιθωρίου κέρδους 2009-2016.....	70
Γράφημα 15 Εξέλιξη μικτού περιθωρίου κέρδους 2009-2016	73
Γράφημα 16 Εξέλιξη απόδοσης ενεργητικού 2009-2016.....	75
Γράφημα 17 Εξέλιξη απόδοσης ιδίων κεφαλαίων 2009-2016	77

1^ο Κεφάλαιο: ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Η χρηματοδότηση των επιχειρήσεων αναφέρεται στην ικανότητα που έχουν οι επιχειρήσεις να αντλήσουν κεφάλαια. Στις κύριες μορφές χρηματοδότησης των επιχειρήσεων συγκαταλέγεται (α) η χρηματοδότηση με ίδια κεφάλαια, (β) η χρηματοδότηση με ξένα κεφαλαία ή/και (γ) ένας συνδυασμός των δύο ανωτέρω. Κατά την περίοδο της κρίσης, οι τράπεζες περιόρισαν την παροχή δανείων στις επιχειρήσεις και οι επιχειρήσεις αντιμετώπισαν έντονα προβλήματα ρευστότητας που οφείλονται στην απουσία χρηματοδοτικής στήριξης. Για την αντιμετώπιση των συγκεκριμένων προβλημάτων, αναγκάστηκαν να μεταβάλλουν τον τρόπο οργάνωσης των επιχειρήσεων και να βελτιώσουν την αποτελεσματικότητα λειτουργίας τους, ώστε μέσω δημιουργίας κερδών να διαμορφώσουν επαρκές πλαίσιο εσωτερικής χρηματοδότησης. Εντούτοις, η οικονομική κρίση, πέρα από τη μείωση της χρηματοδότησης μέσω δανείων, είχε ως χαρακτηριστικό τη μείωση της καταναλωτικής δαπάνης που είχε ως αποτέλεσμα τη μείωση των πωλήσεων και ως εκ τούτου τη μείωση των κερδών των επιχειρήσεων. Στο πλαίσιο αυτό, ιδιαίτερο ενδιαφέρον έχει η αξιολόγηση της οικονομικής κατάστασης των επιχειρήσεων κατά τη διάρκεια της πρόσφατης κρίσης και ειδικότερα η ανάλυση επιχειρήσεων που δραστηριοποιούνται στον τομέα των super market, δηλαδή επιχειρήσεων που –μεταξύ των άλλων– πωλούν προϊόντα ανελαστικής κατανάλωσης.

Πρόσφατες εμπειρικές έρευνες εξετάζουν την κεφαλαιακή διάρθρωση των επιχειρήσεων και εντοπίζουν τους παράγοντες που επηρεάζουν τη χρηματοδοτική πολιτική των εταιριών (DeJong, 2001 ; Lee & Moon., 2011 ; Fan et al., 2012 κ.α.). Στην έρευνά τους οι Booth et al (2001) πραγματοποίησαν ανάλυση δέκα αναπτυσσόμενων οικονομιών κατά την περίοδο 1980-1990 και εντόπισαν ότι ο επιχειρηματικός κίνδυνος στατιστικά σημαντικά και αρνητικά τα επίπεδα χρέους των επιχειρήσεων. Επιπλέον, οι De Jong et al (2008) έδειξαν ότι ο δείκτης μόχλευσης (μετρούμενος με τη λογιστική αξία των μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων προς την αγοραία αξία των συνολικών περιουσιακών στοιχείων) σχετίζεται θετικά με το μέγεθος των επιχειρήσεων και το φορολογικό συντελεστή, ενώ σχετίζεται αρνητικά με το δείκτη παγιοποίησης των περιουσιακών στοιχείων, τον δείκτη κέρδους και τον δείκτη ανάπτυξης (De Jong et al., 2008).

Η ανάλυση χρηματοοικονομικών καταστάσεων αποτελεί μέθοδο για την οικονομική αξιολόγηση των εταιριών ενός κλάδου. Η χρήση αριθμοδεικτών συμβάλλει στη

συγκριτική και διαχρονική αξιολόγηση των οικονομικών στοιχείων των επιχειρήσεων. Επιπροσθέτως, οι λογιστικοί δείκτες επιλέγονται από τους αναλυτές διότι είναι απλοί στον τρόπο υπολογισμού τους και απαιτούν την ύπαρξη δημοσιευμένων οικονομικών στοιχείων που είναι εύκολο να εντοπιστούν (Malicova & Brabec, 2012). Η ανάλυση ρευστότητας αξιολογεί την ικανότητα ενός οργανισμού να ανταποκριθεί στις άμεσα ληξιπρόθεσμες υποχρεώσεις (βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις) μέσω των κυκλοφορούντων περιουσιακών στοιχείων. Οι δείκτες κυκλοφοριακής ταχύτητας εξετάζουν την αποτελεσματικότητα με την οποία ένας οργανισμός αξιοποιεί τα στοιχεία ενεργητικού (ταχύτητα κυκλοφορίας αποθεμάτων, ταχύτητας κυκλοφορίας απαιτήσεων κ.α.). Οι δείκτες κεφαλαιακής διάρθρωσης αξιολογούν τη μόχλευση μεταξύ ιδίων και ξένων κεφαλαίων και συμβάλλουν στη διερεύνηση του πιστωτικού κινδύνου μιας επιχείρησης, ενώ οι δείκτες κερδοφορίας και αποδοτικότητας αξιολογούν την ικανότητα της επιχείρησης να δημιουργεί κέρδη μέσω των πωλήσεών της. Στο πλαίσιο αυτό, η διαχρονική ανάλυση αριθμοδεικτών, πριν και μετά την οικονομική κρίση, δύναται να συμβάλλει στην εξαγωγή χρήσιμων συμπερασμάτων για το εάν και κατά πόσο η πρόσφατη οικονομική κρίση επηρέασε τους δείκτες ρευστότητας και κεφαλαιακής διάρθρωσης των επιχειρήσεων (χρηματοδοτική πολιτική) καθώς και τους δείκτες κερδοφορίας και αποδοτικότητας.

Σκοπός της παρούσας εργασίας είναι η αξιολόγηση της χρηματοδοτικής πολιτικής εταιριών του κλάδου super market. Ειδικότερα, με τη χρήση αριθμοδεικτών γίνεται ανάλυση ρευστότητας, δραστηριότητας, κεφαλαιακής διάρθρωσης και αποδοτικότητας των εταιριών (α) Μασούτη, (β) ΑΒ Βασιλόπουλο και (γ) Σκλαβενίτη, κατά την περίοδο 2009-2016. Τα αποτελέσματα της πραγματοποιηθείσας έρευνας συμβάλλουν στην εξαγωγή πολύτιμων συμπερασμάτων για την οικονομική στρατηγική και την οικονομική κατάσταση των συγκεκριμένων εταιριών μετά την πρόσφατη οικονομική κρίση.

Η εργασία θα αναπτυχθεί σε επτά κεφάλαια. Αρχικά στο κεφάλαιο ένα υπάρχει η εισαγωγή, που ασχολείται με τον αντικειμενικό σκοπό, την μεθοδολογία, τις θεωρίες της κεφαλαιακής διάρθρωσης και την διάρθρωση της μελέτης. Στο δεύτερο κεφάλαιο θα αναλυθούν οι βασικές θεωρίες της κεφαλαιακής διάρθρωσης, η χρηματοδότηση των επιχειρήσεων καθώς και οι εταιρικοί παράγοντες που καθορίζουν τα επίπεδα χρηματοδοτικής πολιτικής όπως είναι η παγιοποίηση περιουσιακών στοιχείων, η

κερδοφορία, το μέγεθος των εταιρειών, οι ευκαιρίες ανάπτυξης, η ρευστότητα καθώς και ο κίνδυνος που μετράται από τη μεταβλητότητα των κερδών. Τέλος στο δεύτερο κεφάλαιο θα αναλυθεί η χρηματοοικονομική ανάλυση και η χρήση των αριθμοδεικτών. Στο τρίτο κεφάλαιο θα γίνει μια βιβλιογραφική ανασκόπηση από έρευνες που έγιναν πάνω σε δείγματα εταιρειών για την κεφαλαιακή διάρθρωση και απόδοση των επιχειρήσεων. Στο τέταρτο κεφάλαιο θα γίνει μια βασική ανάλυση χρηματοοικονομικών δεικτών. Στο πέμπτο κεφάλαιο θα εξεταστεί ένα δείγμα εταιρειών του κλάδου των super market. Στο έκτο κεφάλαιο τα συμπεράσματα της εργασίας και της έρευνα που πραγματοποιήθηκε. Τέλος στο έβδομο κεφάλαιο θα γίνει αναφορά της βιβλιογραφίας της παρούσας εργασίας που χρησιμοποιήθηκε.

2^ο Κεφάλαιο: ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ

2.1. Θεωρίες Κεφαλαιακής Διάρθρωσης

Οι εταιρίες αντιμετωπίζουν πολλές δύσκολες αποφάσεις κατά τη διάρκεια της λειτουργίας τους. Μία από τις πλέον σημαντικές αποφάσεις μιας επιχείρησης που πρέπει να αντιμετωπιστεί είναι η απόφαση μόχλευσης ή διαφορετικά η απόφαση της κεφαλαιακής δομής που θα έχει μια εταιρία. Η επιχείρηση μπορεί να αποφασίσει μεταξύ οποιουδήποτε συνδυασμού ξένων και ιδίων κεφαλαίων (Dufour et al., 2018).

Πρώτη βασική θεωρία για την κεφαλαιακή διάρθρωση αποτελεί η εργασία των Modigliani & Miller (1985) βάσει της οποίας υπό την υπόθεση ύπαρξης τέλει αγοράς, δίχως κόστος χρεοκοπίας και δίχως φόρους και περιορισμούς στην αγορά κεφαλαίων, η αξία των επιχειρήσεων δεν επηρεάζεται από την μόχλευση κεφαλαίων. Ουσιαστικά, αφετηρία για κάθε θεωρία κεφαλαιακής διάρθρωσης αποτελούν οι υποθέσεις τέλει αγοράς κεφαλαίων όπως αναπτύχθηκε από τους Modigliani & Miller (1958). Σύμφωνα με τη συγκεκριμένη θεωρία ορόσημο:

- Οι επενδυτικές αποφάσεις των εταιριών είναι προκαθορισμένες
- Δεν υπάρχει εταιρική ή προσωπική φορολόγηση
- Δεν υπάρχουν κόστη χρηματοοικονομικού κινδύνου
- Οι μέτοχοι, οι πιστωτές και τα διοικητικά στελέχη έχουν όλοι ίση πρόσβαση στην ίδια πληροφόρηση
- Δεν υπάρχουν κόστη συναλλαγών ή κόστη ασφάλισης

Κάτω από τις ανωτέρω υποθέσεις, η θεωρία των Modigliani & Miller έδειξε ότι οι μέτοχοι είναι αδιάφοροι ως προς τις αποφάσεις χρηματοοικονομικής δομής. Ωστόσο, η κριτική που δέχεται η συγκεκριμένη θεωρία αφορά τις μη ρεαλιστικές υποθέσεις που χρησιμοποιεί για να καταλήξει στο συγκεκριμένο συμπέρασμα.

Η θεωρία Trade-off (Θεωρία Αντιστάθμισης) υποδηλώνει ότι οι επιχειρήσεις επιλέγουν τη χρηματοδοτική τους πολιτική βάσει ενός σημείου ισορροπίας μεταξύ του οφέλους που απορρέει από την εκπιπτωσιμότητα των τόκων και του κόστους που απορρέει από την αύξηση του κινδύνου της χρεοκοπίας. Η βιβλιογραφία υποστηρίζει ότι σύμφωνα

με τη θεωρία της αντιστάθμισης αναμένεται θετική σχέση μεταξύ του δανεισμού και της απόδοσης των επιχειρήσεων, διότι οι περισσότερο αποδοτικές εταιρίες κερδίζουν περισσότερα οφέλη φοροελάφρυνσης από το χρέος (εκπιπτωσιμότητας τόκων) και ως εκ τούτου έχουν τη δυνατότητα να αυξήσουν περαιτέρω τον δανεισμό τους με σκοπό να κερδίσουν ακόμη περισσότερα από τη φοροελάφρυνση που αποφέρει η αύξηση του χρέους (θετική σχέση) (Jensen & Meckling, 1976).

Η θεωρία της αντιστάθμισης βασίζεται στο βασικό πλεονέκτημα της χρηματοδότησης με ξένα κεφάλαια, δηλαδή στην ύπαρξη φορολογικού πλεονεκτήματος για τις επιχειρήσεις. Επιπρόσθετο πλεονέκτημα της ξένης χρηματοδότησης είναι ο μετριασμός της σύγκρουσης συμφερόντων μεταξύ μετόχων και διοικητικών στελεχών. Από την άλλη πλευρά, πέρα από τα οφέλη, εντοπίζονται και ορισμένα μειονεκτήματα που απορρέουν από τη χρήση ξένων κεφαλαίων και ειδικότερα στα μειονεκτήματα συγκαταλέγεται το κόστος αντιπροσώπευσης και το κόστος χρηματοοικονομικού κινδύνου που ανακύπτει στις επιχειρήσεις που αυξάνουν το δανεισμό τους. Σύμφωνα με τη θεωρία της αντιστάθμισης, η επιλογή μεταξύ ξένων και ιδίων κεφαλαίων γίνεται με τρόπο ώστε τα πλεονεκτήματα της χρήσης ξένων κεφαλαίων να εξουδετερώνουν τα μειονεκτήματα από τη χρήση των συγκεκριμένων κεφαλαίων. Το σημείο στο οποίο επιτυγχάνεται η ανωτέρω ισότητα μεταξύ κόστους και οφέλους, αποτελεί το βέλτιστο επίπεδο κεφαλαιακής διάρθρωσης των επιχειρήσεων.

Η θεωρία Pecking – Order (Θεωρία Ιεράρχησης) υποδηλώνει ότι οι επιχειρήσεις επιλέγουν τη χρηματοδοτική τους πολιτική βάσει ιεράρχησης των πηγών χρηματοδότησης. Ειδικότερα, σύμφωνα με τη θεωρία της ιεράρχησης, οι εταιρίες επιλέγουν να χρηματοδοτηθούν πρώτα από εσωτερικούς πόρους (π.χ. παρακρατηθέντα κέρδη) και κατόπιν από εξωτερικούς πόρους όπως είναι η έκδοση χρέους (Myers, 1984).

Ως εκ τούτου, οι εταιρίες, σύμφωνα με τη συγκεκριμένη θεωρία, θα προτιμήσουν πρώτον να χρησιμοποιήσουν τα αδιανέμητα κέρδη και όταν η αναγκαστούν να επιλέξουν κάποια δεύτερη πηγή χρηματοδότησης, τότε θα στραφούν στην εξωτερική χρηματοδότηση. Η συγκεκριμένη θεωρία βασίζεται στο γεγονός ότι δεν υπάρχει προκαθορισμένο επιθυμητό βέλτιστο επίπεδο χρέους και παράλληλα ένα βέλτιστο επίπεδο χρέους, σύμφωνα με τη θεωρία, είναι δύσκολο να εντοπιστεί. Επιπλέον, σύμφωνα με τη συγκεκριμένη θεωρία η άντληση ξένων κεφαλαίων μπορεί να γίνει

φθηνότερη όταν υπάρχουν εγγυήσεις (υψηλοί δείκτες παγιοποίησης περιουσιακών στοιχείων) οι οποίες με τη σειρά τους συμβάλλουν στον περιορισμό της ασύμμετρης πληροφόρησης και του κόστους που συνδέεται με την άντληση ξένων κεφαλαίων (Myers & Majluf, 1984).

Η βιβλιογραφία προτείνει ότι σύμφωνα με τη θεωρία της ιεράρχησης αναμένεται αρνητική σχέση μεταξύ ξένης χρηματοδότησης και αποδοτικότητας των εταιριών. Πιο συγκεκριμένα, οι αποδοτικές εταιρίες έχουν μεγαλύτερα κέρδη και ως εκ τούτου έχουν περισσότερες δυνατότητες να χρησιμοποιήσουν τα συγκεκριμένα κέρδη και να τα παρακρατήσουν ως πηγή χρηματοδότησης και κατά συνέπεια επιλέγουν λιγότερο τον ξένο δανεισμό, εν συγκρίσει με τις επιχειρήσεις που δεν έχουν κέρδη και ως εκ τούτου πρέπει να επιλέξουν πιο γρήγορα τη ξένη χρηματοδότηση. Ως εκ τούτου, εξηγείται η ύπαρξη αρνητικής σχέσης μεταξύ των ξένων κεφαλαίων και των επιπέδων εταιρικής αποδοτικότητας (Fama & French, 2002).

Συγκριτικά των ανωτέρω θεωριών, γίνεται σαφές ότι η θεωρία της αντιστάθμισης υποστηρίζει την ύπαρξη ενός βέλτιστου επιπέδου κεφαλαιακής διάρθρωσης το οποίο εξισορροπεί τα οφέλη ενάντια στα κόστη που φέρει η έκθεση σε δανεισμό. Από την άλλη πλευρά, η θεωρία της ιεράρχησης υποστηρίζει ότι δεν υπάρχει ένα ξεκάθαρα ορισμένο βέλτιστο επίπεδο κεφαλαιακής διάρθρωσης και κυρίως λόγω της ασύμμετρης πληροφόρησης, οι εταιρίες ακολουθούν ιεραρχικές επιλογές στην επιλογή των τρόπων χρηματοδότησης, ξεκινώντας από τη χρήση παρακρατηθέντων κερδών, τη χρήση δανεισμού και στο τέλος την έκδοση νέου χρέους (Metemilola et al., 2013).

Η θεωρία της αντιπροσώπευσης – πρακτορείας αξιολογεί την ύπαρξη συμφερόντων από τα διοικητικά στελέχη ενός οργανισμού κατά τη διαδικασία λήψης απόφασης για τη χρηματοδοτική τους πολιτική. Βάσει της συγκεκριμένης προσέγγισης, τα διοικητικά στελέχη έχουν συμφέροντα που δεν βρίσκονται σε πλήρη εναρμόνιση με τα συμφέροντα που έχουν οι μέτοχοι των εταιριών. Στο πλαίσιο αυτό, η έκδοση νέου χρέους μπορεί να περιορίσει το κόστος της αντιπροσωπίας και παράλληλα να δημιουργήσει επίδραση στην αποδοτικότητα των επιχειρήσεων, ωθώντας τα διοικητικά στελέχη να λαμβάνουν χρηματοδοτικές αποφάσεις βάσει των συμφερόντων που έχουν οι μέτοχοι των εταιριών (Jensen & Meckling, 1976).

Επιπλέον, η θεωρία των Baker & Wurgler (2002) αποτελεί την πλέον σύγχρονη θεωρία που εξηγεί τους παράγοντες επίδρασης της κεφαλαιακής διάρθρωσης, υποστηρίζοντας ότι οι εταιρίες είναι αδιάφορες έναντι οποιουδήποτε στόχου μόχλευσης και παρακινούνται σε μεγάλο βαθμό από χρονικά γεγονότα της αγοράς (Abdeljawad & Mat Nor, 2017)

Οι πρόσφατες έρευνες επισημαίνουν ότι πέραν από τις θεμελιώδεις θεωρίες εξήγησης των παραγόντων επίδρασης της κεφαλαιακής διάρθρωσης, τα επίπεδα χρέους μιας εταιρίας μπορούν να εξηγηθούν από την εταιρική διακυβέρνηση. Ειδικότερα, υπάρχουν ορισμένες έρευνες που δείχνουν αρνητική σχέση μεταξύ εταιρικής διακυβέρνησης και μόχλευσης, εξηγώντας ότι οι εταιρίες που χρησιμοποιούν ξένα κεφάλαια ως υποκατάστατο της εταιρικής διακυβέρνησης με σκοπό να μετριάσουν τα προβλήματα εκπροσώπησης. Από την άλλη πλευρά, εντοπίζονται έρευνες που δείχνουν την ύπαρξη θετικής σχέσης μεταξύ εταιρικής διακυβέρνησης και μόχλευσης, υποστηρίζοντας ότι τα διοικητικά στελέχη προτιμούν να χρειάζονται χαμηλότερα επίπεδα χρέους και στο πλαίσιο αυτό αποφασίζουν να καλύψουν τον κίνδυνο ρευστότητας και τις υποχρεώσεις τους αξιοποιώντας περισσότερο της βραχυπρόθεσμες πηγές χρηματοδότησης, παρά τις μακροπρόθεσμες πηγές χρηματοδότησης (Chow et al., 2018).

2.2. Χρηματοδότηση Επιχειρήσεων & Παράγοντες Επίδρασης Χρηματοδοτικής Πολιτικής

Έρευνες στον κλάδο της χρηματοοικονομικής των επιχειρήσεων, εστιάζουν το ενδιαφέρον τους στους παράγοντες που επηρεάζουν την κεφαλαιακή διάρθρωση των επιχειρήσεων. Ουσιαστικά, οι θεωρίες κεφαλαιακής διάρθρωσης παρέχουν έναν οδηγό για την ανάλυση των αποφάσεων χρηματοδότησης των επιχειρήσεων. Η πρόβλεψη του μοντέλου των Modigliani & Miller ότι σε μία τέλεια αγορά κεφαλαίου η αξία της επιχείρησης είναι ανεξάρτητη από την κεφαλαιακή της διάρθρωση και ως εκ τούτου ότι το χρέος και τα ίδια κεφάλαια αποτελούν τέλεια υποκατάστατα, αποτελεί μία ευρέως αποδεκτή θεωρία στην χρηματοοικονομική. Εντούτοις, όταν οι συγκεκριμένες

υποθέσεις για τις κεφαλαιαγορές εκλείπουν, τότε η επιλογή της κεφαλαιακής διάρθρωσης των εταιριών επηρεάζει σημαντικά την αξία των συγκεκριμένων επιχειρήσεων (Deesonmak et al., 2004).

Ως προς τους παράγοντες επίδρασης της κεφαλαιακής διάρθρωσης, εντοπίζονται διάφοροι εταιρικοί παράγοντες που καθορίζουν τα επίπεδα χρηματοοικονομικής μόχλευσης. Ειδικότερα, εμπειρικά έχει βρεθεί η ύπαρξη επίδρασης των ευκαιριών ανάπτυξης στη μόχλευση των εταιριών. Ενώ η θεωρία της αντιπροσώπευσης υποστηρίζει την ύπαρξη αρνητικής συσχέτισης μεταξύ χρέους και ευκαιριών ανάπτυξης, η θεωρία της ιεράρχησης υποστηρίζει την ύπαρξη θετικής σχέσης. Η θεωρία της αντιπροσώπευσης εξηγεί ότι η αρνητική σχέση βασίζεται στο ρόλο που έχει το χρέος ως προς το μετριασμό των οπορτουριστικών βλέψεων που έχουν τα διοικητικά στελέχη. Το συγκεκριμένο είδος συμπεριφοράς είναι εντονότερο όταν η εταιρία έχει υψηλές ελεύθερες ταμειακές ροές. Από την άλλη πλευρά, όταν οι ευκαιρίες ανάπτυξης είναι σπάνιες, η υπερβολική ελεύθερη ταμειακή ροή μπορεί να οδηγήσει σε πρόβλημα αντιπροσώπευσης όπως σε προβλήματα δυσμενούς επιλογής ή προβλήματα ηθικού κινδύνου. Σε αυτό το σενάριο, το χρέος παίζει σημαντικό ρόλο για την παρακίνηση των διοικητικών στελεχών ώστε να είναι περισσότερο αποτελεσματικοί στην άσκηση των διοικητικών τους καθηκόντων (deJong et al., 2008).

Στο πλαίσιο αυτό, η χρηματοδότηση των επιχειρήσεων αποτελεί πεδίο που μελετάται ευρέως, διότι εντοπίζονται έρευνες που δείχνουν ότι τα επίπεδα χρέους επηρεάζουν την αποδοτικότητα των επιχειρήσεων ενώ παράλληλα εντοπίζονται έρευνες που μελετούν τους καθοριστικούς παράγοντες επίδρασης της κεφαλαιακής διάρθρωσης. Στο πλαίσιο αυτό, βάσει των ερευνών, τα επίπεδα χρηματοδότησης των εταιριών επηρεάζονται από τους κάτωθι σημαντικούς εταιρικούς παράγοντες (Moradi & Paulet, 2018 ; Oztekin, 2015 ; deJong et al., 2008 ; Kumar et al., 2017):

Παγιοποίηση Περιουσιακών Στοιχείων: Η παγιοποίηση ορίζεται ως ο λόγος των πάγιων περιουσιακών στοιχείων προς το σύνολο ενεργητικού μιας εταιρίας. Σύμφωνα με τη θεωρία της αντιπροσώπευσης εντοπίζεται θετική σχέση μεταξύ παγιοποίησης και δεικτών κέρδους που υποδηλώνει ότι όσο μεγαλύτερα πάγια περιουσιακά στοιχεία διατηρεί μία επιχείρηση, τόσο μεγαλύτερους δείκτης χρέους έχει. Το συγκεκριμένο αποτέλεσμα βασίζεται στη θεωρία της αντιστάθμισης καθώς επίσης και στη θεωρία της

αντιπροσώπευσης βάσει της οποίας τα πάγια περιουσιακά στοιχεία μπορούν να χρησιμοποιηθούν ως εγγύηση για υψηλότερα επίπεδα δανεισμού.

Κερδοφορία / Αποδοτικότητα: Η κερδοφορία αποτελεί μία από τις σημαντικές επεξηγηματικές μεταβλητές που χρησιμοποιείται για την ανάλυση των παραγόντων επίδρασης της κεφαλαιακής διάρθρωσης. Η κερδοφορία μετράται κυρίως με βάση τους δείκτες απόδοσης (ROA ή ROE) ή με τον δείκτη κερδών προ τόκων και φόρων προς σύνολο ενεργητικού. Σε θεωρητικό και ερευνητικό επίπεδο εντοπίζονται δύο σήματα σχέσεων μεταξύ απόδοσης και κεφαλαιακής διάρθρωσης. Σύμφωνα με τη θεωρία της Ιεράρχησης, τα διοικητικά στελέχη προτιμούν να χρηματοδοτούν τις επιχειρήσεις με εσωτερικά κεφάλαια εξαιτίας της ασύμμετρης πληροφόρησης μεταξύ διεθυντικών στελεχών και εξωτερικών επενδυτών. Στο πλαίσιο αυτό, αναμένεται αρνητική επίδραση της απόδοσης στην μόχλευση των επιχειρήσεων και ως εκ τούτου όσο μεγαλύτερη είναι η αποδοτικότητα των επιχειρήσεων, τόσο χαμηλότερα είναι τα επίπεδα δανεισμού. Από την άλλη πλευρά, η θεωρία της αντιστάθμισης προβλέπει θετική επίδραση της απόδοσης στους δείκτες χρέους.

Μέγεθος Εταιριών: Το μέγεθος των εταιριών εμπειρικά μετράται τόσο με τον φυσικό λογάριθμο των πωλήσεων όσο και με το φυσικό λογάριθμο του συνολικού ενεργητικού. Τα στοιχεία δείχνουν ότι βάσει της θεωρίας της αντιστάθμισης υπάρχει θετική σχέση μεγέθους και δεικτών χρέους, δηλαδή όσο μεγαλύτερο είναι το μέγεθος μιας επιχείρησης τόσο υψηλότερα επίπεδα δανεισμού έχει. Από την άλλη πλευρά, η θεωρία της ασύμμετρης πληροφόρησης προβλέπει αρνητική σχέση μεταξύ μεγέθους και κεφαλαιακής διάρθρωσης.

Ευκαιρίες Ανάπτυξης: Ερευνητικά οι ευκαιρίες ανάπτυξης μιας εταιρίας, για τις εισηγμένες επιχειρήσεις, μετρώνται με τον λόγο χρηματιστηριακής προς λογιστικής αξίας. Η θεωρία της αντιπροσώπευσης προβλέπει αρνητική σχέση ευκαιριών ανάπτυξης και χρέους και ως εκ τούτου όσο μεγαλύτερες είναι οι ευκαιρίες ανάπτυξης τόσο μικρότερα επίπεδα χρέους θα έχει η εταιρία. Από την άλλη πλευρά, η θεωρία της ιεράρχησης προβλέπει θετική σχέση μεταξύ ευκαιριών ανάπτυξης και κεφαλαιακής διάρθρωσης.

Εκπιπτωσιμότητα των τόκων: Οι τόκοι που εκπίπτουν έχουν αρνητική επίδραση στην κεφαλαιακή διάρθρωση και ως εκ τούτου σύμφωνα με τη θεωρία της

αντιστάθμισης όσο υψηλότερο είναι το φορολογικό κίνητρο, τόσο μεγαλύτεροι είναι οι δείκτες χρέους.

Ηλικία: Η ηλικία μιας εταιρίας σχετίζεται αρνητικά με τη μόχλευση σε εταιρίες που βρίσκονται σε ανεπτυγμένες χώρες και θετικά σε αναπτυσσόμενες χώρες. Στις αναπτυσσόμενες χώρες οι εναλλακτικές πηγές χρηματοδότησης είναι περιορισμένες και ως εκ τούτου οι εταιρίες βασίζονται κυρίως σε επίσημες πηγές χρηματοδότησης των δραστηριοτήτων τους, όμως ο δανεισμός είναι διαθέσιμος μόνον σε παλιές εταιρίες που έχουν αναγνωρισμένη πιστοληπτική ικανότητα στην αγορά. Εν αντιθέσει, στις ανεπτυγμένες οικονομίες, οι επιχειρήσεις μπορούν να έχουν πρόσβαση σε εναλλακτικές πηγές χρηματοδότησης ανεξάρτητα από την ηλικία της εταιρίας.

Ρευστότητα: Σύμφωνα με τη θεωρία της αντιπροσώπευσης αναμένεται αρνητική σχέση μεταξύ ρευστότητας και χρέους και κατά συνέπεια η αύξηση των δεικτών ρευστότητας έχει ως επίδραση τη μείωση των δεικτών χρέους μιας εταιρίας.

Κίνδυνος: Ο εταιρικός κίνδυνος μετράται από τη μεταβλητότητα των κερδών. Στη βιβλιογραφία, εντοπίζεται ότι η αύξηση του χρηματοοικονομικού μειώνει την χρηματοδοτική μόχλευση των εταιριών. Τόσο σύμφωνα με τη θεωρία της αντιστάθμισης όσο και σύμφωνα με τη θεωρία της ιεράρχησης εντοπίζεται αρνητική σχέση μεταξύ κινδύνου και δεικτών χρέους

Οι μελέτες εταιρικής χρηματοδότησης έχουν εντοπίσει πραγματικούς παράγοντες όπως η κερδοφορία, η ανάπτυξη, το μέγεθος, η εκπιπτωσιμότητα των τόκων, τα πάγια περιουσιακά στοιχεία, ο δείκτης τρέχουσας προς λογιστική αξία καθώς και άλλους παράγοντες που επηρεάζουν τις αποφάσεις χρηματοδότησης των επιχειρήσεων. Ωστόσο, πρόσφατα εμπειρικά ευρήματα έδειξαν ότι οι συγκεκριμένοι παράγοντες έχουν μεταβληθεί ως προς τον τρόπο που επιδρούν στους δείκτες χρέους λόγω ύπαρξης ορισμένων μεταβολών από εταιρία σε εταιρία (cross –sectional variations) ως προς τους δείκτες χρέους. Οι συγκεκριμένες μη φανερές εταιρικές επιδράσεις (firm-specific effects) όπως η ικανότητα των διοικήσεων, οι δεξιότητες ηγεσίας είναι δύσκολο να μετρηθούν, παρόλο που παίζουν σημαντικό ρόλο στον καθορισμό της χρηματοδοτικής πολιτικής ενός οργανισμού (Metemilola et al., 2013).

Σε κάθε περίπτωση, οι πρόσφατες έρευνες δείχνουν ότι η κεφαλαιακή δομή των επιχειρήσεων δεν επηρεάζεται μόνο από εταιρικούς παράγοντες (κερδοφορία, ρευστότητα, παγιοποίηση κ.α.), αλλά παράλληλα και από συγκεκριμένους παράγοντες της χώρας στην οποία βρίσκεται η επιχείρηση. Για παράδειγμα, η διεύρυνση της αγοράς ομολόγων έχει ως αποτέλεσμα τη διευκόλυνση της διαδικασίας έκδοσης χρέους. Στο πλαίσιο αυτό, υπάρχουν μακροοικονομικοί παράγοντες και παράγοντες χρηματιστηριακής ανάπτυξης που επηρεάζουν τη χρηματοδοτική πολιτική των επιχειρήσεων (De Jong et al., 2008).

2.3. Χρηματοοικονομική Ανάλυση & Χρήση Αριθμοδεικτών

Η χρηματοοικονομική πρόβλεψη αποτελεί ένα δύσκολο πρόβλημα που δημιουργεί εκτεταμένες μελέτες τα τελευταία έτη. Η ύπαρξη χρηματοοικονομικών κρίσεων έχουν εγείρει την ανάγκη για εφαρμογή μεταρρυθμίσεων στην χρηματοοικονομική αρχιτεκτονική, και στο πλαίσιο αυτό αναζητούνται ορισμένοι δείκτες που μπορούν να δώσουν χρήσιμα σήματα – συναγερμούς σε περιπτώσεις οικονομικών κρίσεων. Ο γενικός ρόλος των διαδικασιών πρόβλεψης κρίσεων είναι η δημιουργία υποδειγμάτων που μπορούν να αξιολογήσουν τα επίπεδα κινδύνου που αναλαμβάνουν οι επιχειρήσεις (Lin et al., 2011).

Η ανάλυση των χρηματοοικονομικών καταστάσεων συμβάλλει στην πρόβλεψη των εταιρικών κερδών καθώς η χρήση των ιστορικών οικονομικών πληροφοριών, μέσω κατάλληλης αξιοποίησης, δύναται να δώσουν χρήσιμα συμπεράσματα για τις μελλοντικές χρηματιστηριακές αποδόσεις των εισηγμένων επιχειρήσεων (Ou & Penman, 1989).

Γίνεται σαφές ότι τα ενδιαφερόμενα μέρη μιας επιχείρησης, όπως οι ιδιοκτήτες, οι μέτοχοι, οι επενδυτές και οι κυβερνήσεις λαμβάνουν αποφάσεις αξιολογώντας τις δημοσιευμένες οικονομικές πληροφορίες των επιχειρήσεων, οι οποίες πρέπει να παρουσιάζονται με τρόπο που να αποτυπώνει την πραγματική οικονομική θέση μιας επιχείρησης (Kanapickiene & Grondiene, 2015).

Ένας επαναλαμβανόμενος ερευνητικός προβληματισμός είναι εάν οι χρηματοοικονομικοί δείκτες προβλέπουν την αποδοτικότητα των επιχειρήσεων. Στο

πλαίσιο αυτό, στην ερευνητική βιβλιογραφία χρησιμοποιούνται διάφορες κατηγορίες αριθμοδεικτών (μόχλευσης, κύκλου εργασιών, πιστοληπτικής ικανότητας και κερδοφορίας) με σκοπό την εκτίμηση και την αξιολόγηση των ικανοτήτων που έχουν οι επιχειρήσεις. Η ανάλυση DuPont συγκρίνει την απόδοση ιδίων κεφαλαίων των επιχειρήσεων, εντοπίζοντας ποια παράμετρος συμβάλλει περισσότερο στην χρηματιστηριακή απόδοση (Pech et al., 2015).

Ως χρηματοοικονομικοί δείκτες ορίζονται τα πηλίκα που προκύπτουν από τη διαίρεση ενός λογιστικού στοιχείου μιας επιχείρησης με ένα άλλο λογιστικό στοιχείο. Στο πλαίσιο αυτό, οι αριθμοδείκτες αποτελούν έναν σχετικά γρήγορο τρόπο για τον συνδυασμό των οικονομικών πληροφοριών μιας επιχείρησης και την αξιολόγηση της οικονομικής της κατάστασης, καθώς μπορούν να συνδυάσουν διάφορους λογαριασμούς και να εξάγουν συμπεράσματα για πληθώρα εταιρικών ζητημάτων, όπως τη χρηματοδοτική πολιτική, την πολιτική διοίκησης αποθεμάτων, τη διαχείριση των εξόδων κ.α. Ως εκ τούτου, η απλότητα υπολογισμού των συγκεκριμένων δεικτών σε συνδυασμό με την ευκολία εντοπισμού των δεδομένων και ανάλυσης των αποτελεσμάτων, καθιστούν τη χρήση αριθμοδεικτών ως μία δημοφιλή πρακτική για την αξιολόγηση των επιχειρήσεων (Malicova & Brabec, 2012).

Οι χρηματοοικονομικοί δείκτες αποτελούν ένα κύριο εργαλείο που εφαρμόζεται από τους ερευνητές με σκοπό τον εντοπισμό των χρηματοοικονομικών κινδύνων και την πρόβλεψη εταιρικών κρίσεων. Στο πλαίσιο αυτό, εντοπίζονται ορισμένοι κύριοι παράγοντες που επηρεάζουν την πρόβλεψη των χρηματοοικονομικών κινδύνων. Ειδικότερα, η χρήση διαφορετικών χρηματοοικονομικών χαρακτηριστικών για την πρόβλεψη κινδύνου μπορεί να οδηγήσει σε διαφορετικά αποτελέσματα πρόβλεψης. Τα περισσότερα χαρακτηριστικά εστιάζουν στους χρηματοοικονομικούς δείκτες όπως στα μακροπρόθεσμα κεφάλαια, στο δείκτη τρέχουσας ρευστότητας, στο δείκτη κυκλοφοριακής ταχύτητας αποθεμάτων, στον δείκτη κάλυψης τόκων, στο δείκτη κυκλοφοριακής ταχύτητας παγίων ενεργητικών, στους δείκτες ανάπτυξης της κερδοφορίας, στους δείκτες ανάπτυξης των καθαρών κερδών κ.α. Ο Altman (1968) χρησιμοποίησε συνδυασμό πέντε χρηματοοικονομικών δεικτών με σκοπό τον εντοπισμό του κινδύνου πτώχευσης των εταιριών (Lin et al., 2011).

3^ο Κεφάλαιο: ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΚΗ ΑΝΑΣΚΟΠΗΣΗ

Ως προς την επιλογή χρηματοδοτικής πολιτικής, στην έρευνά τους οι Gleason et al (2000) βρήκαν ότι υπάρχει αρνητική σχέση ανάμεσα στην απόδοση ευρωπαϊκών εισηγμένων εταιριών και στα επίπεδα χρέους. Η αρνητική σχέση που εντοπίστηκε εξηγείται από τη θεωρία της ιεράρχησης. Οι Casey et al (2006) εξέτασαν την κεφαλαιακή διάρθρωση των επιχειρήσεων από τη σκοπιά της αγοράς. Ειδικότερα, χρησιμοποίησαν παλινδρομήσεις ελαχίστων τετραγώνων για να διαπιστώσουν εάν οι δείκτες χρέους επηρεάζονται από διάφορες μεταβλητές. Τα αποτελέσματα της εργασίας έδειξαν ότι οι επενδυτές προσελκύονται από συγκεκριμένα χαρακτηριστικά όπως τον δείκτη τιμής προς λογιστική αξία και τιμής προς ταμειακή ροή. Τέλος, παρατηρείται ότι η πρόβλεψη των δεικτών ανάπτυξης δεν φαίνεται να επηρεάζει σημαντικά τους δείκτες χρέους.

Οι Reinhard & Li (2010) χρησιμοποίησαν δείγμα από εταιρίες στην Ινδονησία με σκοπό την ανάλυση της προσαρμογής των επιχειρήσεων σε βέλτιστα επίπεδα κεφαλαιακής διάρθρωσης. Ειδικότερα, τα αποτελέσματα της συγκεκριμένης έρευνας έδειξαν ότι τα μοντέλα προσαρμογής σε βέλτιστα επίπεδα (target adjustment models) δεν είναι ικανά να προσδιορίσουν εάν οι εταιρίες προσαρμόζουν την κεφαλαιακή τους δομή σε έναν στόχο, αλλά μπορούν να χρησιμοποιηθούν για να δείξουν πως οι εταιρίες κινούνται γύρω από έναν στόχο κεφαλαιακής δομής.

Στην έρευνά τους οι Al Najjar & Hussainey (2011) εκτίμησαν εκ νέου τους παράγοντες επίδρασης της κεφαλαιακής διάρθρωσης των επιχειρήσεων, αξιοποιώντας ένα δείγμα 379 εισηγμένων εταιριών κατά την περίοδο 1991-2002. Τα αποτελέσματα της έρευνας έδειξαν ότι τα εταιρικά χαρακτηριστικά όπως το μέγεθος, ο κίνδυνος, η ανάπτυξη, η κερδοφορία και η παγιοποίηση καθώς και τα χαρακτηριστικά του διοικητικού συμβουλίου όπως το μέγεθος του διοικητικού συμβουλίου, αποτελούν τους κύριους παράγοντες που επηρεάζουν την κεφαλαιακή διάρθρωση εταιριών που είναι εισηγμένες στο Ηνωμένο Βασίλειο. Επιπλέον, τα αποτελέσματα έδειξαν ότι η αλλαγή του τρόπου υπολογισμού των δεικτών χρέους μπορεί να δώσει διαφορετικά σήματα των παραπάνω παραγόντων στην επίδραση της κεφαλαιακής διάρθρωσης.

Οι Papanastasopoulos, Thomakos & Wang (2013) πραγματοποίησαν έρευνα για τις δραστηριότητες εταιρικής χρηματοδότησης των επιχειρήσεων και παράλληλα χρησιμοποίησαν μεθόδους που συνδέουν τους θεμελιώδεις οικονομικούς δείκτες των επιχειρήσεων με τις χρηματιστηριακές τους αποδόσεις. Σκοπός της έρευνά τους είναι η διερεύνηση της σχέσης μεταξύ της ανωμαλίας ανάπτυξης μεγέθους και της εξωτερικής χρηματοδοτικής ανωμαλίας. Τα αποτελέσματα δείχνουν ότι οι επιχειρήσεις με χαμηλές ταμειακές ροές αντιμετωπίζουν χαμηλές χρηματιστηριακές αποδόσεις, ενώ οι επιχειρήσεις με υψηλές ταμειακές ροές έχουν υψηλές αποδόσεις. Ωστόσο, μόνον όταν ένας επενδυτής αγοράζει μετοχές από μία εταιρία με υψηλές ταμειακές ροές που αυξάνουν το κεφάλαιο, το χαρτοφυλάκιο μηδενικού κόστους είναι σημαντικό (Papanastasopoulos et al., 2013).

Στην έρευνά του ο Ganguli (2013) αξιολόγησε το πώς η ιδιοκτησιακή δομή των εταιριών επηρεάζει την κεφαλαιακή διάρθρωση εισηγμένων εταιριών μεσαίας κεφαλαιοποίησης στην Ινδία και πως η χρηματοοικονομική δομή, ως εξωγενής μεταβλητή, μπορεί να επηρεάζει την ιδιοκτησιακή δομή των εταιριών. Ειδικότερα, χρησιμοποιήθηκαν δεδομένα για την περίοδο 2005-2009 και αξιολογήθηκαν, μεταξύ των άλλων, εταιρικοί παράγοντες όπως η κερδοφορία, ο κίνδυνος, η παγιοποίηση, η ανάπτυξη και το μέγεθος. Τα εμπειρικά αποτελέσματα για τις Ινδικές εταιρίες δείχνουν ότι η ιδιοκτησιακή δομή των εταιριών έχει επίδραση στην κεφαλαιακή διάρθρωση, αλλά η κεφαλαιακή διάρθρωση δεν επηρεάζει την ιδιοκτησιακή δομή των συγκεκριμένων εταιριών. Ειδικότερα, τα αποτελέσματα έδειξαν ότι η χρηματοδοτική μόχλευση σχετίζεται θετικά με τη συγκέντρωση μετοχών

Οι Matemilola et al (2013) μελέτησαν τη σημαντικότητα της ύπαρξης μη φανερών επιδράσεων των εταιρικών παραγόντων στην κεφαλαιακή διάρθρωση των επιχειρήσεων. Η έρευνα χρησιμοποίησε τη μέθοδο των περιορισμένων ελαχίστων τετραγώνων (restricted least square) χρησιμοποιώντας Fixed effects για την ύπαρξη μη φανερών επιδράσεων. Τα αποτελέσματα της έρευνας έδειξαν ότι προσθέτοντας μη φανερές επιδράσεις στις παλινδρομήσεις, παράγονται περισσότερο ορθά αποτελέσματα.

Ο Dawar (2014) ανέλυσε την σχέση μεταξύ κεφαλαιακής διάρθρωσης και απόδοσης των επιχειρήσεων. Ειδικότερα, μελέτησε το πώς η κεφαλαιακή διάρθρωση των επιχειρήσεων επηρεάζει την αποδοτικότητά τους και συγκεκριμένα για την εκτίμηση

της συγκεκριμένης σχέσης αξιοποίησε ένα δείγμα εταιριών της Ινδίας τα έτη 2003-2012. Τα αποτελέσματα έδειξαν την ύπαρξη αρνητικής σχέσης μεταξύ δεικτών χρέους και δεικτών απόδοσης, γεγονός που επιβεβαιώνεται από τη θεωρία της ιεράρχησης των κεφαλαίων.

Πρόσφατα, οι Ngugen & Nguyen (2015) μελέτησαν τους παράγοντες που επηρεάζουν τους δείκτες απόδοσης ενεργητικού, απόδοσης ιδίων κεφαλαίων και χρηματιστηριακής απόδοσης Tobin's Q. Ως επεξηγηματικές μεταβλητές χρησιμοποίησαν δείκτες χρέους (μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις και βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις) καθώς και λοιπούς εταιρικούς δείκτες. Τα αποτελέσματα της εργασίας τους δείχνουν ότι η απόδοση των επιχειρήσεων επηρεάζεται αρνητικά από τους δείκτες χρέους. Πιο συγκεκριμένα, τα αποτελέσματα έδειξαν ότι και τα τρία χρησιμοποιούμενα μέτρα εταιρικής απόδοσης επηρεάζονται στατιστικά σημαντικά και αρνητικά από τους δείκτες κεφαλαιακής διάρθρωσης, καταδεικνύοντας ότι όσο μεγαλύτερη είναι η εξάρτηση από ξένα κεφάλαια, τόσο μικρότερη αποδοτικότητα επιτυγχάνουν οι εταιρίες.

Οι Banda & Koralalage (2016) στην έρευνά τους αξιολόγησαν τις απόψεις των διοικητικών στελεχών αναφορικά με τις πρακτικές εταιρικής χρηματοδότησης σε αναδυόμενες επιχειρήσεις στη Σρι Λάνκα. Ειδικότερα, η έρευνα χρησιμοποίησε τις απόψεις των διοικητικών στελεχών σε κορυφαίες μη χρηματοοικονομικές εταιρίες που είναι εισηγμένες στο Colombo Stock Exchange. Τα αποτελέσματα της εργασίας έδειξαν ότι οι απόψεις των διοικητικών στελεχών αναφορικά με τις πρακτικές χρηματοδότησης δεν είναι πλήρως σύμφωνα, ενώ η θεωρία της ιεράρχησης τείνει να εμφανίζεται πιο σημαντική για την εξήγηση της χρηματοδοτικής μόχλευσης των εταιριών. Επιπλέον, τα περισσότερα διοικητικά στελέχη αναλαμβάνονται ορισμένους παράγοντες πολιτικής σημαντικούς, υποστηρίζοντας ότι η μεταβλητότητα στα κέρδη, τα φορολογικά πλεονεκτήματα, τα κόστη συναλλαγής και οι στόχοι βέλτιστου επιπέδου μόχλευσης / και ιδίων κεφαλαίων αποτελούν τους παράγοντες που επηρεάζουν περισσότερο τη χρηματοδοτική τους πολιτική (Banda & Koralalage, 2016).

Στην έρευνα τους οι Kumar et al (2017) ανέλυσαν προγενέστερες εμπειρικές μελέτες για την κεφαλαιακή διάρθρωση των επιχειρήσεων, αναλύοντας τους παράγοντες επίδρασης της κεφαλαιακής διάρθρωσης. Ειδικότερα, χρησιμοποίησαν δημοσιευμένες μελέτες από 167 άρθρα που δημοσιεύτηκαν την περίοδο 1972-2013 αναφορικά με τους

παράγοντες που επηρεάζουν την κεφαλαιακή διάρθρωση. Τα αποτελέσματα της έρευνας έδειξαν ότι υπάρχει αυξημένο ενδιαφέρον αναφορικά με τους παράγοντες επίδρασης της κεφαλαιακής διάρθρωσης των επιχειρήσεων, ειδικότερα σε επιχειρήσεις που λειτουργούν σε αναδυόμενες οικονομικές. Η πλειοψηφία των μέχρι σήμερα ερευνών πραγματοποιήθηκε σε μεγάλες εταιρίες και για την οικονομετρική προσέγγιση της ανάλυσης χρησιμοποιήθηκαν υποδείγματα λογιστικής παλινδρόμησης και η πλειοψηφία των ερευνών έδειξε ότι η θεωρία της ιεράρχησης κυριαρχεί στην εξήγηση της κεφαλαιακής δομής των επιχειρήσεων.

Οι Abdeljawad & Mat Nor (2017) μελέτησαν τον τρόπο με τον οποίον η συμπεριφορά των εταιριών έναντι ενός βέλτιστου επιπέδου κεφαλαιακής διάρθρωσης εξηγεί τις αποφάσεις χρηματοδότησης των οργανισμών. Η έρευνα υποστηρίζει ότι η προτίμηση των εταιριών σε συμπεριφορά με βάση το χρόνο εξαρτάται από το κόστος απόκλισης από τον στόχο της κεφαλαιακής διάρθρωσης. Για την οικονομετρική προσέγγιση του ζητήματος αξιοποιήθηκε GMM μέθοδος για δείγμα εισηγμένων εταιριών στη Μαλαισία κατά την περίοδο 1992-2009, αξιοποιώντας ένα μοντέλο προσαρμογής της κεφαλαιακής διάρθρωσης. Τα αποτελέσματα της εργασίας δείχνουν ότι κατά μέσο όρο οι εταιρίες στη Μαλαισία προσαρμόζουν τους δείκτες χρηματοδότησής τους με αργό ρυθμό που κυμαίνεται σε 12,7% ετησίως, ενώ ο συγκεκριμένος ρυθμός υπολογίζεται σε 14,2% όταν λαμβάνονται υπόψη χρονικοί παράμετροι για τη λήψη απόφασης μεταβολής της κεφαλαιακής διάρθρωσης των επιχειρήσεων. Οι υπερμοχλευμένες εταιρίες (δηλαδή οι εταιρίες με υψηλό δανεισμό) τείνουν να είναι λιγότερο ευέλικτες στην πίεση των αγορών εξαιτίας της ύπαρξης υψηλού κόστους απόκλισης από το στόχο της κεφαλαιακής διάρθρωσης. Από την άλλη πλευρά οι υποοχλευμένες εταιρίες δείχνουν χαμηλή προτεραιότητα στο στόχο βέλτιστου επιπέδου κεφαλαιακής διάρθρωσης και οι συγκεκριμένες εταιρίες έχουν μεγαλύτερη ευελιξία ως προς τις χρονικές παραμέτρους της αγοράς (Abdeljawad & Mat Nor, 2017).

Οι Chow et al (2018) μελέτησαν την επίδραση που έχει η μακροοικονομική αβεβαιότητα στην κεφαλαιακή διάρθρωση των επιχειρήσεων. Ειδικότερα, το άρθρο χρησιμοποίησε δυναμική μέθοδο δύο σταδίων (Two-step method of moments) για δείγμα 907 εισηγμένων εταιριών, εξαιρουμένων των εταιριών από τον χρηματοπιστωτικό τομέα. Τα αποτελέσματα της έρευνας έδειξαν ότι η μακροοικονομική αβεβαιότητα έχει στατιστικά σημαντική και αρνητική επίδραση στην

κεφαλαιακή δομή των επιχειρήσεων. Τα αποτελέσματα, επίσης, δείχνουν ότι η συνολική επίδραση της μακροοικονομικής αβεβαιότητας στην εταιρική διακυβέρνηση λειτουργεί ως ένας αποτελεσματικός μηχανισμός για την προσαρμογή των δεικτών κεφαλαιακής διάρθρωσης με την πάροδο του χρόνου. Η επιπρόσθετη ανάλυση δείχνει ότι η ανεξαρτησία των μελών του διοικητικού συμβουλίου, ο διακριτός ρόλος μεταξύ προέδρου και διευθύνοντος συμβούλου καθώς και τα ιδιοκτησιακά χαρακτηριστικά των εταιριών αποτελούν μηχανισμούς που επιδρούν στην κεφαλαιακή διάρθρωση των επιχειρήσεων (Chow et al., 2018).

Στην έρευνά τους οι Kieschnick & Moussawi (2018) αξιολόγησαν εάν η επίδραση της εταιρικής διακυβέρνησης στις επιλογές χρηματοδότησης των εταιριών μεταβάλλονται καθώς η ηλικία των εταιριών αυξάνεται. Για να απαντήσουν στο συγκεκριμένο ερώτημα, χρησιμοποίησαν τόσο στοιχεία ισολογισμού όσο και στοιχεία εταιρικής διακυβέρνησης. Τα αποτελέσματα της ανάλυσης έδειξαν ότι ενώ η ηλικία μιας εταιρίας σχετίζεται θετικά με τη χρήση χρέους, υπάρχει αρνητική συσχέτιση με το πόσο χρέος η εταιρία χρησιμοποιεί. Οι ερευνητές, επίσης, έδειξαν ότι οι επιδράσεις της ηλικίας στο πόσο χρέος μιας εταιρίας χρησιμοποιεί οφείλονται κυρίως στην αλληλεπίδραση μεταξύ της ηλικίας και των κυβερνητικών χαρακτηριστικών. Όσο περισσότερο δύναμη έχουν οι μέτοχοι της εταιρίας, τόσο λιγότερο χρέος οι εταιρίες χρησιμοποιούν με την αύξηση της ηλικίας τους (Kieschnick & Moussawi, 2018).

Η έρευνα των Dufour et al (2018) είχε ως σκοπό την αξιολόγηση της επίδρασης που έχει η ταμειακή ροή, στην ταχύτητα προσαρμογής της μόχλευσης των γαλλικών μικρομεσαίων επιχειρήσεων στους βέλτιστους στόχους κεφαλαιακής διάρθρωσης. Η προσαρμογή μιας εταιρίας στους στόχους βέλτιστων επιπέδων κεφαλαιακής διάρθρωσης έχει ως αποτέλεσμα την ύπαρξη εξόδων συναλλαγής, συμπεριλαμβανομένου του κόστους πληροφοριών, κόστους δαπανών διαπραγμάτευσης και κόστους παρακολούθησης. Τα έξοδα συναλλαγών έχουν ισχυρή επίδραση στην ταχύτητα προσαρμογής μιας εταιρίας στον στόχο βέλτιστου επιπέδου μόχλευσης. Επιπλέον, το κόστος συναλλαγών θεωρείται υψηλότερο για τις μικρομεσαίες επιχειρήσεις σε σύγκριση με τις εισηγμένες εταιρίες. Στην κατεύθυνση αυτήν, η αξιολόγηση των ταμειακών ροών μιας εταιρίας κρίνεται ως πρωταχικής σπουδαιότητας διαδικασία διότι η ταμειακή ροή αποτελεί ένα πόρο για τη μείωση του κόστους συναλλαγής. Χρησιμοποιώντας δεδομένα για την περίοδο 2005-2014, οι

ερευνητές εξέτασαν τόσο τη βραχυπρόθεσμη όσο και τη μακροπρόθεσμη χρηματοδότηση των μικρομεσαίων επιχειρήσεων και βρήκαν μία στατιστικά σημαντική διαφορά στην ταχύτητα προσαρμογής της κεφαλαιακής δομής μεταξύ υπερβολικά μοχλευμένων και υπομοχλευμένων εταιριών, αλλά δεν βρέθηκε κάποια σημαντική επίδραση της μορφής χρηματοδότησης (μακροπρόθεσμου ορίζοντα ή βραχυπρόθεσμου ορίζοντα). Επιπλέον, τα αποτελέσματα έδειξαν ότι η ταχύτητα προσαρμογής της κεφαλαιακής διάρθρωσης είναι υψηλότερη για τις επιχειρήσεις με θετικές ταμειακές ροές, σε σύγκριση με τις εταιρίες που έχουν αρνητικές ταμειακές ροές (Dufour et al, 2018).

Στην Ελλάδα, έρευνα για τα χαρακτηριστικά που επηρεάζουν την κεφαλαιακή διάρθρωση των επιχειρήσεων πραγματοποίησαν οι Eriotis, Vasiliou & Ventoura-Neokosmidi (2007). Η έρευνα πραγματοποιήθηκε χρησιμοποιώντας τη μεθοδολογία panel data για ένα δείγμα 129 ελληνικών εταιριών εισηγμένων στο Χρηματιστήριο Αθηνών κατά την περίοδο 1997-2001. Τα χαρακτηριστικά που αναλύθηκαν ως παράγοντες της κεφαλαιακής διάρθρωσης είναι το μέγεθος, η ανάπτυξη και ο δείκτης κάλυψης τόκων. Τα αποτελέσματα έδειξαν ότι υπάρχει αρνητική συσχέτιση μεταξύ των δεικτών κεφαλαιακής διάρθρωσης της ανάπτυξης και του δείκτη κάλυψης τόκων. Το μέγεθος των εταιριών εμφανίζεται να έχει θετική σχέση με την κεφαλαιακή διάρθρωση (Eriotis et al, 2007).

Οι Chatzinas & Papadopoulos (2018) πραγματοποίησαν έρευνα στις ελληνικές εισηγμένες εταιρίες ώστε να διαπιστώσουν ποια από τις δύο κυρίαρχες θεωρίες χρηματοδότησης (θεωρία αντιστάθμισης ή θεωρία ιεράρχησης), εξηγεί καλύτερα τη συμπεριφορά των συγκεκριμένων εταιριών κατά τη διάρκεια της πρόσφατης χρηματοοικονομικής κρίσης. Το δείγμα περιλαμβάνει 142 μη χρηματοοικονομικές εταιρίες που είναι εισηγμένες στο χρηματιστήριο Αθηνών. Χρησιμοποιώντας τη μεθοδολογία της panel data ανάλυσης, γίνεται εκτίμηση τριών υποδειγμάτων παλινδρόμησης για τις περιόδους 2008-2014, 2008-2010 & 2011-2014. Η στατιστική ανάλυση παρέχει αποδείξεις ότι η θεωρία της αντιστάθμισης εξηγεί καλύτερα την κεφαλαιακή διάρθρωση των επιχειρήσεων στο σύνολο της περιόδου αλλά και στο σύνολο της δεύτερης υπο-περιόδου. Ενώ, ο συνδυασμός των θεωριών αντιστάθμισης και ιεράρχησης εξηγούν τη χρηματοδοτική πολιτική των ελληνικών εισηγμένων εταιριών κατά τη διάρκεια της πρώτης υποπεριόδου. Τα αποτελέσματα της εργασίας,

επίσης, δείχνουν ότι κατά τη διάρκεια του μνημονίου, η έντονη οικονομική κρίση οδηγεί τις εταιρίες να προσαρμόσουν την κεφαλαιακή τους διάρθρωση (Chatzinas & Papadopoulos, 2018).

4^ο Κεφάλαιο: ΑΝΑΛΥΣΗ ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΩΝ

4.1. Ερμηνεία και χρησιμότητα Αριθμοδεικτών

Οι αριθμοδείκτες ή χρηματοοικονομικοί δείκτες είναι το πηλίκο μεταξύ επιλεγμένων αριθμητικών τιμών που λαμβάνονται από τις οικονομικές καταστάσεις μιας επιχείρησης. Καταρτίζονται με σκοπό τον προσδιορισμό της πραγματικής θέσεως ή της αποδοτικότητας των διάφορων τμημάτων ή ολόκληρων τομέων οι οποίοι αφορούν μία οικονομική μονάδα και σε τελική ανάλυση της πραγματικής καταστάσεως ολόκληρης της οικονομικής μονάδας ή και γενικότερα του κλάδου στον οποίο ανήκει η μονάδα αυτή.

Ένας αριθμοδείκτης παριστάνεται συνήθως είτε με τη μορφή πηλίκου κάποιων μεγεθών είτε με τη μορφή ποσοστού. Εάν προτιμηθεί η μορφή του ποσοστού, τότε συνήθως λαμβάνουμε ως διαιρετέο τον αριθμό που δείχνει την ευνοϊκή αξία για την επιχείρηση ούτως ώστε οποιαδήποτε βελτίωση της κατάστασης να μεταφράζεται σε αύξηση του ποσοστού. Οι άμεσα ενδιαφερόμενοι από την ανάλυση και ερμηνεία των αριθμοδεικτών σε μία επιχείρηση μπορεί να είναι οι εξής:

- Μέτοχοι
- Πελάτες
- Πιστωτές
- Εργαζόμενοι
- Δημόσιες υπηρεσίες
- Διοίκηση της τράπεζας (el.wikipedia.org/wiki/Αριθμοδείκτης)

Οι αναλυτές (εσωτερικοί ή εξωτερικοί) προκειμένου να αναλύσουν τις οικονομικές καταστάσεις χρησιμοποιούν ως μέσα τους χρηματοοικονομικούς δείκτες ή αριθμοδείκτες. Με την χρήση αυτών μπορούν να καθορίσουν τις ανάγκες χρηματοδότησης της επιχείρησης καθώς επίσης και τις δυνατότητες διαπραγμάτευσης που έχει με τους εξωτερικούς της χρηματοδότες. Έτσι, μπορούμε να πληροφορηθούμε σε γενικές γραμμές για τη ρευστότητα, τη δραστηριότητα, την αποδοτικότητα και την βιωσιμότητα μιας επιχείρησης σε σχέση με την διάρθρωση των κεφαλαίων της και σε τελική ανάλυση την πραγματική κατάσταση ολόκληρης της οικονομικής μονάδας.

Επίσης είναι πολύ σημαντικοί γιατί βοηθούν τον αναλυτή να πραγματοποιήσει:

- **Διαχρονική ανάλυση (time-series analysis)**

Σύγκριση των παρόντων χρηματοοικονομικών στοιχείων της επιχείρησης με τα αντίστοιχα που παρουσίασε η ίδια στο παρελθόν ή θα παρουσιάσει στο προβλεπόμενο μέλλον. Εξετάζεται εάν η χρηματοοικονομική κατάσταση ή απόδοση της επιχείρησης έχει βελτιωθεί ή έχει χειροτερεύσει με την πάροδο του χρόνου.

- **Διαστρωματική ανάλυση (comparative analysis or cross-sectional analysis)**

Σύγκριση των χρηματοοικονομικών στοιχείων της επιχείρησης με τα αντίστοιχα παρόμοιων επιχειρήσεων ή τη μέση τιμή του κλάδου στον οποίο ανήκει κατά τη διάρκεια του ίδιου χρονικού διαστήματος. (el.wikipedia.org/wiki/Αριθμοδείκτης)

4.2. Κριτική Διερεύνηση αριθμοδεικτών

Οι αριθμοδείκτες ή χρηματοοικονομικοί δείκτες είναι σχέσεις μεταξύ μεγεθών λογιστικής προελεύσεως που ως στόχο έχουν να δείξουν την πραγματική εικόνα ή την αποδοτικότητα, είτε τμημάτων είτε ολόκληρης της επιχείρησης ακόμη και του κλάδου που δραστηριοποιείτε. Οι αριθμοδείκτες έχουν γίνει ένα από τα πιο δημοφιλή μέσα για την ανάλυση των χρηματοοικονομικών καταστάσεων, διότι είναι πολύ σημαντική για την βοήθεια των αναλυτών. Μερικοί λόγοι που κάνουν τους αριθμοδείκτες πολύ σημαντικούς είναι πως διευκολύνουν την επιχειρηματική δράση και επεξηγούν τα αποτελέσματά της καθώς επίσης και τον βαθμό απόδοσης των δραστηριοτήτων της επιχείρησης. Ένας άλλος λόγος είναι πως αποτελούν εύκολη λύση σε στατιστικά μοντέλα πρόβλεψης και απόφασης. Επιπλέον οι χρηματοοικονομικοί δείκτες αποτελούν ένα κύριο εργαλείο που εφαρμόζεται από τους ερευνητές με σκοπό τον εντοπισμό των χρηματοοικονομικών κινδύνων και την πρόβλεψη εταιρικών κρίσεων. Κανένας τύπος ανάλυσης ξεχωριστά δεν δίνει όλα τα απαραίτητα στοιχεία για την οικονομική κατάσταση της επιχείρησης και δεν εξυπηρετεί όλες τις απαιτήσεις των ενδιαφερόμενων (Γκίκας, Παπαδάκη & Σιουγλέ, 2010). Η ανάλυση των χρηματοοικονομικών καταστάσεων είναι μία διαδικασία κρίσης. Ένα από τα βασικότερα της αντικείμενα είναι ο εντοπισμός των κυριότερων μεταβολών (turning points) στις τάσεις, στα ποσά, στις σχέσεις μεγεθών και κατόπιν ερευνά τους λόγους

και τις αιτίες που βρίσκονται πίσω απ' αυτές τις μεταβολές. Τις περισσότερες φορές μία μεταβολή κάποιου οικονομικού στοιχείου μπορεί να προειδοποιήσει για μία σημαντική αλλαγή στη μελλοντική επιτυχία ή αποτυχία μιας επιχείρησης. Η ανάλυση, ως κριτική διαδικασία, δύναται να γίνει καλύτερη και να αποδώσει καλύτερα αποτελέσματα με μεγαλύτερη αξιοπιστία , όταν υπάρχει κάποια εμπειρία του αναλυτή και χρησιμοποιούνται τα κατάλληλα, κατά περίπτωση, εργαλεία ανάλυσης.

4.2.1.Αριθμοδείκτες ρευστότητας

Οι αριθμοδείκτες ρευστότητας (Liquidity ratios) προσδιορίζουν την βραχυχρόνια οικονομική θέση μιας οικονομικής μονάδας καθώς επίσης και την ικανότητά της να μπορεί να ανταποκρίνεται στις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της.

Ο δείκτης ειδικής ή άμεσης ρευστότητας αποτελεί ένα αυστηρότερο επίπεδο ελέγχου της ρευστότητας καθώς λαμβάνει υπόψιν μόνον τα άμεσα ρευστοποιήσιμα στοιχεία για την εξόφληση των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων και υπολογίζεται από τον τύπο:

Ειδική ή Άμεση Ρευστότητα	$\frac{\text{(Κυκλοφορούν Ενεργητικό - Αποθέματα)}}{\text{Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις}}$
---------------------------	---

Ο δείκτης ταμειακής ρευστότητας δείχνει πόσες φορές τα διαθέσιμα περιουσιακά στοιχεία μιας οικονομικής μονάδας καλύπτουν τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις τις. Συνεπώς :

Ταμειακή Ρευστότητα	$\frac{\text{Ταμειακά Διαθέσιμα}}{\text{Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις}}$
---------------------	---

4.2.2. Αριθμοδείκτες Δραστηριότητας

Η μέτοχοι μιας εταιρείας καθώς και η διοίκηση της έχουν σαν στόχο την μέγιστη αξιοποίηση των περιουσιακών της στοιχείων. Οι αριθμοδείκτες δραστηριότητας μπορούν να δείξουν σε κάποιον σχετικό αναλυτή σε ποιο βαθμό τα περιουσιακά στοιχεία μιας εταιρείας μπορούν να μετατραπούν σε ρευστά. Οι πιο σημαντικοί αριθμοδείκτες δραστηριότητας αναλύονται παρακάτω.

Ο αριθμοδείκτης κυκλοφοριακής ταχύτητας αποθεμάτων. Ο συγκεκριμένος δείκτης δείχνει την ταχύτητα με την οποία τα αποθέματα εναλλάσσονται (αγοράζονται) κατά τη διάρκεια μιας οικονομικής χρήσης. Όσο υψηλότερος είναι ο συγκεκριμένος αριθμοδείκτης, τόσο περισσότερο αποτελεσματική κρίνεται η διαδικασία διαχείρισης των αποθεμάτων. Προκύπτει από τον τύπο :

Κυκλοφοριακή Αποθεμάτων	Ταχύτητα	(Κόστος / Μέσο Ύψος Αποθεμάτων)
----------------------------	----------	---------------------------------

Διαιρούμε το ΚΠ προϊόντων η εμπορευμάτων της οικονομικής μονάδας με το μέσο ύψος αποθεμάτων των προϊόντων της.

Ο αριθμοδείκτης κυκλοφοριακής ταχύτητας απαιτήσεων. Ο δείκτης αυτός δείχνει πόσες φορές εισπράττονται, Μ.Ο, οι απαιτήσεις της οικονομικής μονάδας κατά την διάρκεια της χρήσης. Επειδή οι οικονομικοί αναλυτές είναι δύσκολο να βρουν στοιχεία για το ύψος των πιστωτικών πωλήσεων, παίρνουν σαν δεδομένο τις καθαρές πωλήσεις κατά την διάρκεια της χρήσης και το σύνολο των απαιτήσεων όπως αυτά προκύπτουν από τον δημοσιευμένο ισολογισμό της οικονομικής μονάδας. Η κυκλοφοριακή ταχύτητα των απαιτήσεων προκύπτει από τον τύπο :

Κυκλοφοριακή Απαιτήσεων	Ταχύτητα	(Πωλήσεις / Μέσο Ύψος Απαιτήσεων)
----------------------------	----------	-----------------------------------

Ο αριθμοδείκτης κυκλοφοριακής ταχύτητας ενεργητικού. Ο δείκτης αυτός αποτελεί δείκτη που αξιολογεί το επίπεδο αποτελεσματικής διαχείρισης των στοιχείων

ενεργητικού, ως προς τη διαδικασία δημιουργίας πωλήσεων. Όσο υψηλότερη είναι η κυκλοφοριακή ταχύτητα ενεργητικού, τόσο περισσότερο αποτελεσματική είναι μια εταιρία στην αξιοποίηση των περιουσιακών της στοιχείων. Από τον δείκτη αυτό ο αναλυτής μπορεί να διαπιστώσει αν υπάρχει υπερεπένδυση κεφαλαίων στην οικονομική μονάδα. Ο αριθμοδείκτης κυκλοφοριακής επένδυσης ενεργητικού προκύπτει από τον τύπο :

Κυκλοφοριακή Ενεργητικού	Ταχύτητα	(Πωλήσεις / Μέσο Ύψος Ενεργητικού)
-----------------------------	----------	------------------------------------

4.2.3. Κεφαλαιακή Διάρθρωση

Οι δείκτες κεφαλαιακής διάρθρωσης παρουσιάζουν τη σχέση μεταξύ ιδίων και ξένων κεφαλαίων σε μία εταιρία και παράλληλα καταδεικνύουν την έκθεση ενός οργανισμού σε ξένα κεφάλαια. Παράλληλα, η οικονομική κρίση είχε σημαντικές συνέπειες στη διάρθρωση κεφαλαίων των εταιριών καθώς περιόρισε τις δυνατότητες άντλησης κεφαλαίων μέσω μακροπρόθεσμου δανεισμού και ουσιαστικά οδήγησε τις εταιρίες να χρησιμοποιήσουν βραχυπρόθεσμες πηγές χρηματοδότησης για την χρηματοδότηση των λειτουργιών τους.

Λέγοντας διάρθρωση κεφαλαίων μιας επιχείρησης εννοούμε τις μορφές των κεφαλαίων που χρησιμοποιεί για την χρηματοδότηση της. Αυτές οι μορφές μπορεί να είναι μακροπρόθεσμες, βραχυπρόθεσμες ή μεσοπρόθεσμες. Η διάρθρωση κεφαλαίων παίζει πολύ σημαντικό ρόλο για μια οντότητα, διότι υπάρχει μεγάλη διαφορά μεταξύ των ιδίων κεφαλαίων και στα ξένα κεφάλαια. Όσο μεγαλύτερη είναι η αναλογία των ξένων κεφαλαίων στα συνολικά κεφάλαια, τόσο μεγαλύτερες είναι οι σταθερές επιβαρύνσεις και οι υποχρεώσεις της. Η οντότητα με αυτό το τρόπο έχει μια αυξημένη πίεση για την επιστροφή κεφαλαίων μόλις αυτά γίνουν ληξιπρόθεσμα.

Η χρηματοδοτική μόγλευση δείχνει τη σχέση ιδίων και ξένων κεφαλαίων και ουσιαστικά δείχνει το πόσες φορές τα ξένα κεφάλαια υπερβαίνουν τα ίδια κεφάλαια.

Ένας υψηλός δείκτης χρηματοδοτικής μόχλευσης δείχνει την υψηλή έκθεση των εταιριών στον πιστωτικό κίνδυνο και στον κίνδυνο αθέτησης υποχρεώσεων. Ο δείκτης υπολογίζεται με τον τύπο :

Μόχλευση	$\frac{\text{Σύνολο Ξένων Κεφαλαίων}}{\text{Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων}}$
----------	---

Ο δείκτης δανειακής επιβάρυνσης δείχνει τη σχέση μεταξύ συνολικών ξένων κεφαλαίων (σύνολο ξένων υποχρεώσεων) και σύνολο ενεργητικού. Δηλαδή, αποτελεί δείκτη που εξετάζει την ποσόστωση των ξένων κεφαλαίων στα συνολικά κεφάλαια των οικονομικών μονάδων. Ο δείκτης δανειακής επιβάρυνσης υπολογίζεται από τον τύπο :

Δανειακή Επιβάρυνση	$\frac{\text{Σύνολο Ξένων Κεφαλαίων}}{\text{Σύνολο Ενεργητικού}}$
---------------------	---

4.2.4. Αποδοτικότητα

Ο αριθμοδείκτης μικτού περιθωρίου κέρδους εξετάζει το κέρδος μετά την αφαίρεση του κόστους πωληθέντων. Με τον συγκεκριμένο αριθμοδείκτη μπορούμε να διαπιστώσουμε την πολιτική των τιμών που ασκεί μια οντότητα καθώς επίσης και την λειτουργική της αποτελεσματικότητα. Όταν ο δείκτης αυτός είναι ψηλός τόσο καλύτερα είναι για την οντότητα. Διότι δείχνει μια καλή οικονομική θέση στον κλάδο, αφού μπορεί να καλύπτει τα έξοδα της και παράλληλα να της απομένει ένα κέρδος. Σε αντίθετη περίπτωση που ο δείκτης μικτού περιθωρίου κέρδους είναι χαμηλός και έχει μια διαχρονική κάθοδο, λαμβάνουμε την πληροφορία πως το κόστος πωληθέντων αυξάνεται δυσανάλογα σε σχέση με τα έσοδα των πωλήσεων. Ο αριθμοδείκτης μικτού περιθωρίου κέρδους υπολογίζεται με τον τύπο :

Μικτό Περιθώριο Κέρδους	$(\frac{\text{Μικτό Κέρδος}}{\text{Πωλήσεις}}) * 100$
-------------------------	---

Ο αριθμοδείκτης καθαρού περιθωρίου κέρδους αξιολογεί την ικανότητα μιας εταιρείας να δημιουργήσει καθαρό κέρδος μέσω των πωλήσεων της. Όσο πιο μεγάλος είναι ο δείκτης τόσο πιο υψηλά είναι τα κέρδη της οντότητας. Γι αυτό το λόγο η διοίκηση μιας οντότητας ασχολείται πολύ με αυτόν τον δείκτη διότι βασίζονται τις προβλέψεις τους για μελλοντικά καθαρά κέρδη που πρόκειται να εμφανίσει η οντότητα. Ο αριθμοδείκτης καθαρού περιθωρίου κέρδους προκύπτει από τον τύπο :

Καθαρό Περιθώριο Κέρδους	$(\text{Καθαρό Κέρδος} / \text{Πωλήσεις}) * 100$
--------------------------	--

Ο αριθμοδείκτης απόδοσης ενεργητικού αξιολογεί την αποδοτικότητα των συνολικών περιουσιακών στοιχείων της οντότητας και του ελέγχου της διοίκησης της. Παρακολουθεί την διαχρονική αποδοτικότητα της οντότητας σε σύγκριση με άλλα μεγέθη άλλων παρόμοιων επιχειρήσεων. Ο αριθμοδείκτης απόδοσης ενεργητικού υπολογίζεται από τον τύπο :

ROA – Απόδοση Ενεργητικού	$(\text{Κέρδη προ τόκων και φόρων και αποσβέσεων} / \text{Σύνολο Ενεργητικού}) * 100$
---------------------------	---

Ο αριθμοδείκτης απόδοσης ιδίων κεφαλαίων ενδιαφέρει κυρίως τους μετόχους της εταιρίας και τους επενδυτές, για να αξιολογήσουν την ικανότητα του εισφερόμενου μετοχικού κεφαλαίου να δημιουργήσει καθαρά κέρδη. Επιπλέον απεικονίζει την κερδοφόρα δυναμικότητα της επιχείρησης και υποδεικνύει κατά πόσο επιτεύχθηκε ο στόχος πραγματοποίησεως ικανοποιητικού αποτελέσματος. Ο αριθμοδείκτης απόδοσης ιδίων κεφαλαίων υπολογίζεται από τον τύπο :

ROE – Απόδοση Ιδίων Κεφαλαίων	$(\text{Καθαρά Κέρδη} / \text{Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων}) * 100$
-------------------------------	---

5^ο Κεφάλαιο: ΔΕΙΓΜΑ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ ΤΟΥ ΚΛΑΔΟΥ ΤΩΝ SUPER MARKET

5.1. Μεθοδολογία Έρευνας

Η αξιολόγηση της οικονομικής κατάστασης και της χρηματοδοτικής πολιτικής των εταιριών του κλάδου super market πραγματοποιείται μέσω υπολογισμού και ανάλυσης βασικών χρηματοοικονομικών δεικτών. Για την επιλογή του δείγματος επιλέχθηκαν οι τρεις κυριότερες εταιρίες super market για τις οποίες υπήρχε το μεγαλύτερο εύρος δεδομένων μετά την πρόσφατη οικονομική κρίση, δηλαδή μετά το έτος 2009. Ειδικότερα, στην αγορά super market στην Ελλάδα εντοπίζονται σημαντικές ανακατατάξεις, με συγχωνεύσεις – εξαγορές ή και πτωχεύσεις αλυσίδων super market και ως εκ τούτου για την τελική επιλογή του δείγματος (τριών εταιριών) ελήφθησαν οι κάτωθι παράμετροι:

- Super Market Μασούτη, αποτελεί αλυσίδα με υψηλές πωλήσεις για το οποίο μάλιστα υπάρχουν διαθέσιμα δημοσιευμένα οικονομικά στοιχεία (ετήσιες οικονομικές εκθέσεις) κατά την περίοδο 2006-2017.
- Super Market AB, αποτελεί αλυσίδα super market που καταγράφει, επίσης, υψηλές πωλήσεις και διαθέτει διαθέσιμα στοιχεία την περίοδο 1999-2016. Ωστόσο, στους ισολογισμούς της συγκεκριμένης εταιρίας δεν παρουσιάζονται αναλυτικά τα ταμειακά διαθέσιμα και ως εκ τούτου δεν καθίσταται εφικτός ο υπολογισμός δεικτών ταμειακής ρευστότητας. Επιπλέον, λόγω απουσίας πληροφοριών για το έτος 2017, περιορίζεται το εύρος της κοινής ανάλυσης των τριών super market στην περίοδο 2009-2016.
- Super Market Metro –Market In: Η συγκεκριμένη αλυσίδα διαθέτει στοιχεία για την περίοδο 2011-2016 και ως εκ τούτου περιορίζει σημαντικά την χρονική περίοδο αναφοράς. Επιπλέον, μέχρι το έτος 2015 η συγκεκριμένη εταιρία διέθετε μόλις 66 καταστήματα, ενώ εξαπλώθηκε το έτος 2016 με την εξαγορά της εταιρίας «Βερόπουλος» και πλέον λειτουργεί 224 καταστήματα. Ως εκ

τούτου, η σημαντικότητα της συγκεκριμένης αλυσίδας ανάγεται από το έτος 2016 και έπειτα.

- Σκλαβενίτης: Αποτελεί μεγάλη αλυσίδα super market για την οποία υπάρχουν διαθέσιμα στοιχεία κατά την περίοδο 2011-2016. Επισημαίνεται ότι για τα προηγούμενα έτη (2009-2011) δεν υπάρχουν δημοσιοποιημένα στοιχεία για την εταιρία, καθώς η εταιρία έκανε διαγραφή της προηγούμενης νομικής μορφής της στο ΓΕΜΗ και παράλληλα τα οικονομικά της στοιχεία μετά την ενοποίηση έχουν περαιωθεί και παραγραφεί μέχρι το έτος 2010.
- LIDL: Αποτελεί μεγάλη αλυσίδα super market η οποία, ωστόσο, δεν εφαρμόζει λογιστικό σύστημα – τήρηση βιβλίων – νομική μορφή που να την υποχρεώνει να δημοσιεύει ισολογισμούς και ως εκ τούτου δεν υπάρχουν διαθέσιμα ισολογιστικά στοιχεία.



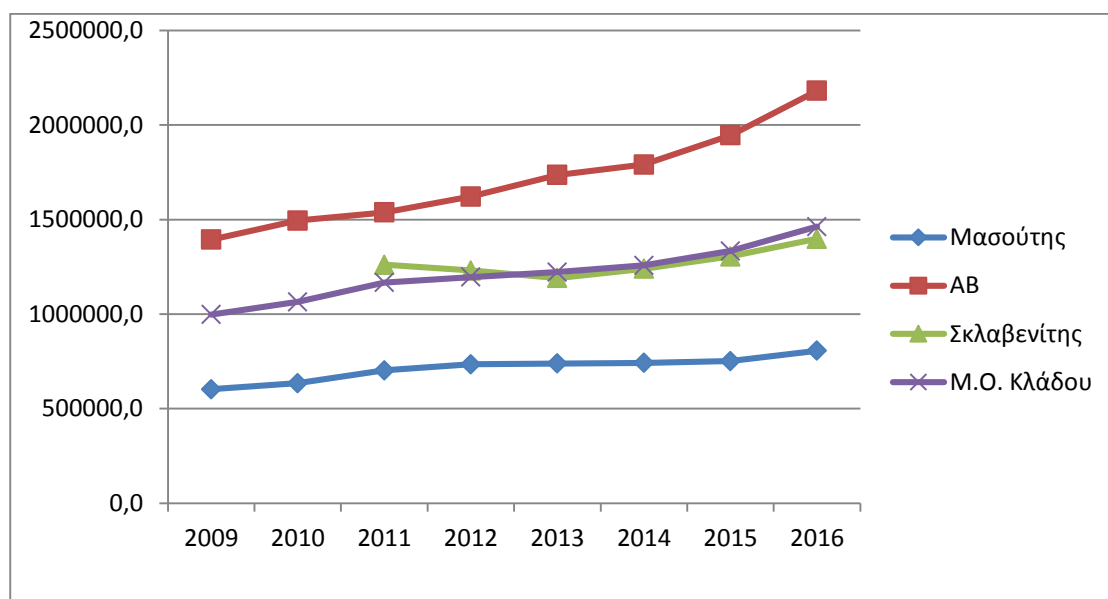
Επιπλέον, επισημαίνεται ότι κατά τη διάρκεια της περιόδου που συγκεντρώθηκαν τα στοιχεία ισολογισμών, η εταιρία «Σκλαβενίτης» δεν γνωστοποίησε τους ακριβείς λογαριασμούς ταμείου και ταμειακών διαθεσίμων, αλλά συμπεριέλαβε τους συγκεκριμένους λογαριασμούς στην ευρύτερη ομάδα των λοιπών κυκλοφορούντων περιουσιακών στοιχείων. Βάσει των ανωτέρω παραμέτρων, οι τρεις εταιρίες που επιλέγονται για την ανάλυση του κλάδου super market είναι (α) η εταιρία Μασούτης, (β) η εταιρία ΑΒ Βασιλόπουλος και (γ) η εταιρία Σκλαβενίτης με περίοδο ανάλυσης τα έτη 2009-2016 και με την επισήμανση ότι για την εταιρία Σκλαβενίτη η ανάλυση περιορίζεται τα έτη 2011-2016, καθώς προτιμάται σε σύγκριση με την εταιρία ΜΕΤΡΟ λόγω υψηλότερης δυναμικής και πωλήσεων. Για τη σύγκριση του μεγέθους των εταιριών του δείγματος, κάτωθι δίνονται, σε χιλιάδες ευρώ, τα ποσά του κύκλου εργασιών των τριών εταιριών κατά την περίοδο 2009-2016.

Πίνακας 1 Πωλήσεις σε χιλιάδες ευρώ, 2009 - 2016

Πωλήσεις (ποσά σε χιλιάδες ευρώ)				
Έτος	Μασούτης	ΑΒ Βασιλόπουλος	Σκλαβενίτης	Μ.Ο. Κλάδου
2009	602,181.0	1,393,785.0		997,983.0
2010	634,632.0	1,494,810.0		1,064,721.0
2011	702,183.0	1,537,544.0	1,260,864.0	1,166,863.7
2012	734,350.0	1,621,913.0	1,230,031.0	1,195,431.3
2013	738,890.0	1,736,041.0	1,190,661.0	1,221,864.0
2014	742,176.0	1,790,679.0	1,239,369.0	1,257,408.0
2015	751,660.0	1,945,890.0	1,304,718.0	1,334,089.3
2016	806,583.0	2,181,162.0	1,398,357.0	1,462,034.0

Τα παραπάνω στοιχεία, δείχνουν ότι διαχρονικά η εταιρία ΑΒ Βασιλόπουλος έχει τις μεγαλύτερες πωλήσεις σε σύγκριση με τις υπόλοιπες αλυσίδες σούπερ μάρκετ.

Ειδικότερα, όλες οι εταιρίες παρουσίασαν τα χαμηλότερα επίπεδα πωλήσεων το έτος 2009, ενώ ενδεικτικά οι πωλήσεις της ΑΒ το έτος 2016 διαμορφώθηκαν σε 2,2 δις ευρώ. Ακολουθεί, η αλυσίδα Σκλαβενίτης, η οποία το έτος 2016 είχε πωλήσεις 1,4 δις ευρώ. Τελευταία στην κατάταξη, βάσει μεγέθους πωλήσεων, έρχεται η εταιρία Μασούτης η οποίας το έτος 2016 είχε πωλήσεις που ανήλθαν σε 806,5 εκατομμύρια ευρώ. Η διαγραμματική εξέλιξη των ανωτέρω παρουσιάζεται στο κάτωθι διάγραμμα.



Γράφημα 1 Πωλήσεις σε χιλιάδες ευρώ, 2009-2016

Διαγραμματικά, παρατηρείται η υπεροχή της ΑΒ Βασιλόπουλος, σε επίπεδο κύκλου εργασιών, καθ' όλη τη διάρκεια της περιόδου 2009-2016.

Για την ανάλυση των ανωτέρω εταιριών, από τις δημοσιευμένες ετήσιες οικονομικές καταστάσεις, αξιοποιούνται τα στοιχεία εταιριών και όχι τα στοιχεία ομίλου. Επιπλέον, για το σύνολο της υπό εξέταση περιόδου καταχωρήθηκαν τα στοιχεία σε φύλλα εργασίας του excel και κατόπιν έγινε εκτίμηση των αριθμοδεικτών. Ως προς την ανάλυση, πέραν του υπολογισμού των αριθμοδεικτών ανά έτος, πραγματοποιήθηκε εκτίμηση του μέσου όρου των εξεταζόμενων εταιριών ώστε να εκτιμηθεί κατά προσέγγιση τα στοιχεία αριθμοδεικτών του κλάδου. Για τον υπολογισμό αριθμοδεικτών στις τρεις εταιρίες του δείγματος, χρησιμοποιούνται οι κάτωθι τύποι υπολογισμού:

Πίνακας 2 Αριθμοδείκτες που χρησιμοποιήθηκαν στο δείγμα

ΔΕΙΚΤΕΣ	ΤΥΠΟΣ ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΥ
ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑ	
Κυκλοφοριακή ή Τρέχουσα Ρευστότητα	Κυκλοφορούν Ενεργητικό / Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις
Ειδική ή Άμεση Ρευστότητα	(Κυκλοφορούν Ενεργητικό – Αποθέματα) / Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις
Ταμειακή Ρευστότητα	Ταμειακά Διαθέσιμα / Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις
ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΑ	
Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Αποθεμάτων	(Κόστος / Μέσο Ύψος Αποθεμάτων)
Μέση Διάρκεια Παραμονής Αποθεμάτων	365/ Κ.Τ. Αποθεμάτων
Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Απαιτήσεων	(Πωλήσεις / Μέσο Ύψος Απαιτήσεων)
Μέση Διάρκεια Είσπραξης Απαιτήσεων	365/ Κ.Τ. Απαιτήσεων
Μέση Διάρκεια Εξόφλησης Προμηθευτών	365 / Κ.Τ. Προμηθευτών
Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Ενεργητικού	(Πωλήσεις / Μέσο Ύψος Ενεργητικού)
ΚΕΦΑΛΑΙΑΚΗ ΔΙΑΡΘΡΩΣΗ	
Μόγλευση	Σύνολο Ξένων Κεφαλαίων / Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων
Δανειακή Επιβάρυνση	Σύνολο Ξένων Κεφαλαίων / Σύνολο Ενεργητικού
Μακροπρόθεσμες Υποχρεώσεις	Μακροπρόθεσμες Υποχρεώσεις / Σύνολο Ενεργητικού
Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις	Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις / Σύνολο Ενεργητικού
ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑ	
Μικτό Περιθώριο Κέρδους	(Μικτό Κέρδος / Πωλήσεις)*100
Καθαρό Περιθώριο Κέρδους	(Καθαρό Κέρδος / Πωλήσεις) *100
ROA – Απόδοση Ενεργητικού	(Κέρδη προ τόκων και φόρων και αποσβέσεων / Σύνολο Ενεργητικού)*100
ROE – Απόδοση Ιδίων Κεφαλαίων	(Καθαρά Κέρδη/ Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων)*100

Όπου το Μέσος Ύψος ενός λογαριασμού υπολογίζεται ως εξής:

$(\text{Λογαριασμός αρχή έτους} + \text{Λογαριασμός τέλους έτους})/2$

Επισημαίνεται ότι ο λογαριασμός αρχής έτους για το έτος 2010, αποτελεί το λογαριασμό που εγγράφεται στον ισολογισμό (τέλος έτους) του έτους 2009. Ως εκ τούτου, για το πρώτο έτος της ανάλυσης (2009) δεν υπάρχει υπολογισμός δεικτών δραστηριότητας (κυκλοφοριακής ταχύτητας) καθώς απουσιάζουν τα αντίστοιχα ισολογιστικά στοιχεία του έτους 2008.

5.2. Ρευστότητα Εταιριών Super Market

Η ρευστότητα αποτελεί σημαντικό παράγοντα που καταδεικνύει την ικανότητα της εταιρίας να αποπληρώνει τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της μέσω των κυκλοφορούντων περιουσιακών της στοιχείων. Στην παρούσα εργασία μελετώνται τρεις δείκτες ρευστότητας και συγκεκριμένα (α) η κυκλοφοριακή ή τρέχουσα ρευστότητα, (β) η ειδική ή άμεση ρευστότητα και (γ) η ταμειακή ρευστότητα.

5.2.1. Κυκλοφοριακή Ρευστότητα

Πίνακας 3 Κυκλοφοριακή Ρευστότητα 2009-2016

Κυκλοφοριακή Ρευστότητα				
Έτος	Μασούτης	ΑΒ Βασιλόπουλος	Σκλαβενίτης	Μ.Ο. Κλάδου
2009	0.45	0.52		0.49
2010	0.52	0.64		0.58
2011	0.52	0.69	0.56	0.59
2012	0.63	0.58	0.55	0.59
2013	0.60	0.73	0.50	0.61

2014	0.61	0.65	0.55	0.60
2015	0.58	0.57	0.59	0.58
2016	0.63	0.57	0.60	0.60

Η εταιρία Μασούτης παρουσιάζει δείκτη γενικής ρευστότητας σχετικά χαμηλό καθώς καθ' όλη τη διάρκεια της εξεταζόμενης περιόδου η εταιρία αδυνατεί να εξοφλήσει το σύνολο των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεών της. Εντούτοις, από το έτος 2009 έως το έτος 2016 σημειώθηκε σημαντική ενίσχυση των επιπέδων ρευστότητας του οργανισμού και συγκεκριμένα από 0,45 το έτος 2009 (έτος στο οποίο παρουσιάζονται οι σημαντικές επιπτώσεις της κρίσης), το έτος 2016 η ρευστότητα της εταιρίας διαμορφώθηκε στο 0,63 που υποδηλώνει την ικανότητα της εταιρίας Μασούτη να αποπληρώσει το 63% των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων μέσω των κυκλοφορούντων περιουσιακών της στοιχείων.

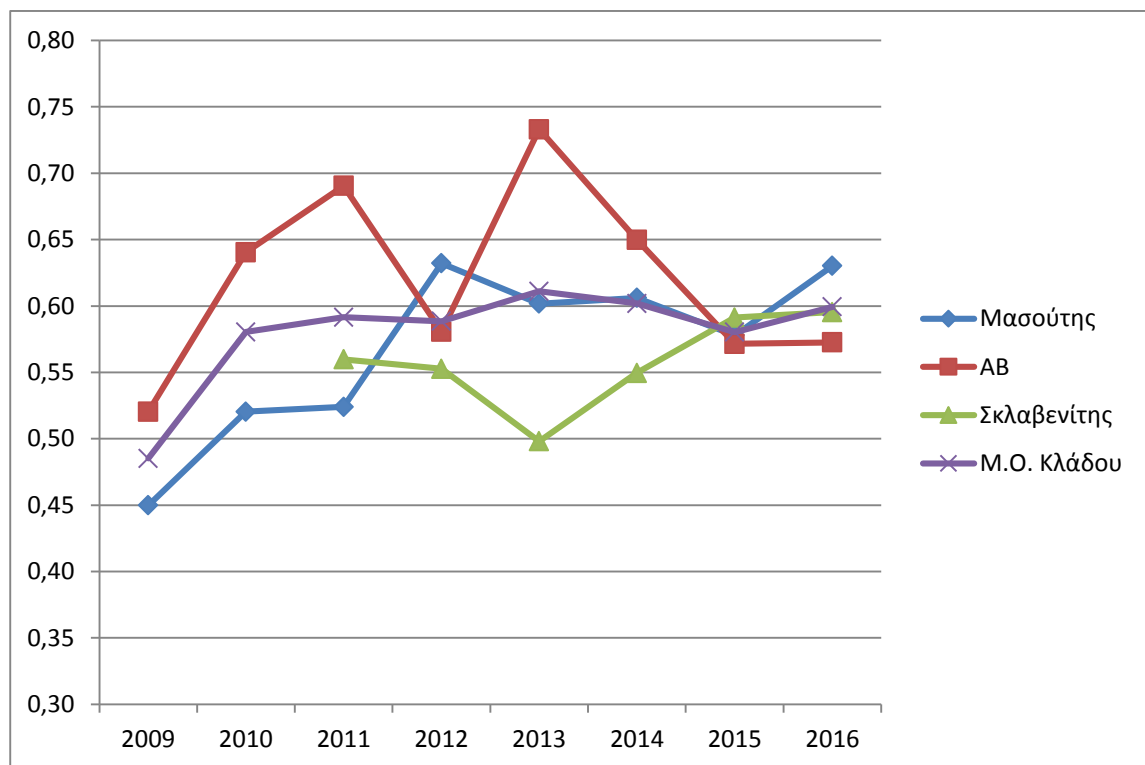
Η εταιρία ΑΒ, ομοίως κατά το έτος 2009 παρουσιάζει τα χαμηλότερα επίπεδα ρευστότητας στην δετή ανάλυση, ωστόσο, η ρευστότητά της είναι υψηλότερη από εκείνη της εταιρίας Μασούτη. Μάλιστα, μετά την κρίση, και ειδικότερα το έτος 2013 η εταιρία έχει αυξήσει τη ρευστότητά της, καταγράφονται το μέγιστο επίπεδο ρευστότητας και καλύπτοντας το 73% των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων μέσω των κυκλοφορούντων περιουσιακών στοιχείων. Εντούτοις, τα επόμενα έτη (2014-2016) σταδιακά η ρευστότητα του συγκεκριμένου οργανισμού μειώνεται και μάλιστα το έτος 2016, η εταιρία Αβ παρουσιάζει ρευστότητα χαμηλότερη από τους δύο βασικούς ανταγωνιστές της.

Η εταιρία Σκλαβενίτης, παρουσιάζει επίπεδα ρευστότητας που κυμαίνονται από 0,5 έως 0,6 και ειδικότερα η ελάχιστη τιμή παρουσιάζεται το έτος 2013 και η μέγιστη το έτος 2016. Σε κάθε περίπτωση, τα αποτελέσματα των δεικτών ρευστότητας της συγκεκριμένης εταιρίας βρίσκονται πιο κοντά στα αποτελέσματα του κλάδου.

Ο τύπος που χρησιμοποιήθηκε στον υπολογισμό του δείγματος της κυκλοφοριακής ρευστότητας στον πίνακα 3 είναι :

Κυκλοφοριακή ή Τρέχουσα Ρευστότητα	Κυκλοφορούν Ενεργητικό / Υποχρεώσεις	Βραχυπρόθεσμες
------------------------------------	--------------------------------------	----------------

Συγκεντρωτικά, οι εταιρίες του δείγματος παρουσιάζουν χαμηλά επίπεδα ρευστότητας στην αρχή της κρίσης, καθώς ενδεικτικά κατά μέσο όρο οι εταιρίες το έτος 2009 είχαν τη δυνατότητα να καλύψουν το 49% των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων. Ωστόσο, τα τελευταία έτη και ειδικότερα μετά το έτος 2012 παρατηρείται σημαντική βελτίωση των δεικτών ρευστότητας για τον κλάδο.



Γράφημα 2 Εξέλιξη κυκλοφοριακής ρευστότητας 2009-2016

Διαγραμματικά παρατηρούνται οι έντονες διακυμάνσεις στα επίπεδα γενικής ρευστότητας των εταιριών και ειδικότερα παρατηρείται ότι οι ελάχιστες τιμές ρευστότητας σημειώθηκαν το έτος 2009, δηλαδή στην αρχή της πρόσφατης οικονομικής κρίσης. Επιπλέον, τα δύο τελευταία έτη παρατηρείται σύγκλιση των δεικτών ρευστότητας για τις εταιρίες του δείγματος καθώς τα επίπεδα ρευστότητας του συνόλου των εξεταζόμενων εταιριών διαμορφώνονται περίπου σε 0,6.

5.2.2. Άμεση Ρευστότητα

Ο δείκτης ειδικής ή άμεσης ρευστότητας αποτελεί ένα αυστηρότερο επίπεδο ελέγχου της ρευστότητας καθώς λαμβάνει υπόψιν μόνον τα άμεσα ρευστοποιήσιμα στοιχεία για την εξόφληση των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων. Ειδικότερα, για τον υπολογισμό του συγκεκριμένου δείκτη από το σύνολο των κυκλοφορούντων στοιχείων αφαιρούνται τα αποθέματα.

Οι εταιρίες super market, λόγω της φύσης των δραστηριοτήτων τους, διατηρούν υψηλά αποθέματα και κατά συνέπεια γίνεται σαφές ότι θα υπάρξει σημαντική απόκλιση του δείκτη άμεσης από τον δείκτη γενικής ρευστότητας.

Πίνακας 4 Δείκτης Άμεσης Ρευστότητας 2009-2016

Ειδική ή Άμεση Ρευστότητα				
Έτος	Μασούτης	ΑΒ Βασιλόπουλος	Σκλαβενίτης	Μ.Ο. Κλάδου
2009	0.20	0.26		0.23
2010	0.29	0.34		0.31
2011	0.29	0.38	0.29	0.32
2012	0.33	0.34	0.26	0.31
2013	0.27	0.45	0.15	0.29
2014	0.27	0.37	0.19	0.28
2015	0.28	0.30	0.28	0.29
2016	0.34	0.31	0.30	0.32

Το σύνολο των εξεταζόμενων εταιριών παρουσιάζουν χαμηλά επίπεδα άμεσης ρευστότητας, γεγονός που υποδηλώνει την αδυναμία των εταιριών να ανταποκριθούν στο σύνολο των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων μέσω μόνον των άμεσα ρευστοποιήσιμων περιουσιακών στοιχείων. Η εταιρία Μασούτης το έτος 2009 – αρχή της κρίσης – παρουσιάζει την ελάχιστη τιμή του συγκεκριμένου δείκτη που λαμβάνει την τιμή 0,2. Ωστόσο, τα επόμενα έτη αυξάνεται σημαντικά ο δείκτης άμεσης ρευστότητας, λόγω κυρίως της μείωσης του αριθμού αποθεμάτων που διατηρεί η συγκεκριμένη αλυσίδα. Στο πλαίσιο αυτό, το έτος 2012 παρουσιάζεται σημαντική

αύξηση στο συγκεκριμένο δείκτη (0,33), που παρά τις πτωτικές πιέσεις τα επόμενα έτη, η εταιρία κατάφερε το τελευταίο έτος της ανάλυσης (2016) να καταφέρει να παρουσιάζει μέγιστο με τιμή 0,34.

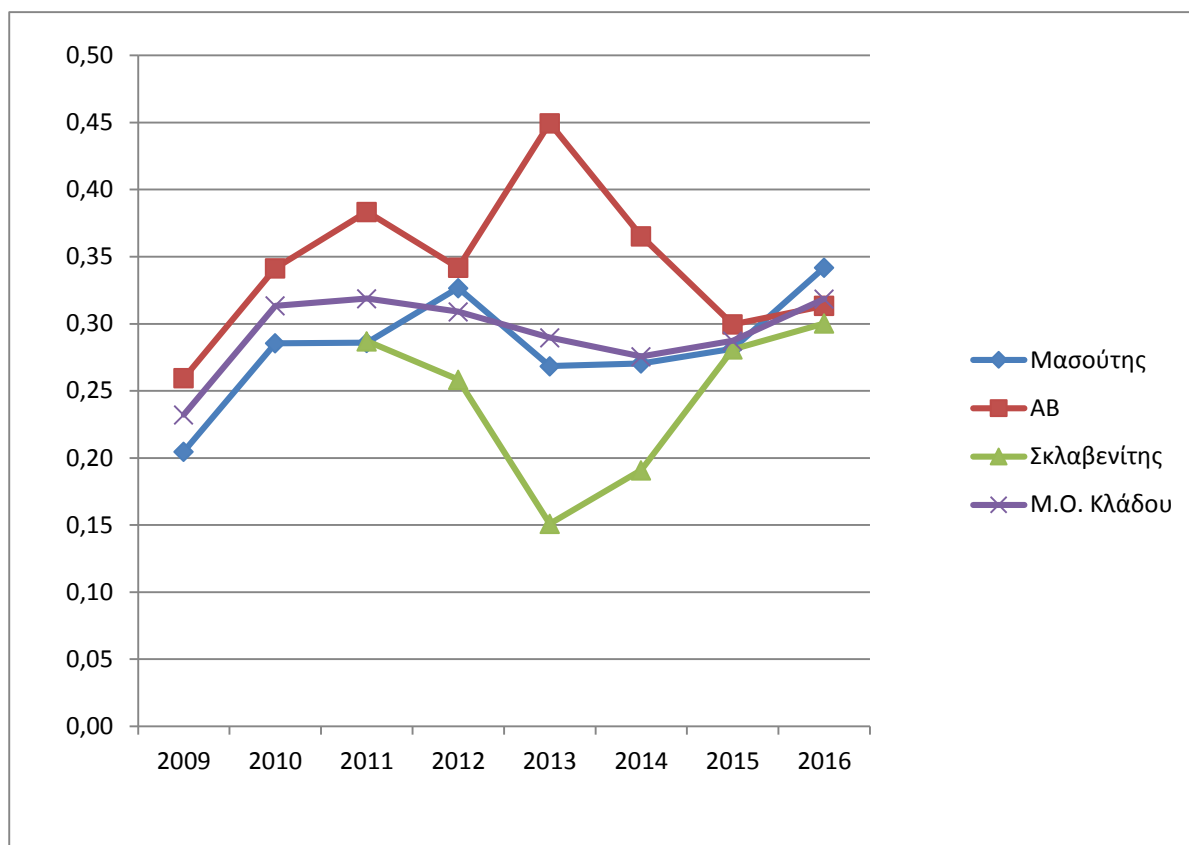
Ο τύπος που χρησιμοποιήθηκε στον υπολογισμό του δείγματος στον Πίνακα 5 Δείκτης Άμεσης Ρευστότητας 2009-2016 είναι :

Ειδική ή Άμεση Ρευστότητα	(Κυκλοφορούν Ενεργητικό – Αποθέματα) / Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις
---------------------------	--

Στην εταιρία AB Βασιλόπουλος παρατηρείται το μέγιστο του δείκτη ειδικής ή άμεσης ρευστότητας για το σύνολο των εταιριών του δείγματος και καθ' όλη την περίοδο μελέτης. Πιο συγκεκριμένα, το έτος 2013 η εταιρία παρουσίασε δείκτη 0,45 που σημαίνει ότι κατά το συγκεκριμένο έτος υπήρχε η δυνατότητα εξόφλησης του 45% των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων μόνον μέσω των άμεσα ρευστοποιήσιμων κυκλοφορούντων περιουσιακών στοιχείων.

Τέλος, στην εταιρία Σκλαβενιτη παρουσιάζονται τα χαμηλότερα επίπεδα άμεσης ρευστότητας καθώς ενδεικτικά το έτος 2013 ο δείκτης ελάμβανε τιμή 0,15. Εντούτοις, τα επόμενα έτη η συγκεκριμένη εταιρία κατάφερε να βελτιώσει τη ρευστότητά της.

Η διαχρονική εξέλιξη του κλάδου καταδεικνύει τη μειωμένη ειδική ρευστότητα στην αρχή της κρίσης καθώς και τη σημαντική αύξηση της ρευστότητας στα έτη 2011 και 2016. Ειδικότερα, στο τελευταίο έτος της ανάλυσης παρατηρείται ότι κατά μέσο όρο οι εταιρίες του δείγματος είχαν τη δυνατότητα να εξοφλήσουν το 32% των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων μέσω των άμεσα ρευστοποιήσιμων στοιχείων του κυκλοφορούντος ενεργητικού.



Γράφημα 3 Εξέλιξη άμεσης ρευστότητας 2009-2016

Στο διάγραμμα παρατηρείται ότι ειδικότερα κατά το έτος 2013 οι εταιρίες AB και Σκλαβενίτης έχουν μεγάλη απόκλιση στη διαμόρφωση του συγκεκριμένου δείκτη και συγκεκριμένα η εταιρία AB κατέχει ικανοποιητικότερα επίπεδα ρευστότητας από το σύνολο των εταιριών, ενώ η εταιρία Σκλαβενίτης διαμορφώνει τα χαμηλότερα επίπεδα ρευστότητας.

5.2.3. Ταμειακή Ρευστότητα

Ως προς την ταμειακή ρευστότητα, δεν υπάρχουν στοιχεία ταμειακών διαθεσίμων για την εταιρία AB και ως εκ τούτου η ανάλυση περιορίζεται στις υπόλοιπες δύο εταιρίες.

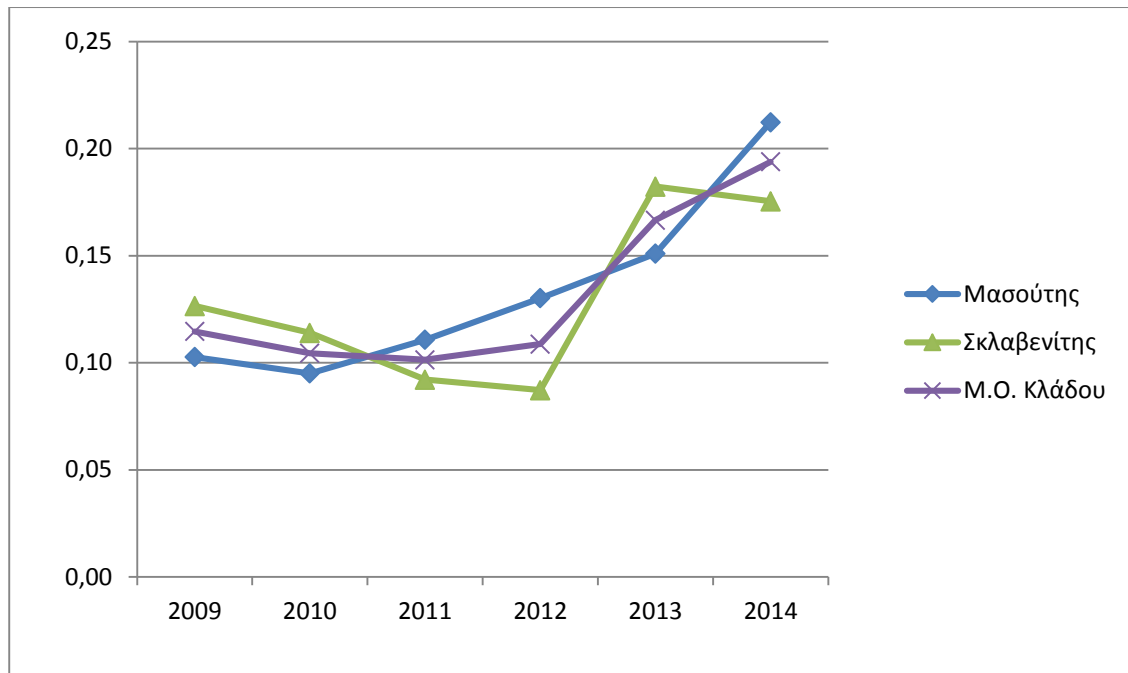
Πίνακας 6 Ταμειακή Ρευστότητα 2009-2016

Έτος	Μασούτης	Σκλαβενίτης	Μ.Ο. Κλάδου
2011	0.10	0.13	0.11
2012	0.10	0.11	0.10
2013	0.11	0.09	0.10
2014	0.13	0.09	0.11
2015	0.15	0.18	0.17
2016	0.21	0.18	0.19

Η ανάλυση ταμειακής ρευστότητας δείχνει ότι ενώ στην αρχή της περιόδου αξιολόγησης (έτος 2011) η εταιρία Σκλαβενίτης είχε υψηλότερη ταμειακή ρευστότητα (0,13) σε σύγκριση με την εταιρία Μασούτης, με την πάροδο του χρόνου η εταιρία Μασούτης βελτίωσε σημαντικά την ταμειακή της ρευστότητα. Ειδικότερα, και οι δύο επιχειρήσεις κατά τη συγκεκριμένη περίοδο ενίσχυσαν τα ταμειακά τους διαθέσιμα και ως εκ τούτου βελτίωσαν την ικανότητα αποπληρωμής των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων μέσω των ταμειακών διαθεσίμων.

Ο τύπος που χρησιμοποιήθηκε για τον υπολογισμό του δείγματος στον Πίνακα 7 Ταμειακή Ρευστότητα 2009-2016 είναι :

Ταμειακή Ρευστότητα	Ταμειακά Διαθέσιμα / Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις
---------------------	---



Γράφημα 4 Εξέλιξη Ταμειακής Ρευστότητας

Διαγραμματικά παρατηρείται η σημαντική ενίσχυση των δεικτών ταμειακής ρευστότητας για τις δύο εταιρίες του δείγματος και ειδικότερα ότι ενώ κατά τα έτη 2011-2012 η εταιρία Σκλαβενίτης είχε υψηλότερα επίπεδα ρευστότητας, τα έτη 2013-2014 και 2016, η εταιρία Μασούτης παρουσίασε ικανοποιητικότερα επίπεδα ταμειακής ρευστότητας.

5.3 Δραστηριότητα Super Market

5.3.1. Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Αποθεμάτων

Δεδομένου ότι τα super market αποτελούν εταιρίες που βασίζονται στα αποθέματα – εμπορεύματα, ένας δείκτης υψηλής σημαντικότητας είναι η κυκλοφοριακή ταχύτητα αποθεμάτων. Ο συγκεκριμένος δείκτης δείχνει την ταχύτητα με την οποία τα αποθέματα εναλλάσσονται (αγοράζονται) κατά τη διάρκεια μιας οικονομικής χρήσης. Όσο υψηλότερος είναι ο συγκεκριμένος αριθμοδείκτης, τόσο περισσότερο αποτελεσματική κρίνεται η διαδικασία διαχείρισης των αποθεμάτων.

Πίνακας 8 Ταχύτητα κυκλοφορίας αποθεμάτων 2010-2016

Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Αποθεμάτων				
Έτος	Μασούτης	ΑΒ Βασιλόπουλος	Σκλαβενίτης	Μ.Ο. Κλάδου
2010	6.40	12.17		9.29
2011	6.80	12.23		9.52
2012	6.54	12.90	12.53	10.66
2013	6.56	12.63	10.81	10.00
2014	6.85	11.53	9.78	9.39
2015	6.93	11.06	9.79	9.26
2016	7.08	11.18	10.29	9.52

Η εταιρία Μασούτης παρουσιάζει τη χαμηλότερη κυκλοφοριακή ταχύτητα αποθεμάτων σε σύγκριση με τις υπόλοιπες εταιρίες του δείγματος, γεγονός που καταδεικνύει την αποτελεσματική διαδικασία διαχείρισης των αποθεμάτων. Ειδικότερα, το έτος 2010 η κυκλοφοριακή ταχύτητα αποθεμάτων της εταιρίας ήταν 6,4 και το έτος 2016 αυξήθηκε οριακά σε 7,08. Η σχετικά χαμηλή κυκλοφοριακή ταχύτητα δείχνει ότι η εταιρία αγοράζει αποθέματα λιγότερες φορές κατά τη διάρκεια του έτους και ως εκ τούτου δεν αντλεί οφέλη από την αποτελεσματική διαχείριση των αποθεμάτων.

Η εταιρία ΑΒ Βασιλόπουλος, ενδεικτικά για την περίοδο 2010-2013 παρουσιάζει σχεδόν διπλάσια ταχύτητα κυκλοφορίας αποθεμάτων σε σύγκριση με την εταιρία Μασούτη. Υπό αυτήν την έννοια, γίνεται αντιληπτό ότι η εταιρία ΑΒ ακολουθεί αποτελεσματικότερη πολιτική διαχείρισης αποθεμάτων καθώς τα διαθέσιμα εμπορεύματα δεν «λημνάζουν» για μεγάλο χρονικό διάστημα στις αποθήκες της εταιρίας. Εντούτοις, την περίοδο 2014-2016 παρατηρείται σταδιακή μείωση της κυκλοφοριακής ταχύτητας με αποτέλεσμα το έτος 2016 η κυκλοφοριακή ταχύτητα να διαμορφωθεί σε 11,18.

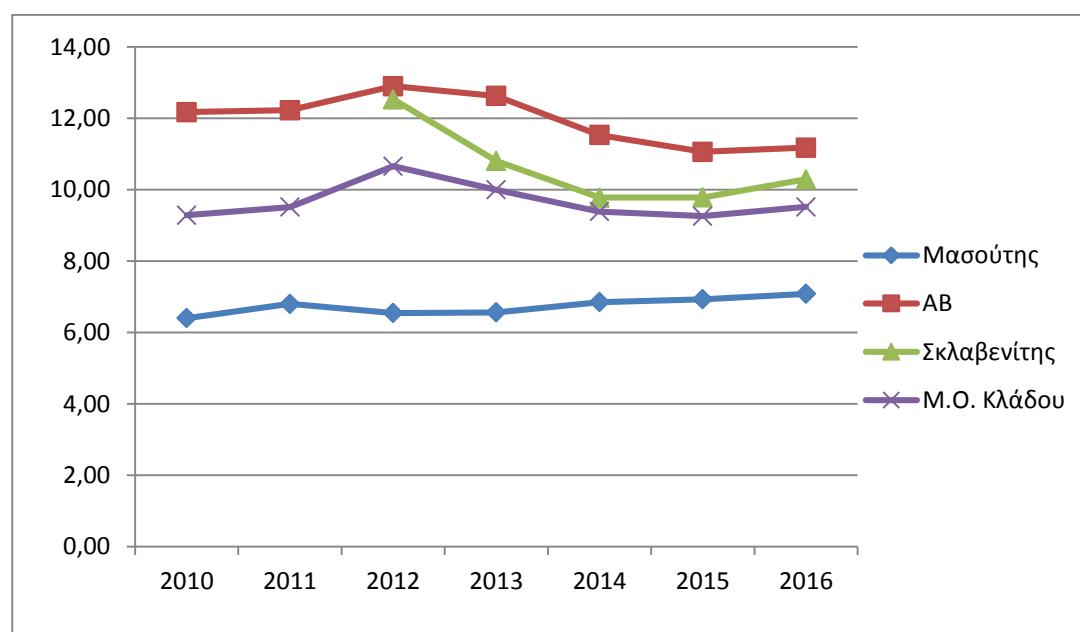
Το super market Σκλαβενίτη, ενώ το έτος 2012 παρουσιάζει ανταγωνιστική στρατηγική διατήρησης αποθεμάτων, τα επόμενα έτη και έως το έτος 2015 έχει περιορίσει την

ταχύτητα κυκλοφορίας αποθεμάτων και ως εκ τούτου παρατηρείται μείωση της αποτελεσματικότητας στη διαχείριση αποθεμάτων καθώς ενδεικτικά το έτος 2014 η ταχύτητα διαμορφώθηκε σε 9,78 φορές κατά τη διάρκεια του έτους.

Ο τύπος που χρησιμοποιήθηκε για τον υπολογισμό του δείγματος στον Πίνακα 6 για την κυκλοφοριακή ταχύτητα αποθεμάτων είναι :

Κυκλοφοριακή Αποθεμάτων	Ταχύτητα (Κόστος / Μέσο Ύψος Αποθεμάτων)
----------------------------	---

Η συγκριτική αξιολόγηση των εξεταζόμενων εταιριών κάνει σαφές ότι διαχρονικά η εταιρία AB Βασιλόπουλος παρουσιάζει την υψηλότερη ταχύτητα κυκλοφορίας αποθεμάτων, συμβάλλοντας σημαντικά στην αύξηση του μέσου όρου. Από την άλλη πλευρά, η εταιρία Μασούτης πρέπει να βελτιώσει το συγκεκριμένο δείκτη δραστηριότητας καθώς σε όλα τα έτη παρουσιάζει χαμηλότερη ταχύτητα κυκλοφορίας αποθεμάτων.



Γράφημα 5 Εξέλιξη ταχύτητας κυκλοφορίας αποθεμάτων 2010 - 2016

Στο διάγραμμα παρατηρείται η υπεροχή της εταιρίας AB Βασιλόπουλο ως προς την ταχύτητα κυκλοφορίας αποθεμάτων καθώς ενδεικτικά για το έτος 2016 αγόρασε 11,18

φορές τα αποθέματα μέσα στη διάρκεια της χρήσης. Εν αντιθέσει, η εταιρία Μασούτης έχει σημαντικά περιθώρια για να βελτιώσει το συγκεκριμένο δείκτη. Πέραν των ανωτέρω, για την αξιολόγηση της αποτελεσματικότητας διαχείρισης των αποθεμάτων μελετάται και ο δείκτης μέσης διάρκειας παραμονής των αποθεμάτων.

Πίνακας 9 Μέση Διάρκεια (ημέρες) παραμονής αποθεμάτων

Μέση Διάρκεια Παραμονής Αποθεμάτων				
Έτος	Μασούτης	ΑΒ Βασιλόπουλος	Σκλαβενίτης	M.O. Κλάδου
2010	57.01	29.98		43.50
2011	53.65	29.85		41.75
2012	55.78	28.29	29.12	37.73
2013	55.62	28.90	33.77	39.43
2014	53.27	31.65	37.33	40.75
2015	52.65	33.00	37.30	40.98
2016	51.52	32.66	35.47	39.88

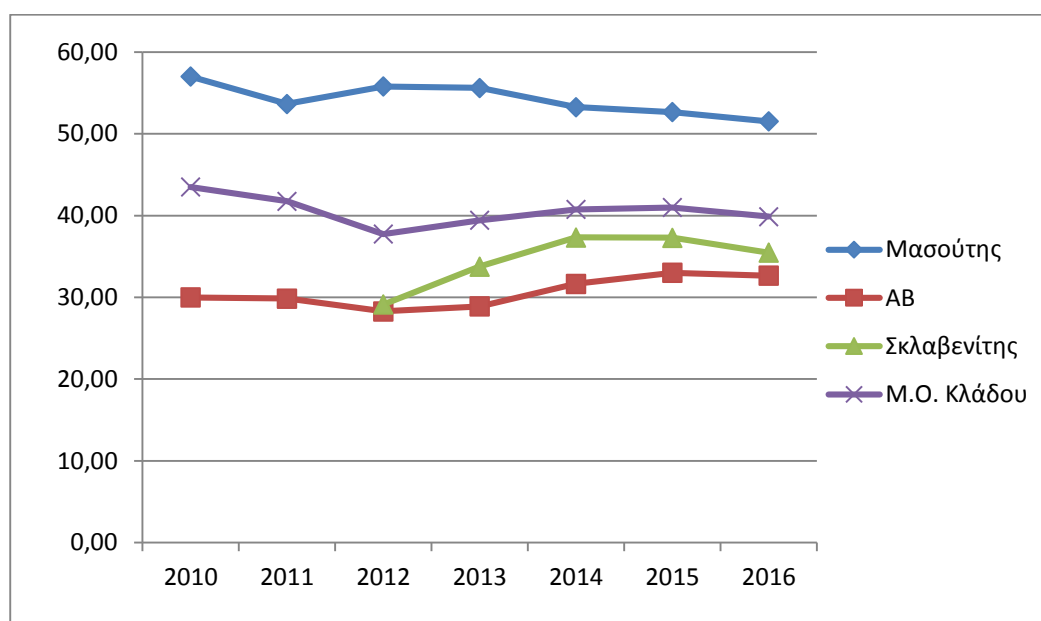
Η μέση διάρκεια παραμονής αποθεμάτων στην εταιρία είναι ιδιαίτερος υψηλή για την εταιρία Μασούτης. Πιο συγκεκριμένα, το έτος 2012 στην εταιρία διατηρούνταν τα αποθέματα 57 ημέρες το χρόνο, ενώ το έτος 2016 ο δείκτης βελτιώθηκε και τα αποθέματα διατηρούνταν για 51,5 ημέρες.

Από την άλλη πλευρά, στην εταιρία ΑΒ Βασιλόπουλο, τα αποθέματα διατηρούνται περίπου για 30 ημέρες το έτος, ενώ παρατηρείται ότι σταδιακά τα τελευταία έτη αυξήθηκε οριακά η μέση διάρκεια διατήρησης αποθεμάτων στον οργανισμό.

Η εταιρία Σκλαβενίτης διατηρεί τα αποθέματα για περισσότερες ημέρες σε σύγκριση με την εταιρία ΑΒ Βασιλόπουλο, αλλά για αρκετά λιγότερες ημέρες σε σύγκριση με την εταιρία Μασούτη.

Ο τύπος που χρησιμοποιήθηκε για τον υπολογισμό του δείγματος στον Πίνακα 7 για την μέση διάρκεια παραμονής αποθεμάτων είναι :

Μέση Διάρκεια Παραμονής Αποθεμάτων	365/ Κ.Τ. Αποθεμάτων
------------------------------------	----------------------



Γράφημα 6 Εξέλιξη διάρκειας παραμονής αποθεμάτων 2010-2016

Διαγραμματικά παρατηρείται ότι η εταιρία Μασούτη διατηρεί για πολλές περισσότερες ημέρες τα αποθέματά της στις αποθήκες του οργανισμού κατά τη διάρκεια του έτους, εν συγκρίσει με τις υπόλοιπες εταιρίες του δείγματος. Στο πλαίσιο αυτό, προτείνεται η εφαρμογή διαφορετικής μεθόδου διατήρησης αποθεμάτων με σκοπό τον περιορισμό της διάρκειας διατήρησης και ως εκ τούτου τη μείωση του κόστους διατήρησης των αποθεμάτων.

5.3.2. Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Απαιτήσεων

Τα super market, ως κλάδος λιανικών πωλήσεων, εισπράττει άμεσα τις πωλήσεις που δημιουργούνται κατά τη διάρκεια της χρήσης. Εντούτοις, υπάρχει ένας αριθμός πιστωτικών πωλήσεων (χρήση πλαστικού χρήματος ή άλλων μέσων) που δημιουργεί απαιτήσεις έναντι πελατών. Στο πλαίσιο αυτό, αξιολογείται ο δείκτης κυκλοφοριακής ταχύτητας απαιτήσεων.

Πίνακας 10 Ταχύτητα Κυκλοφορίας Απαιτήσεων 2010 - 2016

Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Απαιτήσεων				
Έτος	Μασούτης	ΑΒ Βασιλόπουλος	Σκλαβενίτης	Μ.Ο. Κλάδου
2010	16.36	18.78		17.57
2011	14.39	17.04		15.71
2012	14.91	15.91	29.39	20.07
2013	20.20	22.43	41.20	27.95
2014	36.28	41.03	42.08	39.80
2015	42.58	42.00	36.14	40.24
2016	41.36	40.07	32.48	37.97

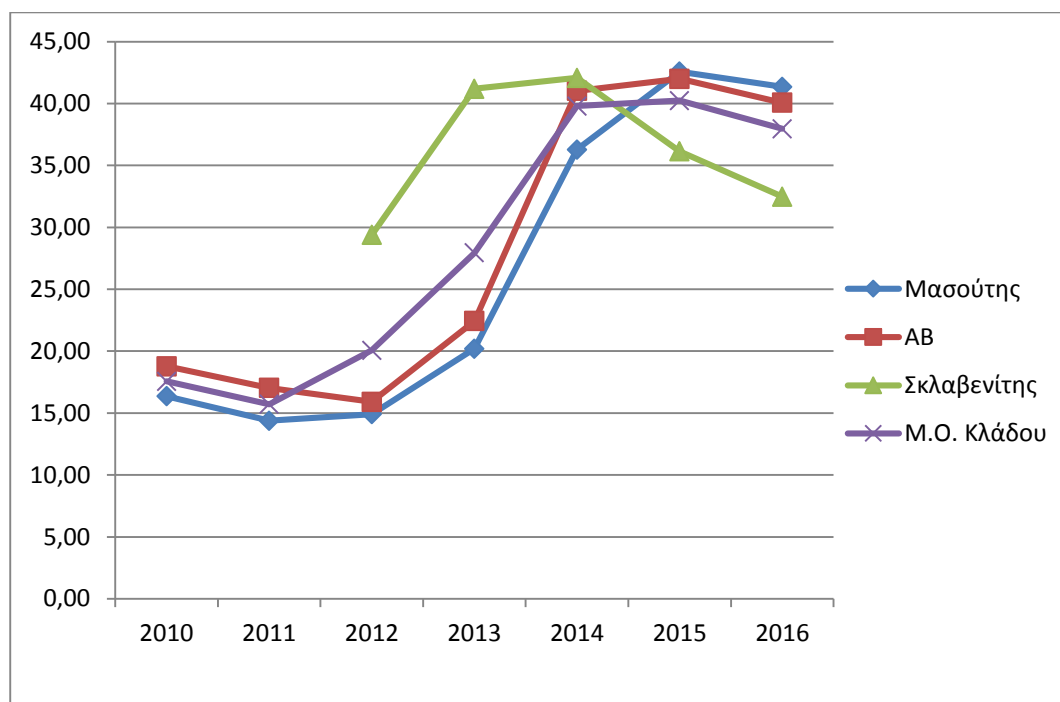
Διαχρονικά παρατηρούνται σημαντικές μεταβολές της κυκλοφοριακής ταχύτητας απαιτήσεων. Ενδεικτικά, η χαμηλότερη ταχύτητα παρατηρείται στην εταιρία Μασούτη το έτος 2011 με τιμή 14,39, ενώ εντύπωση προκαλεί το γεγονός ότι η ίδια εταιρία το έτος 2015 παρουσίασε την υψηλότερη κυκλοφοριακή ταχύτητα απαιτήσεων με τιμή 42,58.

Ο τύπος που χρησιμοποιήθηκε για τον υπολογισμό του δείγματος στον πίνακα 8 ταχύτητα κυκλοφορίας απαιτήσεων είναι :

Κυκλοφοριακή Απαιτήσεων	Ταχύτητα (Πωλήσεις / Μέσο Ύψος Απαιτήσεων)
----------------------------	---

Ειδικότερα, η εταιρία Μασούτη στην αρχή της κρίσης (έτος 2010) εισέπραττε τις απαιτήσεις της 16,36 φορές κατά τη διάρκεια του έτους, ενώ το έτος 2016 κατά μέσο όρο εισέπραττε τις απαιτήσεις της 41,36 φορές και ως εκ τούτου βελτίωσε θεαματικά την αποτελεσματικότητα της διαδικασίας είσπραξης απαιτήσεων.

Στην εταιρία AB Βασιλόπουλο καταγράφονται σημαντικές μεταβολές στην ταχύτητα είσπραξης απαιτήσεων καθώς επίσης διαχρονικά παρατηρείται η αύξηση του συγκεκριμένου δείκτη. Τέλος, η εταιρία Σκλαβενίτης στα έτη 2012-2013 παρουσιάζει την υψηλότερη ταχύτητα είσπραξης απαιτήσεων συγκριτικά με τις υπόλοιπες εταιρίες του δείγματος.



Γράφημα 7 Εξέλιξη ταχύτητας κυκλοφορίας απαιτήσεων 2010 - 2016

Η συγκριτική αξιολόγηση των εταιριών και η ανάλυση του κλάδου, καταδεικνύει ότι στα δύο πρώτα έτη της κρίσης οι εταιρίες του δείγματος εισέπρατταν με χαμηλότερη ταχύτητα τις απαιτήσεις που δημιουργούνταν, ενώ στα τελευταία έτη η διαδικασία είσπραξης απαιτήσεων για το σύνολο των εταιριών του δείγματος έγινε περισσότερο αποτελεσματική.

Πίνακας 11 Μέση Διάρκεια Είσπραξης Απαιτήσεων 2010 - 2016

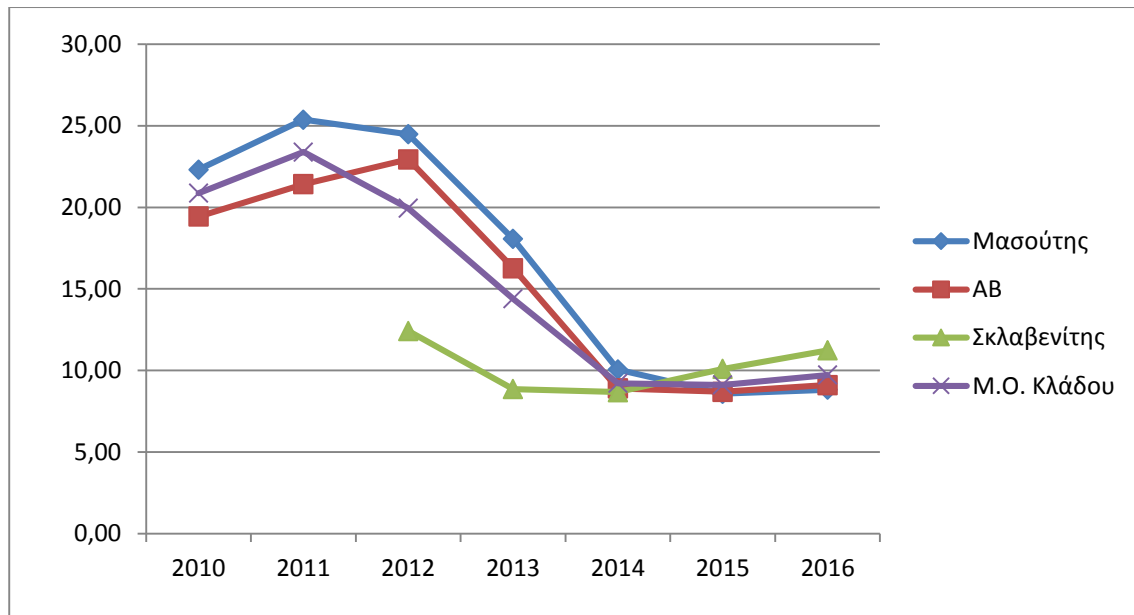
Μέση Διάρκεια Είσπραξης Απαιτήσεων				
Έτος	Μασούτης	ΑΒ Βασιλόπουλος	Σκλαβενίτης	Μ.Ο. Κλάδου
2010	22.31	19.44		20.88
2011	25.37	21.42		23.40
2012	24.49	22.94	12.42	19.95
2013	18.07	16.27	8.86	14.40
2014	10.06	8.90	8.67	9.21
2015	8.57	8.69	10.10	9.12
2016	8.83	9.11	11.24	9.72

Η εταιρία Μασούτης το έτος 2010 κατά μέσο όρο χρειάζονταν 22,3 ημέρες για να εισπράξει τις απαιτήσεις της, ενώ για στο ίδιο έτος η εταιρία ΑΒ χρειάζονταν 19,4 ημέρες για να ολοκληρώσει τη διαδικασία είσπραξης των απαιτήσεων.

Ο τύπος που χρησιμοποιήθηκε για τον υπολογισμό του δείγματος στον πίνακα 9 μέση διάρκεια είσπραξης απαιτήσεων είναι :

Μέση Διάρκεια Είσπραξης Απαιτήσεων	365/ Κ.Τ. Απαιτήσεων
------------------------------------	----------------------

Με την πάροδο του χρόνου και ειδικότερα μετά το έτος 2013, παρατηρείται σημαντική συρρίκνωση των ημερών που απαιτούνται για είσπραξη απαιτήσεων για το σύνολο του υπό εξέταση δείγματος. Πιο συγκεκριμένα, το έτος 2014 η εταιρία Σκλαβενίτης χρειάζονταν μόλις 8,67 ημέρες για να εισπράξει τις απαιτήσεις που δημιουργούνταν, ενώ στο τελευταίο έτος η εταιρία Μασούτη χρειάζεται το λιγότερο χρόνο για είσπραξη απαιτήσεων και ως εκ τούτου παρουσιάζει την περισσότερο αποτελεσματική διαδικασία είσπραξης απαιτήσεων.



Γράφημα 8 Εξέλιξη μέσης διάρκειας είσπραξης απαιτήσεων

Η αξιολόγηση της διάρκειας είσπραξης απαιτήσεων κάνει σαφές ότι την περίοδο 2012-2014 η εταιρία Σκλαβενίτης παρουσιάζει τη χαμηλότερη μέση διάρκεια είσπραξης απαιτήσεων, ενώ την περίοδο 2015-2016 η εταιρία Μασούτης παρουσιάζει τη χαμηλότερη διάρκεια είσπραξης απαιτήσεων. Ειδικότερα, διαγραμματικά παρατηρείται ότι τα τελευταία έτη της ανάλυσης ο κλάδος κατά μέσο όρο έχει μειώσει τον αριθμό των ημερών που απαιτούνται για να ολοκληρωθεί η διαδικασία είσπραξης απαιτήσεων.

5.3.3. Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Ενεργητικού

Ο δείκτης κυκλοφοριακής ταχύτητας ενεργητικού αποτελεί δείκτη που αξιολογεί το επίπεδο αποτελεσματικής διαχείρισης των στοιχείων ενεργητικού, ως προς τη διαδικασία δημιουργίας πωλήσεων. Όσο υψηλότερη είναι η κυκλοφοριακή ταχύτητα ενεργητικού, τόσο περισσότερο αποτελεσματική είναι μια εταιρία στην αξιοποίηση των περιουσιακών της στοιχείων.

Πίνακας 12 Ταχύτητα Κυκλοφορίας Ενεργητικού 2010-2016

Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Ενεργητικού

Έτος	Μασούτης	AB Βασιλόπουλος	Σκλαβενίτης	M.O. Κλάδου
2010	1.45	2.23		1.84
2011	1.42	2.04		1.73
2012	1.40	1.96	1.63	1.66
2013	1.45	1.98	1.60	1.68
2014	1.50	1.97	1.65	1.71
2015	1.50	2.04	1.64	1.73
2016	1.55	2.12	1.63	1.77

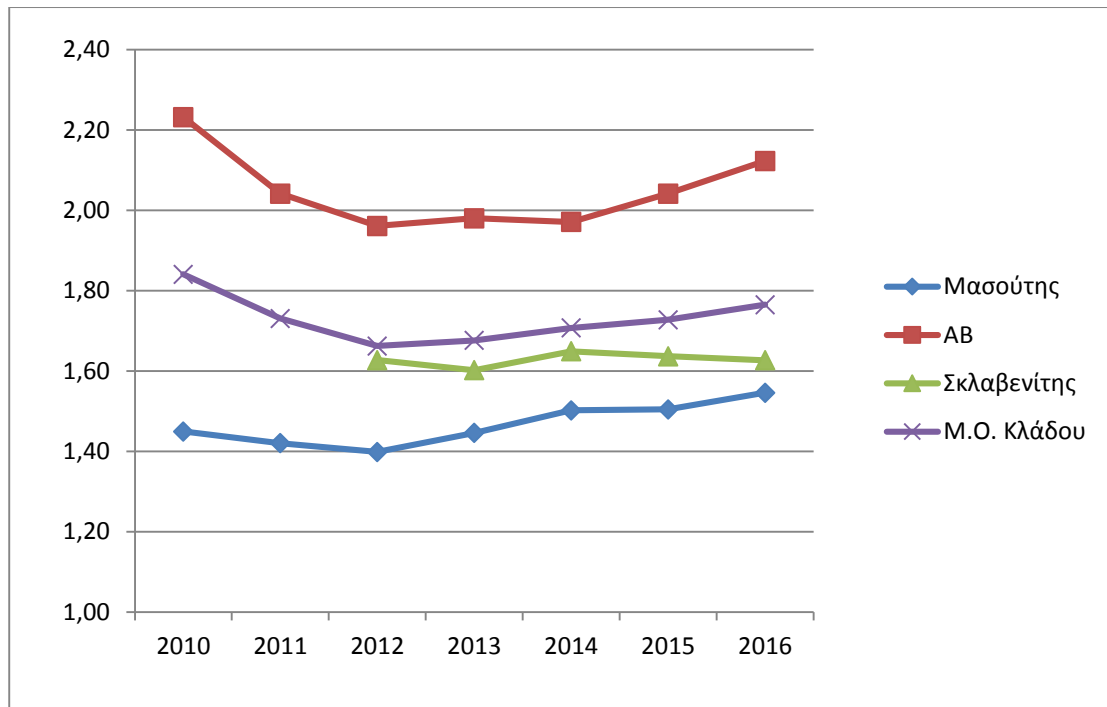
Ο δείκτης κυκλοφοριακής ταχύτητας ενεργητικού της εταιρίας AB Βασιλόπουλος παρουσιάζει υψηλότερες τιμές σε σύγκριση με τις υπόλοιπες εταιρίες του δείγματος. Ειδικότερα, το έτος 2010 η κυκλοφοριακή ταχύτητα ενεργητικού για την εταιρία Μασούτης είναι 1,45 που σημαίνει ότι 1,45 φορές καλύπτεται το μέσο ενεργητικό από τις πωλήσεις του έτους, ενώ το έτος 2016 βελτιώθηκε οριακά η συγκεκριμένη κυκλοφοριακή ταχύτητα της εταιρίας και έλαβε τιμή 1,55.

Ο τύπος που χρησιμοποιήθηκε για τον υπολογισμό του δείγματος στον πίνακα 10 ταχύτητα κυκλοφορίας ενεργητικού είναι :

Κυκλοφοριακή Ενεργητικού	Ταχύτητα (Πωλήσεις / Μέσο Ύψος Ενεργητικού)
-----------------------------	--

Η εταιρία AB Βασιλόπουλος παρουσιάζει ικανοποιητική ταχύτητα κυκλοφορίας συνολικού ενεργητικού και συγκεκριμένα η υψηλότερη τιμή παρατηρείται στην αρχή της κρίσης (έτος 2010), ενώ το έτος 2016 ο δείκτης λαμβάνει οριακά χαμηλότερη τιμή (2,12).

Η εταιρία Σκλαβενίτης παρουσιάζει καλύτερη κυκλοφοριακή ταχύτητα σε σύγκριση με τον Μασούτη, αλλά χειρότερη κυκλοφοριακή ταχύτητα σε σύγκριση με την εταιρία AB Βασιλόπουλο, και σε κάθε έτος της ανάλυσης βρίσκεται κάτω από το μέσο όρο του κλάδου. Ενδεικτικά, το έτος 2016 η εταιρία Σκλαβενίτης 1,63 φορές κάλυψε το σύνολο των στοιχείων ενεργητικού μέσω των πωλήσεών της.



Γράφημα 9 Εξέλιξη ταχύτητας κυκλοφορίας ενεργητικού 2010 - 2016

Διαγραμματικά, παρατηρείται ότι η εταιρία AB Βασιλόπουλος διαχρονικά παρουσιάζει την υψηλότερη ταχύτητα ενεργητικού σε σύγκριση με τις υπόλοιπες εταιρίες, παρά τη μικρή μείωση κατά την περίοδο 2012-2014. Επιπλέον, η γραφική απεικόνιση καταδεικνύει ότι ο Μασούτης έχει τη χαμηλότερη κυκλοφοριακή ταχύτητα ενεργητικού, ωστόσο τα τελευταία έτη – μετά το 2012 - ο δείκτης της ακολουθεί ανοδική τάση.

5.4 Αποτελέσματα Κεφαλαιακής Διάρθρωσης Super Market

Οι δείκτες κεφαλαιακής διάρθρωσης παρουσιάζουν τη σχέση μεταξύ ιδίων και ξένων κεφαλαίων σε μία εταιρία και παράλληλα καταδεικνύουν την έκθεση ενός οργανισμού σε ξένα κεφάλαια. Παράλληλα, η πρόσφατη οικονομική κρίση είχε σημαντικές συνέπειες στη διάρθρωση κεφαλαίων των εταιριών καθώς περιορίσε τις δυνατότητες άντλησης κεφαλαίων μέσω μακροπρόθεσμου δανεισμού και ουσιαστικά ώθησε τις

εταιρίες να χρησιμοποιήσουν βραχυπρόθεσμες πηγές χρηματοδότησης για την χρηματοδότηση των λειτουργιών τους.

5.4.1. Χρηματοδοτική Μόχλευση

Η χρηματοδοτική μόχλευση δείχνει τη σχέση ιδίων και ξένων κεφαλαίων και ουσιαστικά δείχνει το πόσες φορές τα ξένα κεφάλαια υπερβαίνουν τα ίδια κεφάλαια. Ένας υψηλός δείκτης χρηματοδοτικής μόχλευσης δείχνει την υψηλή έκθεση των εταιριών στον πιστωτικό κίνδυνο και στον κίνδυνο αθέτησης υποχρεώσεων.

Πίνακας 13 Χρηματοδοτική Μόχλευση 2010 - 2016

Χρηματοδοτική Μόχλευση				
Έτος	Μασούτης	ΑΒ Βασιλόπουλος	Σκλαβενίτης	Μ.Ο. Κλάδου
2009	6.11	2.85		4.48
2010	5.46	2.98		4.22
2011	5.09	2.74	5.14	4.32
2012	4.41	1.41	4.58	3.47
2013	3.62	1.19	4.28	3.03
2014	3.24	1.36	4.38	3.00
2015	3.84	1.69	4.26	3.26
2016	4.20	1.73	4.14	3.36

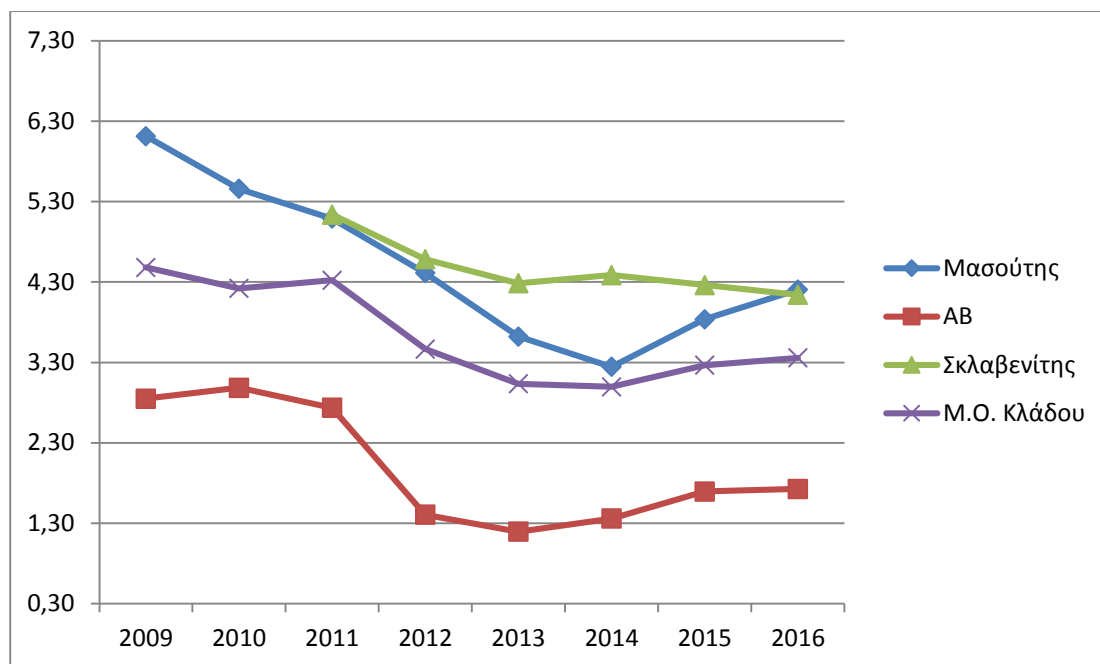
Η χρηματοδοτική μόχλευση της εταιρίας Μασούτη διαχρονικά περιορίστηκε κατά την περίοδο 2009-2014. Ειδικότερα, στην αρχή της κρίσης η εταιρία Μασούτης είχε την υψηλότερη χρηματοδοτική μόχλευση καθώς τα ξένα κεφάλαια της επιχείρησης υπερέβαιναν 6,11 φορές τα ίδια κεφάλαιά της. Ως εκ τούτου, η εταιρία δεν διέθετε την απαιτούμενη κεφαλαιακή επάρκεια και κατ' επέκταση αντιμετώπιζε υψηλό κίνδυνο πτώχευσης λόγω της υπερβολικής έκθεσης σε ξένες υποχρεώσεις. Ωστόσο, τα επόμενα έτη, περιόρισε σημαντικά το συγκεκριμένο δείκτη καθώς αφενός μείωσε τις μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις της και αφετέρου αύξησε τα ίδια κεφάλαια με αποτέλεσμα το έτος 2014 να παρατηρηθεί η ελάχιστη τιμή του δείκτη (3,24).

Ο τύπος που χρησιμοποιήθηκε για τον υπολογισμό του δείγματος στον πίνακα 11 χρηματοδοτική μόχλευση είναι :

Η εταιρία AB Βασιλόπουλος διαχρονικά παρουσιάζει άκρως ικανοποιητικούς δείκτες χρηματοδοτικής μόχλευσης και ειδικότερα από το έτος 2012 και έπειτα τα ξένα κεφάλαια της εταιρίας υπερβαίνουν λιγότερο από 1,5 φορά τα ξένα κεφάλαιά της. Πιο συγκεκριμένα, στο πρώτο έτος της ανάλυσης (2009) η εταιρία AB Βασιλόπουλος είχε δείκτη χρηματοδοτικής μόχλευσης 2,85, ενώ η ελάχιστη τιμή του δείκτη στη συγκεκριμένη εταιρία παρατηρήθηκε το έτος 2013 κατά το οποίο η χρηματοδοτική μόχλευση διαμορφώθηκε σε 1,19. Εντούτοις, τα επόμενα έτη ο δείκτης οριακά αυξήθηκε αλλά και πάλι η εταιρία AB Βασιλόπουλος παρουσίασε τον χαμηλότερο δείκτη συγκριτικά με τις υπόλοιπες εταιρίες του δείγματος.

Η εταιρία Σκλαβενίτης, από το έτος 2010 και έπειτα για τα οποία υπάρχουν δεδομένα, παρουσιάζει ιδιαίτερος υψηλή χρηματοδοτική μόχλευση. Το συγκεκριμένο αποτέλεσμα σημαίνει ότι η εταιρία βασίζεται κυρίως σε ξένα κεφάλαια για να χρηματοδοτήσει τις λειτουργίες της, ενώ παράλληλα χαρακτηρίζεται από μικρή κεφαλαιακή βάση. Σε κάθε περίπτωση και στη συγκεκριμένη εταιρία από το έτος 2012 και έπειτα παρατηρείται σταδιακή συρρίκνωση του συγκεκριμένου δείκτη, η οποία όμως παρατηρείται με χαμηλό ρυθμό.

Η συγκριτική αξιολόγηση των τριών εταιριών κάνει σαφές ότι διαχρονικά η εταιρία AB Βασιλόπουλος παρουσιάζει ικανοποιητικότερους δείκτες χρηματοδοτικής μόχλευσης καθώς τα ξένα κεφάλαιά της υπερβαίνουν λιγότερες φορές τα ίδια κεφάλαια σε σύγκριση με τις υπόλοιπες εταιρίες του δείγματος. Εν αντιθέσει, τόσο η εταιρία Μασούτη όσο και η εταιρία Σκλαβενίτης παρουσιάζουν υψηλότερα επίπεδα χρηματοδοτικής μόχλευσης.



Γράφημα 10 Εξέλιξη χρηματοδοτικής μόχλευσης 2009-2016

Διαγραμματικά, η εταιρία AB Βασιλόπουλος παρουσιάζει τη μικρότερη χρηματοδοτική μόχλευση και ως εκ τούτου παρουσιάζει τη μικρότερη έκθεση σε ξένα κεφάλαια. Από την άλλη πλευρά, οι εταιρίες Σκλαβενίτης και Μασούτης παρουσιάζουν υψηλή χρηματοδοτική μόχλευση που ειδικότερα το τελευταίο έτος της ανάλυσης βρίσκεται σε παρόμοια επίπεδα.

5.4.2. Δανειακή Επιβάρυνση

Ο δείκτης δανειακής επιβάρυνσης δείχνει τη σχέση μεταξύ συνολικών ξένων κεφαλαίων (σύνολο ξένων υποχρεώσεων) και σύνολο ενεργητικού. Δηλαδή, αποτελεί δείκτη που εξετάζει την ποσόστωση των ξένων κεφαλαίων στα συνολικά κεφάλαια των εξεταζόμενων επιχειρήσεων.

Πίνακας 14 Συνολική Δανειακή Επιβάρυνση 2009-2016

Δανειακή Επιβάρυνση				
Έτος	Μασούτης	ΑΒ Βασιλόπουλος	Σκλαβενίτης	Μ.Ο. Κλάδου
2009	0.86	0.74		0.80
2010	0.85	0.75		0.80
2011	0.84	0.73	0.84	0.80
2012	0.82	0.58	0.82	0.74
2013	0.78	0.54	0.81	0.71
2014	0.76	0.58	0.81	0.72
2015	0.79	0.63	0.81	0.74
2016	0.81	0.63	0.81	0.75

Τα αποτελέσματα του δείκτη δανειακής επιβάρυνσης δείχνουν ότι κατά μέσο όρο ο κλάδος των super market βασίζεται σε μεγάλο ποσοστό σε ξένα κεφάλαια για τη χρηματοδότηση των δραστηριοτήτων του.

Ο τύπος που χρησιμοποιήθηκε για τον υπολογισμό του δείγματος στον πίνακα 12 συνολική δανειακή επιβάρυνση είναι :

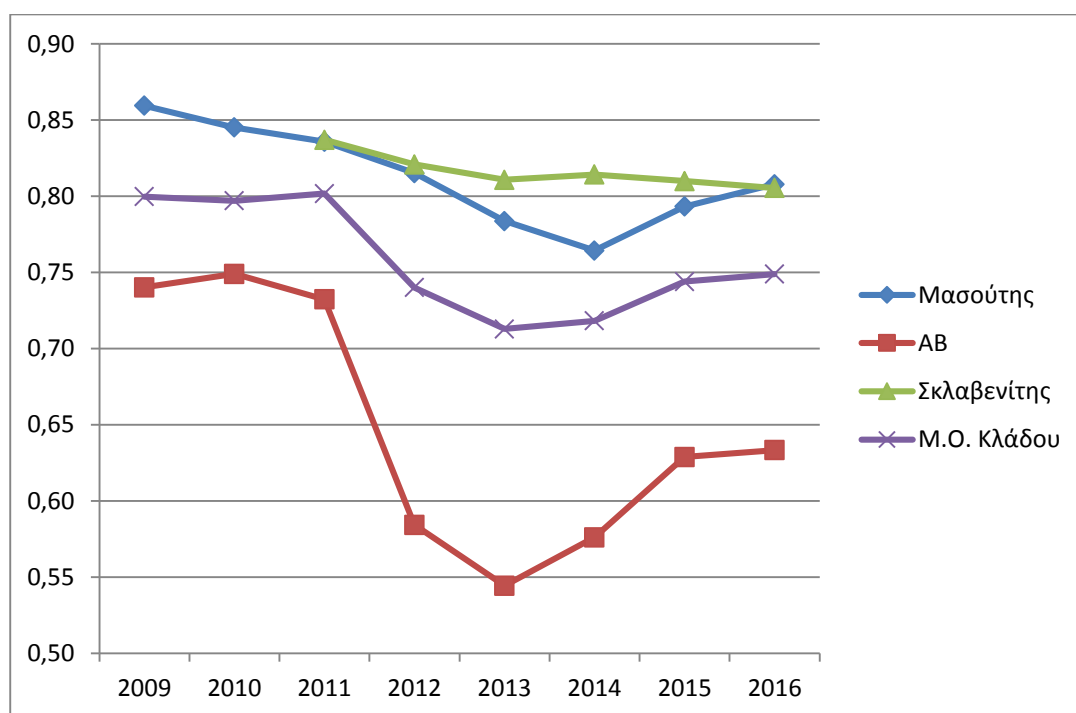
Δανειακή Επιβάρυνση	Σύνολο Ξένων Κεφαλαίων / Σύνολο Ενεργητικού
---------------------	---

Η εταιρία Μασούτης παρουσιάζει ιδιαιτέρως υψηλούς δείκτες δανειακής επιβάρυνσης και συγκεκριμένα στην αρχή της κρίσης (έτος 2009) το 86% των στοιχείων ενεργητικού χρηματοδοτούνταν από ξένα κεφάλαια. Το συγκεκριμένο ποσοστό κρίνεται άκρως υψηλό και μάλιστα εγείρει σημαντικά ζητήματα που άπτονται του πιστωτικού κινδύνου καθώς και της πιστοληπτικής διαβάθμισης της συγκεκριμένης εταιρίας. Εντούτοις, τα επόμενα έτη παρατηρείται σταδιακή μείωση του συγκεκριμένου δείκτη καθώς ελάχιστη τιμή παρατηρείται το έτος 2014 κατά το οποίο τα ξένα κεφάλαια αποτελούσαν το 76% των συνολικών κεφαλαίων.

Από την άλλη πλευρά, η εταιρία ΑΒ Βασιλόπουλος παρουσιάζει καλύτερη εικόνα κεφαλαιακής διάρθρωσης, ειδικότερα την περίοδο 2012-2014. Πιο αναλυτικά, ενώ στην αρχή της κρίσης και η συγκεκριμένη εταιρία βασίζονταν σε μεγάλο βαθμό στα

ξένα κεφάλαια για τη χρηματοδότηση της λειτουργίας της (έτος 2009 δείκτης 74%), τα επόμενα έτη μειώθηκε η εξάρτηση της εταιρίας από ξένα κεφάλαια καθώς ενδεικτικά τα τελευταία δύο έτη η κεφαλαιακή δομή της εταιρίας αποτελούνταν κατά 63% από ξένα κεφάλαια.

Η εταιρία Σκλαβενίτης, επίσης, παρουσιάζει υψηλή έκθεση σε ξένα κεφάλαια διότι οι συνολικές υποχρεώσεις της, ενδεικτικά το τελευταίο έτος της ανάλυσης (2016) αποτελούσαν το 81% των συνολικών κεφαλαίων.



Γράφημα 11 Εξέλιξη συνολικής δανειακής επιβάρυνσης 2009-2016

Διαγραμματικά, παρατηρείται ότι ο κλάδος των super market βασίζεται σε μεγάλο βαθμό στα ξένα κεφάλαια για τη χρηματοδότηση της λειτουργίας του καθώς κατά μέσο όρο, ενδεικτικά το έτος 2016, η κεφαλαιακή δομή των συγκεκριμένων επιχειρήσεων αποτελούνταν κατά 75% από ξένα κεφάλαια. Επιπλέον, στο διάγραμμα παρατηρείται ότι καθ' όλη τη διάρκεια της υπό εξέταση περιόδου η εταιρία AB Βασιλόπουλος αποτελεί εταιρία με αρκετά χαμηλότερη έκθεση σε ξένα κεφάλαια σε σύγκριση με τις υπόλοιπες εταιρίες του δείγματος.

5.4.3. Κεφαλαιακή Δομή

Δεδομένης της υψηλής έκθεσης των super market σε ξένα κεφάλαια, καθίσταται αναγκαία η ανάλυση της σχέσης μεταξύ μακροπρόθεσμων και βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων. Πρώτος δείκτης που μελετάται είναι ο δείκτης μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων προς σύνολο ενεργητικού.

Πίνακας 15 Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις προς σύνολο ενεργητικού 2009-2016

Μακροπρόθεσμες Υποχρεώσεις				
Έτος	Μασούτης	ΑΒ Βασιλόπουλος	Σκλαβενίτης	Μ.Ο. Κλάδου
2009	0.13	0.17		0.15
2010	0.15	0.29		0.22
2011	0.16	0.33	0.38	0.29
2012	0.25	0.37	0.37	0.33
2013	0.27	0.11	0.34	0.24
2014	0.26	0.11	0.33	0.23
2015	0.23	0.10	0.29	0.21
2016	0.24	0.09	0.28	0.20

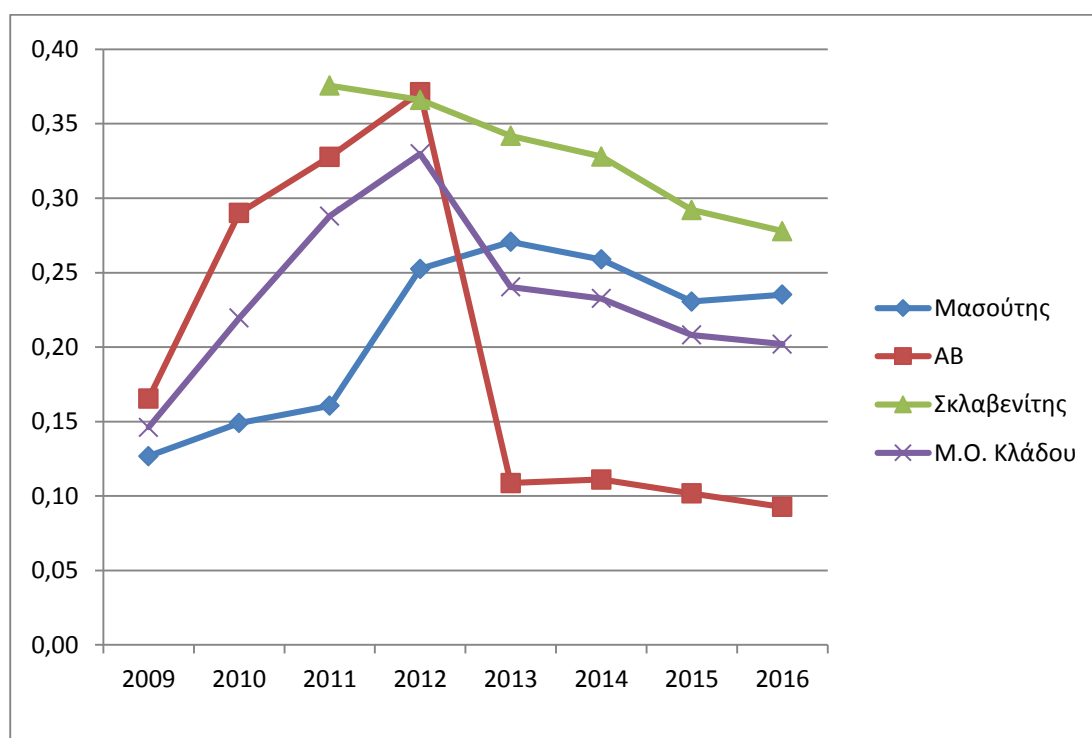
Τα αποτελέσματα δείχνουν ότι η εταιρία Μασούτης βασίζεται σε μικρό βαθμό σε μακροπρόθεσμα ξένα κεφάλαια και ειδικότερα στην αρχή της κρίσης (2009) οι μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις ανήλθαν στο 13% του ενεργητικού. Τα επόμενα έτη ο συγκεκριμένος δείκτης αυξήθηκε με μέγιστη τιμή το έτος 2013 (27%). Από την άλλη πλευρά, η εταιρία ΑΒ Βασιλόπουλος παρουσιάζει χαμηλότερη έκθεση σε μακροπρόθεσμα ξένα κεφάλαια καθώς ενδεικτικά στο τελευταίο έτος της ανάλυσης (2016) ο συγκεκριμένος δείκτης διαμορφώθηκε στο 9%.

Από το έτος 2011, η εταιρία Σκλαβενίτης παρουσιάζει υψηλή ποσόστωση των μακροπρόθεσμων ξένων κεφαλαίων στα συνολικά της κεφάλαια και συγκεκριμένα η συγκεκριμένη εταιρία παρουσιάζει τις μέγιστες τιμές του συγκεκριμένου δείκτη για το σύνολο των αποτελεσμάτων που έχουν υπολογιστεί καθώς ενδεικτικά το έτος 2011 ο Σκλαβενίτης έχει μακροπρόθεσμα ξένα κεφάλαια που ανέρχονται στο 38% των συνολικών κεφαλαίων.

Ο τύπος που χρησιμοποιήθηκε για τον υπολογισμό του δείγματος στον πίνακα 13 μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις είναι :

Μακροπρόθεσμες Υποχρεώσεις	Μακροπρόθεσμες Υποχρεώσεις / Σύνολο Ενεργητικού
----------------------------	---

Σε σύγκριση με τα προηγούμενα αποτελέσματα, παρατηρείται ότι ενώ ο Μασούτης έχει τους μεγαλύτερους δείκτες δανειακής επιβάρυνσης, παρουσιάζει την μικρότερη έκθεση σε μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις, ειδικότερα στα πρώτα έτη της ανάλυσης, και ως εκ τούτου η δανειακή επιβάρυνση της εταιρίας οφείλεται κυρίως στις υψηλές βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις.



Γράφημα 12 Εξέλιξη μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων 2009-2016

Το διάγραμμα παρουσιάζει την υψηλή μεταβλητότητα – διακύμανση του δείκτη μακροπρόθεσμων υποχρέωσαν προς σύνολο ενεργητικού. Πιο συγκεκριμένα, παρατηρείται ότι ενώ την περίοδο 2009-2012 οι μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις της εταιρίας AB Βασιλόπουλος αυξήθηκαν ραγδαία σε ποσοστό του συνολικού ενεργητικού, την περίοδο 2012-2013 σημειώθηκε σημαντική συρρίκνωση και έκτοτε ελαχιστοποιήθηκε ο συγκεκριμένος δείκτης για την εταιρία. Από την Άλλη πλευρά, η εταιρία Σκλαβενίτης παρουσιάζει τον υψηλότερο δείκτη μακροπρόθεσμων

υποχρεώσεων προς σύνολο ενεργητικού, συγκριτικά με τις υπόλοιπες εταιρίες του δείγματος, για την περίοδο 2011-2016.

Η εμφάνιση της οικονομικής κρίσης είχε ως βασική συνέπεια τη μείωση της δυνατότητας των επιχειρήσεων να αντλούν χρηματοδότηση από το τραπεζικό σύστημα. Ως εκ τούτου, οι εταιρίες στράφηκαν σε εναλλακτικές μορφές χρηματοδότησης των λειτουργιών τους και αντί να χρηματοδοτούν τις λειτουργίες με μακροπρόθεσμα ξένα κεφάλαια, χρηματοδοτούν την αγορά εμπορευμάτων αποκτώντας μεγαλύτερη περίοδο πίστωσης από τους προμηθευτές και ως εκ τούτου με βραχυπρόθεσμη χρηματοδότηση.

Πίνακας 16 Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις προς σύνολο ενεργητικού 2009-2016

Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις				
Έτος	Μασούτης	ΑΒ Βασιλόπουλος	Σκλαβενίτης	Μ.Ο. Κλάδου
2009	0.73	0.57		0.65
2010	0.70	0.46		0.58
2011	0.68	0.40	0.46	0.51
2012	0.56	0.47	0.45	0.50
2013	0.51	0.44	0.47	0.47
2014	0.51	0.47	0.49	0.49
2015	0.56	0.53	0.52	0.54
2016	0.57	0.55	0.53	0.55

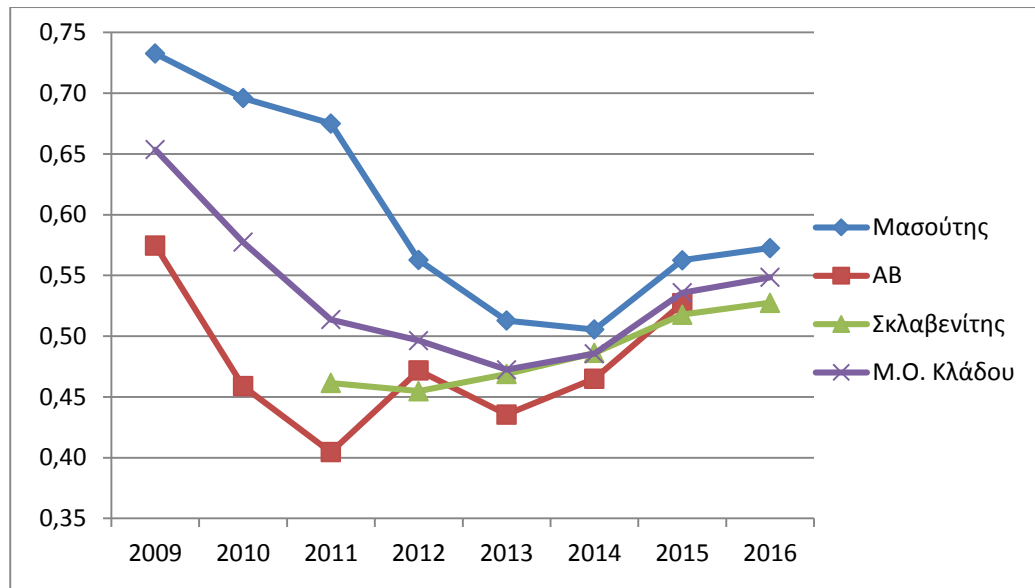
Τα αποτελέσματα του συγκεκριμένου δείκτη, παρέχουν σημαντικές πληροφορίες για τον τρόπο με τον οποίον οι εταιρίες του κλάδου super market χρηματοδοτούν τις λειτουργίες τους. Ειδικότερα, τα αποτελέσματα παρουσιάζουν υψηλή έκθεση των εταιριών σε βραχυπρόθεσμες χρηματοδοτήσεις (δηλαδή μέσω πληρωτέων λογαριασμών/ προμηθευτών και λοιπών βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων). Για παράδειγμα διαχρονικά, κατά μέσο όρο, οι εταιρίες του δείγματος παρουσιάζουν βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις που κυμαίνονται από 47% έως 65% των συνολικών κεφαλαίων.

Ο τύπος που χρησιμοποιήθηκε για τον υπολογισμό του δείγματος στον πίνακα 14 βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις είναι :

Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις	Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις / Σύνολο Ενεργητικού
----------------------------	---

Η εταιρία Μασούτης στην αρχή της κρίσης (2009) είχε ιδιαίτερος υψηλές βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις που μάλιστα αποτελούσαν το 73% των συνολικών κεφαλαίων. Κατά συνέπεια, συμπεραίνεται ότι η συγκεκριμένη εταιρία αγοράζει εμπορεύματα από τους προμηθευτές της μέσω πίστωσης και ως εκ τούτου χρηματοδοτεί, σχεδόν το σύνολο, του κόστους της (κόστος αγοράς εμπορευμάτων) μέσω των βραχυπρόθεσμών της υποχρεώσεων. Εντούτοις, τα επόμενα έτη περιόρισε σημαντικά τον συγκεκριμένο δείκτη, αλλά και πάλι οι βραχυπρόθεσμές της υποχρεώσεις σε ποσοστό του ενεργητικού της ήταν μεγαλύτερες από τις αντίστοιχες των υπολοίπων εταιριών του δείγματος.

Ο δείκτης βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων προς σύνολο ενεργητικού για την εταιρία ΑΒ Βασιλόπουλο κυμαίνεται από 40% (2011) έως 57% (2009), ενώ στο τελευταίο έτος (2016) διαμορφώθηκε σε 55%. Τέλος, η εταιρία Σκλαβενίτης παρουσιάζει δείκτη βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων που βρίσκονται περισσότερο κοντά στο μέσο όρο του κλάδου, σε σύγκριση με τις άλλες δύο εταιρίες.



Γράφημα 13 Εξέλιξη βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων 2009-2016

Διαγραμματικά παρατηρείται πρώτον η σημαντική μείωση των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων σε ποσοστό του ενεργητικού για την εταιρία Μασούτης κατά την περίοδο 2009-2013. Δεύτερον, παρατηρείται ότι η εταιρία AB Βασιλόπουλος παρουσιάζει διαχρονικά χαμηλό δείκτη βραχυπροθέσμων προς ενεργητικό σε σύγκριση με το μέσο όρο του κλάδου και ειδικότερα την περίοδο 2013-2014 σημειώνει τον χαμηλότερο δείκτη. Τέλος, ο Σκλαβενίτης τα δύο τελευταία έτη της ανάλυσης έχει περιορίσει την έκθεση σε βραχυπρόθεσμα ξένα κεφάλαια και ως εκ τούτου παρουσιάζει τον χαμηλότερο δείκτη βραχυπροθέσμων προς ενεργητικό, συγκριτικά με τις άλλες δύο εξεταζόμενες επιχειρήσεις.

5.5 Κερδοφορία Super Market

Για την αξιολόγηση της κερδοφορίας των εταιριών χρησιμοποιούνται δύο δείκτες και συγκεκριμένα πρώτον ο δείκτης μικτού περιθωρίου κέρδους που εξετάζει το κέρδος

μετά την αφαίρεση του κόστους πωληθέντων και δεύτερον ο δείκτης καθαρού περιθωρίου κέρδους που εξετάζει την ικανότητα των εταιριών να δημιουργήσουν καθαρό κέρδος μέσω των πωλήσεών τους.

5.5.1. Μικτό Περιθώριο Κέρδους

Πίνακας 17 Ποσοστό μικτού περιθωρίου κέρδους 2009-2016

Μικτό Περιθώριο Κέρδους				
Έτος	Μασούτης	ΑΒ Βασιλόπουλος	Σκλαβενίτης	Μ.Ο. Κλάδου
2009	23.94%	22.11%		23.02%
2010	24.45%	21.95%		23.20%
2011	22.38%	21.90%	24.46%	22.91%
2012	22.16%	22.24%	24.83%	23.08%
2013	22.20%	24.65%	24.84%	23.90%
2014	22.30%	25.12%	25.08%	24.17%
2015	22.48%	25.26%	25.18%	24.31%
2016	23.23%	25.10%	25.22%	24.52%

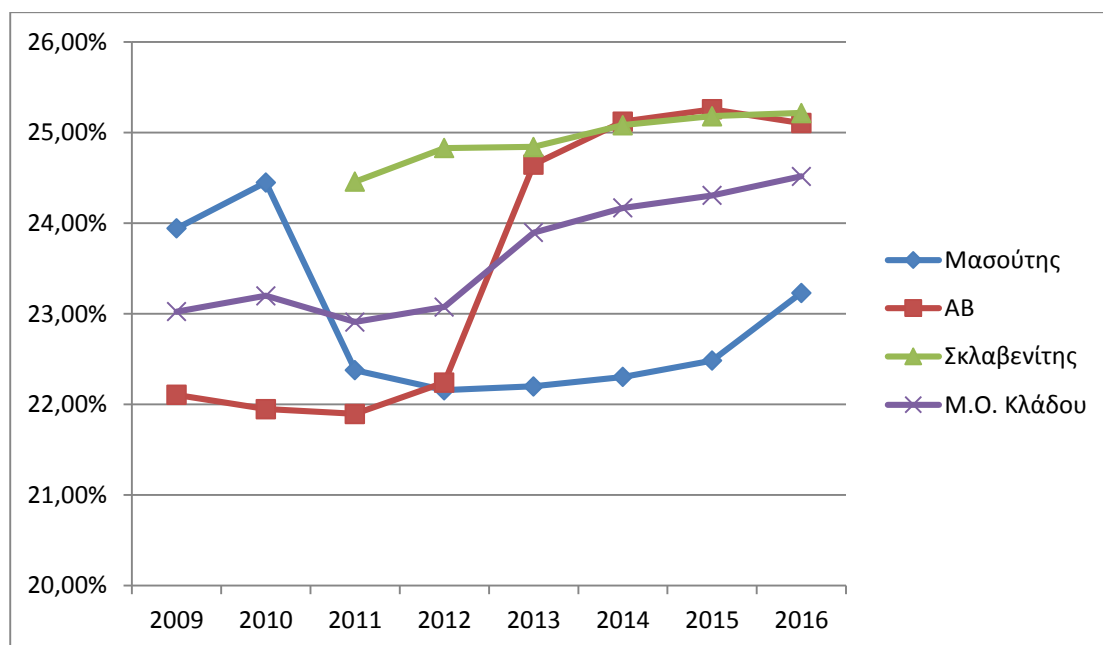
Τα αποτελέσματα μικτού κέρδους για τις εταιρίες του δείγματος καταδεικνύουν ότι κατά μέσο όρο ο κλάδος διαμορφώνει μικτά περιθώρια κέρδους που κυμαίνονται από 23,02% έως 24,52%. Ειδικότερα, η εταιρία Μασούτης, στην αρχή της κρίσης (έτη 2009 και 2010) παρουσίαζε τα υψηλότερα περιθώρια μικτού κέρδους καθώς το έτος 2010 τα μικτά κέρδη αποτελούσαν το 24,45% των πωλήσεών της. Ωστόσο, την περίοδο 2010-2012 παρατηρείται μία συμπίεση στα μικτά κέρδη της επιχείρησης, καθώς το έτος 2012 παρατηρήθηκε η χαμηλότερη τιμή μικτού περιθωρίου κέρδους για την εταιρία Μασούτη (22,16%).

Ο τύπος που χρησιμοποιήθηκε για τον υπολογισμό του δείγματος στον πίνακα 15 ποσοστό μικτού περιθωρίου κέρδους είναι :

Μικτό Περιθώριο Κέρδους	$(\text{Μικτό Κέρδος} / \text{Πωλήσεις}) * 100$
-------------------------	---

Από την άλλη πλευρά, η εταιρία AB Βασιλόπουλος, την περίοδο 2009-2011 παρουσίαζε μικτά περιθώρια κέρδους που βρίσκονται σε χαμηλότερα επίπεδα από το Μασούτη. Ωστόσο τα επόμενα έτη η εταιρία κατάφερε να μεγιστοποιήσει το μικτό περιθώριο κέρδος καθώς ενδεικτικά το έτος 2016 το μικτό περιθώριο κέρδους διαμορφώθηκε σε 25,1%, ποσοστό ιδιαίτερος ικανοποιητικό. Ειδικότερα, το συγκεκριμένο ποσοστό υποδηλώνει ότι το ¼ των πωλήσεων της εταιρίας είναι το μικτό της κέρδος, δηλαδή – υπό την απλούστευση της μη ύπαρξης φορολογίας, συμπεραίνεται ότι για κάθε απόδειξη 10 ευρώ στο ταμείο του συγκεκριμένου σουπερ μάρκετ τα 7,5 ευρώ αποτελούν το κόστος των εμπορευμάτων που πωλήθηκαν και τα 2,5 ευρώ αποτελούν το μικτό κέρδος μέσω του οποίου η εταιρία θα πρέπει να καλύψει τα λειτουργικά της έξοδα και να δημιουργήσει καθαρό κέρδος.

Η εταιρία Σκλαβενίτης παρουσιάζει υψηλά ποσοστά μικτού κέρδους και μάλιστα κατά την περίοδο 2011-2013 τα μικτά περιθώρια κέρδους της συγκεκριμένης εταιρίας υπερβαίνουν τα αντίστοιχα των υπολοίπων εταιριών του δείγματος. Συγκριτικά, παρατηρείται η ανοδική τάση των μικτών περιθωρίων κέρδους για το σύνολο των εταιριών, ειδικότερα από το έτος 2012 και έπειτα.



Γράφημα 14 Εξέλιξη μικτού περιθωρίου κέρδους 2009-2016

Το διάγραμμα του μικτού κέρδους δείχνει ότι ενώ στα πρώτα έτη της κρίσης η εταιρία Βασιλόπουλος είχε το χαμηλότερο μικτό περιθώριο κέρδος, μετά το έτος 2012 το

χαμηλότερο μικτό περιθώριο κέρδους παρουσιάζει η εταιρία Μασούτης. Επιπλέον την περίοδο 2013-2016 η εταιρία ΑΒ Βασιλόπουλος και Σκλαβενίτης παρουσιάζουν τα υψηλότερα περιθώρια μικτού κέρδους, και ως εκ τούτου με αποτελεσματική διαχείριση των λειτουργικών εξόδων, δύναται να δημιουργήσουν μεγαλύτερα περιθώρια καθαρού περιθωρίου κέρδους.

5.5.2. Καθαρό Περιθώριο Κέρδους

Το καθαρό περιθώριο κέρδους αξιολογεί την ικανότητα μιας εταιρίας να δημιουργήσει καθαρό κέρδος μέσω των πωλήσεών της. Στην περίπτωση των super market και δεδομένων των επιπέδων μικτού κέρδους, εξετάζουμε το βαθμό στον οποίον οι εταιρίες έχουν την ικανότητα να διαχειριστούν αποτελεσματικά τα λειτουργικά και διοικητικά τους έξοδα με σκοπό τη δημιουργία καθαρού κέρδους χρήσης.

Πίνακας 18 Ποσοστό καθαρού περιθωρίου κέρδους 2009-2016

Καθαρό Περιθώριο Κέρδους				
Έτος	Μασούτης	ΑΒ Βασιλόπουλος	Σκλαβενίτης	Μ.Ο. Κλάδου
2009	1.72%	2.35%		2.03%
2010	2.03%	2.10%		2.06%
2011	2.02%	1.96%	1.11%	1.69%
2012	1.60%	2.30%	0.99%	1.63%
2013	1.19%	2.29%	0.87%	1.45%
2014	2.26%	2.88%	0.79%	1.98%
2015	2.70%	2.10%	1.48%	2.10%
2016	2.85%	3.24%	1.93%	2.67%

Πρώτο συμπέρασμα των ανωτέρω, είναι ότι παρά την οικονομική κρίση, καθ' όλη τη διάρκεια της υπό εξέταση περιόδου, το σύνολο των εταιριών του δείγματος παρουσιάζει θετικό καθαρό περιθώριο κέρδους, λόγω ύπαρξης κερδών (μετά φόρων) σε κάθε χρήση. Ειδικότερα, στην αρχή της κρίσης (2009 και 2010) η εταιρία Βασιλόπουλος παρουσιάζει υψηλότερο καθαρό περιθώριο κέρδους σε σύγκριση με την εταιρία Μασούτης, παρά το γεγονός ότι η δεύτερη παρουσιάζει υψηλότερο μικτό περιθώριο κέρδους κατά την ίδια περίοδο. Ως εκ τούτου, συμπεραίνεται ότι η εταιρία

ΑΒ Βασιλόπουλος διαχειρίζεται αποτελεσματικότερα τα διοικητικά και λειτουργικά της έξοδα, δημιουργώντας μεγαλύτερα καθαρά περιθώρια κέρδους σε σύγκριση με την εταιρία Μασούτη.

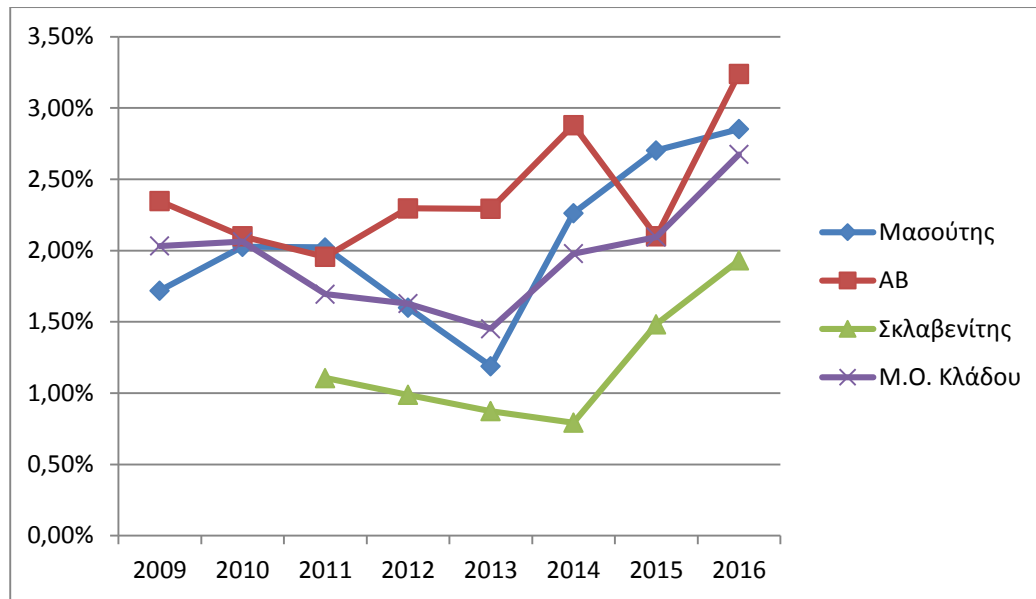
Για την εταιρία Μασούτη παρατηρείται ότι παρά την κάμψη του καθαρού περιθωρίου κέρδους την περίοδο 2012-2013, τα επόμενα έτη η εταιρία βελτίωσε εκ νέου τα καθαρά περιθώρια κέρδους και ενδεικτικά το έτος 2016 σημειώθηκε το μέγιστο για τη συγκεκριμένη εταιρία που αντιστοιχεί σε 2,85%.

Η εταιρία ΑΒ Βασιλόπουλος, με εξαίρεση τα έτη 2011 και 2015, παρουσιάζει υψηλότερα καθαρά περιθώρια κέρδους από το σύνολο των εταιριών του δείγματος και ειδικότερα το έτος 2016 το καθαρό περιθώριο κέρδους της ανέρχεται σε 3,24%.

Ως προς την εταιρία Σκλαβενίτη συμπεραίνεται αναποτελεσματική διαχείριση των λειτουργικών και διοικητικών της εξόδων, διότι ενώ αποτελεί την εταιρία με τα υψηλότερα μικτά περιθώρια κέρδους για τα έτη 2011, 2012, 2013 και 2016 από τις υπόλοιπες εταιρίες, έχει παρουσιάζει αρκετά χαμηλότερα περιθώρια καθαρού κέρδους, γεγονός που πρέπει να ληφθεί υπόψη από τη διοίκηση της συγκεκριμένης εταιρίας με σκοπό τη μείωση πιθανών περιττών δαπανών.

Ο τύπος που χρησιμοποιήθηκε για τον υπολογισμό του δείγματος στον πίνακα 16 ποσοστό καθαρού περιθωρίου κέρδους είναι :

Καθαρό Περιθώριο Κέρδους	$(\text{Καθαρό Κέρδος} / \text{Πωλήσεις}) * 100$
--------------------------	--



Γράφημα 15 Εξέλιξη μικτού περιθωρίου κέρδους 2009-2016

Διαγραμματικά, παρατηρείται ότι καθ' όλη τη διάρκεια της εξεταζόμενης περιόδου η εταιρία Σκλαβενίτης παρουσιάζει το χαμηλότερο καθαρό περιθώριο κέρδους, ενώ, με εξαίρεση τα έτη 2011 και 2015, η εταιρία AB Βασιλόπουλος παρουσιάζει τα υψηλότερα περιθώρια καθαρού κέρδους. Συγκριτικά, ο μέσος όρος καθαρού περιθωρίου κέρδους του κλάδου κυμαίνεται από 1,45% (έτος 2013) σε 2,67% (έτος 2016), ενώ στην αρχή της κρίσης κατά μέσο όρο οι εταιρίες του δείγματος είχαν καθαρό περιθώριο κέρδους της τάξεως του 2,03% (έτος 2009).

5.6. Αποδοτικότητα Super Market

Οι δείκτες αποδοτικότητας εξετάζουν την ικανότητα μιας εταιρίας να δημιουργήσει κέρδη μέσα από την αξιοποίηση των κεφαλαίων της. Ειδικότερα, στην παρούσα εργασία αναλύονται δύο δείκτες απόδοσης και εν προκειμένω (α) ο δείκτη απόδοσης ενεργητικού (ROA) που αξιολογεί το βαθμό στον οποίον αξιοποιούνται τα στοιχεία ενεργητικού για τη δημιουργία κερδών προ τόκων και φόρων και (β) ο δείκτης απόδοσης ιδίων κεφαλαίων (ROE) τον οποίον μελετούν οι επενδυτές για να διαπιστώσουν την αποδοτικότητα των κεφαλαίων που έχουν εισφέρει ως προς τη δημιουργία καθαρού κέρδους μετά φόρων.

5.6.1. Δείκτης Απόδοσης Ενεργητικού

Πίνακας 19 Απόδοση συνολικού ενεργητικού 2009-2016

Απόδοση Ενεργητικού (ROA)				
Έτος	Μασούτης	ΑΒ Βασιλόπουλος	Σκλαβενίτης	M.O. Κλάδου
2009	4.44%	9.15%		6.79%
2010	4.17%	7.97%		6.07%
2011	4.50%	6.62%	4.46%	5.19%
2012	4.47%	6.85%	3.61%	4.98%
2013	4.97%	7.92%	3.74%	5.54%
2014	5.96%	8.48%	3.78%	6.07%
2015	6.53%	8.84%	5.42%	6.93%
2016	7.90%	10.74%	6.33%	8.32%

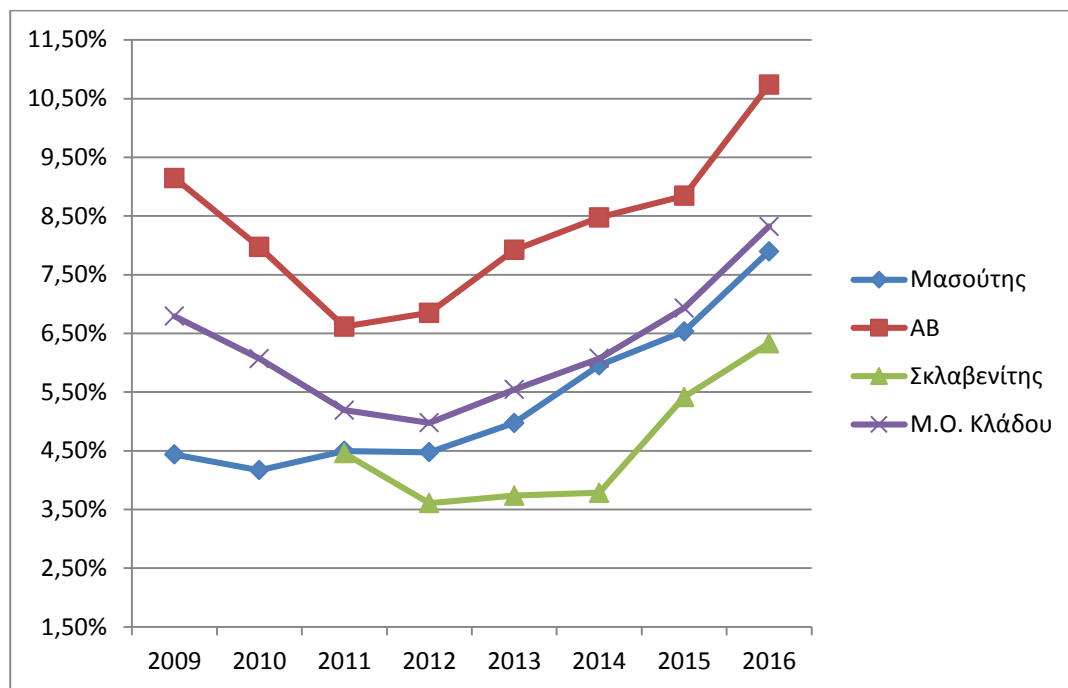
Τα αποτελέσματα του δείκτη απόδοσης ενεργητικού καταδεικνύουν την ύπαρξη σημαντικών αποκλίσεων στις αποδόσεις ενεργητικού των εξεταζόμενων επιχειρήσεων. Η εταιρία Μασούτης παρουσιάζει απόδοση ενεργητικού που κυμαίνεται από 4,17 το έτος 2010 σε 7,9% το έτος 2016. Κατά συνέπεια παρατηρείται η ξεκάθαρα ανοδική πορεία του συγκεκριμένου δείκτη, γεγονός που οφείλεται στη σημαντική αύξηση των κερδών προ τόκων και φόρων.

Ο τύπος που χρησιμοποιήθηκε για τον υπολογισμό του δείγματος στον πίνακα 17 απόδοση συνόλου ενεργητικού είναι :

ROA – Απόδοση Ενεργητικού	$(\text{Κέρδη προ τόκων και φόρων και αποσβέσεων} / \text{Σύνολο Ενεργητικού}) * 100$
---------------------------	---

Η εταιρία ΑΒ Βασιλόπουλος διαχρονικά παρουσιάζει τους υψηλότερους δείκτες απόδοσης ενεργητικού καθώς ενδεικτικά ο συγκεκριμένος δείκτης κυμαίνεται από 6,62% το έτος 2011 σε 10,74% το έτος 2016. Τα συγκεκριμένο αποτέλεσμα υποδηλώνει ότι τα κέρδη προ τόκων και φόρων για το έτος 2016 ανήλθαν στο 10,74% του συνολικού ενεργητικού, δείχνοντας μία άκρως ικανοποιητική απόδοση επί των συνολικών κεφαλαίων που έχουν δεσμευτεί στην εταιρία.

Από την άλλη πλευρά, η εταιρία Σκλαβενίτης, διαχρονικά παρουσιάζει τις χαμηλότερες αποδόσεις ενεργητικού καθώς ενδεικτικά το έτος 2016 η απόδοση ενεργητικού της συγκεκριμένης εταιρίας διαμορφώνεται σε 6,33%, ποσοστό πολύ χαμηλότερο από το μέσο όρο του κλάδου (8,32%).



Γράφημα 16 Εξέλιξη απόδοσης ενεργητικού 2009-2016

Η διαγραμματική αξιολόγηση του δείκτη απόδοσης ενεργητικού καταδεικνύει ότι παρά την καμπή του συγκεκριμένου δείκτη, σε ορισμένες περιπτώσεις, έως το έτος 2012, τα επόμενα έτη σημειώθηκαν σημαντικές θετικές μεταβολές καθώς το σύνολο των εταιριών του δείγματος κατάφερε να ενισχύσει την απόδοση των στοιχείων του ενεργητικού. Ωστόσο, παρατηρείται ότι διαχρονικά ο Σκαβενίτης παρουσιάζει την χαμηλότερη απόδοση ενεργητικού, ενώ η εταιρία AB Βασιλόπουλος την υψηλότερη.

5.6.2. Απόδοση Ιδίων Κεφαλαίων

Ο συγκεκριμένος δείκτης ενδιαφέρει κυρίως τους μετόχους της εταιρίας και τους επενδυτές, για να αξιολογήσουν την ικανότητα του εισφερόμενου μετοχικού κεφαλαίου να δημιουργήσει καθαρά κέρδη.

Πίνακας 20 Απόδοση Ιδίων κεφαλαίων 2009-2016

Απόδοση Ιδίων Κεφαλαίων (ROE)				
Έτος	Μασούτης	ΑΒ Βασιλόπουλος	Σκλαβενίτης	Μ.Ο. Κλάδου
2009	17.99%	20.16%		19.08%
2010	17.81%	17.49%		17.65%
2011	16.55%	14.20%	11.19%	13.98%
2012	12.04%	10.39%	9.08%	10.50%
2013	8.22%	9.81%	7.43%	8.49%
2014	14.42%	13.13%	6.92%	11.49%
2015	19.45%	11.24%	12.26%	14.32%
2016	22.23%	17.93%	15.62%	18.59%

Τα αποτελέσματα δείχνουν ότι διαχρονικά ο μέσος όρος του κλάδου σημειώνει σημαντικές μεταβολές καθώς από 19,08% το έτος 2009 περιορίζεται σε 8,49% το έτος 2013 και εν συνεχεία αυξάνεται εκ νέου σε 18,59% το έτος 2016.

Η εταιρία Μασούτης παρουσιάζει ικανοποιητικά επίπεδα απόδοσης ιδίων κεφαλαίων, γεγονός που οφείλεται στα μειωμένα ίδια κεφάλαια που έχουν επενδυθεί στον οργανισμό.. Ενδεικτικά, η εταιρία Μασούτης την περίοδο 2010-2012 και 2014-2016 έχει την υψηλότερη απόδοση ιδίων κεφαλαίων σε σύγκριση με τις υπόλοιπες εταιρίες του δείγματος.

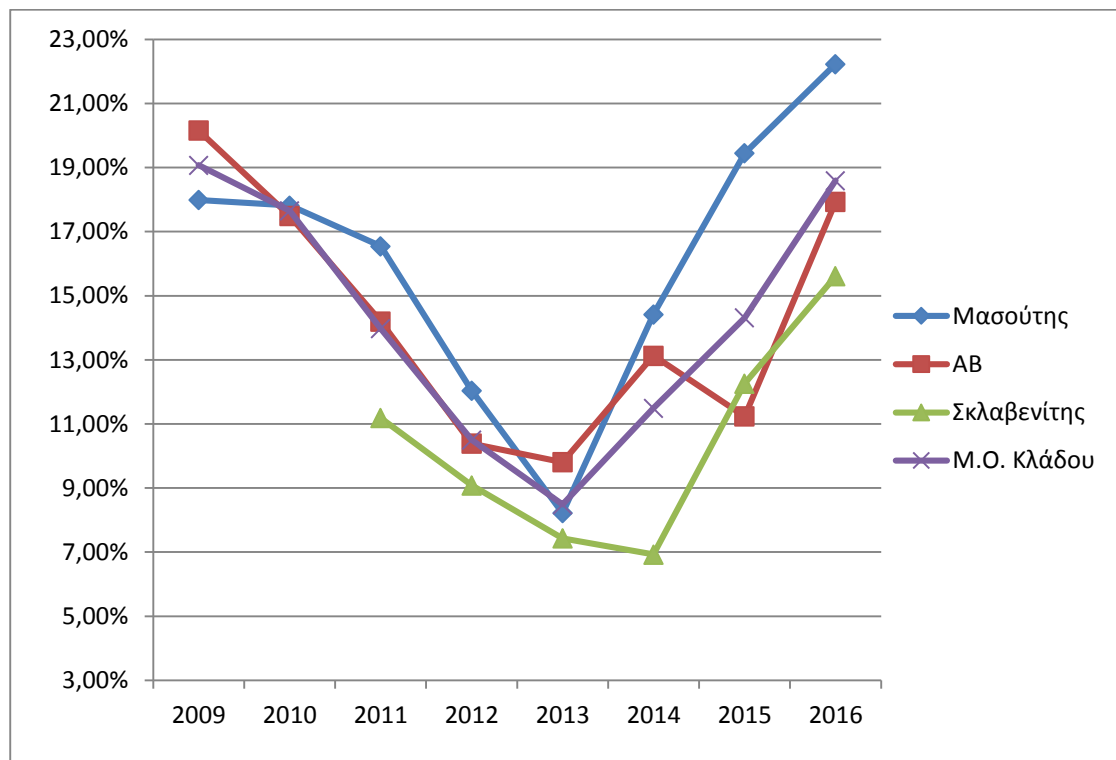
Η εταιρία ΑΒ Βασιλόπουλος, παρά τα υψηλά ποσοστά απόδοσης ενεργητικού, παρατηρείται ότι έχει χαμηλότερα ποσοστά απόδοσης ιδίων κεφαλαίων σε σύγκριση με την εταιρία Μασούτη. Το συγκεκριμένο γεγονός οφείλεται στην ύπαρξη υψηλότερου μετοχικού κεφαλαίου που σημαίνει ότι δεδομένου του ποσού των καθαρών κερδών, δημιουργείται χαμηλότερη απόδοση ιδίων κεφαλαίων σε σύγκριση με την ανταγωνίστρια.

Ο τύπος που χρησιμοποιήθηκε για τον υπολογισμό του δείγματος στον πίνακα 18 απόδοση ιδίων κεφαλαίων είναι :

ROE – Απόδοση Ιδίων
Κεφαλαίων

(Καθαρά Κέρδη/ Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων)*100

Τέλος, ο Σκλαβενίτης διαχρονικά παρουσιάζει τους χαμηλότερους δείκτες απόδοσης ιδίων κεφαλαίων γεγονός που οφείλεται κυρίως στα χαμηλά περιθώρια κερδοφορίας, όπως έχουν υπολογιστεί στις προηγούμενες ενότητες.



Γράφημα 17 Εξέλιξη απόδοσης ιδίων κεφαλαίων 2009-2016

Διαγραμματικά, παρατηρείται ότι η απόδοση ιδίων κεφαλαίων του συνόλου των εταιριών του δείγματος περιορίζεται έως το έτος 2013, ενώ μετέπειτα ακολουθεί εκ νέου ανοδική πορεία. Ειδικότερα, ενώ στην αρχή της κρίσης ο μέσος όρος του κλάδου βρίσκονταν σε ικανοποιητικά επίπεδα (19,08 το έτος 2009), τα επόμενα έτη συρρικνώθηκε σημαντικά, ωστόσο στο τελευταίο έτος της ανάλυσης (2016) παρουσιάστηκαν εκ νέου σημαντικές αποδόσεις ιδίων κεφαλαίων που κατά μέσο όρο για τις εταιρίες του δείγματος διαμορφώθηκαν στο 18,59%.

6^ο Κεφάλαιο ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Η ανάλυση της χρηματοδοτικής πολιτικής και η χρήση αριθμοδεικτών για την αξιολόγηση της οικονομικής θέσης των επιχειρήσεων αποτελεί πολύτιμη τεχνική για τη συγκριτική αξιολόγηση και τη χρηματοοικονομική ανάλυση εταιριών που δημοσιεύουν οικονομικές καταστάσεις. Στην Ελλάδα, η πρόσφατη οικονομική κρίση επηρέασε σημαντικά τόσο τον τρόπο και τη διαδικασία άντλησης κεφαλαίων, όσο και τη λειτουργία και την αποδοτικότητα των επιχειρήσεων.

Ειδικότερα, ο κλάδος των σούπερ μάρκετ επηρεάστηκε σημαντικά από την κρίση, αφενός διότι οι καταναλωτές μείωσαν σημαντικές τις καταναλωτικές τους δαπάνες και αφετέρου διότι οι επιχειρήσεις του συγκεκριμένου κλάδου αναγκάστηκαν να ενισχύσουν την αποτελεσματικότητά τους, να εντοπίσουν τρόπους μείωσης των λειτουργικών εξόδων, να αντλήσουν κεφάλαια από βραχυπρόθεσμες πηγές χρηματοδότησης και εμπορικές συμφωνίες με τους προμηθευτές τους καθώς και να εκμεταλλευτούν τις ευκαιρίες του περιβάλλοντος. Σημαντικές ευκαιρίες του περιβάλλοντος ήταν η αντίδραση του κλάδου στις πτωχεύσεις εταιριών και σε μία σειρά συγχωνεύσεων και εξαγορών που δημιουργήθηκαν. Στο πλαίσιο αυτό, σκοπός της παρούσας εργασίας είναι η οικονομική αξιολόγηση τριών εταιριών του κλάδου σούπερ μάρκετ κατά τη διάρκεια της πρόσφατης οικονομικής κρίσης. Ειδικότερα, αναλύονται εκτενώς οι εταιρίες (α) Μασούτης, (β) ΑΒ Βασιλόπουλος και (γ) Σκλαβενίτης κατά την εξαετία 2009-2016.

Ο κλάδος των super market γενικά παρουσιάζει χαμηλούς δείκτες ρευστότητας καθώς στο σύνολό τους οι εξεταζόμενες επιχειρήσεις αδυνατούν να χρηματοδοτήσουν το σύνολο των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων μέσω των κυκλοφορούντων περιουσιακών στοιχείων, ενώ κατά μέσο όρο το τελευταίο έτος της ανάλυσης (2016) οι εταιρίες μπόρεσαν να καλύψουν το 60% των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων.

Η αξιολόγηση της άμεσης ρευστότητας πραγματοποιείται στις εταιρίες super market ώστε να αξιολογηθεί η ικανότητα αποπληρωμής των υποχρεώσεών τους, δίχως να λαμβάνονται υπόψη τα υψηλά αποθέματα που διατηρούν σε εμπορεύματα. Στο πλαίσιο αυτό, γίνεται αντιληπτό ότι ενώ στην αρχή της κρίσης υπήρχε χαμηλή ειδική ρευστότητα, το τελευταίο έτος ο συγκεκριμένος δείκτης ενισχύθηκε σημαντικά.

Οι δείκτες δραστηριότητες των εταιριών κάνουν σαφή την ύπαρξη σημαντικών αποκλίσεων μεταξύ των εταιριών ως προς τις διαδικασίες διατήρησης αποθεμάτων, είσπραξης απαιτήσεων και αξιοποίησης των στοιχείων του ενεργητικού. Ειδικότερα, η εταιρία ΑΒ Βασιλόπουλος παρουσιάζει την υψηλότερη μέση ταχύτητα κυκλοφορίας αποθεμάτων και κατά συνέπεια διατηρεί, κατά μέσο όρο, λιγότερες ημέρες τα αποθέματα στις αποθήκες της. Από την άλλη πλευρά, η εταιρία Μασούτης χαρακτηρίζεται από τη μειωμένη αποτελεσματικότητα διατήρησης αποθεμάτων καθώς αγοράζει λιγότερες φορές εμπορεύματα κατά τη διάρκεια της χρήσης και ως εκ τούτου αναγκάζεται να τα διατηρεί για περισσότερες ημέρες, αυξάνοντας το σχετικό κόστος. Ωστόσο, επισημαίνεται ότι τόσο η εταιρία Μασούτης όσο και η εταιρία ΑΒ παρουσιάζουν υψηλές ταχύτητας είσπραξης απαιτήσεων, ενώ η εταιρία Σκλαβενίτης, σε όλους τους εξεταζόμενους δείκτες δραστηριότητας, παρουσιάζει επίπεδα που βρίσκονται πιο κοντά στον μέσο όρο του κλάδου.

Η μελέτη της κεφαλαιακής διάρθρωσης των super market κάνει σαφές ότι κατά μέσο όρο ο κλάδος παρουσιάζει υψηλή χρηματοδοτική μόχλευση γεγονός που οφείλεται τόσο στις υψηλές υποχρεώσεις, όσο και στη σχετική μικρή κεφαλαιακή επάρκεια (ίδια κεφάλαια) των συγκεκριμένων επιχειρήσεων. Ειδικότερα, η εταιρία Μασούτης παρουσιάζει υψηλή χρηματοδοτική μόχλευση, ενώ σε αντίθεση η εταιρία ΑΒ Βασιλόπουλος παρουσιάζει χαμηλότερη χρηματοδοτική μόχλευση. Στην αρχή της οικονομικής κρίσης (2009), η συνολική δανειακή επιβάρυνση του κλάδου διαμορφώθηκε στο 80% του συνολικού ενεργητικού, ενώ το έτος 2013 περιορίστηκε στο 71%. Η περαιτέρω αξιολόγηση της κεφαλαιακής δομής, δείχνει ότι για το σύνολο των εταιριών του δείγματος, το μεγαλύτερο μέρος των ξένων υποχρεώσεων οφείλεται στις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις καθώς ενδεικτικά και κατά μέσο όρο για τον κλάδο το έτος 2009 οι βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις αποτελούσαν το 65% του ενεργητικού των εταιριών του δείγματος. Το συγκεκριμένο αποτέλεσμα μπορεί να εξηγηθεί από τη φύση εργασιών των super market καθώς οι συγκεκριμένες εταιρίες βασίζουν τη λειτουργία τους στην αγορά εμπορευμάτων με σκοπό τη λιανική μεταπώλησή τους και ως εκ τούτου η παροχή πίστωση από τους προμηθευτές τους αφορά βραχυπρόθεσμο χρονικό ορίζοντα, γεγονός που αυξάνει τις βραχυπρόθεσμες τους υποχρεώσεις τους.

Η ανάλυση της κερδοφορίας καταδεικνύει ότι το σύνολο των super market παρουσιάζει ικανοποιητικά περιθώρια μικτού περιθωρίου κέρδους, τα οποία περίπου κυμαίνονται

στο 25%. Ωστόσο, παρά την ύπαρξη ικανοποιητικών περιθωρίων μικτού κέρδους, τα αποτελέσματα της εργασίας έδειξαν ότι όλες οι εταιρίες του δείγματος δεν έχουν την ικανότητα να διαχειριστούν αποτελεσματικά τις διοικητικές λειτουργίες τους με αποτέλεσμα ενδεικτικά για τον Σκλαβενίτη που είχε 25,2% μικτό περιθώριο κέρδους το έτος 2016, το καθαρό περιθώριο κέρδους να περιοριστεί στο 1,93%. Η ανάλυση συνολικής αποδοτικότητας ενεργητικού κάνει σαφές ότι η εταιρία ΑΒ Βασιλόπουλος διαχρονικά παρουσιάζει την υψηλότερη αποδοτικότητα ενεργητικού, ενώ εν αντιθέσει ο Σκλαβενίτης τη χαμηλότερη. Εντούτοις, το γεγονός ότι ο Μασούτης έχει χαμηλά ίδια κεφάλαια έχει ως αποτέλεσμα η συγκεκριμένη εταιρία να δημιουργεί ιδιαιτέρως ικανοποιητικούς δείκτες απόδοσης ιδίων κεφαλαίων, που υπερβαίνουν τους αντιστοίχους των ανταγωνιστικών εταιριών.

Στους βασικούς περιορισμούς της παρούσας έρευνας συγκαταλέγεται η αδυναμία συγκέντρωσης οικονομικών στοιχείων και από άλλες επιχειρήσεις του κλάδου σούπερ μάρκετ κυρίως λόγω έλλειψης δημοσιευμένων οικονομικών στοιχείων. Στο πλαίσιο αυτό, στις προτάσεις περαιτέρω έρευνας συγκαταλέγεται η σύγκριση των τριών μεγάλων αλυσίδων σούπερ μάρκετ με τρεις μικρότερες αλυσίδες (τοπικές αλυσίδες) σούπερ μάρκετ, από εκείνες που μετέχουν στη σύμπραξη ΕΛΟΜΑΣ, ώστε να διαπιστωθούν οι διαφορές στην ακολουθητέα οικονομική στρατηγική μεταξύ των δύο υπο-ομάδων και να διερευνηθεί η ύπαρξη διαφορετικών πολιτικών χρηματοδότησης των συγκεκριμένων εταιριών.

7^ο Κεφάλαιο ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

7.1. Ξένη

- Abdeljawad, I. & Mat Nor, F. (2017). The capital structure dynamics of Malaysian firms: timing behavior vs adjustment toward the target. *International Journal of Managerial Finance*, 13(3), pp. 226-245.
- Al Najjar, B. & Hussainey, K. (2011). Revisiting the capital structure puzzle: UK evidence. *The Journal of Risk Finance*, 12(4), pp. 329-338.
- Banda, W. & Koralalage, Y. (2016). CFOs views on corporate financing decisions: Evidence from emerging market of Sri Lanka. *Qualitative Research in Financial Markets*, 8(4), pp. 331-358.
- Booth, L., Aivazian, V., Demirguc-Kunt, A. & Maksimovic, N. (2001). Capital structures in developing countries. *Journal of Finance*, 56(1), pp. 87-130.
- Casey, M., Summer, G. & Packer, J. (2006). REIT capital structure: is ti market imposed? *Managerial Finance*, 32(12), pp. 981-987.
- Chatzinas, G. & Papadopoulos, S. (2018). Trade-off vs pecking order theory: evidence from Greek firms in a period of debt crisis. *International Journal of Banking, Accounting and Finance*, 9(2), pp. 170-191.
- Chow, Y.P., Muhammad, J., Bany-Arifin, AN. & Cheng, F.F. (2018). Macroeconomic uncertainty, corporate governance and corporate capital structure. *International Journal of Managerial Finance*.
- Dawar, V. (2014). Agency Theory, Capital Structure and firm performance: some Indian evidence. *Managerial Finance*, 40(12), pp. 1190-1206.
- Deesonmak, R., Paudyal, K. & Pescetto, G. (2004). The determinants of capital structure: evidence from the Asia Pacific region. *Journal of Multinational Finance Management*, 14, pp. 387-405.

- De Jong, A., Kabir, R. & Nguyen, T.T. (2008). Capital Structure around the world: The roles of firm- and country – specific determinants. *Journal of Banking and Finance*, 32, pp. 1954-1969.
- Dufour, D., Luu, P. & Teller, P. (2018). The influence of cash flow on the speed of adjustment to the optimal capital structure. *Research in International Business and Finance*, 45, pp. 62-71.
- Eriotis, N., Vasiliou, D. & Ventoura-Neokosmidi, Z. (2007). How firm characteristics affect capital structure: an empirical study. *Managerial Finance*, 33(5), pp. 321 – 331.
- Fama, E. & French, K. (2002). Testing tradeoff and pecking order predictions about dividends and debt. *Review of Financial Studies*, 15, pp. 1-33.
- Fan, J.P.H., Titman, S. & Twite, G. (2012). An international comparison of capital structure and debt maturity choices. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 47(1), pp. 23-56.
- Ganguili, S.K. (2013). Capital structure – does ownership structure matter? Theory and Indian evidence. *Studies in Economics and Finance*, 30(1), pp. 56-72.
- Gleason, K., Mathur, L. & Mathur, I. (2000). The interrelationship between culture, capital structure and performance: evidence from European retailers. *Journal of Business Research*, 50(2), pp. 185-191.
- Jensen, M.C. & Meckling, W.H. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), pp. 305 – 360.
- Kanapickiene, R. & Grondiene, Z. (2015). The model of Fraud Detection in Financial Statement by Means of Financial Ratios. *Procedia – Social and Behavioral Sciences*, 213, pp. 321-327.
- Kieschnick, R. & Moussawi, R. (2018). Firm age, corporate governance and capital structure choices. *Journal of Corporate Finance*, 48, pp. 597-614.

- Kumar, S., Colombage, S. & Rao, P. (2017). Research on capital structure determinants: a review and future directions. *International Journal of Managerial Finance*, 13(2), pp. 106-132.
- Lee, H. & Moon, G. (2011). The long-run equity performance of zero-leverage firms. *Managerial Finance*, 37(10), pp. 872-889.
- Lin, F., Liang, D. & Chen, E. (2011). Financial ratio selection for business crisis prediction. *Expert systems with applications*, 38, pp. 15094-15102.
- Malikova, O. & Brabec, Z. (2012). The influence of a different accounting system on informative value of selected financial ratios. *Technological and Economic Development of Economy*, 18(1), pp.149-163.
- Matemilola, B.T., Bany-Ariffin, A.N., McGowan, C.B. (2013). Unobservable effects and firm's capital structure determinants. *Managerial Finance*, 39(12), pp. 1124-1137.
- Modigliani, F. & Miller, M. (1958) The cost of capital, corporation finance and the theory of investment, *The American Economic Review*, 68, pp. 261 – 97.
- Moradi, A. & Paulet, E. (2018). The Firm-specific Determinants of Capital Structure- An Empirical Analysis of Firms before and during the Euro Crisis. *Research in International Business and Finance*.
<https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0275531917308206>
- Myers, S.C. (1984). *The capital Structure Puzzle*. *Journal of Finance*, 39(3), pp. 55 – 592.
- Nguyen, T. & Nguyen, H.C. (2015). Capital Structure and Firms' Performance: Evidence from Vietnam's Stock Exchange. *International Journal of Economics and Finance*, 7(12), pp. 1 – 10.
- Ozteklin, O. (2015). Capital Structure Decision around the World: Which factors are reliable important? *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 50(3), pp. 301-323.

Ou, J. & Penman, S. (1989). Accounting measurement, price-earnings ratio, and the information content of security prices. *Journal of Accounting Research*, 27, pp. 111-144.

Papanastasopoulos, G., Thomakos, D. & Wang, T. (2013). Corporate financing activities, fundamentals to price ratios and the cross section of stock returns. *Journal of Economic Studies*, 40(4), pp. 493-514.

Pech, C.O.T., Noguera, M. & White, S. (2015). Financial ratios used by equity analysts in Mexico and stock returns. *Contaduria Administration*, 60, pp. 578 – 592.

Reinhard, L. & Li, S. (2010). A note on capital structure target adjustment – Indonesian evidence. *International Journal of Managerial Finance*, 6(3), pp. 245-259.

7.2. Ελληνική

Γκίκας Δημήτρης-Παπαδάκη Αφροδίτη-Σιουγλέ Γεωργία (2010). Ανάλυση και αποτίμηση επιχειρήσεων, εκδόσεις Μπένου

7.3. Ηλεκτρονικές Διευθύνσεις

<https://www.wikipedia.org/>

https://www.taxheaven.gr/pagesdata/logsxedio/1_deiktes.htm

<https://www.tovima.gr>

<http://www.taxnews.me/arithodiktes/>

7.4.ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ

Οικονομικές Καταστάσεις Μασούτης 2009-2016 (ποσά σε χιλιάδες ευρώ)

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Σύνολο Παγίων	274419	297359	337588	340116	341568	342739	274501	279000
Κυκλοφορούν ενεργητικό	134930	168907	184825	187776	152497	151405	164223	194262
Αποθέματα	73522	76257	83984	90740	84468	83840	84258	88856
Απαιτήσεις	27513	50071	47552	50981	22165	18749	16558	22446
Ταμείο	20417	22791	36204	28238	28054	32510	42887	65455
Σύνολο Ενεργητικού	409349	466266	522413	527892	494065	494144	505088	538389
Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων	57552	72204	85801	97547	106889	116413	104437	103448
Προμηθευτές	196466	222161	241800	231219	186924	185250	199320	213905
Σύνολο Βραχ	299901	324556	352688	297051	253403	249813	284150	308277
Σύνολο Μακρ	51896	69506	83924	133294	133733	127918	116501	126664
Σύνολο Υποχρ	351797	394062	436612	430345	387176	377731	400651	434941
Πωλήσεις	602181	634632	702183	734350	738890	742176	751660	806583
Κόστος Πωληθέντων	458007	479474	545058	571637	574860	576648	582656	613217
Μικτό Κέρδος	144174	155158	157125	162713	164030	165527	169004	187366
ΚΠΤΦ	18166	19441	23500	23621	24576	29427	32996	42516
ΚΠΦ	15312	15297	16594	15394	17583	23164	27333	36858
Καθαρό κέρδος	10353	12863	14197	11745	8785	16788	20311	23001

Οικονομικές Καταστάσεις ΑΒ Βασιλόπουλος 2009 – 2016 (ποσά σε χιλιάδες ευρώ)

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Σύνολο Παγίων	437577	504702	570234	626297	606193	646354	684678	739015
Κυκλοφορούν ενεργητικό	186730	210119	221081	236315	284405	279930	295221	335605
Αποθέματα	93611	98083	98329	97200	109984	122548	140453	151863
Απαιτήσεις	72514	86714	93770	110133	44643	42643	50019	58854
Ταμείο								
Σύνολο Ενεργητικού	624307	714821	791315	862612	890598	926284	979899	1074620
Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων	162184	179393	211810	358589	405776	392672	363681	393967
Προμηθευτές								
Σύνολο Βραχ	358810	328055	320154	406957	387961	430749	516543	586133
Σύνολο Μακρ	103313	207373	259351	320154	96861	102863	99675	99675
Σύνολο Υποχρ	462126	535428	579505	504023	484822	533612	616218	680653
Πωλήσεις	1393785	1494810	1537544	1621913	1736041	1790679	1945890	2181162
Κόστος Πωληθέντων	1085678	1166724	1200898	1261183	1308178	1340859	1454447	1633606
Μικτό Κέρδος	308107	328086	336646	360730	427863	449820	491443	547556
ΚΠΤΦ	57097	56975	52361	59087	70557	78513	86653	115365
ΚΠΦ	50906	49443	41020	44261	57517	68815	77291	107184
Καθαρό κέρδος	32698	31376	30073	37247	39798	51557	40862	70649

Οικονομικές Καταστάσεις Σκλαβενίτης 2011-2016 (ποσά σε χιλιάδες ευρώ)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Σύνολο Παγίων	567295	559242	566510	559657	576282	609519
Κυκλοφορούν ενεργητικό	197593	187809	172649	204106	254309	279081
Αποθέματα	96268	100014	120334	133192	133467	138314
Απαιτήσεις	46289	37411	20385	38519	33688	52420
Ταμείο	44661	38707	31930	32395	78402	82230
Σύνολο Ενεργητικού	764888	747051	739159	763763	830591	888600
Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων	124612	133818	139877	141836	157821	172885
Προμηθευτές	334363	312697	308085	306605	345000	395098
Σύνολο Βραχ	352971	339789	346599	371407	430107	468771
Σύνολο Μακρ	287305	273444	252683	250520	242663	246944
Σύνολο Υποχρ	640276	613233	599282	621927	672770	715715
	126086	123003	119066	123936	130471	139835
Πωλήσεις	4	1	1	9	8	7
Κόστος Πωληθέντων	952488	924633	894891	928516	976189	104574
Μικτό Κέρδος	308376	305398	295770	310853	328529	352612
ΚΠΤΦ	34107	26957	27617	28907	44989	56271
ΚΠΦ	19306	14547	16505	16192	31816	44167
Καθαρό κέρδος	13941	12156	10397	9822	19351	26997