ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΙΩΑΝΝΙΝΩΝ

ΤΜΗΜΑ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗΣ ΚΑΙ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ

ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ ΣΤΗ

ΔΙΟΙΚΗΣΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ ΚΑΙ ΟΡΓΑΝΙΣΜΩΝ



ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ:

**Η ΕΠΙΔΡΑΣΗ ΤΗΣ ΔΙΑΡΚΕΙΑΣ ΤΟΥ ΤΑΜΕΙΑΚΟΥ ΚΥΚΛΟΥ ΣΤΗΝ ΚΕΡΔΟΦΟΡΙΑ ΤΩΝ ΕΛΛΗΝΙΚΩΝ**

**ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ ΛΙΑΝΙΚΗΣ**

Σπυρίδωνος Βασιλική

Επιβλέπων Καθηγητής: Κόλιας Γεώργιος

ΙΩΑΝΝΙΝΑ

ΦΕΒΡΟΥΑΡΙΟΣ, 2023

**The impact of the relationship between cash conversion cycle and profitability of firms in Greek Retailing sector**

**Δήλωση μη λογοκλοπής**

Δηλώνω υπεύθυνα και γνωρίζοντας τις κυρώσεις του Ν. 2121/1993 περί Πνευματικής Ιδιοκτησίας, ότι η παρούσα μεταπτυχιακή εργασία είναι εξ ολοκλήρου αποτέλεσμα δικής μου ερευνητικής εργασίας, δεν αποτελεί προϊόν αντιγραφής ούτε προέρχεται από ανάθεση σε τρίτους. Όλες οι πηγές που χρησιμοποιήθηκαν (κάθε είδους, μορφής και προέλευσης) για τη συγγραφή της περιλαμβάνονται στη βιβλιογραφία.

Σπυρίδωνος Βασιλική

# **ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ**

Στο σημείο αυτό θα ήθελα να ευχαριστήσω εκ βαθέως τον επιβλέποντα καθηγητή μου κ. Κόλια Γεώργιο για την καθοδήγηση, τις γνώσεις και τις συμβουλές του σε όλη την διάρκεια εκπόνησης της διπλωματικής. Ξεχωριστά θα ήθελα να εκφράσω την αγάπη μου προς τους γονείς μου και τον αδερφό μου που είναι πάντα δίπλα μου σε όλη την πορεία της ζωής μου.

# **ΠΕΡΙΛΙΨΗ**

Εδώ και πολλά χρόνια, έχει προσδιοριστεί η επίδραση της διαχείρισης του κεφαλαίου κίνησης στην κερδοφορία (αποδοτικότητα) των επιχειρήσεων. Η διαχείριση του κεφαλαίου κίνησης αποτελεί βασικό παράγοντα του χρηματοοικονομικού μάνατζμεντ κάθε επιχείρησης. Μια ορθολογική διαχείρισή του φέρνει κάθε επιχείρηση σε πλεονεκτική θέση και δημιουργεί προοπτικές στην κερδοφορία της. Με βάση όλα τα παραπάνω, είναι σημαντικό να μελετήσουμε την επίδραση του κεφαλαίου κίνησης στην κερδοφορία ελληνικών επιχειρήσεων στον κλάδο λιανικού εμπορίου. Ο κλάδος αυτός είναι πολύ ανεπτυγμένος στη χώρα μας, αλλά και ευαίσθητος σε οικονομικά σοκ, όπως η συνεχόμενη οικονομική κρίση, που έχουν καταστήσει ακόμα πιο κρίσιμη την διαχείριση του κεφαλαίου κίνησης για τις επιχειρήσεις. Στόχος της παρούσας διπλωματικής εργασίας είναι χρησιμοποιώντας την υφιστάμενη μεθοδολογία να αποδώσει την σχέση μεταξύ της διαχείρισης του κεφαλαίου κίνησης και κερδοφορίας των επιχειρήσεων λιανικής και να παρουσιαστεί η τρέχουσα κατάσταση των επιχειρήσεων, βασισμένη σε πρόσφατα δεδομένα της οικονομικής κατάστασης στη χώρα μας. Για την ανάλυση χρησιμοποιήθηκαν 3.124 επιχειρήσεις για το διάστημα 2011 – 2019. Ως δείκτης κερδοφορίας χρησιμοποιήθηκε ο δείκτης απόδοσης του ενεργητικού (ROA) και ως δείκτης που αντανακλά το κεφάλαιο κίνησης χρησιμοποιήθηκε ο κύκλος μετατροπής μετρητών ή ταμειακός κύκλος (CCC). Το αποτέλεσμα της μελέτης έδειξε αρνητική συσχέτιση μεταξύ κερδοφορίας και της διάρκειας του ταμειακού κύκλου, το οποίο συμβαδίζει με την υπάρχουσα βιβλιογραφία.

Στα πρώτα κεφάλαια της εργασίας αναφέρονται βασικοί ορισμοί, το θεωρητικό υπόβαθρο που χρησιμοποιήθηκε και η βιβλιογραφική ανασκόπηση. Στην συνέχεια, αναλύονται τα δεδομένα που χρησιμοποιήθηκαν, καθώς και η μεθοδολογία. Τέλος, παρουσιάζεται το εμπειρικό μοντέλο που χρησιμοποιήθηκε και τα εμπειρικά αποτελέσματα που προέκυψαν από αυτό.

Λέξεις κλειδιά: Κεφάλαιο κίνησης, Ταμειακός κύκλος, Κερδοφορία, Ρευστότητα

**ABSTRACT**

For many years, there is a close relationship between working capital and profitability. Working capital management is a basic tool in every developed economic entity. Its efficient management from the companies gives an advantage and leads to rising trends in their profitability. Based on all the above, it is important to study the effect of working capital management on the profitability of Greek firms in the retail sector. This sector is very developed in our country, but also sensitive to economic shocks, such as the ongoing financial crisis, which have made the management of working capital even more critical for businesses. The aim of this thesis is, based on the relevant literature, to derive the relationship between working capital and profitability of retail companies and to present the current position of business, based on recent data on Greek Retailers. For the analysis, 3,124 companies were used for the period 2011 – 2019. The return on assets (ROA) was used as a profitability indicator and the cash conversion cycle (CCC) was used as an indicator reflecting working capital management. The result of the study showed a negative correlation between profitability and cash conversion cycle, which is in line with the existing literature.

In the first chapters of the paper, basic definitions, the theoretical background used and the literature review are mentioned. Then, the data used, as well as the methodology, are analyzed. Finally, the empirical model and the empirical results obtained from it are presented.

Key words: Profitability, Working Capital, Cash Conversion Cycle, Liquidity

# **ΠΙΝΑΚΑΣ ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΩΝ**

[ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ 3](#_Toc128172619)

[ΠΕΡΙΛΙΨΗ 4](#_Toc128172620)

[ΠΙΝΑΚΑΣ ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΩΝ 6](#_Toc128172621)

[ΚΑΤΑΛΟΓΟΣ ΣΧΗΜΑΤΩΝ 8](#_Toc128172622)

[ΚΑΤΑΛΟΓΟΣ ΠΙΝΑΚΩΝ 9](#_Toc128172623)

[1. ΚΕΦΑΛΑΙΟ - ΕΙΣΑΓΩΓΗ 10](#_Toc128172624)

[1.1 ΓΕΝΙΚΑ 10](#_Toc128172625)

[1.2 ΑΝΤΙΚΕΙΜΕΝΟ ΚΑΙ ΣΚΟΠΟΣ ΤΗΣ ΕΡΓΑΣΙΑΣ 11](#_Toc128172626)

[1.3 ΔΟΜΗ ΤΗΣ ΕΡΓΑΣΙΑΣ 11](#_Toc128172627)

[2. ΚΕΦΑΛΑΙΟ - ΘΕΩΡΗΤΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ ΚΑΙ ΕΝΝΟΙΟΛΟΓΙΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ 12](#_Toc128172628)

[2.1 ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΚΙΝΗΣΗΣ 12](#_Toc128172629)

[2.2 ΠΛΕΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ ΚΑΙ ΔΥΣΚΟΛΙΕΣ ΚΑΤΑ ΤΗΝ ΕΚΤΙΜΗΣΗ ΤΟΥ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΟΣ ΤΗΣ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗΣ ΤΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ ΚΙΝΗΣΗΣ 14](#_Toc128172630)

[2.3 ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΕΣ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ ΚΙΝΗΣΗΣ 15](#_Toc128172631)

[2.4 ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ ΠΟΥ ΕΠΗΡΕΑΖΟΥΝ ΤΗΝ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗ ΤΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ ΚΙΝΗΣΗΣ 19](#_Toc128172635)

[2.5 ΚΥΚΛΟΣ ΜΕΤΑΤΡΟΠΗΣ ΜΕΤΡΗΤΩΝ ΚΑΙ Η ΣΧΕΣΗ ΤΟΥ ΜΕ ΤΟ ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΚΙΝΗΣΗΣ 22](#_Toc128172636)

[2.6 ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑ ΚΑΙ ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑ ΚΑΙ ΟΙ ΣΧΕΣΕΙΣ ΤΟΥΣ ΜΕ ΤΟ ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΚΙΝΗΣΗΣ 27](#_Toc128172638)

[2.7 ΚΕΡΔΟΦΟΡΙΑ 30](#_Toc128172639)

[3. ΚΕΦΑΛΑΙΟ - ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΚΗ ΕΠΙΣΚΟΠΗΣΗ ΣΧΕΤΙΚΑ ΜΕ ΤΗΝ ΕΠΙΔΡΑΣΗ ΤΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ ΚΙΝΗΣΗΣ ΣΤΗΝ ΚΕΡΔΟΦΟΡΙΑ 33](#_Toc128172640)

[3.1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ 33](#_Toc128172641)

[3.2 ΘΕΩΡΗΤΙΚΕΣ ΜΕΛΕΤΕΣ 33](#_Toc128172642)

[3.3 ΕΜΠΕΙΡΙΚΕΣ ΜΕΛΕΤΕΣ 37](#_Toc128172643)

[3.4 ΣΥΝΟΨΗ 44](#_Toc128172644)

[4. ΚΕΦΑΛΑΙΟ – ΕΡΕΥΝΗΤΙΚΟΣ ΣΧΕΔΙΑΣΜΟΣ 45](#_Toc128172645)

[4.1 ΕΡΕΥΝΗΤΙΚΟ ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ 45](#_Toc128172646)

[4.2 ΕΡΕΥΝΗΤΙΚΗ ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ 45](#_Toc128172647)

[4.3 ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΜΕΤΑΒΛΗΤΩΝ 46](#_Toc128172648)

[4.4 ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ 48](#_Toc128172649)

[4.4.1 ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΠΡΙΝ ΤΟ WINSORIZATION 48](#_Toc128172650)

[4.4.2 WINSORIZATION ΤΩΝ ΔΥΟ ΜΕΤΑΒΛΗΤΩΝ ΤΗΣ ΑΝΑΛΥΣΗΣ 49](#_Toc128172652)

[4.4.3 ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΜΕΤΑ ΤΟ WINSORIZATION 49](#_Toc128172653)

[4.5 ΣΥΣΧΕΤΙΣΗ ΜΕΤΑΒΛΗΤΩΝ 50](#_Toc128172655)

[4.6 ΑΝΑΛΥΣΗ ΠΑΛΙΝΔΡΟΜΗΣΗΣ 51](#_Toc128172657)

[4.7 ΕΜΠΕΙΡΙΚΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΤΟΥ ΕΡΕΥΝΗΤΙΚΟΥ ΥΠΟΔΕΙΓΜΑΤΟΣ 52](#_Toc128172658)

[5. ΚΕΦΑΛΑΙΟ – ΕΠΙΛΟΓΟΣ 54](#_Toc128172660)

[ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ 56](#_Toc128172661)

# **ΚΑΤΑΛΟΓΟΣ ΣΧΗΜΑΤΩΝ**

[Σχήμα 1: Στρατηγικές χρηματοδότησης Επιθετική στρατηγική 17](#_Toc128172632)

[Σχήμα 2: Στρατηγικές χρηματοδότησης-Συντηρητική στρατηγική 18](#_Toc128172633)

[Σχήμα 3: Στρατηγικές χρηματοδότησης-Μετριοπαθής στρατηγική 19](#_Toc128172634)

[Σχήμα 4: Ο κύκλος μετατροπής μετρητών 25](#_Toc128172637)

# **ΚΑΤΑΛΟΓΟΣ ΠΙΝΑΚΩΝ**

[Πίνακας 1: Περιγραφικά στατιστικά στοιχεία πριν το Winsorization 48](#_Toc128172651)

[Πίνακας 2: Περιγραφικά στατιστικά στοιχεία μετά το Winsorization 50](#_Toc128172654)

[Πίνακας 3: Συσχέτιση Μεταβλητών 51](#_Toc128172656)

[Πίνακας 4: Αποτελέσματα παλινδρόμησης με την μέθοδο Fixed effects 53](#_Toc128172659)

# **ΚΕΦΑΛΑΙΟ - ΕΙΣΑΓΩΓΗ**

## **ΓΕΝΙΚΑ**

Ο κύριος στόχος κάθε επιχείρησης - οργανισμού είναι η μεγιστοποίηση του κέρδους. Παρόλα αυτά, η διατήρηση της ρευστότητας της επιχείρησης είναι επίσης ένας σημαντικός στόχος. Μια επιχείρηση που δεν έχει κέρδος δεν μπορεί να επιβιώσει για μεγάλο χρονικό διάστημα και επίσης μια επιχείρηση με ανεπαρκή ρευστότητα θα είναι αφερέγγυα μακροπρόθεσμα, γεγονός κάνει δύσκολη την λειτουργία της επιχείρησης. Με άλλα λόγια, η αποτελεσματική και αποδοτική διαχείριση της ρευστότητας αλλά και της κερδοφορίας είναι πολύ σημαντική για την επιβίωση των επιχειρήσεων.

Η διαχείριση του κεφαλαίου κίνησης συνδέεται με την ρευστότητα και την κερδοφορία. Γι’ αυτό στη σύγχρονη οικονομική πραγματικότητα η επιβίωση των εταιριών εξαρτάται άμεσα από την αποτελεσματική διαχείριση του κεφαλαίου κίνησης, ανεξάρτητα από τη φύση και το μέγεθος της εταιρείας. Η διαχείριση του κεφαλαίου κίνησης περιλαμβάνει τον καθορισμό του βέλτιστου επιπέδου κεφαλαίου κίνησης για τη διατήρηση, παρακολούθηση και έλεγχο του επιπέδου του επιμέρους στοιχείου του κεφαλαίου κίνησης για να διασφαλιστεί ότι δεν θα ξεπεραστεί το βέλτιστο επίπεδο και παροχή κεφαλαίων για τη χρηματοδότηση κυκλοφορούντων περιουσιακών στοιχείων (Nwude, 2004 :628). Η διαχείριση του κεφαλαίου κίνησης είναι προφανώς κρίσιμη ενέργεια καθώς σχετίζεται με την ομαλή λειτουργία της επιχείρησης, διότι επηρεάζει την κερδοφορία και τη ρευστότητα της επιχείρησης. Γι' αυτό το λόγο, πολλοί μελετητές κατά καιρούς έχουνε πραγματοποιήσει επιστημονικές έρευνες που επιδιώκουν να συσχετίσουνε το κεφάλαιο κίνησης με την κερδοφορία των επιχειρήσεων. Κατά τον Deloof (2003), η διαχείριση του κεφαλαίου κίνησης συσχετίζεται με τα επίπεδα κερδοφορίας των επιχειρήσεων.

Η αμφισβητούμενη ικανότητα των παραδοσιακών δεικτών (κυκλοφοριακής ρευστότητας και άμεσης ρευστότητας) να αποδώσουν μια αξιόπιστη εικόνα της ρευστότητας μιας επιχείρησης, έστρεψε τα τελευταία χρόνια το ενδιαφέρον στον ταμειακό κύκλο σαν μέγεθος μέτρησής της. Ο ταμειακός κύκλος (CCC) είναι ένας νέος δυναμικός δείκτης για την αξιολόγηση και την μέτρηση της διαχείρισης του κεφαλαίου κίνησης και άρα της ρευστότητας των επιχειρήσεων.

Έτσι, είναι πολύ σημαντικό να μελετηθεί κατά πόσο ο ταμειακός κύκλος βελτιώνει ή αποδυναμώνει την κερδοφορίας της επιχείρησης.

## **ΑΝΤΙΚΕΙΜΕΝΟ ΚΑΙ ΣΚΟΠΟΣ ΤΗΣ ΕΡΓΑΣΙΑΣ**

Αντικείμενο της παρούσας εργασίας αποτελεί η διερεύνηση της επίδρασης της διάρκειας του ταμειακού κύκλου, που είναι το μέτρο διαχείρισης του κεφαλαίου κίνησης, στην κερδοφορία. Θα παρουσιαστεί αναλυτικά η περίπτωση των επιχειρήσεων που ανήκουν στον κλάδο του λιανικού εμπορίου, που αποτελούν μία από τις κύριες μορφές μεγάλων επιχειρήσεων στην χώρα μας. Εξετάζονται στοιχεία 3.124 επιχειρήσεων λιανικής, κατά το χρονικό διάστημα 2011 έως 2019 .

Η παρούσα εργασία αποτελεί μία εμπειρική μελέτη στα πλαίσια της οποίας θα πραγματοποιηθεί στατιστική ανάλυση με τα οικονομικά στοιχεία των επιχειρήσεων τα τελευταία χρόνια στην χώρα μας που έχουν συλλεχτεί.

Σκοπός της διπλωματικής είναι η κατανόηση της συμβολής του κεφαλαίου κίνησης και της σωστής διαχείρισης του, η σημαντικότητα του ταμειακού κύκλου ως δείκτης της διαχείρισης του κεφαλαίου κίνησης καθώς και η επίδραση στην κερδοφορία της επιχείρησης.

## **ΔΟΜΗ ΤΗΣ ΕΡΓΑΣΙΑΣ**

Η δομή της διπλωματικής εργασίας είναι η εξής : Το πρώτο κεφάλαιο εισάγει τον αναγνώστη στο θέμα της εργασίας. Το δεύτερο κεφάλαιο περιλαμβάνει αναλύσεις των όρων κεφαλαίου κίνησης, ταμειακού κύκλου, κερδοφορίας, ρευστότητας και πώς συνδέονται αυτοί οι όροι μεταξύ τους. Το τρίτο κεφάλαιο περιλαμβάνει την βιβλιογραφική ανασκόπηση σχετικά με την επίδραση του κεφαλαίου κίνησης στην κερδοφορία. Στο τέταρτο κεφάλαιο παρουσιάζεται το ερευνητικό υπόδειγμα καθώς και τα αποτελέσματα που προκύπτουν. Τέλος αναφέρεται η βιβλιογραφία της εργασίας.

# **ΚΕΦΑΛΑΙΟ - ΘΕΩΡΗΤΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ ΚΑΙ ΕΝΝΟΙΟΛΟΓΙΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ**

## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΚΙΝΗΣΗΣ**

Κεφάλαιο κίνησης (WC), είναι η διαφορά μεταξύ των κυκλοφορούντων περιουσιακών στοιχείων μιας εταιρείας, όπως είναι τα μετρητά, οι λογαριασμοί πελατών και τα αποθέματα πρώτων υλών και τελικών προϊόντων και των βραχυπρόθεσμων (τρεχουσών) υποχρεώσεων της, όπως είναι οι πληρωτέοι λογαριασμοί και οι λοιπές βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις.

Το κεφάλαιο κίνησης είναι ένα μέτρο της αποτελεσματικότητας, της ρευστότητας και της συνολικής υγείας μιας επιχείρησης. Σχετίζεται με διάφορες δραστηριότητες της εταιρείας, όπως είναι η είσπραξη εσόδων, η διαχείριση χρέους, η διαχείριση αποθεμάτων, η πληρωμή προμηθευτών καθώς και η πραγματοποίηση διαφόρων πληρωμών. Κύριο και βασικό συστατικό του κεφαλαίου κίνησης αποτελεί το κυκλοφορούν ενεργητικό, το οποίο με τη σειρά του αποτελείται από λογαριασμούς αποθεμάτων, χρεόγραφα, ταμειακά ισοδύναμα, ταμειακά διαθέσιμα και άλλες απαιτήσεις, το βραχυπρόθεσμο παθητικό και οι μεταβατικοί λογαριασμοί ενεργητικού και παθητικού. Το κυκλοφορούν ενεργητικό έχει μεγάλη αξία στην επιχείρηση, καθώς αποτελεί σύμφωνα με μελέτες μεγάλο ποσοστό του συνολικού ενεργητικού της. Επομένως, η κατάλληλη διαχείριση των κυκλοφορούντων περιουσιακών στοιχείων και των τρεχουσών υποχρεώσεων διατηρεί το κεφάλαιο κίνησης σε ικανοποιητικό επίπεδο για την επιχείρηση.

Το κεφάλαιο κίνησης του κάθε οργανισμού είναι σημαντικό ζήτημα, διότι χωρίς την ορθή διαχείρισή του είναι δύσκολο να λειτουργήσει ομαλά μία επιχείρηση (Kaul και Singh, 2012). Η αποτελεσματική διαχείριση κεφαλαίου κίνησης συμβάλλει στη διατήρηση της ομαλής λειτουργίας της επιχείρησης αλλά και την βελτίωση της κερδοφορίας. Ειδικότερα, η σωστή διαχείριση του κεφαλαίου κίνησης δίνει την δυνατότητα στην επιχείρηση για επέκταση και ανάπτυξη οδηγώντας σε αύξηση του μεριδίου της επιχείρησης στην αγορά. Ακόμα, αυξάνεται η αξία της επιχείρησης, γεγονός που συμβάλει σε όλη την επιχειρησιακή στρατηγική της εταιρείας. Η ορθή διαχείριση του κεφαλαίου κίνησης μπορεί να οδηγήσει σε υψηλή κερδοφορία και σε ικανοποιητικά επίπεδα ρευστότητας.

Αντίθετα, η μη ορθή διαχείριση του κεφαλαίου κίνησης μπορεί να προκαλέσει προβλήματα ανάπτυξης, ρευστότητας, αποπληρωμής των πιστωτών να οδηγήσει σε περισσότερο δανεισμό, ακόμα και να έρθει αντιμέτωπη με την χρεοκοπία.

Ωστόσο, ένα αρκετά υψηλό κεφάλαιο κίνησης δεν είναι πάντα καλό, καθώς έχει ως αποτέλεσμα να δεσμεύονται αδικαιολόγητα τα κεφάλαια της επιχείρησης με αποτέλεσμα την απώλεια κερδοφορίας , καθώς τα κεφάλαια σε αδράνεια μπορούν να επενδυθούν αλλού (Nwude, 2004:628). Η επιχείρηση δηλαδή δεν προχωράει σε επενδύσεις μέσω των οποίων θα μπορούσε να ενισχύσει την αξία της (Deloof 2003). Επιπλέον, το υπερβολικό κεφάλαιο κίνησης συμβάλει στην άσκοπη συσσώρευση αποθεμάτων που με τη σειρά του αυξάνει τους κινδύνους φθοράς και κλοπής, κακού χειρισμού, υψηλού κόστους ασφάλισης και μεταφοράς, και γενικά αδρανών περιουσιακών στοιχείων, τα οποία προκαλούν χαμηλή κερδοφορία (Nwude, 2004:628-629). Συμπεραίνουμε, ότι το βέλτιστο επίπεδο κεφαλαίου κίνησης είναι εκείνο το επίπεδο κεφαλαίου κίνησης που αποφεύγει τόσο το ανεπαρκές όσο και το υπερβολικό επίπεδο επένδυσης σε κεφάλαια κίνησης λαμβάνοντας υπόψη τη φύση της επιχείρησης και το επίπεδο λειτουργιών (Nwude, 2004:628).

Με αυτόν τον τρόπο, η εταιρεία θα έχει ένα μαξιλάρι ασφαλείας όταν πρόκειται να εκπληρώσει τις υποχρεώσεις της. Με άλλα λόγια, σε περίπτωση καθυστερήσεων των πελατών της να εκπληρώσουν τις υποχρεώσεις τους, θα έχει τη βεβαιότητα ότι μπορεί να ανταποκριθεί στην πληρωμή των προμηθευτών της.

Γενικά, το ποσό του κεφαλαίου κίνησης που έχει ανάγκη μια εταιρεία εξαρτάται συνήθως από τον κλάδο της. Αυτό οφείλεται σε διάφορους παράγοντες, όπως διαφορές στις πολιτικές είσπραξης και πληρωμής, το χρονοδιάγραμμα των αγορών περιουσιακών στοιχείων, την πιθανότητα μια εταιρεία να διαγράψει ορισμένους από τους ληξιπρόθεσμους εισπρακτέους λογαριασμούς της κ.α.

Έτσι, ορισμένοι κλάδοι που έχουν μεγαλύτερους κύκλους παραγωγής ενδέχεται να αυξάνεται η ανάγκη για κεφάλαιο κίνησης, καθώς δεν έχουν γρήγορο κύκλο μετατροπής αποθεμάτων για να δημιουργήσουν μετρητά για τις ανάγκες της επιχείρησης. Παρομοίως, οι εταιρείες λιανικής που αλληλοεπιδρούν με χιλιάδες πελάτες την ημέρα μπορούν συχνά να αντλούν βραχυπρόθεσμα κεφάλαια πολύ πιο γρήγορα και να απαιτούν χαμηλότερα ποσά σε κεφάλαιο κίνησης.

## **2.2 ΠΛΕΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ ΚΑΙ ΔΥΣΚΟΛΙΕΣ ΚΑΤΑ ΤΗΝ ΕΚΤΙΜΗΣΗ ΤΟΥ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΟΣ ΤΗΣ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗΣ ΤΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ ΚΙΝΗΣΗΣ**

Η διαχείριση κεφαλαίου κίνησης (WCM) αναφέρεται σε όλες τις αποφάσεις και ενέργειες της διοίκησης που επηρεάζουν συνήθως το μέγεθος και την αποτελεσματικότητα του κεφαλαίου κίνησης (Kaur, 2010). Η διαχείριση του κεφαλαίου κίνησης είναι ένα πολύ σημαντικό στοιχείο της εταιρικής χρηματοδότησης επειδή επηρεάζει άμεσα τη ρευστότητα και την κερδοφορία της εταιρείας (Raheman & Nasr, 2007; Deloof, 2003). Το κύριο ζήτημα στο WCM είναι η διατήρηση της ρευστότητας στις καθημερινές λειτουργίες της επιχείρησης. Αυτό είναι ζωτικής σημασίας προκειμένου να αποτραπούν οι πιστωτές και οι προμηθευτές των οποίων οι απαιτήσεις είναι απαιτητές βραχυπρόθεσμα και να διασφαλιστεί η ομαλή λειτουργία της επιχείρησης. Αυτό υποδηλώνει ότι ο κύριος στόχος της διαχείρισης του κεφαλαίου κίνησης είναι να διασφαλίσει τη διατήρηση ενός ικανοποιητικού επιπέδου κεφαλαίου κίνησης με τρόπο που θα αποτρέπει την υπερβολική ή ανεπαρκή διαθεσιμότητα κεφαλαίου κίνησης (Filbeck and Krueger, 2005). Σύμφωνα με τον Padachi (2006), η διαχείριση του κεφαλαίου κίνησης είναι σημαντική για την οικονομική υγεία όλων των επιχειρήσεων, ανεξαρτήτως τύπου και μεγέθους.

* Πλεονεκτήματα της σωστής διαχείρισης του κεφαλαίου κίνησης :
1. Η σωστή διαχείριση του ανά χρονική περίοδο μπορεί να οδηγήσει σε αύξηση του μεριδίου της στην αγορά και καλύτερη λειτουργικότητα της. αυξάνοντας την παραγωγή, καλύτερη και γρηγορότερη διανομή των προϊόντων της.
2. Με την ορθή διαχείριση των κεφαλαίων κίνησης αυξάνεται η αξίας των μετόχων, το οποίο αποτελεί σημαντικό συστατικό στοιχείο όλης της επιχειρησιακής στρατηγικής της. Αυτό οδηγεί σε υψηλά επίπεδα ρευστότητας και κερδοφορίας.
3. Μια καλή προσέγγιση για σωστή διαχείριση του κεφαλαίου κίνησης είναι η μείωση της ανάγκης χρηματοδότησής του και η βελτίωση του συστήματος απαιτήσεων και πιστώσεων για μείωση του κόστους και αύξηση της παραγωγής και των πωλήσεων.
4. Η αποδοτικότητα της επιχείρησης αυξάνεται.
5. Επιτυγχάνει καλύτερη οικονομική υγεία γενικά στην επιχείρηση.
6. Αναπτύσσει ανταγωνιστικό πλεονέκτημα λόγω της ομαλοποίησης των εργασιών (Schilling. G.1996).
* Δυσκολίες κατά την εκτίμηση της διαχείρισης του κεφαλαίου κίνησης:
1. Εξετάζει μόνο νομισματικούς παράγοντες. Υπάρχουν μη νομισματικοί παράγοντες τους οποίους αγνοεί όπως η ικανοποίηση πελατών και εργαζομένων, η κυβερνητική πολιτική, η τάση της αγοράς κλπ.
2. Δύσκολη προσαρμογή των ξαφνικών οικονομικών αλλαγών.
3. Η πολύ υψηλή εξάρτηση από τα δεδομένα. Επίσης, ένας μικρότερος οργανισμός ενδέχεται να μην έχει τέτοια παραγωγή δεδομένων.
4. Πάρα πολλές μεταβλητές που πρέπει να παρακολουθεί η επιχείρηση όπως ο δείκτης γενικής ρευστότητας, ειδικής ρευστότητας, δείκτες κυκλοφοριακής ταχύτητας, κλπ. (Schilling, G.1996).

## **2.3 ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΕΣ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ ΚΙΝΗΣΗΣ**

Μια εταιρεία πρέπει να παρακολουθεί στενά τα επίπεδα του κεφαλαίου κίνησης προκειμένου να διατηρεί υπό έλεγχο τις ανάγκες σε μετρητά της. Η έλλειψη προσοχής στην επένδυση σε κεφάλαιο κίνησης (απαιτήσεις, αποθέματα και υποχρεώσεις) μπορεί να έχει ως αποτέλεσμα μια ανεξέλεγκτη ανάγκη μετρητών, ειδικά όταν οι πωλήσεις αυξάνονται. Μια επιχείρηση μπορεί να το κάνει αυτό πιο αποτελεσματικά θεσπίζοντας και επιβάλλοντας μια σειρά από πολιτικές. Η πολιτική κεφαλαίου κίνησης περιλαμβάνει αποφάσεις σχετικά με τα περιουσιακά στοιχεία και τις υποχρεώσεις της εταιρείας και το μείγμα τους επηρεάζει την απόδοση της εταιρείας και την αξία των μετοχών της (Soyemi και Olawale, 2014). Γενικά, η αποτελεσματική διαχείριση του κεφαλαίου κίνησης εξαρτάται από την πολιτική που υιοθετείται.

Οι στρατηγικές (πολιτικές) διαχείρισης του κεφαλαίου κίνησης καθορίζουν τον τρόπο χρηματοδότησης του κεφαλαίου κίνησης. Σύμφωνα με τον Schilling (1996), οι στρατηγικές (πολιτικές) χρηματοδότησης, που μπορεί να εφαρμόσει ένας χρηματοοικονομικός manager της επιχείρησης, είναι οι ακόλουθες:

1. Επιθετική στρατηγική
2. Συντηρητική στρατηγική
3. Μετριοπαθής στρατηγική
4. Επιθετική στρατηγική

Μια επιθετική πολιτική κεφαλαίου κίνησης είναι αυτή η οποία συνδυάζει μια μικρή επένδυση στο κυκλοφορούν ενεργητικό με μια εκτεταμένη χρήση βραχυπρόθεσμης πίστωσης (Weinraub και Visscher 1998). Στο παρακάτω σχήμα, η κυματοειδής γραμμή αντιπροσωπεύει τα συνολικά περιουσιακά στοιχειά (Total assets) της επιχείρησης κατά την διάρκεια του χρόνου. Η ευθεία γραμμή παριστάνει την βραχυπρόθεσμη χρηματοδότηση. Τα συνολικά περιουσιακά στοιχεία μιας επιχείρησης μπορούν να αυξομειώνονται κατά την διάρκεια λειτουργίας της επιχείρησης, λόγω των διακυμάνσεων στους εισπρακτέους λογαριασμούς, στα αποθέματα, στους πληρωτέους λογαριασμούς. Η επιχείρηση με την επιθετική πολιτική χρηματοδότησης, τείνει να αυξήσει την βραχυπρόθεσμη χρηματοδότηση και ελαχιστοποιεί τις μακροπρόθεσμες πηγές χρηματοδότησης. Με την αύξηση των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων, το καθαρό κεφαλαίο κίνησης θα είναι ελάχιστο, γεγονός που θα πλήξη την φερεγγυότητα της επιχείρησης καθώς θα παρουσιάσει χρηματοδοτικό άνοιγμα. Μειονέκτημα της συγκεκριμένης πολιτικής είναι οι χαμηλότερες επενδύσεις σε λογαριασμούς κεφαλαίων κίνησης, μέσω χαμηλότερου επιπέδου επένδυσης σε αποθέματα, μείωσης της εμπορικής πίστωσης προς τους πελάτες και αναβολής πληρωμών στους προμηθευτές, με αποτέλεσμα την αύξηση της κερδοφορίας και του κινδύνου για την επιχείρηση (Blinder & Maccini, 1991). Επομένως, συνδέεται με υψηλότερη απόδοση και υψηλότερο κίνδυνο. Από την άλλη πλευρά όμως, πλεονέκτημα αυτής της στρατηγικής είναι ότι το κόστος της βραχυπρόθεσμης χρηματοδότησης είναι μικρότερο από την χρήση των μακροπροθέσμων πηγών χρηματοδότησης.

# **Σχήμα 1: Στρατηγικές χρηματοδότησης Επιθετική στρατηγική**



Πηγή: Terry S.Maness, John T.Zietlow, «Short-Term Financial Management»

1. Συντηρητική στρατηγική

Στην συντηρητική πολική χρησιμοποιούνται μόνο μακροπρόθεσμες πηγές κεφαλαίων για την κάλυψη των οικονομικών αναγκών της εταιρείας. Η συντηρητική πολιτική κεφαλαίου κίνησης είναι καλή για εταιρείες σε ασταθείς ή εποχιακούς κλάδους όπως ο τουρισμός, η γεωργία ή ο κατασκευαστικός κλάδος λόγω της προστασίας έναντι του κινδύνου. Εάν εφαρμόζεται η συγκεκριμένη στρατηγική, υπάρχουν τα αναγκαία χρηματικά διαθέσιμα για την εταιρεία, τα αναγκαία αποθέματα ενώ οι υποχρεώσεις της είναι όλες ενήμερες (Weinraub και Visscher 1998).

Η επιχείρηση αρχικά, μειώνει τυχόν πρόσθετο ποσό που οφείλει για βραχυπρόθεσμες επενδύσεις, καθώς το συνολικό ενεργητικό της επιχείρησης αυξάνεται, ως αποτέλεσμα της αύξησης των αποθεμάτων και των εισπρακτέων λογαριασμών. Στη συνέχεια, αφού πουληθούν τα αποθέματα και εισπραχθούν οι λογαριασμοί των πελατών, διακανονίζονται οι βραχυπρόθεσμες επενδύσεις. Η εταιρεία δεν εμφανίζει χρηματοοικονομική έκθεση καθώς δεν αυξάνονται οι βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις, βελτιώνοντας έτσι τη φερεγγυότητά της. Επίσης, επειδή η εταιρεία δεν χρησιμοποιεί βραχυπρόθεσμη χρηματοδότηση, της δίνει σημαντική οικονομική ευελιξία γιατί θα μπορεί να αναζητήσει βραχυπρόθεσμες πηγές χρηματοδότησης εάν αντιμετωπίσει προβλήματα ρευστότητας στο μέλλον. Από την άλλη αυτό μπορεί να βλάψει την μακροπρόθεσμη κερδοφορία της, καθώς τα υπερβολικά μετρητά δεν αποφέρουν μεγάλη απόδοση. Αυτή η στρατηγική είναι πιο δαπανηρή επειδή ο μακροπρόθεσμος δανεισμός είναι πιο ακριβός από τον βραχυπρόθεσμα δανεισμό. Συμπερασματικά, η συντηρητική πολιτική αφορά χαμηλό κίνδυνο και χαμηλή απόδοση.

# **Σχήμα 2: Στρατηγικές χρηματοδότησης-Συντηρητική στρατηγική**



Πηγή: Terry S. Maness, John T. Zietlow, «Short-Term Financial Managemen

1. Μετριοπαθής στρατηγική

Πρόκειται για τον συνδυασμό των δυο παραπάνω στρατηγικών. Το πια από τις δύο στρατηγικές θα επικρατήσει έχει να κάνει από το τι ρίσκο επιθυμεί να λάβει η επιχείρηση καθώς και από τις συνθήκες της αγοράς (Schilling, G.1996).

# **Σχήμα 3: Στρατηγικές χρηματοδότησης-Μετριοπαθής στρατηγική**

Πηγή: Terry S.Maness,John T. Zietlow, «Short-Term Financial Management»

## **2.4 ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ ΠΟΥ ΕΠΗΡΕΑΖΟΥΝ ΤΗΝ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗ ΤΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ ΚΙΝΗΣΗΣ**

Για την σωστή διαχείριση του κεφαλαίου κίνησης είναι απαραίτητο να λαμβάνονται υπόψη από τις επιχειρήσεις οι παράγοντες που την επηρεάζουν. Παρακάτω παρατίθενται οι σημαντικότεροι παράγοντες που επηρεάζουν την διαχείριση του κεφαλαίου κίνησης.

1. Κύκλος Παραγωγής

Ο κύκλος παραγωγής είναι το χρονικό διάστημα που απαιτείται για την παραγωγή ενός τελικού προϊόντος. Η χρονική περίοδος περιλαμβάνει το χρόνο που απαιτείται για την προμήθεια των κατάλληλων πρώτων υλών στον χώρο παραγωγής συν το χρόνο που απαιτείται για την επιστροφή των πρώτων υλών σε έτοιμο προς πώληση προϊόν. Όσο μεγαλύτερος είναι ο κύκλος της παραγωγής τόσο μεγαλύτερη είναι η απαίτηση σε κεφάλαιο κίνησης.

1. Το είδος και η φύση των εργασιών της επιχείρησης

Οι ανάγκες μιας επιχείρησης σε κεφάλαια κίνησης συνδέονται άμεσα από τις επιχειρηματικές δραστηριότητες της και τη φύση της. Η βιομηχανία, το εμπόριο (είτε χονδρικής είτε λιανικής), η παροχή υπηρεσιών το καθένα έχει την επιρροή του στις απαιτήσεις κεφαλαίου κίνησης. Μια βιομηχανική επιχείρηση διαθέτει μεγάλα κεφάλαια για επενδύσεις και διαθέτει υψηλά ποσά σε αποθέματα για χρηματοδότηση των πιστώσεων της και την κάλυψη των υποχρεώσεων της σε σχέση με μια λιανική εμπορική επιχείρηση που επενδύει διαφορετικά τα κεφάλαια της, η οποία π.χ. δεν έχει κόστος παραγωγής, αφού αγοράζει προϊόντα έτοιμα για διάθεση. Συνεπώς, η φύση της επιχείρησης έχει ουσιαστική επίδραση στις απαιτήσεις κεφαλαίου κίνησης.

1. Το μέγεθος της επιχείρησης

Το επίπεδο δραστηριότητας επηρεάζει επίσης τις ανάγκες σε κεφάλαιο κίνησης. Ένα υψηλότερο επίπεδο δραστηριότητας απαιτεί πρόσθετο απόθεμα πρώτων υλών ή τελικών προϊόντων για την ικανοποίηση μεγαλύτερης παραγωγής ή πωλήσεων. Θα χρειαστούν πρόσθετες επενδύσεις σε εισπρακτέους λογαριασμούς, ως αποτέλεσμα της αύξησης των πωλήσεων, η οποία θα προσελκύσει εξίσου αύξηση των εισπρακτέων. Ομοίως, ένα χαμηλότερο επίπεδο δραστηριότητας θα προσελκύσει χαμηλότερο επίπεδο επενδύσεων σε κεφάλαιο κίνησης.

Ακόμα, οι μεγαλύτερες επιχειρήσεις έχουν μεγαλύτερη διαπραγματευτική δύναμη, ενώ οι μικρότερες επιχειρήσεις, έχουν επεκταθεί σε περισσότερες πιστώσεις για την εγγύηση των προϊόντων τους, δεδομένου της χαμηλότερης φήμη τους. Οι επιχειρήσεις με μεγαλύτερη πιθανότητα οικονομικής δυσχέρειας, έχουν περισσότερες δυσκολίες να εξασφαλίσουν κεφάλαια, δεδομένου ότι ένας μεγαλύτερος λειτουργικός κύκλος, υποδεικνύει την ανάγκη για πρόσθετα κεφάλαια με αποτέλεσμα να κατέχουν, μικρότερο ταμειακό κύκλο.

1. Βαθμός εποχικότητας - Διακυμάνσεις κατά την λειτουργία της επιχείρησης

Κατά την περίοδο της άνθησης, δηλαδή αυξημένης ζήτησης των προϊόντων μιας επιχείρησης, αυξάνεται η κλίμακα λειτουργίας της επιχείρησης, γεγονός που οδηγεί σε πρόσθετες επενδύσεις σε περιουσιακά στοιχεία, αυξημένες απαιτήσεις αποθεμάτων και κεφαλαίων κίνησης για την κάλυψη των αναγκών της επιχείρησης. Για αυτό και συχνά εμφανίζονται προβλήματα πληρωμών που οδηγούν σε τραπεζικό δανεισμό. Το αντίστροφο συμβαίνει στην περίπτωση της ύφεσης.

1. Πιστωτική πολιτική

Οι όροι διακανονισμού των πωλήσεων που χρησιμοποιεί μία επιχείρηση έναντι των πελατών της προκειμένου ν’ αυξήσει την αποδοτικότητα των πωλήσεων και συγχρόνως να μην έχει δυσμενείς επιπτώσεις στη ρευστότητα της, επηρεάζουν το κεφάλαιο κίνησης. Το σύνολο των όρων αυτών εξαρτάται κυρίως από το χρόνο που μεσολαβεί μεταξύ της παραγωγής και της είσπραξης των απαιτήσεων των πελατών. Έτσι, το απαραίτητο ύψος κεφαλαίων κίνησης είναι ανάλογο, με το χρόνο που απαιτείται από την απόκτηση των πρώτων υλών, ετοίμων προϊόντων ή υπηρεσιών, μέχρι τη στιγμή της πώλησης στους πελάτες τους και την είσπραξη της απαίτησης αυτής. Έτσι, μια συντηρητική πιστωτική πολιτική αναμένεται να οδηγήσει σε χαμηλές επενδύσεις σε απαιτήσεις και κατ' επέκταση σε χαμηλότερες απαιτήσεις σε κεφάλαιο κίνησης. Μια χαλαρή πολιτική πιστώσεων οδηγεί σε αύξηση των απαιτήσεων και κατ' επέκταση σε υψηλότερες ανάγκες σε κεφάλαιο κίνησης.

1. Οι όροι συναλλαγών των αγορών και των πωλήσεων της επιχείρησης:

Οι όροι συναλλαγών επηρεάζουν το δεσμευμένο χρηματικό ποσό σε κεφάλαιο κίνησης. Οι όροι συναλλαγών τόσο στις αγορές από τους προμηθευτές όσο και στις πωλήσεις των προϊόντων στους πελάτες αναφέρεται στις πιστώσεις, την παροχή εκπτώσεων ή πωλήσεων τοις μετρητοίς, κ.ά. . Μια επιχείρηση που απολαμβάνει χαλαρούς όρους πίστωσης των αγορών από τους προμηθευτές ή τους τραπεζίτες της θα λειτουργεί με λιγότερο κεφάλαιο κίνησης από μια επιχείρηση χωρίς τέτοια διευκόλυνση.

Από την άλλη πλευρά, η επιχείρηση μπορεί να χορηγεί πίστωση μεγαλύτερης διάρκειας στους πελάτες της, από ότι λαμβάνει από τους πιστωτές της. Όσο πιο γενναιόδωρα χορηγούνται οι πιστώσεις στους πελάτες, τόσο μεγαλύτερο ποσό κεφαλαίου κίνησης μεταφέρεται στις απαιτήσεις. Μια αύξηση του κύκλου εργασιών μιας επιχείρησης, απαιτεί μεγαλύτερο ύψος κεφαλαίων κίνησης, προκειμένου να μπορεί να διευκολύνει τους πελάτες της και να συνεχίζει απρόσκοπτα την παραγωγική διαδικασία.

1. Αποδοτικότητα στις λειτουργίες

Αποδοτικότητα στη λειτουργία σημαίνει βέλτιστη χρήση πόρων με ελάχιστο κόστος λειτουργίας. Η βέλτιστη χρήση των πόρων βελτιώνει την κερδοφορία της επιχείρησης. Η ενισχυμένη ικανότητα κερδοφορίας οδηγεί σε βελτιωμένα κέρδη που βοηθά στην αύξηση του κεφαλαίου κίνησης (Nwude, 2004:629).

1. Αλλαγές τιμών στην αγορά

Σε μια περίοδο ανοδικών επιπέδων τιμών, το κόστος των πραγμάτων θα αυξηθεί και οι εταιρείες που πρέπει να διατηρήσουν το ίδιο επίπεδο κυκλοφορούντος ενεργητικού θα χρειαστούν περισσότερο κεφάλαιο κίνησης. Το ίδιο επίπεδο του κυκλοφορούντος ενεργητικού θα χρειαστεί χαμηλότερο κεφάλαιο κίνησης όταν μειωθούν οι τιμές (Nwude, 2004:629).

## **2.5 ΚΥΚΛΟΣ ΜΕΤΑΤΡΟΠΗΣ ΜΕΤΡΗΤΩΝ ΚΑΙ Η ΣΧΕΣΗ ΤΟΥ ΜΕ ΤΟ ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΚΙΝΗΣΗΣ**

Οι τρεις βασικές συνιστώσες του κεφαλαίου κίνησης είναι οι απαιτήσεις, οι υποχρεώσεις και τα αποθέματα και ο έλεγχός αυτών (δηλαδή η διαχείριση του κεφαλαίου κίνησης) είναι κρίσιμος για τη ρευστότητα της εταιρείας. Η ρευστότητα της επιχείρησης είναι ζωτικής σημασίας για την μακροπρόθεσμη επιτυχία οποιουδήποτε οργανισμού. Ο Κύκλος Μετατροπής Μετρητών ή ταμειακός κύκλος (CCC) είναι το πιο δυναμικό και δημοφιλή μέτρο διαχείρισης του κεφαλαίου κίνησης, το οποίο συνδέεται με την διαχείριση ρευστότητας.

Οι Richards & Laughlin (1980), πρότειναν την χρήση του Κύκλου Μετατροπής Μετρητών για τον υπολογισμό της ρευστότητας των επιχειρήσεων συμπληρωματικά με τους παραδοσιακούς δείκτες. Οι Kargar & Blumenthal (1994), σύγκριναν τους παραδοσιακούς αριθμοδείκτες της κυκλοφοριακής και άμεσης ρευστότητας, με τον κύκλο μετατροπής μετρητών, για ένα δείγμα μικρών επιχειρήσεων. Υποστήριξαν την αδυναμία των παραδοσιακών δεικτών, να προσφέρουν επαρκείς πληροφορίες στη διαδικασία μετατροπής των στοιχείων σε κεφάλαιο κίνησης. Στα πλαίσια της διαχείρισης του κεφαλαίου κίνησης μιας μικρής επιχείρησης, τονίζουν ότι, η προσέγγιση του κύκλου ταμειακής μετατροπής, προσφέρει σαφείς πληροφορίες για την διοίκηση του κεφαλαίου κίνησης, επιτυγχάνει το μέγιστο επίπεδο πωλήσεων της, προβαίνει στην έγκαιρη αντιμετώπιση τυχόν ελλείψεις μετρητών. προκειμένου μια επιχείρηση να εξασφαλίσει το σωστό χρόνο για να καλύψει τις ανάγκες της σε ρευστά διαθέσιμα. Ο Schilling (1996), επίσης, υποστηρίζει ότι ο κύκλος μετατροπής μετρητών είναι μια τεχνική αξιολόγησης του κεφαλαίου κίνησης, η οποία απεικονίζει τη μέση ρευστότητα μιας επιχείρησης. Το πλεονέκτημα αυτής της τεχνικής είναι ότι, μπορεί να χρησιμοποιηθεί για να αξιολογήσει τις αλλαγές του κεφαλαίου κίνησης και έτσι να διευκολύνει τον έλεγχο των συστατικών του. Επομένως, το CCC αποτελεί την πιο πρόσφατη τεχνική μέτρησης ρευστότητας, η οποία χρησιμοποιείται για τον προσδιορισμό του επιπέδου φερεγγυότητας των επιχειρήσεων, σε σχέση με τις γνωστές παραδοσιακές τεχνικές μέτρησης (δείκτες άμεσης και γενικής ρευστότητας κ.λπ.).

Ο Κύκλος Μετατροπής Μετρητών είναι ένα μέτρο που δείχνει το χρονικό διάστημα που τα μετρητά είναι δεσμευμένα στο κεφάλαιο κίνησης. Ποσοτικοποιεί δηλαδή τον αριθμό των ημερών που χρειάζεται μια εταιρεία για να μετατρέψει τις ταμειακές εκροές σε ταμειακές εισροές και, επομένως, τον αριθμό των ημερών χρηματοδότησης που απαιτούνται για την πληρωμή των τρεχουσών υποχρεώσεων και τη διατήρηση της δραστηριότητας. Δεν αναφέρεται στο ύψος του κεφαλαίου κίνησης το οποίο απαιτείται.

Ο ταμειακός κύκλος αποτελείται από τρία συστατικά στοιχεία. Τα τρία αυτά διαφορετικά στοιχεία του κύκλου μετατροπής μετρητών (πληρωτέοι λογαριασμοί, εισπρακτέοι λογαριασμοί και απόθεμα) μπορούν να αντιμετωπιστούν με διαφορετικούς τρόπους προκειμένου να μεγιστοποιηθεί η κερδοφορία ή να ενισχυθεί η ανάπτυξη μιας εταιρείας. (Λαζαρίδης και Τρυφωνίδης, 2006).

Για τον υπολογισμό του Κύκλου Μετατροπής Μετρητών CCC, χρησιμοποιείται η σχέση:

**CCC = DSO + DOI** - **DPO**

Όπου,

**CCC**: Κύκλος Μετατροπής Μετρητών (Cash Conversion Cycle) ή Κύκλος Εμπορίου (Trading Cycle) ή Κύκλος Μετρητών (Cash Cycle).

**DSO**: Περίοδος Είσπραξης Απαιτήσεων ή Ημέρες Απαιτήσεων (Days Sales Outstanding) είναι το χρονικό διάστημα που μεσολαβεί μεταξύ της πώλησης των προϊόντων και της εξόφλησης τους από τον πελάτη (είσπραξης των απαιτήσεων). Ένα χαμηλό DSO σημαίνει ότι η εταιρεία εισπράττει γρήγορα πληρωμές από τους πελάτες της και έτσι μπορεί να χρησιμοποιήσει πιο συνετά το κεφάλαιο κίνησης της. Αντίθετα, ένα υψηλό DSO σημαίνει ότι η εταιρεία αργεί να εισπράξει πληρωμές από τους πελάτες της, δημιουργώντας έτσι δυσκολίες στην ταμειακή ροή.

**DSO = (Μέσο ύψος Απαιτήσεων από πελάτες) / (Συνολικές Πωλήσεις) Χ 365 ημέρες**

Όπου,

Μέσο ύψος Απαιτήσεων από πελάτες = (Απαιτήσεις από πελάτες έναρξης περιόδου + Απαιτήσεις από πελάτες λήξης περιόδου ) / 2

*(Απαιτήσεις από πελάτες, νοούνται όλα τα ανοικτά παραστατικά, πλέον τα άληκτα αξιόγραφα).*

**DOI**: Περίοδος παραμονής αποθεμάτων στην αποθήκη ή Ημερήσιο απόθεμα σε εκκρεμότητα (Days Inventory Outstanding) είναι το χρονικό διάστημα που μια εταιρεία διατηρεί τα αποθέματα πριν τα μετατρέψει σε πωλήσεις. Όσο χαμηλότερο είναι το χρονικό διάστημα αυτό, τόσο μικρότερη είναι η περίοδος δέσμευσης μετρητών στο απόθεμα και τόσο μικρότερος είναι ο κίνδυνος να καταστεί απαρχαιωμένο το απόθεμα.  Όσο υψηλότερο είναι το DΟΙ, σημαίνει ότι η επιχείρηση δεν μετατρέπει το απόθεμα σε πωλήσεις γρήγορα και ενδέχεται να μην διαχειρίζεται αποτελεσματικά το απόθεμα. Επίσης, μπορεί να σημαίνει ότι η εταιρεία δεσμεύει τα μετρητά στο απόθεμα για μεγάλο διάστημα και δεν μπορούν να χρησιμοποιηθούν για άλλους σκοπούς.

**DOI = (Μέσο ύψος Αποθεμάτων) / (Κόστος Πωληθέντων Αγαθών) Χ 365 ημέρες**

Όπου, το κόστος πωληθέντων είναι το κόστος παραγωγής προϊόντων που πωλήθηκαν κατά τη διάρκεια της περιόδου, συμπεριλαμβανομένου του κόστους των πρώτων υλών, της εργασίας και των υπηρεσιών κοινής ωφέλειας.

**DPO**: Περίοδος εξόφλησης των πληρωτέων λογαριασμών ή Ημέρες Πληρωμής Προμηθευτών (Days Purchasing Outstanding) είναι το χρονικό διάστημα που μεσολαβεί μεταξύ της προμήθειας των α΄ υλών και άλλων δαπανών παραγωγής (π.χ. εργασία) απαραίτητων για την παραγωγή των τελικών προϊόντων και της πληρωμή αυτών των παραγωγικών συντελεστών. Με άλλα λόγια είναι το χρονικό διάστημα μέχρι η επιχείρηση να εξοφλήσει του ποσού που ωφελείται στους προμηθευτές ή πιστωτές. Ένα χαμηλό DPO σημαίνει ότι η εταιρεία δεν λαμβάνει τους καλύτερους όρους πίστωσης από τους προμηθευτές. Από την άλλη όμως, μπορεί να σημαίνει ότι η εταιρεία πληρώνει σύντομα τους προμηθευτές της προκειμένου να επωφεληθεί από τις εκπτώσεις πρόωρης πληρωμής. Αντίθετα, υψηλό DPO μπορεί να έχει μία εταιρεία που χρειάζεται περισσότερο χρόνο για να εξοφλήσει τους προμηθευτές της και άρα υπενδύει μετρητά για μεγάλο χρονικό διάστημα.

**DPO = (Μέσο ύψος Πληρωτέων Λογαριασμών) / (Κόστος Πωληθέντων Αγαθών) X 365 ημέρες**

# **Σχήμα 4: Ο κύκλος μετατροπής μετρητών**

*Πηγή: THE CASH CONVERSION CYCLE-Efficient management of working capital is crucial to business success. Sarah Boyce explains how it’s done. The Treasurer, October 2014 :* [*https://www.treasurers.org/hub/treasurer-magazine*](https://www.treasurers.org/hub/treasurer-magazine)

Ο CCC είναι σημαντικός δείκτης για εταιρείες που αγοράζουν και διαχειρίζονται αποθέματα, καθώς αποτελεί ένδειξη της λειτουργικής αποτελεσματικότητας και της οικονομικής υγείας. Πιο συγκεκριμένα, ο Ταμειακός Κύκλος της επιχείρησης είναι, σύμφωνα με τον Gill et al 2010, η περίοδος που ξεκινά όταν τα μετρητά επενδύονται στην αγορά της πρώτης ύλης και τελειώνει με την λήψη των χρημάτων έναντι των πωλήσεων επί πιστώσει.

Η διάρκεια του CCC βασίζεται στην στρατηγική διαχείρισης κεφαλαίου κίνησης (Working Capital Management) μιας επιχείρησης και ποικίλει από κλάδο σε κλάδο, επομένως δεν υπάρχει κάποια συγκεκριμένη διάρκεια που να αντιπροσωπεύει έναν «καλό» ή «κακό» κύκλο μετατροπής μετρητών. Ωστόσο, το CCC μπορεί να είναι θετικό, αρνητικό ή μηδενικό.

Ένα θετικό CCC δείχνει τις ημέρες που μια εταιρεία προκαταβάλει κεφάλαια ενώ περιμένει τις πληρωμές από τους πελάτες της (Grosse-Ruyken et al., 2011). Όταν όμως, αυτές οι ημέρες είναι πολλές σημαίνει ότι η εταιρεία χρειάζεται πολύ χρόνο για να εισπράξει αυτές τις πληρωμές ή χρειάζεται πολύ χρόνο για να μετατρέψει τα αποθέματα σε πωλήσεις ή δεν χρησιμοποιεί τα βραχυπρόθεσμα περιουσιακά της στοιχεία όσο αποτελεσματικά θα μπορούσε. Το αρνητικό CCC δείχνει ότι η εταιρεία λαμβάνει μετρητά από τις πωλήσεις των αγαθών της πριν πληρώσει τους προμηθευτές της. Αυτό είναι αποτέλεσμα καλής διαχείρισης των αποθεμάτων, έγκαιρης είσπραξης πληρωμών από τους πελάτες και πληρωμής των προμηθευτών της εταιρείας. Ένα CCC μηδέν υποδεικνύει ότι υπάρχει ακριβή ισορροπία μεταξύ των ημερών μετατροπής των απαιτήσεων και των ημερών μετατροπής του αποθέματος και των ημερών μετατροπής των υποχρεώσεων.

Ο CCC μπορεί να βελτιστοποιηθεί (μειωθεί) με τρεις διαφορετικούς τρόπους: μειώνοντας το DIO, μειώνοντας το DSO ή αυξάνοντας το DPO. Δηλαδή με τη μείωση των αποθεμάτων ή τη συλλογή μετρητών πιο γρήγορα ή/και καθυστερώντας τις πληρωμές προς τους προμηθευτές. Όσο πιο μικρό είναι το CCC τόσο πιο υγιής είναι η εταιρεία γενικά.

Ο στόχος της διαχείρισης του κεφαλαίου κίνησης είναι να βελτιστοποιήσει τον κύκλο μετατροπής μετρητών (CCC) και κατά συνέπεια, την απόδοση του κεφαλαίου κίνησης. Μια εταιρία η οποία κατορθώνει, να διατηρεί ορθολογικά αποθέματα, να μην αυξάνει απότομα τους πελάτες της από έτος σε έτος και παράλληλα να αυξάνει τους προμηθευτές της, έτσι ώστε να μην αγοράζει από αυτούς πρώτες ύλες ή προϊόντα, σε μη ανταγωνιστικές τιμές, είναι εκείνη η οποία δημιουργεί αξία για τους μετόχους της. Με τον τρόπο αυτόν, ο κύκλος μετατροπής μετρητών διατηρείται σε μικρό αριθμό ημερών, οι ανάγκες της επιχείρησης σε κεφάλαιο κίνησης δεν είναι μεγάλες και οι ταμειακές της ροές βαίνουν ισχυρές. Σε αυτήν την περίπτωση, που δεν είναι μεν ιδανική αλλά αντιθέτως είναι εφικτή, η επιχείρηση πραγματοποιεί «υγιείς» πωλήσεις και δημιουργεί αξία για τους μετόχους της.

## **2.6 ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑ ΚΑΙ ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑ ΚΑΙ ΟΙ ΣΧΕΣΕΙΣ ΤΟΥΣ ΜΕ ΤΟ ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΚΙΝΗΣΗΣ**

Τα τελευταία χρόνια το ενδιαφέρον των επενδυτών δεν στρέφεται μόνο στην διαχείριση του κεφαλαίου κίνησης αλλά και στην αποδοτικότητα των επιχειρήσεων. Πολλές επιχειρήσεις έχουν οδηγηθεί σε πτώχευση εξαιτίας της έλλειψης ρευστότητας, παρόλο που δεν εμφάνιζαν προβλήματα αποδοτικότητας. Η σωστή διαχείριση της ρευστότητας, προφυλάσσει μια επιχείρηση από την περίπτωση οικονομικής πτώχευσης και οικονομικών δυσκολιών (Shin & Soenen, 1998). Ο τρόπος της διαχείρισης του κεφαλαίου κίνησης, μπορεί να έχει σημαντικό αντίκτυπο, τόσο στη ρευστότητα όσο και στην κερδοφορία της επιχείρησης. Βασικός σκοπός κάθε επιχείρησης, είναι η βραχυχρόνια διατήρηση ικανοποιητικής ρευστότητας και η μακροχρόνια επίτευξη της αποδοτικότητας. Οι δυο αυτές βασικές πλευρές της λειτουργίας της επιχείρησης, απασχολούν ιδιαίτερα τη διοίκηση της, στην προσπάθεια της να επιτύχει μια υγιή τρέχουσα οικονομική κατάσταση, αλλά και τη μελλοντική επιβίωση της.

Με τον όρο αποδοτικότητα, εννοούμε την ικανότητα διατήρησης και επαύξησης της καθαρής θέσης της επιχείρησης, ενώ με τον όρο ρευστότητα εννοούμε την ικανότητα της επιχείρησης να ανταποκρίνεται στις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της, όταν αυτές καθίστανται ληξιπρόθεσμες. Οι δύο αυτές θεμελιώδεις έννοιες, αν και σχετίζονται, εντούτοις δεν ταυτίζονται (Shelton, 2002). Μακροχρόνια, η ρευστότητα προϋποθέτει την ύπαρξη αποδοτικότητας, γιατί χωρίς την πραγματοποίηση κερδών για μεγάλη χρονική περίοδο, η επιχείρηση δε θα μπορέσει να βρει πηγή άντλησης κεφαλαίων, για την εξόφληση των υποχρεώσεων της. Βραχυχρόνια όμως, η ρευστότητα και η αποδοτικότητα αποτελούν δύο τελείως ανεξάρτητες έννοιες, οι οποίες συχνά, αποτελούν ανταγωνιστικούς στόχους για τη διοίκηση της επιχείρησης. Πράγματι, βραχυχρόνια, μια επιχείρηση είναι δυνατό, χωρίς να πραγματοποιεί κέρδη, να διατηρεί ικανοποιητικό βαθμό ρευστότητας που της επιτρέπει να ξεπερνάει τα εμπόδια και να επιβιώνει στις δύσκολες καταστάσεις, με συνέπεια ο βαθμός ρευστότητας να επιδρά στην αποδοτικότητα της. Αντίθετα, μια επιχείρηση που πραγματοποιεί κέρδη, μπορεί να αντιμετωπίσει πρόβλημα ρευστότητας, με συνέπεια να περιορίσει τη δραστηριότητα της και τελικά να οδηγηθεί σε χρεοκοπία.

Είναι σημαντικό μια επιχείρηση να έχει επαρκές κεφάλαιο κίνησης, για να καλύψει τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της ενώ αντίθετα, μια αύξηση των κερδών σε βάρος της ρευστότητας, μπορεί να επιφέρει σοβαρά προβλήματα στην επιχείρηση. Έτσι, η στρατηγική των επιχειρήσεων πρέπει να είναι σε μια ισορροπία, μεταξύ αυτών των δύο στόχων. Αν αγνοήσουν το κέρδος, δε θα μπορούν να επιβιώσουν για μεγαλύτερο χρονικό διάστημα ενώ, αν δεν ενδιαφέρονται για την ρευστότητα, μπορεί να αντιμετωπίσουν προβλήματα αφερεγγυότητας. Για τους λόγους αυτούς θα πρέπει να αποδίδεται δέουσα προσοχή στη διαχείριση του κεφαλαίου κίνησης και γενικότερα στην κερδοφορία της επιχείρησης.

Ο προσδιορισμός της ρευστότητας συνδέεται με την μελέτη του καθαρού κεφαλαίου κίνησης. Η ρευστότητα αποτελεί σημαντικό παράγοντα σταθερότητας και προόδου για κάθε επιχείρηση. Η υπερβολική ρευστότητα βλάπτει την αποδοτικότητα ενώ η ανεπαρκής ρευστότητα επιφέρει ταμειακή στενότητα, ικανή να οδηγήσει σε πτώχευση της επιχείρησης. Μια επιχείρηση μπορεί να είναι κερδοφόρα, αλλά αν αυτό δεν μεταφράζεται σε μετρητά, η επιχείρηση θα πρέπει να δανειστεί για τη κάλυψη των αναγκών του κεφαλαίου κίνησης. Έτσι, θα πρέπει να υπάρχει διπλός στόχος, κερδοφορίας και ρευστότητας, χωρίς να θίγει η μία την άλλη, για μεγάλο χρονικό διάστημα. Οι επενδύσεις σε κυκλοφορούν ενεργητικό είναι απαραίτητες για την ολοκλήρωση των αγαθών ή των υπηρεσιών, καθώς μια σωστή διαχείριση του κυκλοφορούν ενεργητικού θα πρέπει να δώσει τα επιθυμητά αποτελέσματα τόσο σε επίπεδο αποδοτικότητας όσο και ρευστότητας.

Εάν οι πόροι είναι δεσμευμένοι σε κάποιο στάδιο της εφοδιαστικής αλυσίδας, θα παρατείνει τη διάρκεια του ταμειακού κύκλου, οδηγώντας αρχικά σε αύξηση της κερδοφορίας (λόγω της αύξησης των πωλήσεων), στην συνέχεια όμως, εάν το κόστος του κεφαλαίου κίνησης υπερβαίνει τα οφέλη από την αύξηση αποθεμάτων ή / και τη χορήγηση επιπλέον εμπορικής πίστωσης στους πελάτες, θα οδηγήσει σε μειωμένη κερδοφορία. Ο Deloof (2003) αναφέρει ότι, τα κέρδη μπορεί δυνητικά, να μεγιστοποιούνται ανάλογα με τον τρόπο διαχείρισης του κεφαλαίου κίνησης, θα πρέπει όμως, να υπάρχει μια αντιστάθμιση μεταξύ του κέρδους και της ρευστότητας. Η μεγιστοποίηση του κέρδους και η διατήρηση της ρευστότητας είναι εξίσου σημαντικοί στόχοι για μια επιχείρηση και εάν η επιχείρηση παραμελεί το κέρδος, όχι μόνο δε θα επιβιώσει μακροπρόθεσμα, αλλά θα έρθει αντιμέτωπη με την πτώχευση αν έχει προβλήματα ρευστότητας.

Η έννοια της ρευστότητας επεκτείνεται και στο ανθρώπινο δυναμικό. Σε δύσκολους καιρούς για την οικονομία, είναι σημαντικό να αξιολογηθεί η ενδεχόμενη επαναδιαπραγμάτευση των όρων συνεργασίας, με μη εξαρτημένες συμβάσεις στελεχών και συμβούλων, με την αναβολή των προσλήψεων του προσωπικού, με επιτάχυνση των συνταξιοδοτήσεων, με μειώσεις στελεχών, και τέλος, με εξάλειψης «περιττών» ρόλων.

Η μελέτη των Singh & Asress (2011) αναλύει την αρνητική σχέση μεταξύ κερδοφορίας και ρευστότητας, διαφόρων κλάδων στην Ινδία, ενώ παρατηρείται ισχυρή επίδραση στην σχέση κερδοφορίας και κεφαλαίου κίνησης. Εάν το κεφάλαιο κίνησης των επιχειρήσεων, είναι κάτω από το απαιτούμενο κεφάλαιο κίνησης, σε σχέση με το λειτουργικό μέγεθος τους, τότε οι επιχειρήσεις υποχρεούνται να παράγουν κάτω του βέλτιστου μεγέθους τους και αυτό δημιουργεί έντονα προβλήματα κάλυψης των τρεχουσών αναγκών τους και χαμηλές αποδόσεις του ενεργητικού τους (ROA).

Το γεγονός ότι, ένα θετικό κεφάλαιο κίνησης προσφέρει ένα κοινό μέτωπο διαχείρισης της κερδοφορίας και της ρευστότητας, αποτέλεσε τον κύριο άξονα της μελέτης των Maleki et al. (2012), αποδεικνύοντας ότι η διαχείριση του κεφαλαίου κίνησης, επηρεάζει σημαντικά τους δύο παράγοντες οικονομικής απόδοσης, τόσο την κερδοφορία όσο και την ρευστότητα. Μια επιχείρηση με έλλειψη επαρκούς ρευστότητας για την κάλυψη των τρεχουσών υποχρεώσεων της, οδηγείται σε κακή αξιολόγηση της πιστοληπτικής της ικανότητας και στο τελικό κλείσιμο της.

Η σωστή διαχείριση του κεφαλαίου κίνησης, συνεπώς, εξασφαλίζει τη υψηλή ρευστότητα και την υγιή κερδοφορία . Η καλύτερη πηγή ρευστότητας και η φθηνότερη χρηματοδότηση, πηγάζουν από τη μείωση της ανάγκης χρηματοδότησης κεφαλαίου κίνησης. Ακόμη και οι μικρές αλλαγές στα επίπεδα του κεφαλαίου κίνησης μπορεί να έχουν δραματικό αντίκτυπο στην λειτουργία ταμειακής ροής, ενώ οι βελτιώσεις στις απαιτήσεις, στις πιστώσεις και στις διεργασίες αποθεμάτων, οδηγούν συνήθως σε χαμηλότερο κόστος λειτουργίας και σε βελτιωμένη παραγωγή, επιτυγχάνοντας ακρίβεια τόσο στις προβλέψεις όσο και στους μελλοντικούς στόχους.

Με βάση τα παραπάνω συμπεραίνουμε ότι για την σωστή και αποτελεσματική αξιολόγηση της ρευστότητας μιας επιχείρησης, είναι απαραίτητο να χρησιμοποιηθούν τόσο στατικά όσο και δυναμικά μεγέθη μέτρησης, τα οποία αλληλοσυμπληρώνονται. Τα εμπειρικά αποτελέσματα έδειξαν ότι για διάφορους κλάδους και σε διάφορες οικονομίες οι παραδοσιακοί αριθμοδείκτες είναι κατάλληλοι για την αξιολόγηση της ρευστότητας, ενώ σε άλλες περιπτώσεις τα νέα δυναμικά μεγέθη, όπως ο κύκλος μετατροπής μετρητών είναι περισσότερο κατάλληλα. Ουσιαστικά, το πλεονέκτημα των σύγχρονων τεχνικών μέτρησης της ρευστότητας είναι ότι βοηθούν στην αξιολόγηση.

## **2.7 ΚΕΡΔΟΦΟΡΙΑ**

Κερδοφορία μιας επιχείρησης είναι η ικανότητα που έχει να χρησιμοποιεί τους πόρους της για να αποφέρει έσοδα που υπερβαίνουν τα έξοδά της. Με άλλα λόγια είναι η ικανότητα να παράγετε κέρδος από τις παραγωγικές δραστηριότητες μιας εταιρείας.

Η κερδοφορία των επιχειρήσεων μπορεί να μετρηθεί είτε μέσω της απόδοσης των ιδίων κεφαλαίων (ROE), δηλαδή του ποσοστού του καθαρού κέρδους προς το συνολικό κεφάλαιο της εταιρείας, είτε μέσω της απόδοσης του ενεργητικού (ROA), δηλαδή του ποσοστού του καθαρού κέρδους προς το συνολικό ενεργητικό της εταιρείας.

**Αριθμοδείκτης απόδοσης ιδίων κεφαλαίων (Return on Equity / ROE):**

Ο δείκτης απόδοση των ιδίων κεφαλαίων (Return On Equity) είναι ένας χρηματοοικονομικός δείκτης, ο οποίος δείχνει πόσο αποδοτικά χρησιμοποιεί μια επιχείρηση τα κεφάλαια που διαθέτει, ώστε να δημιουργήσει έσοδα - κέρδη, και εκφράζεται σε ποσοστιαίες μονάδες. Χρησιμοποιείται ως ένδειξη αποτελεσματικότητας μιας εταιρείας, δηλαδή πόσο κέρδος μπορεί να παράγει χρησιμοποιώντας τους διαθέσιμους πόρους, οι οποίοι επενδύθηκαν από τους μετόχους της (μετοχικό κεφάλαιο), και τα αποθεματικά της. Μια εταιρεία μπορεί να δημιουργήσει αξία για τους μετόχους της, εάν η απόδοση ιδίων κεφαλαίων είναι μεγαλύτερη από το κόστος ευκαιρίας των κεφαλαίων αυτών. Αν δηλαδή η αναμενόμενη απόδοση που απαιτούν οι μέτοχοι για να επενδύσουν στην εταιρία είναι υψηλότερη από την απόδοση εναλλακτικών μορφών επενδύσεων με παρόμοιο επίπεδο κεφαλαιακού κινδύνου. Για το λόγο αυτό, ο δείκτης είναι ιδιαιτέρως χρήσιμος για τους υφιστάμενους και πιθανούς μετόχους καθώς καταδεικνύει το βαθμό αποτελεσματικής διαχείρισης των χρημάτων τους από την επιχείρηση (Σουμπενιώτης & Ταμπακούδης 2017). Ο ROE πρέπει να χρησιμοποιείται για συγκρίσεις μεταξύ επιχειρήσεων σε ομοειδείς κλάδους, λόγω της ιδιαίτερης φύσης κάθε κλάδου και των διαφορετικών λογιστικών πρακτικών που χρησιμοποιούνται στον καθένα. Ωστόσο, η σύγκριση του ROE ακόμα και εντός του ίδιου κλάδου μπορεί να είναι παραπλανητική, καθώς ο ROE αγνοεί την επίδραση του χρέους στην απόδοση. Έτσι, στον υπολογισμό του ROE πρέπει να συνυπολογίζεται και η μεγάλη μεταβλητότητα του, για την εξαγωγή πιο ορθών συμπερασμάτων (Βασιλείου και Ηρειώτης, 2008; Γκούμας, 2010). Υψηλή τιμή του δείκτη ROE σημαίνει ότι η εταιρεία επενδύει λιγότερα ίδια κεφάλαια για την επίτευξη του εκάστοτε στόχου της. Αυτό σημαίνει πως η επιχείρηση διαθέτει επιπλέον διαθέσιμα κεφάλαια για την αγορά νέων μετοχών και την πληρωμή περισσότερων μερισμάτων, ενώ διαθέτει και καλύτερη διαπραγματευτική ισχύ απέναντι σε προμηθευτές και δανειστές. Αντίθετα, χαμηλές τιμές του ROE σημαίνει ότι η χρηματοδότηση από τους επενδυτές-μετόχους για ανάπτυξη της εταιρείας είναι πολύ «ακριβή».

Ο δείκτης απόδοση των ιδίων κεφαλαίων υπολογίζεται ως εξής:

ROE = Καθαρά Κέρδη / Ιδία Κεφάλαια Χ 100

**Αριθμοδείκτης απόδοσης** **ενεργητικού (Return on Assets / ROA):**

Η απόδοση του ενεργητικού είναι ένας δείκτης που δείχνει πόσο κερδοφόρα είναι μια επιχείρηση σε σχέση με την αξία του συνολικού ενεργητικού της και εκφράζεται σε ποσοστό. Δίνει στους επενδυτές μία ιδέα για την ικανότητα μιας εταιρείας να παράγει καθαρό εισόδημα με βάση ένα ορισμένο επίπεδο περιουσιακών στοιχείων (Rusdiyanto et al. 2020) και κατ’ επέκταση για την οικονομική ισχύ της εταιρείας. Το ενεργητικό μιας εταιρείας χρηματοδοτείται τόσο από χρέος όσο και από τα ίδια κεφάλαια. Οι δύο αυτοί τύποι χρηματοδότησης χρησιμοποιούνται για να τροφοδοτήσουν τις ανάγκες της παραγωγικής δραστηριότητας μιας επιχείρησης. Όσο μεγαλύτερο είναι το ROA, τόσο λιγότερες επενδύσεις χρειάζονται για να παραχθεί κέρδος και τόσο καλύτερα η εταιρεία αξιοποιεί τα περιουσιακά της στοιχεία για να δημιουργήσει απόδοση. Το ROA συνήθως χρησιμοποιείται για ανάλυση μεταξύ εταιρειών παρόμοιου μεγέθους του ίδιου κλάδου, καθώς είναι πιθανό να απαιτούν παρόμοια περιουσιακά στοιχεία για τη λειτουργία τους ή εναλλακτικά διαχρονικά για την ίδια εταιρεία.

Ο δείκτης απόδοση ενεργητικού υπολογίζεται ως εξής:

ROΑ = Καθαρά Κέρδη / Συνολικό Ενεργητικό Χ 100

1. **ΚΕΦΑΛΑΙΟ - ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΚΗ ΕΠΙΣΚΟΠΗΣΗ ΣΧΕΤΙΚΑ ΜΕ ΤΗΝ ΕΠΙΔΡΑΣΗ ΤΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ ΚΙΝΗΣΗΣ ΣΤΗΝ ΚΕΡΔΟΦΟΡΙΑ**
	1. **ΕΙΣΑΓΩΓΗ**

Το παρόν κεφάλαιο παρουσιάζει την υπάρχουσα ξένη βιβλιογραφία, σχετικά με τις μελέτες που έχουν γίνει για την σχέση μεταξύ διαχείρισης κεφαλαίου κίνησης και κερδοφορίας. Η διαχείριση του κεφαλαίου κίνησης είναι σημαντική για την ενίσχυση της κερδοφορίας και τη δημιουργία αξίας για τους μετόχους, και βρέθηκε σε τόσες πολλές μελέτες σε διαφορετικές χώρες που έχει σημαντικό αντίκτυπο στην κερδοφορία και τη ρευστότητα. Αυτή η ενότητα λοιπόν παρουσιάζει το χρονολόγιο των σημαντικών μελετών που σχετίζονται με αυτή τη μελέτη προκειμένου να αξιολογηθεί και να εντοπιστεί το ερευνητικό κενό.

 Η πρώτη ενότητα αφορά τις θεωρητικές μελέτες που αναπτύχθηκαν με χρονολογική σειρά και αναφέρεται στους δείκτες ρευστότητας, μεταξύ των οποίων και ο ταμειακός κύκλος. Η δεύτερη ενότητα αφορά τις εμπειρικές μελέτες που σχετίζονται με την επίδραση του κεφαλαίου κίνησης στην κερδοφορία των επιχειρήσεων καθώς και τα συμπεράσματα αυτών.

**3.2 ΘΕΩΡΗΤΙΚΕΣ ΜΕΛΕΤΕΣ**

Σε αυτήν την ενότητα παρουσιάζονται οι θεωρητικές μελέτες που αναπτύχθηκαν σχετικά με τον ταμειακό κύκλο και άλλους δείκτες σαν εργαλεία μέτρησης της ρευστότητας.

Λόγω της ανεπάρκειας των παραδοσιακών δεικτών ρευστότητας (δείκτης κυκλοφοριακής ρευστότητας και άμεσης ρευστότητας) να προσδιορίσουν την ρευστότητα μίας επιχείρησης, πολλοί ερευνητές ανέπτυξαν κάποιους νέους δείκτες.

Ο Gitman (1974) παρουσίασε μια απλοποιημένη προσέγγιση για τον υπολογισμό του ελάχιστου επιπέδου μετρητών που χρειάζεται μια επιχείρηση. Ο Gitman όρισε ως συνολικό ταμειακό κύκλο το αριθμό των ημερών από τη στιγμή που η επιχείρηση πληρώνει για την αγορά των πρώτων υλών μέχρι τη στιγμή που εισπράττει μετρητά από την πώληση των ετοίμων πια προϊόντων.

O Hager (1976) ήταν ο πρώτος που παρουσίασε τον ταμειακό κύκλο υποστηρίζοντας ότι η καλή διαχείριση μετρητών προϋποθέτει την εξέταση του κύκλου μετρητών της εταιρείας, συνεχή ενημέρωση των τεχνικών διαχείρισης και δομημένη προσέγγιση στις επενδυτικές αποφάσεις. Επίσης πρότεινε ορισμένες τεχνικές για τη συντόμευση του χρόνου κάθε τμήματος του κύκλου μετρητών, καθώς σκοπός είναι η συμπίεση του κύκλου όσο το δυνατόν περισσότερο και επομένως η επιτάχυνση της ροής των μετρητών μέσα στις λειτουργίες της επιχείρησης.

Μία από τις αρχικές μελέτες ήταν αυτή των Richards και Laughlin (1980), οι οποίοι πρότειναν τον κύκλο μετατροπής μετρητών (cash conversion cycle) ως μέτρο αξιολόγησης της διαχείρισης της ρευστότητας της επιχείρησης. Προτείνουν τον ταμειακό κύκλο, καθώς προσφέρει μια δυναμική ανάλυση της ρευστότητας των επιχειρήσεων, έναντι των στατικών δεικτών ρευστότητας και δίνει πιο αξιόπιστα στοιχεία για τις ανάγκες της επιχείρησης σε βραχυπρόθεσμη χρηματοδότηση. Τέλος, η προσφορά των δύο συγγραφέων στην ανάλυση του ταμειακού κύκλου είναι ιδιαίτερα σημαντική, αφού βοήθησαν στην διάδοση της έννοιας του ταμειακού κύκλου γράφοντας ένα βραβευμένο άρθρο σε ένα περιοδικό ευρείας ανάγνωσης από ακαδημαϊκούς αλλά και επαγγελματίες.

Ο Nordgren (1981), ανέλυσε τον ταμειακό κύκλο σε δύο επιμέρους τμήματα, τον κύκλο παγίων περιουσιακών στοιχείων (asset conversion cycle) και τον κύκλο των υποχρεώσεων (liability cycle). Ομοίως και αυτός υποστήριξε πως η ανάλυση του ταμειακού κύκλου είναι καλύτερη για τον προσδιορισμό των αναγκών μιας επιχείρησης από τους παραδοσιακούς στατικούς δείκτες οι οποίοι δεν δίνουν μια αντικειμενική εικόνα του βαθμού ρευστότητας που υπάρχει.

Αργότερα, οι Gitman και Sachdeva (1982) βελτίωσαν την προηγούμενη προσέγγιση του Gitman (1974), αναπτύσσοντας ένα θεωρητικό μοντέλο το οποίο εκτιμά και αναλύει τις αλλαγές στην απαιτούμενη επένδυση κεφαλαίου κίνησης μιας επιχείρησης, ενσωματώνοντας την έννοια της προστιθέμενης αξίας στον Κύκλο Κεφαλαίου Κίνησης (Working Capital Cycle; WCC). Ο κύκλος κεφαλαίου κίνησης υποδεικνύει το χρονικό διάστημα κατά το οποίο θα απαιτηθεί κεφάλαιο κίνησης.

Ο Emery (1984) περιγράφει τα χαρακτηριστικά που απαιτούνται για ένα καλό μέτρο ρευστότητας και επανεξετάζει και αξιολογεί τους παραδοσιακούς δείκτες σε σχέση με αυτά τα χαρακτηριστικά. Προτείνει ένα νέο δείκτη ρευστότητας, τον "Lambda", βασιζόμενος σε μια προσέγγιση που είχε αναπτύξει σε μια άλλη μελέτη του [(Emery & Cogger, (1982)]. Ο δείκτης αυτός προκύπτει από την διαίρεση του αθροίσματος του αρχικού ρευστού αποθέματος και της συνολικής αναμενόμενης καθαρής χρηματορροής με τις οριακές τιμές των καθαρών χρηματορροών για την υπό ανάλυση περίοδο. Όσο μεγαλύτερη είναι η αξία του λάμδα, τόσο μεγαλύτερη είναι η ρευστότητα της επιχείρησης.

Τον επόμενο χρόνο εμφανίζεται ένας νέος δείκτης από τους Shulman και Cox (1985) για τη μέτρηση της ρευστότητας. Οι Shulman και Cox επισημαίνουν ότι οι τρέχοντες δείκτες παρέχουν καλές πληροφορίες από την άποψη της ρευστοποίησης, αλλά όχι από μια δυναμική προοπτική της ρευστότητας της επιχείρησης. Έτσι, παρουσιάζουν έναν νέο δείκτη ρευστότητας, τον δείκτη της καθαρής εξισορρόπησης της ρευστότητας (NLB). Ο δείκτης αυτός μετρά το καθαρό ποσό των ρευστών διαθεσίμων και υποχρεώσεων μιας επιχείρησης με μια ολοκληρωμένη έκφραση που αποδεικνύει την άμεση επίδραση που έχουν οι αλλαγές στους λειτουργικούς πόρους επί της χρηματοοικονομικής ρευστότητας μιας επιχείρησης. Ο δείκτης αυτός υπολογίζεται αθροίζοντας όλα τα ρευστά χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία(μετρητά, διαπραγματεύσιμα χρεόγραφα) μείον όλες τις ρευστές χρηματοοικονομικές υποχρεώσεις (βραχυπρόθεσμα γραμμάτια πληρωτέα, τρέχουσες μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις). Ο νέος δείκτης μπορεί να χρησιμοποιηθεί σαν μέτρο σύγκρισης μεταξύ διαφορετικών επιχειρήσεων και κλάδων. Εάν το αποτέλεσμα είναι αρνητικό, τότε φανερώνεται η εξάρτηση από την εξωτερική χρηματοδότηση.

 Οι Gentry, Vaidyanathan και Lee (1990), ανέπτυξαν τον σταθμισμένο ταμειακό κύκλο και τον όρισαν ως το μέτρο του σταθμισμένου αριθμού ημερών που τα κεφάλαια είναι δεσμευμένα σε απαιτήσεις, αποθέματα και υποχρεώσεις, μείον τον σταθμισμένο αριθμό ημερών που αναβάλλονται οι πληρωμές σε μετρητά στους προμηθευτές. Ο συντελεστής στάθμισης προκύπτει από την διαίρεση του ποσού μετρητών που δεσμεύεται σε κάθε τμήμα του κύκλου με την τελική τιμή του προϊόντος. Οι τρεις αναλυτές κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι ο σταθμισμένος κύκλος μετατροπής μετρητών μπορεί να θεωρηθεί ως πιο εκλεπτυσμένο μέτρο ρευστότητας, καθώς συνδυάζει τον συγχρονισμό και το ύψος των πόρων που χρησιμοποιούνται κατά τη διάρκεια του συνολικού κύκλου και δεν βασίζεται μόνο στον χρόνο όπως στην περίπτωση του ταμειακού κύκλου.

Οι Kargar και Blumenthal (1994) σε άρθρο τους στο ακαδημαϊκό περιοδικό ΤΜΑ, σύγκριναν τους παραδοσιακούς αριθμοδείκτες (κυκλοφοριακής/ άμεσης ρευστότητας) με τον ταμειακό κύκλο στα πλαίσια μικρών επιχειρήσεων. Πρότειναν την προσέγγιση του ταμειακού κύκλου στη διοίκηση του κεφαλαίου κίνησης για τον προσδιορισμό του μέγιστου επιπέδου πωλήσεων μιας μικρής επιχείρησης, έτσι ώστε αυτή να μην αντιμετωπίσει έλλειψη μετρητών. Υποστήριξαν πως οι παραδοσιακοί δείκτες ρευστότητας δεν προσφέρουν επαρκείς πληροφορίες για την απόδοση των μετρητών στη διαδικασία μετατροπής των στοιχείων του κεφαλαίου κίνησης της επιχείρησης. Από την άλλη μεριά, οι στατικοί αυτοί δείκτες δίνουν μεγαλύτερη έμφαση στη ρευστοποίηση παρά σε μία προσέγγιση συνεχούς ενδιαφέροντος για την ανάλυση της ρευστότητας. Και στην ανάλυση της ρευστότητας ένα κρίσιμο σημείο είναι η κάλυψη των λειτουργικών χρηματορροών, παρά η αξία ρευστοποίησης του ενεργητικού. Έτσι προκειμένου μια επιχείρηση να εξασφαλίσει το απαιτούμενο ποσό στο κατάλληλο χρόνο, για να καλύψει τις ανάγκες της σε ρευστά διαθέσιμα, είναι προτιμότερο να χρησιμοποιήσει το δείκτη του ταμειακού κύκλου, ο οποίος προσφέρει πιο σαφείς πληροφορίες για τη διοίκηση του κεφαλαίου κίνησης.

 Ο Schilling (1996), υποστήριξε ότι ο ταμειακός κύκλος είναι ένα μέσο αξιολόγησης των αλλαγών του κεφαλαίου κίνησης όπου αναγνωρίζει τη δυναμική φύση του κεφαλαίου κίνησης και αναλύει πιο εύκολα τα επιμέρους στοιχεία του. Έτσι, ο ταμειακός κύκλος περιγράφει τη ρευστότητα μιας επιχείρησης και μπορεί να αξιολογεί τις μεταβολές του κεφαλαίου κίνησης διευκολύνοντας την παρακολούθηση και τον έλεγχο των συστατικών μερών του. Ο Schilling όρισε το άριστο επίπεδο ρευστότητας μιας επιχείρησης εκείνο το ελάχιστο επίπεδο ρευστότητας που είναι απαραίτητο για να καλύψει ένα συγκεκριμένο επίπεδο επιχειρηματικών δραστηριοτήτων, ώστε να μη δεσμεύονται επιπλέον κεφάλαια στις επενδύσεις κεφαλαίου κίνησης απ' ό,τι στις κεφαλαιουχικές επενδύσεις. Σύμφωνα με τον Schilling, η βασική δραστηριότητα της διοίκησης κεφαλαίου κίνησης είναι ο προσδιορισμός και η παρακολούθηση του άριστου επιπέδου ρευστότητας. Τέλος, ο Schilling τονίζει ότι οι αποφάσεις μιας επιχείρησης να διατηρήσει το άριστο επίπεδο ρευστότητας είναι μια σχέση ανάμεσα στις χρηματοοικονομικές αποφάσεις της να μειώσει τον ταμειακό της κύκλο, που οδηγεί σε μείωση της ελάχιστης ρευστότητας κι ανάμεσα στις λειτουργικές αποφάσεις της, που μπορεί να οδηγήσουν σε αύξηση του ταμειακού κύκλου και σε αύξηση της ελάχιστης ρευστότητας. Ο ταμειακός κύκλος λοιπόν είναι κλειδί για τον προσδιορισμό του άριστου επιπέδου ρευστότητας.

Ο Gallinger (1997), ενθάρρυνε τις επιχειρήσεις και τις διοικήσεις τους να εγκαταλείψουν τους παραδοσιακούς δείκτες ρευστότητας οι οποίοι είναι στατικοί και να χρησιμοποιήσουν τον ταμειακό κύκλο, που είναι δυναμικός, εξετάζει διαχρονικά τις χρηματορροές και δίνει σαφέστερη εικόνα της ρευστότητας. Πιο συγκεκριμένα, υποστήριξε πως οι μακροχρόνιες λειτουργικές αποφάσεις οι οποίες έχουν ως αποτέλεσμα την αύξηση του ταμειακού κύκλου, οδηγούν σε μεγαλύτερη δέσμευση των επενδύσεων σε μετρητά και σε άλλα κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία και μείωση της ικανότητας χρηματοδότησης των επενδύσεων αυτών με βραχυπρόθεσμα κεφάλαια. Αυτή η μεγαλύτερη δέσμευση κεφαλαίων σε λιγότερο ρευστές μορφές κεφαλαίου κίνησης, οδηγεί σε μεγαλύτερες τιμές των παραδοσιακών δεικτών ρευστότητας, που σημαίνει ότι αυτοί οι δείκτες δεν έχουν τη δυνατότητα να αποκαλύψουν κάποιο πρόβλημα ρευστότητας και αυτό μπορεί να έχει πολύ δυσάρεστες συνέπειες για την επιχείρηση. Λόγω αυτής της αδυναμίας των παραδοσιακών δεικτών, ο Gallinger προτείνει τη χρήση του ταμειακού κύκλου.

**3.3 ΕΜΠΕΙΡΙΚΕΣ ΜΕΛΕΤΕΣ**

Ο Belt (1985), εξέτασε τις τάσεις του κύκλου μετατροπής μετρητών και τις συνιστώσες του κατά την περίοδο 1950-1983 στις Ηνωμένες Πολιτείες, για εκείνες τις κατηγορίες επιχειρήσεων που υπάρχουν δεδομένα Τριμηνιαίας Οικονομικής Έκθεσης για τις εταιρείες παραγωγής, εξόρυξης και εμπορίου (QFR). Ο Belt διαπίστωσε ότι οι επιχειρήσεις λιανικής και χονδρικής είχαν ταμειακούς κύκλους μικρότερους από εκείνους των κατασκευαστικών επιχειρήσεων. Οι εταιρείες εξόρυξης είχαν τον μικρότερο ταμειακό κύκλο σε σχέση με τους άλλους κλάδους, επειδή αυτός ο τύπος κλάδου έχει τη μεγαλύτερη περίοδο αναβολής πληρωμών από όλους τους κύριους τύπους επιχειρήσεων. Ο ταμειακός κύκλος του κατασκευαστικού κλάδου αυξάνεται μέχρι το 1970 και έπειτα μειώνεται. Τέλος, ο Belt διαπίστωσε ότι τα κυκλικά φαινόμενα είναι εμφανή. Ο ταμειακός κύκλος αυξάνεται σε περιόδους ύφεσης. Ο ταμειακός κύκλος μη διαρκών αγαθών μειώθηκε επίμονα, ενώ ο ταμειακός κύκλος διαρκών αγαθών ήταν ασταθής αλλά πτωτική για την εξεταζόμενη χρονική περίοδο.

Οι Besley και Meyer (1987), αξιολόγησαν εμπειρικά τις αλληλεπιδράσεις μεταξύ των λογαριασμών του κεφαλαίου κίνησης και του ταμειακού κύκλου, την ταξινόμηση της επιχείρησης στον κλάδο της και το ποσοστό πληθωρισμού. Η έρευνα έγινε με δείγμα από επιχειρήσεις των ΗΠΑ την περίοδο 1969-1983. Τα αποτελέσματα της μελέτης έδειξαν ότι ο κύκλος μετατροπής μετρητών συσχετίστηκε περισσότερο με τη μέση περίοδο διατήρησης του αποθέματος και λιγότερο με την περίοδο της αυτόματης πίστωσης (spontaneous credit). Αυτό υποδηλώνει πως το σημαντικότερο στοιχείο στον ταμειακό κύκλο είναι η δραστηριότητα των αποθεμάτων. Ο κύκλος μετατροπής μετρητών και τα στοιχεία του έχουν θετική σχέση, καθώς για την εξεταστική περίοδο διέφεραν από κλάδο σε κλάδο, αλλά δεν διέφεραν από έτος σε έτος. Τέλος, οι συγγραφείς διαπίστωσαν ότι δεν υπήρχε σημαντική συσχέτιση μεταξύ της αξίας του κύκλου μετατροπής μετρητών και του ποσοστού πληθωρισμού.

Ο Kamath (1989), εξέτασε εμπειρικά την σχέση μεταξύ των παραδοσιακών δεικτών (κυκλοφοριακής και άμεσης ρευστότητας) και του κύκλου μετατροπής μετρητών. Εξέτασε επίσης εάν ο καθαρός εμπορικός κύκλος είναι μια καλή προσέγγιση του κύκλου μετατροπής μετρητών καθώς και την σχέση μεταξύ των τριών παραπάνω μέτρων ρευστότητας και του μέτρου κερδοφορίας της επιχείρησης. Η έρευνά του εστιάζεται σε μεγάλες επιχειρήσεις σε έξι βιομηχανίες λιανικής για την περίοδο 1970-1984 και διαπίστωσε ότι:

1. Οι δείκτες κυκλοφοριακής και άμεσης ρευστότητας συσχετίζονται αρνητικά με τον ταμειακό κύκλο,

2. Οι δείκτες κυκλοφοριακής και άμεσης ρευστότητας δεν σχετίζονται αρνητικά με το δείκτη κερδοφορίας,

3. Ο καθαρός εμπορικός κύκλος παρείχε τις ίδιες πληροφορίες με τον κύκλο μετατροπής μετρητών και

4. Ο ταμειακός κύκλος και ο καθαρός εμπορικός κύκλος συσχετίζονται αρνητικά με το δείκτη κερδοφορίας.

 Καταλήγοντας, ο Kamath πιστεύει ότι κάθε μέτρο μπορεί να δώσει τόσο χρήσιμες όσο και παραπλανητικές ενδείξεις σχετικά με τη θέση ρευστότητας της επιχείρησης. Ως εκ τούτου, προτείνει τη χρήση όλων των μέτρων ώστε να εξασφαλιστεί καλύτερη εικόνα της κατάστασης ρευστότητας και η αποτελεσματικότητα της διαχείρισης του κεφαλαίου κίνησης μιας επιχείρησης.

Οι Lyroudi και McCarty (1993) δημοσίευσαν μια εμπειρική μελέτη για τον ταμειακό κύκλο των πολύ μικρών επιχειρήσεων κατά την περίοδο 1984-1988 στις Η.Π.Α. Χρησιμοποίησαν ως δείγμα περισσότερες από 1.000 Ορκωτές Λογιστικές Εταιρείες που βρίσκονται σε όλη τη χώρα με σύνολο ενεργητικού ή κύκλου εργασιών της τάξης του $1.000.000 και κάτω, στοιχεία τα οποία προμηθεύτηκαν από τη βάση δεδομένων Financial Studies of the Small Business του οργανισμού Financial Research Associates, εξέτασαν τον ταμειακό κύκλο σαν μέσο αξιολόγησης της ρευστότητας κάθε εταιρίας. Σε αυτή την μελέτη παρουσιάστηκε η εμπειρική σχέση του ταμειακού κύκλου, των δεικτών κυκλοφοριακής και άμεσης ρευστότητας με τους δείκτες κερδοφορίας, του καθαρού περιθωρίου κέρδους, της απόδοσης της επένδυσης και της απόδοσης ιδίων κεφαλαίων. Τα αποτελέσματα της μελέτης έδειξαν ότι ο ταμειακός κύκλος σχετίστηκε αρνητικά με το δείκτη κυκλοφοριακής ρευστότητας, αν και όχι στατιστικά σημαντική, με την περίοδο μετατροπής του αποθέματος και με την περίοδο αναβολής των υποχρεώσεων. Από την άλλη, θετικά σχετίστηκε ο ταμειακός κύκλος με τον δείκτη άμεσης ρευστότητας και με την περίοδο επανείσπραξης των εισπρακτέων λογαριασμών. Τέλος, τα αποτελέσματα έδειξαν ότι υπάρχουν διαφορές μεταξύ του ταμειακού κύκλου στους κλάδους μεταποίησης, λιανικής, χονδρικής και παροχής υπηρεσιών, αλλά και διαφορές μεταξύ του ταμειακού κύκλου στις μικρές και μεγάλες επιχειρήσεις με βάση αποτελέσματα άλλων ερευνών.

Ο Deloof (2003) ερεύνησε την σχέση μεταξύ του κεφαλαίου κίνησης και της εταιρικής κερδοφορίας και χρησιμοποίησε το ταμειακό κύκλο ως μέτρο της διαχείρισης του κεφαλαίου κίνησης. Χρησιμοποίησε ένα δείγμα 1009 μεγάλων Βελγικών επιχειρήσεων για το χρονικό διάστημα 1992-1996. Τα αποτελέσματα της έρευνας έδειξαν μία εταιρεία μπορεί να αυξήσει τα κέρδη της εάν μειωθούν οι ημέρες είσπραξης των απαιτήσεων από τους πελάτες (DSO) και το ημερήσιο απόθεμα σε εκκρεμότητα (DOI), δηλαδή τα δύο συστατικά στοιχεία του ταμειακού κύκλου. Επίσης, ο Deloof παρατήρησε ότι οι επιχειρήσεις είναι λιγότερο επικερδής, αργούν περισσότερο να αποπληρώσουν τα χρέη τους προς τους προμηθευτές. Τέλος, παρατήρησε ότι υπάρχει αρνητική σχέση μεταξύ του ταμειακού κύκλου και των δεικτών κερδοφορίας ROE και ROA. Συμπερασματικά, και αυτή η έρευνα επιβεβαιώνει την αντίστροφη σχέση μεταξύ της διάρκειας του ταμειακού κύκλου και της κερδοφορίας των επιχειρήσεων.

Οι Λαζαρίδης και Τρυφωνίδης (2006), εξέτασαν την σχέση μεταξύ διαχείρισης κεφαλαίου κίνησης και κερδοφορίας 131 επιχειρήσεων εισηγμένων στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών για την περίοδο 2001 έως 2004. Με αυτή την έρευνα ανακάλυψαν ότι υπάρχει αρνητική και στατιστικά σημαντική σχέση μεταξύ της κερδοφορίας για την μέτρηση της οποίας έγινε χρήση το μεικτό λειτουργικό κέρδος και του ταμειακού κύκλου. Τέλος, ανέφεραν ότι οι διοικήσεις των επιχειρήσεων μπορούν να αυξήσουν την κερδοφορία της επιχείρησης με την ορθή και αποτελεσματική διαχείριση του ταμειακού κύκλου καθώς και των συστατικών του στοιχείων.

Σε σχετική μελέτη κινήθηκαν και οι Gill, Biger και Mathur (2010), οι οποίοι εξέτασαν και αυτοί την σχέση κεφαλαίου κίνησης και κερδοφορίας των επιχειρήσεων. Χρησιμοποίησαν ένα δείγμα 88 επιχειρήσεων που ήταν εισηγμένες στο Χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης, πέντε διαφορετικών βιομηχανικών κλάδων, την χρονική περίοδο από το 2005 έως και 2007. Ανακάλυψαν ότι υπάρχει θετική και στατιστικά σημαντική σχέση μεταξύ της κερδοφορίας για την μέτρηση της οποίας έγινε χρήση το μεικτό λειτουργικό κέρδος και του ταμειακού κύκλου. Επίσης, τα ευρήματα έδειξαν ότι η μέση περίοδος είσπραξης των απαιτήσεων σχετίζεται αρνητικά με την εταιρική κερδοφορία, ως αποτέλεσμα των επιχειρήσεων να μειώσουν το κενό ρευστότητας στον ταμειακό κύκλο. Από την άλλη, η μέση περίοδος εξόφλησης των υποχρεώσεων και η μέση περίοδος παραμονής των αποθεμάτων στην αποθήκη, δεν επηρεάζουν την κερδοφορία των επιχειρήσεων. Γενική διαπίστωση της έρευνας αποτελεί το γεγονός ότι η κερδοφορία μιας επιχείρησης μπορεί βελτιωθεί με αποδοτικότερη διαχείριση του κεφαλαίου κίνησης.

Σε πιο πρόσφατη μελέτη του ο Al-Abass (2017), χρησιμοποίησε δείγμα 30 εταιρειών παραγωγής και εμπορίας από τις εισηγμένες εταιρείες του Χρηματιστηρίου του Καράτσι (KSE) που είναι διεθνές χρηματιστήριο για την 5ετία από το 2012 έως το 2016. Τα ευρήματα της μελέτης έδειξαν ότι υπάρχει μια μη σημαντική αρνητική συσχέτιση μεταξύ της διάρκειας του κύκλου μετατροπής μετρητών και την κερδοφορία. Οι επιχειρήσεις με μεγαλύτερο κύκλο μετατροπής μετρητών (CCC) έχουν μικρότερη κερδοφορία. Ο κύριος λόγος αυτού είναι ότι οι επιχειρήσεις καθυστερούν να λάβουν τις απαιτήσεις από τους πελάτες, καθυστερούν να πουλήσουν τα αποθέματα και γρήγορα εξοφλούν τις βραχυπρόθεσμες και μακροπρόθεσμες οφειλές τους. Σε περίπτωση ευνοϊκού κύκλου μετατροπής μετρητών, η επιχείρηση λαμβάνει τις απαιτήσεις της νωρίτερα από τις πληρωμές των υποχρεώσεων. Επίσης, εάν η μέση περίοδος είσπραξης μιας εταιρείας είναι μικρότερη από τη μέση περίοδο πληρωμής της, τότε αυτή η εταιρεία μπορεί να επενδύσει βραχυπρόθεσμα. Αυτή η βραχυπρόθεσμη επένδυση μπορεί να αυξήσει την κερδοφορία των επιχειρήσεων.

Οι Linh και Mohanlingam (2018), χρησιμοποίησαν ένα δείγμα 34 επιχειρήσεων στον τομέα της γεωργίας και τη βιομηχανία τροφίμων στην Ταϊλάνδη από το 2009 έως το 2013, όπου εξέτασαν τη σχέση μεταξύ κύκλου μετατροπής μετρητών και κερδοφορίας. Αυτή η μελέτη είναι ιδιαίτερα σημαντική καθώς ασχολείται με ευπαθή αγαθά όπου ο χρόνος είναι ζωτικής σημασίας για τις επιχειρήσεις και έχει επιρροή στην κερδοφορία της επιχείρησης. Τα αποτελέσματα έδειξαν ότι ο κύκλος μετατροπής μετρητών (CCC) έχει σημαντική αντίστροφη σχέση με την κερδοφορία στις εταιρείες γεωργίας και τροφίμων στην Ταϊλάνδη.

Οι Rizky και Mayasari (2018) έκαναν μία έρευνα για να ελέγξουν εάν ο κύκλος μετατροπής μετρητών επηρεάζει αρνητικά την κερδοφορία των εταιρειών λιανικής. Το δείγμα αυτής της μελέτης είναι 19 εταιρείες εγγεγραμμένες στο Χρηματιστήριο της Ινδονησίας (BEI) την περίοδο 2012-2015. Τα αποτελέσματα αυτής της μελέτης έδειξαν ότι ο κύκλος μετατροπής μετρητών επηρεάζει αρνητικά την κερδοφορία των εταιρειών λιανικής. Πιο συγκεκριμένα, όσο μικρότερη είναι η περίοδος του κύκλου μετατροπής μετρητών η εταιρεία θα είναι σε θέση να χρηματοδοτήσει τα μετρητά που απαιτούνται για τις δραστηριότητες των καθημερινών εργασιών χωρίς να χρειάζεται να συνάπτει μεγάλα δάνεια αυξάνοντας έτσι τα κέρδη της. Μια καλή διαχείριση κεφαλαίου κίνησης στον ανταγωνιστικό κλάδο της λιανικής, η οποία αξιοολογείται με τη χρήση του κύκλου μετατροπής μετρητών, είναι απαραίτητη. Σύμφωνα με την μελέτη, οι εταιρείες μπορούν να συντομεύσουν τον κύκλο μετατροπής μετρητών με τους ακόλουθους τρόπους: μείωση της διάρκειας της περιόδου προμήθειας με έλεγχο του αποθέματος, μείωση των απαιτήσεων με αυστηρές πιστωτικές πολιτικές.

Μία πρόσφατη μελέτη έκανε η Al-Mohared (2019) που διερευνά την επίδραση της διαχείρισης κεφαλαίου κίνησης και των στοιχείων της στην κερδοφορία και εξετάζει άλλους χρηματοοικονομικούς παράγοντες που μπορεί να επηρεάσουν την κερδοφορία. Χρησιμοποίησε ένα δείγμα Ιορδανικών κατασκευαστικών εταιρειών που είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο του Αμμάν για την περίοδο (2016-2018). Τα αποτελέσματα έδειξαν ότι υπάρχει σημαντική σχέση μεταξύ της διάρκειας του ταμειακού κύκλου, που θεωρείται ως δείκτης διαχείρισης του κεφαλαίου κίνησης, και της κερδοφορίας των επιχειρήσεων μεταποίησης. Πιο συγκεκριμένα, όσο μικρότερη είναι η περίοδος παραμονής των αποθεμάτων και όσο μικρότερη είναι η περίοδος εισπρακτέων λογαριασμών, τόσο μεγαλύτερη είναι η κερδοφορία της εταιρείας. Αυτό παρέχει μία ευκαιρία δημιουργίας αξίας για τους μετόχους μειώνοντας τους εισπρακτέους λογαριασμούς και τα αποθέματα, βελτιώνοντας την κερδοφορία και μειώνοντας την περίοδο είσπραξης και υιοθετώντας αποτελεσματική πιστωτική πολιτική.

Αντίθετα, δεν υπάρχει σχέση μεταξύ της κερδοφορίας και της περιόδου των πληρωτέων λογαριασμών. Λόγω του ότι οι επιχειρήσεις εστιάζουν περισσότερο στη ρευστότητα παρά στην κερδοφορία για να ανταποκριθούν στις υποχρεώσεις τους, επικεντρώνονται στις ευκαιρίες δανεισμού που μπορεί να εξασφαλίσουν χρηματοδότηση. Τέλος, τα αποτελέσματα παρέχουν ενδείξεις ότι ορισμένοι από τους χρηματοοικονομικούς παράγοντες έχουν σημαντική επίδραση στην κερδοφορία της επιχείρησης.

Ο Ceylan (2021) σε μία μελέτη που έκανε, χρησιμοποίησε ένα δείγμα 28 μικρομεσαίων Επιχειρήσεων (ΜΜΕ) που περιλαμβάνονται στο BIST Industrial Index από το 2010 έως το 2019 για να προσφέρει στοιχεία σχετικά με τη σχέση μεταξύ της διάρκειας του ταμειακού κύκλου και της κερδοφορίας. Η μελέτη έδειξε ότι η διάρκεια του ταμειακού κύκλου έχει σημαντική σχέση με την κερδοφορία. Πιο συγκεκριμένα, υπάρχει στατιστικά σημαντική και αρνητική σχέση μεταξύ της κερδοφορίας και δύο στοιχείων του ταμειακού κύκλου, όπως οι ημέρες παραμονής των αποθεμάτων (DIO) και οι ημέρες πληρωμής προμηθευτών (DPO). Επιπλέον, η μελέτη αποκαλύπτει μια αρνητική σχέση μεταξύ των ημερών είσπραξης των απαιτήσεων (DSO) και της κερδοφορίας, αλλά δεν είναι στατιστικά σημαντική.

Μία ακόμα μελέτη των Basyith et al. (2021) επιχειρεί να εξετάσει το αντίκτυπο της διαχείρισης κεφαλαίου κίνησης (WCM) στην κερδοφορία εταιρειών που είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο της Ινδονησίας (IDX). Το δείγμα που χρησιμοποιήθηκε είναι 155 εισηγμένες εταιρείες και επιλέχθηκαν από κάθε κλάδο, όπως αγροτικές, φαρμακευτικές, τηλεπικοινωνίες, επενδύσεις, λιανικό εμπόριο και βιομηχανίες τσιμέντου και μετάλλου από το 2000 έως το 2019. Κάποια από τα αποτελέσματα της έρευνας είναι ότι η προσέγγιση της επένδυσης σε κεφάλαιο κίνησης έχει θετική και σημαντική επίδραση στην απόδοση των περιουσιακών στοιχείων (ROA), η προσέγγιση χρηματοδότησης κεφαλαίου κίνησης έχει αρνητική επίδραση στο ROA αλλά όχι σημαντική και ο κύκλος μετατροπής μετρητών έχει αρνητική επίδραση στην απόδοση των περιουσιακών στοιχείων αλλά δεν είναι σημαντική. Με βάση τον τύπο του κλάδου, οι εταιρείες που χρησιμοποιούν πολλές επιθετικές προσεγγίσεις επενδύσεων κεφαλαίου κίνησης είναι η γεωργία και οι βιομηχανίες υποδομής, κοινής ωφελείας και μεταφορών. Από την άλλη, οι εταιρείες που ακολουθούν μια συντηρητική προσέγγιση επενδύσεων κεφαλαίου κίνησης είναι η βιομηχανία καταναλωτικών αγαθών, η βασική χημική βιομηχανία και η βιομηχανία διαφόρων ειδών.

Οι Soda et al. (2022) εξέτασαν την επίδραση της διαχείρισης του κεφαλαίου κίνησης στην κερδοφορία. Το δείγμα της μελέτης τους καλύπτει 23 βιομηχανικές επιχειρήσεις εισηγμένες στο Χρηματιστήριο του Αμμάν από το 2014 έως το 2020. Τα εμπειρικά ευρήματα δείχνουν ότι το κεφάλαιο κίνησης επηρεάζει αρνητικά την κερδοφορία των βιομηχανικών ιορδανικών εταιρειών. Οι υφιστάμενοι και οι δυνητικοί χρηματοδότες και οι ενδιαφερόμενοι έχουν κίνητρα να αγοράσουν περισσότερες μετοχές εταιρειών ταχείας μετατροπής μετρητών. Η μελέτη αυτή είναι πολύ σημαντική για την κατανόηση της σημασίας της διαχείρισης του κεφαλαίου κίνησης, που ασχολείται κυρίως με τη διαχείριση κυκλοφορούντων περιουσιακών στοιχείων και υποχρεώσεων με μια μέθοδο που βοηθά την εταιρεία στην αποπληρωμή βραχυπρόθεσμων χρεών. Έτσι, ο κύκλος μετατροπής μετρητών (CCC) θεωρείται μέτρο απόδοσης για την εταιρεία. Χρησιμοποιείται επίσης ως μέτρο αποτελεσματικότητας στη διαχείριση της ρευστότητας και στον προσδιορισμό της έκτασης των αναγκών της εταιρείας σε μετρητά, έτσι ώστε η διαδικασία να πραγματοποιηθεί με τρόπο που επιτυγχάνει τα καλύτερα επιθυμητά αποτελέσματα.

**3.4 ΣΥΝΟΨΗ**

Σε αυτή την ενότητα του κεφαλαίου, έγινε μία εκτενή παρουσίαση της βιβλιογραφίας σχετικά με τους δείκτες ρευστότητας και κυρίως του ταμειακού κύκλου. Σύμφωνα με τους περισσότερους ερευνητές, η διοίκηση του κεφαλαίου κίνησης εκφράζεται καλύτερα από τον ταμειακό κύκλο. Όσο μικρότερος είναι αυτός ο κύκλος για μια επιχείρηση, τόσο λιγότερα είναι τα μετρητά που επενδύονται στο κεφάλαιο κίνησης, και συνεπώς τόσο καλύτερη είναι η λειτουργικότητα και η αποδοτικότητα της επιχείρησης και μεγαλύτερη παρούσα αξία των ταμειακών ροών. Γενικότερα, οι περισσότερες έρευνες που εξετάζουν τη σχέση μεταξύ κερδοφορίας και της διάρκειας του ταμειακού κύκλου έχουν αποδείξει ότι αυτή είναι αρνητική, δηλαδή όσο αυξάνεται η διάρκεια του ταμειακού κύκλου τόσο μειώνεται η αποδοτικότητα και αντίστροφα.

1. **ΚΕΦΑΛΑΙΟ – ΕΡΕΥΝΗΤΙΚΟΣ ΣΧΕΔΙΑΣΜΟΣ**

**4.1 ΕΡΕΥΝΗΤΙΚΟ ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ**

Κύριος στόχος της ανάλυσης, που αποτυπώνεται στην παρούσα εργασία, είναι να εξεταστεί και να ελεγχθεί σε ποιο βαθμό συσχετίζεται η αποδοτικότητα (κερδοφορία) μιας επιχείρησης με το κεφάλαιο κίνησης. Όπως διαπιστώθηκε και σε προηγούμενη ενότητα της παρούσας εργασίας, ο ιδανικός τρόπος περιγραφής της διοίκησης κεφαλαίου κίνησης είναι ο κύκλος μετατροπής μετρητών.

Προκειμένου να εξάγουμε τα βασικά αποτελέσματα της παρούσας ερευνητικής ανάλυσης και βασιζόμενοι στην ανωτέρω παραδοχή, θα δημιουργηθεί και θα εκτιμηθεί ένα συγκεκριμένο υπόδειγμα. Ως εξαρτημένη μεταβλητή θα ορίσουμε την κερδοφορία των εξεταζόμενων επιχειρήσεων και θα μελετήσουμε την επίδραση του κύκλου μετατροπής μετρητών σε αυτή.

**4.2 ΕΡΕΥΝΗΤΙΚΗ ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ**

Στην έρευνα που διεξήγαμε είχαμε στη διάθεσή μας διαστρωματικά δεδομένα (panel data) από 3.124 ελληνικές επιχειρήσεις που δραστηριοποιούνται στον κλάδο του λιανικού εμπορείου κατά το χρονικό διάστημα 2011 – 2019.

Για την ανάλυση των διαστρωματικών δεδομένων, οι πιο διαδομένες τεχνικές ανάλυσης είναι η ανάπτυξη μοντέλων σταθερής επίδρασης (fixed effects) και η ανάπτυξη μοντέλων τυχαίας επίδρασης (random effects) (Wooldridge, 2001). Η μέθοδος που θα χρησιμοποιήσουμε για την έρευνα μας, θα είναι η μέθοδος ελαχίστων τετραγώνων για διαστρωματικά δεδομένα με σταθερές επιδράσεις (fixed effects).

**4.3 ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΜΕΤΑΒΛΗΤΩΝ**

Για την ανάλυση του υποδείγματος είναι απαραίτητο να υπολογισθούν οι ακόλουθες μεταβλητές.

**Εξαρτημένη Μεταβλητή:**

Στο σημείο αυτό, θα παρουσιαστεί η εξαρτημένη μεταβλητή που επιλέχθηκε για το υπόδειγμα μας, το οποίο αναλύεται παρακάτω. Στην βιβλιογραφία, η πιο συνήθης μεταβλητή που χρησιμοποιείται για να αποδώσει της κερδοφορίας των επιχειρήσεων είναι ο δείκτης Αποδοτικότητας Συνολικού Ενεργητικού ή RΟΑ. Ο συγκεκριμένος δείκτης αντικατοπτρίζει την αποτελεσματικότητα της χρήσης των στοιχείων του ενεργητικού της κάθε επιχείρησης με στόχο την κερδοφορία αυτής. Επομένως, είναι ένας δείκτης που μπορεί να χρησιμοποιηθεί για τις ανάγκες της ανάλυσης μας και αναμένουμε ορθολογικά αποτελέσματα από την χρήση του. Ενδεικτικά, τον δείκτη απόδοσης ενεργητικού χρησιμοποίησαν για αντίστοιχες αναλύσεις οι Charitou et al. (2010), Karaduman et al. (2010), Deloof (2003) και άλλοι. Ο δείκτης ROA είναι από τους πιο σημαντικούς αριθμοδείκτες που χρησιμοποιούνται στην χρηματοοικονομική ανάλυση επιχειρήσεων και προκύπτει από την παρακάτω σχέση:

**ROA: Δείκτης Αποδοτικότητας** **Συνολικού Ενεργητικού**

ROΑ = Καθαρά Κέρδη / Συνολικό Ενεργητικό

ROA=ebt/ta

όπου:

ebt: κέρδη προ φόρων

ta: σύνολο του ενεργητικού

* Ένας άλλος δείκτης κερδοφορίας είναι ο δείκτης Αποδοτικότητας Ιδίων Κεφαλαίων. Παρόλα αυτά δεν θα τον χρησιμοποιήσουμε στο υπόδειγμα.

**ROE: Δείκτης Αποδοτικότητας Ιδίων Κεφαλαίων**

ROE = Καθαρά Κέρδη / Ιδία Κεφάλαια

ROE = ebt/capital

όπου:

ebt: κέρδη προ φόρων

capital: ίδια κεφάλαια

**Ανεξάρτητη μεταβλητή:**

Η βασική ανεξάρτητη μεταβλητή στην ανάλυση μας πρέπει να είναι αυτή που θα αποδίδει με τον καλύτερο τρόπο το κεφάλαιο κίνησης των επιχειρήσεων, αφού ο βασικός στόχος της παρούσας μελέτης είναι η διερεύνηση της σχέσης μεταξύ κεφαλαίου κίνησης και κερδοφορίας. Συμφώνα με την βιβλιογραφία που εξετάστηκε σε προηγούμενη ενότητα, για να αποδοθεί με συνέπεια το κεφάλαιο κίνησης με μια μεταβλητή θα πρέπει να χρησιμοποιήσουμε τον κύκλο μετατροπής μετρητών (CCC). Επίσης, σύμφωνα με την βιβλιογραφία, αναμένουμε ο κύκλος μετατροπής μετρητών να έχει αρνητική σχέση με την κερδοφορία. Τέλος, υπενθυμίζουμε ότι με τον όρο κερδοφορία, όσον αφορά την ανάλυση μας, εννοούμε την μεταβλητή που επιλέχθηκε για να μας αποδώσει την κερδοφορία, που θα είναι ο δείκτης Αποδοτικότητας Συνολικού Ενεργητικού (RΟΑ). Ο Ταμειακός Κύκλος προκύπτει από την παρακάτω σχέση:

**Ταμειακός Κύκλος (CCC):** Ο ταμειακός κύκλος (CCC) υπολογίστηκε για κάθε επιχείρηση του δείγματος σε ετήσια βάση με την παρακάτω εξίσωση που στηρίζεται στο υπόδειγμα των Richards & Laughlin (1980):

CCC= αριθμός ημερών αποθεμάτων + αριθμός ημερών απαιτήσεων – αριθμός ημερών πιστώσεων

CCC = 365\*(inventories/cgs) + 365\*(receivables/sales) – 365\*(payables /cgs)

όπου:

inventories: τα αποθέματα

receivables: οι εισπρακτέοι λογαριασμοί (απαιτήσεις)

payables: οι πληρωτέοι λογαριασμοί (υποχρεώσεις)

cgs: το κόστος πωληθέντων

sales: οι πωλήσεις

Όσο πιο μικρή είναι η τιμή του ταμειακού κύκλου, τόσο πιο γρήγορα μπορεί η επιχείρηση να επανακτήσει τα μετρητά από τις πωλήσεις των προϊόντων της. Ενώ αν ο ταμειακός κύκλος είναι μεγάλος, χρειάζεται περισσότερο χρόνο για την επανάκτηση μετρητών που σημαίνει πως δημιουργούνται προβλήματα ρευστότητας.

**4.4 ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ**

Σε αυτό το σημείο, θα παρουσιαστούν μερικά από τα βασικά στατιστικά στοιχεία των μεταβλητών μας, ξεκινώντας από τα περιγραφικά στατιστικά των μεταβλητών.

**4.4.1 ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΠΡΙΝ ΤΟ** **WINSORIZATION**

Όπως φαίνεται στον παρακάτω πίνακα, τα στατιστικά στοιχεία που επιλέξαμε να παρουσιάσουμε είναι τα βασικότερα στατιστικά μεγέθη, όπως είναι η μέση τιμή, το τυπικό σφάλμα ή τυπική απόκλιση, η διάμεσος, το εύρος, η ελάχιστη και η μέγιστη τιμή.

## **Πίνακας 1: Περιγραφικά στατιστικά στοιχεία πριν το Winsorization**

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
|  | **CCC** | **ROA** |
| **Μέσος (Mean)** | 192.7935 | -0.0159397 |
| **Τυπικό Σφάλμα (Std. Dev.)** | 533.8016 | 0.2473619 |
| **Διάμεσος (Median)** | 74.46135 | 0.00866 |
| **Εύρος (Range)** | 12956.062 | 8.083909 |
| **Ελάχιστο (Min)** | -6606.596 | -5.642031 |
| **Μέγιστο (Max)** | 6349.466 | 2.441878 |
| **Πλήθος (N)** | 13012 | 13012 |

Ξεκινώντας από το δείκτη απόδοσης ενεργητικού (ROA) που είναι και η εξαρτημένη μεταβλητή του υποδείγματος, παρατηρούμε ότι η μέση τιμή της είναι αρνητική και συγκεκριμένα καταγράφεται να είναι -0,01. Οι επιχειρήσεις εμφανίζουν τυπική απόκλιση ίση με 0,24 και η μέγιστη τιμή καταγράφεται με τιμή 2,44. Αντίστοιχα, η ελάχιστη τιμή του συγκεκριμένου δείκτη εντοπίζεται με τιμή -5,64. Τέλος η διάμεσος του δείκτη κερδοφορίας υπολογίστηκε να είναι 0,008.

Αντίστοιχα θα περιγράψουμε τον κύκλο μετατροπής μετρητών (CCC) που είναι η ανεξάρτητη μεταβλητή της ανάλυσης μας. Παρατηρούμε ότι η μέση τιμή του είναι θετική και συγκεκριμένα καταγράφεται να είναι 192,79. Η τυπική απόκλιση είναι ίση με 533,8 και η μέγιστη τιμή καταγράφεται με τιμή 6349,46. Αντίστοιχα, η ελάχιστη τιμή του συγκεκριμένου δείκτη εντοπίζεται με τιμή -6606,59. Τέλος η διάμεσος του CCC είναι 74,46.

**4.4.2 WINSORIZATION ΤΩΝ ΔΥΟ ΜΕΤΑΒΛΗΤΩΝ ΤΗΣ ΑΝΑΛΥΣΗΣ**

 Από τα παραπάνω, παρατηρούμε ότι και για τις δύο μεταβλητές, ROA και CCC, τα στατιστικά δεδομένα έχουν ακραίες τιμές (Outliers) που επηρεάζουν την παλινδρόμηση και δεν βοηθάνε την ανάλυση του υποδείγματος. Γι’αυτό τον λόγο, χρησιμοποιούμε το Winsorization που είναι ένας αποτελεσματικός τρόπος αντιμετώπισης αυτού του προβλήματος, βελτίωσης της στατιστικής αποτελεσματικότητας και αύξησης της ευρωστίας των στατιστικών συμπερασμάτων.Το Winsorization είναι η διαδικασία αντικατάστασης των ακραίων τιμών των στατιστικών δεδομένων προκειμένου να περιοριστεί η επίδραση των ακραίων τιμών στους υπολογισμούς και στα αποτελέσματα που λαμβάνονται με τη χρήση αυτών των δεδομένων. Χρησιμοποιούμε το Winsorization και για τις δύο μεταβλητές του υποδείγματος μας, ROA και CCC.

**4.4.3 ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΜΕΤΑ ΤΟ WINSORIZATION**

Επομένως, παρακάτω είναι ο πίνακας με τα περιγραφικά στατιστικά στοιχεία των μεταβλητών μας.

## **Πίνακας 2: Περιγραφικά στατιστικά στοιχεία μετά το Winsorization**

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
|  | **CCC\_w** | **ROA\_w** |
| **Μέσος (Mean)** | 191.4283 | -0.0106318 |
| **Τυπικό Σφάλμα (Std. Dev.)** | 446.5743 | 0.1856017 |
| **Διάμεσος (Median)** | 74.46135 | 0.00866 |
| **Εύρος (Range)** | 3242.5891 | 1.3348942 |
| **Ελάχιστο (Min)** | -741.1631 | -0.912733 |
| **Μέγιστο (Max)** | 2501.426 | 0.4221612 |
| **Πλήθος (N)** | 13012 | 13012 |

Παρατηρούμε ότι η μέση τιμή της εξαρτημένης μεταβλητής (ROA\_w) είναι αρνητική με τιμή -0,01. Οι επιχειρήσεις εμφανίζουν τυπική απόκλιση ίση με 0,18 και η μέγιστη τιμή καταγράφεται με τιμή 0,42. Αντίστοιχα, η ελάχιστη τιμή εντοπίζεται με τιμή -0,91. Τέλος η διάμεσος του δείκτη κερδοφορίας υπολογίστηκε να είναι 0,008.

Αντίστοιχα θα περιγράψουμε τον κύκλο μετατροπής μετρητών (CCC\_w) που είναι η ανεξάρτητη μεταβλητή της ανάλυσης μας. Παρατηρούμε ότι η μέση τιμή του είναι θετική και συγκεκριμένα καταγράφεται να είναι 191,42. Η τυπική απόκλιση είναι ίση με 446,57 και η μέγιστη τιμή καταγράφεται με τιμή 2501,42. Αντίστοιχα, η ελάχιστη τιμή του συγκεκριμένου δείκτη εντοπίζεται με τιμή -741,16. Τέλος η διάμεσος του CCC\_w είναι 74,46.

**4.5 ΣΥΣΧΕΤΙΣΗ ΜΕΤΑΒΛΗΤΩΝ**

Με διαδικασία των συσχετίσεων μεταξύ των μεταβλητών που χρησιμοποιήθηκαν, ουσιαστικά σκιαγραφούμε το είδος της σχέσης τους, εστιάζοντας αφενός στο πρόσημο της, αλλά και στο εάν η ενδεχόμενη συσχέτιση είναι ασθενής (συντελεστής συσχέτισης 0-0,3), μέτρια (συντελεστής συσχέτισης 0-0,5), ισχυρή (συντελεστής συσχέτισης 0,5-0,8) ή πολύ ισχυρή (συντελεστής συσχέτισης 0,8 και άνω). Για την συσχέτιση των δύο μεταβλητών, ROA\_w και CCC\_w, θα κάνουμε την υπόθεση ότι το ROA\_w θα είναι θετικό. Πιο συγκεκριμένα, θα εξαχθούν τα πρώτα βασικά συμπεράσματα για τις επιδράσεις των δύο μεταβλητών, στις επιχειρήσεις οι οποίες επιτυγχάνουν κέρδη (ROA\_w>0).

 **Παρακάτω παρουσιάζεται ο αναλυτικός πίνακας συσχετίσεων με ROA\_w>0:**

## **Πίνακας 3: Συσχέτιση Μεταβλητών**

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
|  | **ROA\_w** | **CCC\_w** |
| **ROA\_w** | 1.000 |  |
| **CCC\_w** | -0.1906 | 1.000 |

Παρατηρούμε ότι ο κύκλος μετατροπής μετρητών (CCC\_w) έχει αρνητική επίδραση στην κερδοφορία (ROA\_w) με συντελεστή συσχέτισης -0,1906, κάτι που επιβεβαιώνεται και από την βιβλιογραφία.

**4.6 ΑΝΑΛΥΣΗ ΠΑΛΙΝΔΡΟΜΗΣΗΣ**

*ΕΚΤΙΜΗΣΗ ΜΕ ΤΗΝ ΜΕΘΟΔΟ ΕΛΑΧΙΣΤΩΝ ΤΕΤΡΑΓΩΝΩΝ ΓΙΑ ΔΙΑΣΤΡΩΜΑΤΙΚΑ ΔΕΔΟΜΕΝΑ ΜΕ ΣΤΑΘΕΡΕΣ ΕΠΙΔΡΑΣΕΙΣ (fixed effects)*

Η γενική μορφή της παλινδρόμησης: Υit=a+bXit+uit

όπου το Υit, είναι η εξαρτημένη μεταβλητή, το Xit είναι η ανεξάρτητη, το uit είναι το σφάλμα, το a είναι ο σταθερός όρος και τα bi...u είναι ο συντελεστής συσχέτισης μεταξύ ανεξάρτητης και εξαρτημένης μεταβλητής, όπου δείχνει πόσο μεταβάλλεται το Υ όταν το Χ αυξάνεται κατά 1 μονάδα. Ο δείκτης i αντιπροσωπεύει την οντότητα και το t τον χρόνο. Χαρακτηριστικό αυτής της μεθόδου αποτελεί το γεγονός ότι ο σταθερός όρος ai είναι διαφορετικός μεταξύ των διαστρωματικών μονάδων και περιλαμβάνει τους παράγοντες που παραμένουν διαχρονικά αμετάβλητοι και τους μη παρατηρούμενους που επηρεάζουν την εξαρτημένη μεταβλητή Υit.

Πιο συγκεκριμένα, στο υπόδειγμα μας θα ορίσουμε ως εξαρτημένη μεταβλητή την κερδοφορία των εξεταζόμενων επιχειρήσεων και θα μελετήσουμε την επίδραση του κύκλου μετατροπής μετρητών (ανεξάρτητη μεταβλητή) σε αυτή. Υπενθυμίζουμε ότι και δυο αυτές μεταβλητές θα χρησιμοποιηθούν αφού έχει γίνει η διαδικασία του Winsorization. Επίσης, στην παλινδρόμηση αυτή χρησιμοποιούμε και την ψευδομεταβλητή χρόνου (year dummy). Αυτό το κάνουμε γιατί θέλουμε να συμπεριλάβουμε τους παράγοντες που μεταβάλλονται διαχρονικά, αλλά παραμένουν ίδιοι για όλες τις εταιρείες (π.χ. επιτόκιο, πληθωρισμός κτλ.). Τέλος, προσθέτουμε έναν περιορισμό για τα κέρδη των επιχειρήσεων. Δηλαδή, η ανάλυσή μας αφορά τις επιχειρήσεις οι οποίες έχουν κέρδη, δηλαδή ROA\_w>0. Τα δεδομένα είναι διαστρωματικά για συνολικά 3.124 εξεταζόμενες επιχειρήσεις (i = 1,2,...,3.124) για χρονικό διάστημα (9) ετών (t = 1,2,…,9)

Η παλινδρόμηση του υποδείγματος:

**ROA\_wit = a+μi +ci + b1CCC\_wit + uit , *if ROA\_w>0***

Ο δείκτης **ROA\_wit** αποτυπώνει την κερδοφορία των επιχειρήσεων. Το **a** είναι ο σταθερός όρος. H μεταβλητή **CCC\_wit** εκφράζει τον κύκλο μετατροπής μετρητών. To **uit**, πρόκειται ουσιαστικά για το διαταρακτικό όρο, το **μi τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά κάθε εταιρείας (firm specific effects) ενώ τα ci τη χρονική επίδραση (time specific effects).**

**4.7 ΕΜΠΕΙΡΙΚΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΤΟΥ ΕΡΕΥΝΗΤΙΚΟΥ ΥΠΟΔΕΙΓΜΑΤΟΣ**

Οι εκτιμήσεις του ερευνητικού υποδείγματος θα παρουσιαστούν όπως αυτές προέκυψαν από την χρήση του στατιστικού πακέτο λογισμικού Stata (έκδοση 17). Τα αποτελέσματα του υποδείγματος μετά την διαδικασία του Winsorization των δυο μεταβλητών και με τον περιορισμό ROA\_w>0 δηλαδή οι επιχειρήσεις επιτυγχάνουν κέρδη, με ανεξάρτητη μεταβλητή τον κύκλο μετατροπής μετρητών (CCC), περιγράφονται στον ακόλουθο πίνακα και είναι αναγκαίο να προβούμε σε ερμηνεία αυτών.

## **Πίνακας 4: Αποτελέσματα παλινδρόμησης με την μέθοδο Fixed effects**



Πιο αναλυτικά, σύμφωνα με τον παραπάνω πίνακα:

Ο συντελεστής του CCC είναι αρνητικός και στατιστικά σημαντικός.

Το p-value για την μεταβλητή CCC\_w είναι 0,011, επομένως ο συντελεστής του ταμειακού κύκλου είναι στατιστικά σημαντικός σε επίπεδο εμπιστοσύνης τουλάχιστον 95%. Αυτό σημαίνει η ανεξάρτητη μεταβλητή (CCC\_w) προβλέπει αξιόπιστα την εξαρτημένη μεταβλητή (ROΑ\_w).

**Συμπερασματικά:** Από τον παραπάνω πίνακα παρατηρούμε ότι ο κύκλος μετατροπής μετρητών, άρα και το κεφάλαιο κίνησης, είναι στατιστικά σημαντικός παράγοντας καθώς και αρνητικά σχετιζόμενος με την κερδοφορία των επιχειρήσεων, με τον περιορισμό ότι οι επιχειρήσεις επιτυγχάνουν κέρδη. Αυτή η αρνητική σχέση σημαίνει ότι όσο αυξάνεται ο κύκλος μετατροπής μετρητών τόσο μειώνεται η αποδοτικότητα μιας επιχείρησης και το αντίστροφο. Πιο αναλυτικά, όσο λιγότερο διαρκεί ο χρόνος ανάμεσα, στην είσπραξη των απαιτήσεων από τους πελάτες και την εξόφληση των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων, τόσο περισσότερο ενισχύεται η κερδοφορία. Το παραπάνω αποτέλεσμα αναφορικά με τη σχέση μεταξύ της διάρκειας του ταμειακού κύκλου και κερδοφορίας είναι κατά μεγάλο ποσοστό αναμενόμενο, αφού σε μεγάλο μέρος της σχετικής βιβλιογραφίας παρατηρούμε αντίστοιχο αποτέλεσμα.

Ο κύκλος μετατροπής μετρητών (CCC) μπορεί να βελτιστοποιηθεί (μειωθεί) με τρεις διαφορετικούς τρόπους: μειώνοντας το DIO δηλαδή μειώνοντας την περίοδο παραμονής των αποθεμάτων στην αποθήκη, μειώνοντας το DSO δηλαδή μειώνοντας την περίοδο είσπραξης των απαιτήσεων ή αυξάνοντας το DPO δηλαδή αυξάνοντας την περίοδο εξόφλησης των προμηθευτών. Το DIO, DSO και DPO, όπως έχει αναφερθεί, αποτελούν τα συστατικά στοιχεία του κύκλου μετατροπής μετρητών. Όσο πιο μικρό είναι το CCC τόσο πιο υγιής είναι η εταιρεία γενικά.

**5. ΚΕΦΑΛΑΙΟ – ΕΠΙΛΟΓΟΣ**

Το κεφάλαιο κίνησης ορίζεται ως η διαφορά ανάμεσα στο κυκλοφορούν ενεργητικό και τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις και χρησιμοποιείται για τη χρηματοδότηση των καθημερινών λειτουργιών μιας επιχείρησης λόγω της καθυστέρησης που υπάρχει, ανάμεσα στην αγορά των πρώτων υλών και στην είσπραξη του αντίτιμου από την πώληση των ετοίμων προϊόντων. Λόγω του ότι οι περισσότερες επιχειρήσεις επενδύουν, αναλογικά, μεγάλα ποσά στο κεφάλαιο κίνησης, αναμένεται ότι η διαχείριση αυτών των στοιχείων θα επηρεάσει σημαντικά την κερδοφορία των επιχειρήσεων αυτών. Συνεπώς, οι εταιρίες προσπαθούν να πετύχουν τα βέλτιστα επίπεδα του κεφαλαίου κίνησης μέσω της όσο γίνεται πιο αργής εξόφλησης των προμηθευτών, της σύντομης πώλησης των αποθεμάτων και της όσο το δυνατόν ταχύτερης συλλογής των απαιτήσεων.

Στο πλαίσιο της συγκεκριμένης εργασίας έγινε προσπάθεια να αναλυθεί η επίδραση που ασκείται στην κερδοφορία των επιχειρήσεων από το κεφάλαιο κίνησης, όταν οι επιχειρήσεις επιτυγχάνουν κέρδη. Εστιάσαμε σε επιχειρήσεις που βάσει καταστατικού δραστηριοποιούνται στο κλάδο λιανικού. Επίσης, η χρονική περίοδος που επιλέχθηκε 2011-2019, είχε σκοπό να στοχεύσει στα τελευταία έτη για τα οποία διατίθενται χρηματοοικονομικά στοιχεία, με σκοπό να είναι όσο το δυνατόν πιο επίκαιρη. Επιπροσθέτως, ένας από τους κυριότερους λόγους που επιλέχθηκε η συγκεκριμένη χρονική περίοδος είναι η οικονομική κρίση, η οποία δυσχεραίνει το περιβάλλον για όλες τις επιχειρήσεις που επιχειρούν στην χώρα. Η διερεύνηση της σχέσης μεταξύ κερδοφορίας και κεφαλαίου κίνησης, εν μέσω των δυσμενών οικονομικών συνθηκών της σύγχρονης Ελλάδας, που επηρέασε σημαντικά και τον επιχειρηματικό κλάδο ήταν ιδιαίτερα ενδιαφέρουσα.

Για την μέτρηση του κεφαλαίου κίνησης χρησιμοποιήθηκε ο κύκλος μετατροπής μετρητών (Cash Conversion Cycle), ο οποίος ορίζεται ως το χρονικό διάστημα που παραβάλλεται ανάμεσα στις εκροές μετρητών της επιχείρησης για τη προμήθεια των πρώτων υλών, και τη συλλογή των οφειλών από τις πωλήσεις των ετοίμων προϊόντων. Επιπρόσθετα, για την μέτρηση της κερδοφορίας χρησιμοποιήθηκε ο δείκτης απόδοση του ενεργητικού (Return on Assets).

Στην έρευνα αυτή παρατηρήθηκε ότι για τις επιχειρήσεις λιανικής που επιτυγχάνουν κέρδη, ο κύκλος μετατροπής μετρητών έχει αντίστροφη σχέση με την κερδοφορία. Αυτό υποδεικνύει ότι όσο λιγότερο διαρκεί ο χρόνος ανάμεσα, στην είσπραξη των απαιτήσεων από τους πελάτες και την εξόφληση των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων, τόσο περισσότερο ενισχύεται η κερδοφορία.

Το αποτέλεσμα της ανάλυσης μας δεν διαφοροποιήθηκε από εκείνα της σχετικής βιβλιογραφίας, καταδεικνύοντας ότι οι επιχειρήσεις λιανικής δεν αντιμετώπισαν ιδιαίτερες μεταβολές στη σχέση που έχει η κερδοφορία τους με τη διαχείριση του κεφαλαίου κίνησης, γεγονός που επιβεβαιώνει τη σωστή και αποτελεσματική διαχείριση του από τις επιχειρήσεις.

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

**ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ**

**Ελληνική Βιβλιογραφία**

Βασιλείου, Δ., Ηρειώτης, Ν., 2008, Χρηματοοικονομική Διοίκησης Θεωρία και Πρακτική.

Γκούμας, Σ., 2010. Λογιστική- Χρηματοοικονομική ανάλυση με χρήση αριθμοδεικτών. Περίπτωση ναυτιλιακών επιχειρήσεων.

Σουμπενιώτης, Δ., & Ταμπακούδης, Ι. (2017). Σύγχρονη Χρηματοοικονομική Ανάλυση και Επενδύσεις. *Έκδοση: 1η/2017, Διαθέτης (Εκδότης): ΑΦΟΙ Θ. ΚΑΡΑΓΙΩΡΓΟΥ ΟΕ, Θεσσαλονίκη, ISBN: 978-618-83308-2-5, Κωδικός Βιβλίου στον Εύδοξο*, *68402043*.

**Ξενόγλωσση Βιβλιογραφία**

Abosede, S., & Luqman, O. (2014). A comparative analysis on working capital management of brewery companies in Nigeria. *International Journal of Finance and Accounting*, *3*(6), 356-371.

Al-Abass, H. S. (2017). Relationship between cash conversion cycle (CCC) with firm size and profitability. *International Journal of Academic Research in Accounting, Finance and Management Sciences*, *7*(4), 296-304.

Al-Mohareb, M. (2019). Cash conversion cycle and profitability evidence from Jordan. *Asian Journal of Finance & Accounting*, *11*(2), 81-95.

Basyith, A., Djazuli, A., & Fauzi, F. (2021). Does working capital management affect profitability? empirical evidence from indonesia listed firms. *Asian Economic and Financial Review*, *11*(3), 236-251.

Belt Brian, The Trent of Cash Conversion Cycle and Its Components, Akron Business & Economic Review, Vol. 10, Issue 3, Fall 1985, p 40-54.

Besley Scott, Meyer R.L., An Empirical Investigation of Factors Affecting the Cash Conversion Cycle, For Presentation at the Annual Meeting of the: Financial Management Association, Las Vegas, 1987.

Blinder, A. S., & Maccini, L. J. (1991). Taking stock: a critical assessment of recent research on inventories. *Journal of Economic perspectives*, *5*(1), 73-96.

CEYLAN, I. E. (2021). Does Cash Conversion Cycle Affect Firm Profitability? Evidence from the Listed Small and Medium-Sized Enterprises. *Eskişehir Osmangazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, *16*(1), 110-123.

Deloof, M. (2003) "Does working capital management affect profitability of Belgian firms?" Journal of Business Finance and Accounting 30, nos. 3-4: 573-87.

Emery Gary W., Measuring Short-Term Liquidity, Journal of Cash Management, July/August 1984, p 25-32.

Filbeck, G., & Krueger, T. M. (2005). An analysis of working capital management results across industries. *American journal of business*.

Gallinger George, Drop the Current Ratio- Pick Up the CCC, Business Credit, May 1997.

Gentry, J. A., Vaidyanathan, R., & Lee, H. W. (1990). A weighted cash conversion cycle. *Financial Management*, 90-99.

Gill, A., N. Biger and N. Mathur (2010), "The Relationship Between Working Capital Management And Profitability: Evidence From The United States", Business and Economics Journal, Vol. 2010, p.p. 1-9.

Gitman Lawrence J., Sachdeva K. S., A framework for Estimating and Analyzing the Required Working Capital Investment, Review of Business and Economic Research, Spring 1982, 32-38.

Gitman, L. J. (1974). Estimating corporate liquidity requirements: a simplified approach. *Financial Review*, *9*(1), 79-88.

Grosse-Ruyken, P. T., Wagner, S. M., & Jönke, R. (2011). What is the right cash conversion cycle for your supply chain?. *International Journal of Services and Operations Management*, *10*(1), 13-29.

Hager Hampton C., Cash Management and the Cash Cycle, Management Accounting, March 1976, p 19-21.

Kamath R., How Useful are Common Liquidity Measures?, Journal of Cash Management, January/February 1989, p 24-28.

Kargar, J., & Blumenthal, R. A. (1994). Leverage impact on working capital in small businesses. *TMA journal*, *14*, 46-46.

Kaul, H. V. and Singh, S. (2012) “Managing Efficiency and Profitability through Working Capital: An Empirical Analysis of BSE 200 Companies,” Asian Journal of Business Management, Vol. 5, No. 2, pp. 197-207.

Kaur J (2010). “Working Capital Management in Indian Tyre Industry”, Int. Res. J. Financ. Econ. 46:7-15.

Lazaridis, I. and D. Tryfonidis (2006), "Relationship Between Working Capital Management and Profitability of Listed Companies in the Athens Stock Exchange", Journal of Financial Management and Analysis, Vol. 19, No. 1, SSRN: [http://ssrn.com/abstract=931591](http://ssrn.com/abstract%3D931591)

Lazaridis, I., & Tryfonidis, D. (2006). Relationship between working capital management and profitability of listed companies in the Athens stock exchange. *Journal of financial management and analysis*, *19*(1).

Linh, N. T. P., & Mohanlingam, S. (2018). The effects of cash conversion cycle on profitability: An insight into the agriculture and food industries in Thailand. *Asian Journal of Business and Accounting*, *11*(1), 97-119.

Lyroudi Katerina, McCarty Dan, An Empirical Investigation of the Cash Conversion Cycle of Small Business Firms, The Journal of Small Business Finance, 2 (2), p 139-161.

Maleki, N.N., Asgari Η.A., Gezelbash, Α., Sajjadian M.A., (2012). The Effect of Working Capital Development on Financial Performance Measures, American Journal of Scientific Research, Issue 77, p.p.110-122

Nordgren, R. K., “The Cornerstone of Liquidity Analysis: Working Capital,” The Journal of Commercial Bank Lending, April 1981, pp. 11-19.

Nwude, C. E. (2004) “Basic Principles of Financial Management Second Edition, Enugu: Chuke Nwabude Nigeria.

Onyimba, R. C. (2017). *Working Capital Management and Profitability in Chemical and Paint Sector in Nigeria* (Doctoral dissertation).

Padachi, K. (2006). Trends in working capital management and its impact on firms’ performance: an analysis of Mauritian small manufacturing firms. *International Review of business research papers*, *2*(2), 45-58.

Raheman, A., & Nasr, M. (2007). Working capital management and profitability–case of Pakistani firms. *International review of business research papers*, *3*(1), 279-300.

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

Rizky, A., & Mayasari, M. (2018). The Impact of Cash Conversion Cycle on Firm Profitability of Retail Companies. *Journal of applied accounting and taxation*, *3*(1), 73-78.

Rusdiyanto, Hidayat W., Tjaraka H., « The Effect of Earning per Share, Debt To Equity Ratio And Return On Assets on stock Prices: Case Study Indonesian», Academy of Entrepreneurship Journal, Volume 26, Issue 2, 2020.

Rusdiyanto, R., Karman, J., Hidayat, A. T., Peranginangin, A. M., Tambunan, F., & Hutahaean, J. (2020, June). Analysis of decision support systems on recommended sales of the best ornamental plants by type. In *Journal of Physics: Conference Series* (Vol. 1566, No. 1, p. 012047). IOP Publishing.

Schilling, G. (1996). Working capital’s role in maintaining corporate liquidity. *TMA journal*, *16*(5), 4-7.

Shelton, F. (2002). Working capital and the construction industry. *Journal of Construction Accounting and Taxation. November/December*.

Shin, H. H., & Soenen, L. (1998). Efficiency of working capital management and corporate profitability. *Financial practice and education*, *8*(2), 37-45.

Shulman J.M., Cox R. A. K., An Integrative Approach to Working Capital Management, Journal of Cash Management, November/December 1985, p 64-67.

Soda, M. Z., Hassan Makhlouf, M., Oroud, Y., & Al Omari, R. (2022). Is firms’ profitability affected by working capital management? A novel market-based evidence in Jordan. *Cogent Business & Management*, *9*(1), 2049671.

Singh, K., Asress, F.C. (2011). Determining Working Capital solvency and its effect on profitability in selected Indian manufacturing firms, International Journal of research in commerce, economics and management, Vol.1(2), p.p.52-56.

Weinraub, H.J., and Visscher, S. (1998). Industry Practice Relating to Aggressive Conservative Working Capital Policies. Journal of Financial and Strategic Decision, Vol. 11, No. 2, pp. 11-18.

Wooldridge, J. M. (2001). Applications of generalized method of moments estimation. *Journal of Economic perspectives*, *15*(4), 87-100.

**Ηλεκτρονικές Πηγές**

<https://www.sec.gov/oiea/reports-and-publications/investor-publications/beginners-guide-financial-statements>