



ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ  
ΘΕΣΣΑΛΙΑΣ

ΤΜΗΜΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΕΠΙΣΤΗΜΩΝ

ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ ΣΤΗΝ ΕΦΑΡΜΟΣΜΕΝΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ

Διπλωματική Εργασία

**ΑΝΑΛΥΣΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΩΝ ΚΛΑΔΟΥ ΤΟΥ ΧΑΑ  
ΣΥΓΚΡΙΣΗ ΠΡΙΝ ΚΑΙ ΜΕΤΑ ΤΗΝ ΚΡΙΣΗ**

του

ΤΕΡΖΕΝΙΔΗ ΑΛΕΞΑΝΔΡΟΥ

Επιβλέπων Καθηγητής: Αναστάσιος Τσάμης

Ιανουάριος 2018

Βόλος

## **Υπεύθυνη Δήλωση Προτοτυπίας Διπλωματικής Εργασίας**

Βεβαιώνω ότι είμαι συγγραφέας αυτής της διπλωματικής εργασίας και ότι κάθε βοήθεια την οποία είχα για την προετοιμασία της, είναι πλήρως αναγνωρισμένη και αναφέρεται στη διπλωματική εργασία. Επίσης έχω αναφέρει τις όποιες πηγές από τις οποίες έκανα χρήση δεδομένων, ιδεών ή λέξεων, είτε αυτές αναφέρονται ακριβώς είτε παραφρασμένες. Επίσης βεβαιώνω ότι αυτή η πτυχιακή εργασία προετοιμάστηκε από εμένα προσωπικά ειδικά για τις απαιτήσεις του προγράμματος μεταπτυχιακών σπουδών στην Εφαρμοσμένη Οικονομική του Τμήματος Οικονομικών Επιστημών του Πανεπιστημίου Θεσσαλίας.

Βόλος, Ιανουάριος 2018

## **ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ**

Θα ήθελα να ευχαριστήσω τον κ. Αναστάσιο Τσάμη, καθώς και την κ. Μαρία-Ελένη Αγοράκη για τη συνεργασία και την πολύτιμη βοήθεια και καθοδήγησή τους, κατά τη διάρκεια εκπόνησης της διπλωματικής μου εργασίας. Επίσης, θα ήθελα να ευχαριστήσω την οικογένειά μου για την αμέριστη συμπαράσταση και στήριξη που μου παρείχε.

# Περίληψη

---

Η παρούσα διπλωματική εργασία πραγματεύεται την ανάλυση της πορείας του κλάδου γαλακτοκομικών προϊόντων στην Ελλάδα, πριν και μετά την εμφάνιση της οικονομικής κρίσης. Η σπουδαιότητα του συγκεκριμένου κλάδου για την οικονομία της χώρας είναι εμφανής, καθώς η παραγωγή γαλακτοκομικών προϊόντων καλύπτει πρωτογενείς ανάγκες των καταναλωτών και συνεπώς αποτελεί μια ιδιαίτερα σημαντική πηγή εσόδων για τη χώρα. Η διεξαγωγή των συμπερασμάτων επιτυγχάνεται μέσω της συγκριτικής ανάλυσης των εταιριών ΚΡΙ ΚΡΙ Α.Ε. και ΕΒΡΟΦΑΡΜΑ Α.Β.Ε.Ε., οι οποίες είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αθηνών, σε βάθος δεκαετίας (2005-2014). Ειδικότερα, ο βασικός στόχος της έρευνας είναι να μελετήσουμε τα αποτελέσματα που παρουσίασαν οι εταιρίες περίπου μία πενταετία πριν την κρίση και μια πενταετία μετά, έτσι ώστε να διεξαχθούν συμπεράσματα για τον τρόπο με τον οποίο επηρέασε την οικονομική τους πορεία και κατ' επέκταση τον κλάδο. Η έρευνα που πραγματοποιείται είναι επαγωγική, καθώς στηρίζεται σε προηγούμενες μελέτες και εμπεριέχει βιβλιογραφική ανασκόπηση, ενώ η συγκριτική ανάλυση των δεδομένων επιτυγχάνεται μέσω της χρήσης αριθμοδεικτών. Τα κύρια στοιχεία της ανάλυσης αντλούνται από τις οικονομικές καταστάσεις και τις ετήσιες εκθέσεις των εταιριών, απ' όπου και εξάγονται οι απαραίτητες πληροφορίες για τη μελέτη της αποδοτικότητας, της κεφαλαιακής διάρθρωσης και της ρευστότητας αυτών και αναλύονται τόσο διαχρονικά για κάθε εταιρία, όσο και συγκριτικά.

Λέξεις κλειδιά: Οικονομική Κρίση, Χρηματοοικονομική Ανάλυση, Αριθμοδείκτες, Κλάδος Γαλακτοβιομηχανίας, Γαλακτοκομικά Προϊόντα

# Περιεχόμενα

Εισαγωγή.....	1
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1: Οικονομική κρίση.....	4
1.1 Ορισμός Οικονομικής Κρίσης .....	4
1.2 Το Κραχ του 2008 και ο Δρόμος προς την Κατάρρευση.....	5
1.3 Αιτίες Οικονομικής Κρίσης .....	7
1.4 Αντιδράσεις για την Αντιμετώπιση της Κρίσης.....	9
1.5 Επέκταση Φαινομένου στις ΗΠΑ .....	10
1.6 Επέκταση Φαινομένου στην Ελλάδα .....	11
1.7 Οι ελληνικές επιχειρήσεις στην Οικονομική Κρίση .....	13
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2: Ο Κλάδος της Γαλακτοβιομηχανίας στην Ελλάδα.....	16
2.1 Ζήτηση .....	16
2.2 Προσφορά .....	16
2.3 Αγορά .....	17
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3: Χρηματοοικονομική Ανάλυση με τη χρήση Αριθμοδεικτών .....	21
3.1 Χρηματοοικονομική Ανάλυση .....	21
3.2 Περιορισμοί στην Μελέτη Αριθμοδεικτών .....	23
3.3 Κατηγορίες Αριθμοδεικτών .....	25
3.3.1 Αριθμοδείκτες Ρευστότητας .....	25
3.3.2 Αριθμοδείκτες Χρηματοοικονομικής Μόχλευσης και Περιουσιακής Διάρθρωσης .....	27
3.3.3 Αριθμοδείκτες Οικονομικής Απόδοσης.....	31
3.3.4 Αριθμοδείκτες Δραστηριότητας.....	33
3.3.5 Αριθμοδείκτες Αγοραίας Αξίας ή Αποτίμησης.....	35
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4: Μεθοδολογία.....	37
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5: Έρευνα .....	39
5.1 Προφίλ Εταιριών .....	39
5.1.1 ΚΡΙ ΚΡΙ .....	39
5.1.2 ΕΒΡΟΦΑΡΜΑ.....	40
5.2 Ανάλυση Αριθμοδεικτών .....	42
5.2.1 Αριθμοδείκτες Ρευστότητας .....	42
5.2.2 Αριθμοδείκτες Οικονομικής Απόδοσης.....	44
5.2.3 Αριθμοδείκτες Δραστηριότητας.....	47
5.2.4 Αριθμοδείκτες Χρηματοοικονομικής Μόχλευσης και Περιουσιακής Διάρθρωσης .....	49

5.2.5 Αριθμοδείκτες Αγοραίας Αξίας ή Αποτίμησης.....	54
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6: Συμπεράσματα.....	57
Βιβλιογραφία .....	60
Παράρτημα.....	70
Παράρτημα Α- Πωλήσεις επιχειρήσεων παραγωγής γαλακτοκομικών προϊόντων (2001-2006) .	70
Παράρτημα Β – Πίνακας Αριθμοδεικτών .....	71
Παράρτημα Β – Πίνακας Αριθμοδεικτών (συνέχεια).....	72

### **Κατάλογος Διαγραμμάτων**

Διάγραμμα 1 - Πωλήσεις Γαλακτοκομικών Προϊόντων 2001-2006 .....	18
Διάγραμμα 2 - Εξέλιξη αριθμού παραγωγών, παραγωγή αγελαδινού γάλακτος και ποσοτώσεις ....	18
Διάγραμμα 3 - Αριθμοδείκτες Γενικής Ρευστότητας.....	42
Διάγραμμα 4 - Αριθμοδείκτες Άμεσης Ρευστότητας.....	43
Διάγραμμα 5 - Δείκτης Καθαρού Περιθωρίου Κέρδους και Δείκτης ROE .....	45
Διάγραμμα 6 - Δείκτης ROA .....	46
Διάγραμμα 7 - Αριθμοδείκτες Δραστηριότητας Αποθεμάτων.....	47
Διάγραμμα 8 - Αριθμοδείκτες Δραστηριότητας Απαιτήσεων.....	48
Διάγραμμα 9 - Δείκτης Χρέους.....	49
Διάγραμμα 10 - Δείκτης Παγιοποίησης Περιουσίας .....	50
Διάγραμμα 11 - Δείκτης Αυτοχρηματοδότησης Παγίων Περιουσιακών Στοιχείων .....	51
Διάγραμμα 12 - Δείκτης Χρηματοδότησης Παγίων με Μακροπρόθεσμα Κεφάλαια .....	52
Διάγραμμα 13 - Αριθμοδείκτης Κάλυψης Τόκων .....	53
Διάγραμμα 14 - Δείκτης τιμή μετοχής προς κέρδη (P/E).....	54
Διάγραμμα 15 - Αριθμοδείκτης Αγοραίας προς Λογιστική Τιμή Μετοχής .....	55

### **Κατάλογος Πινάκων**

Πίνακας 1 - Αριθμοδείκτες Οικονομικής Απόδοσης .....	44
--	----

# Εισαγωγή

---

Ο κλάδος τροφίμων και ποτών κατέχει πολύ σημαντική θέση τόσο στην ελληνική όσο και στην ευρωπαϊκή οικονομία για διάφορους λόγους, όπως για παράδειγμα λόγω της μεγάλης συμμετοχής του στο Ακαθάριστο Εγχώριο Προϊόν μιας χώρας, της προστιθέμενης αξίας που δημιουργεί, καθώς και λόγω του μεγάλου αριθμού επιχειρήσεων που δραστηριοποιούνται σε αυτόν. Οι κυριότεροι εμπορικοί εταίροι ως προς τις εισαγωγές με σειρά προτεραιότητας είναι η Γερμανία, η Ολλανδία, η Ιταλία και η Γαλλία, ενώ ως προς τις εξαγωγές είναι η Ιταλία, η Γερμανία η Αγγλία και οι ΗΠΑ αντίστοιχα (Θωμαΐδου και Σταυράκη, 2017).

Μια υποκατηγορία του κλάδου τροφίμων και ποτών είναι ο κλάδος παραγωγής γαλακτοκομικών προϊόντων, στον οποίο θα επικεντρωθούμε στην παρούσα εργασία. Εστιάζοντας στην χώρα μας, παρατηρούμε πως ο κλάδος αυτός συνεισφέρει σημαντικά στην ελληνική οικονομία, καλύπτοντας πρωτεύουσες ανάγκες του καταναλωτή, ενώ ταυτόχρονα στηρίζει και άλλους παραγωγικούς τομείς, όπως της κτηνοτροφίας, της γεωργίας και του εμπορίου γενικότερα (Μανιφάβα, 2012). Επίσης, η μεγάλη σημασία του φαίνεται από το γεγονός ότι πολλές από τις μεγαλύτερες βιομηχανίες ειδών διατροφής της χώρας ανήκουν σε αυτόν. Επιπλέον, περιλαμβάνει έναν σημαντικό αριθμό μικρομεσαίων επιχειρήσεων, όπως και ένα αριθμό εισαγωγικών εταιριών, των οποίων τα προϊόντα καλύπτουν ένα μεγάλο μέρος της κατανάλωσης. Οι μεγαλύτερες εταιρίες του κλάδου που ελέγχουν το μεγαλύτερο μέρος της εγχώριας αγοράς, είναι η ΦΑΓΕ, Η ΔΕΛΤΑ, η ΟΛΥΜΠΙΟΣ, η ΚΡΙ ΚΡΙ και η ΜΕΒΓΑΛ, με τη ΦΑΓΕ να κατέχει την πρώτη θέση στην ελληνική αγορά γιαουρτιού (Μανιφάβα, 2017).

Ωστόσο, παρά το γεγονός ότι διατηρεί σταθερή παρουσία διεθνώς και παρά το μέγεθός του, ο ελληνικός κλάδος γαλακτοβιομηχανίας δεν είναι εξίσου ανταγωνιστικός με τις αντίστοιχες επιχειρήσεις του εξωτερικού, γεγονός που φαίνεται από τις ζημίες που παρουσιάζονται στο εμπορικό του ισοζύγιο (ICAP, 2016; ICAP, 2007).

Η οικονομική κρίση και πιο συγκεκριμένα η χρηματοπιστωτική κρίση έπληξε σε μεγάλο βαθμό σχεδόν όλες τις χώρες παγκοσμίως. Ο τρόπος αλλά και η έντασή της διαφέρει σε κάθε περίπτωση, ανάλογα με τις οικονομικές ανάγκες, τα χαρακτηριστικά, αλλά και τα προβλήματα που αντιμετωπίζει η κάθε χώρα. Παρ' όλα αυτά, η χρηματοπιστωτική κρίση μεταλλάχθηκε σε οικονομική κρίση όταν οι τράπεζες παρουσίασαν ανικανότητα στο να

διατηρήσουν την κεφαλαιουχική τους επάρκεια, με αποτέλεσμα να δημιουργηθεί έλλειψη ρευστότητας και χρηματοδότησης στις επιχειρήσεις και τα νοικοκυριά. Αυτή η αλλαγή πραγματικότητας έφερε ανισορροπία στα κοινωνικά κλιμάκια μειώνοντας σημαντικά την αγοραστική δύναμη των καταναλωτών (Ivashina and Scharfstein, 2010; Zingales, 2008).

Το πρόβλημα αυτό δεν άργησε να πλήξει τη χώρα μας, η οποία βρέθηκε αντιμέτωπη με τις χρόνιες αδυναμίες της. Η κρίση επηρέασε σε μεγάλο βαθμό τις ελληνικές επιχειρήσεις και κατ' επέκταση τον εγχώριο κλάδο γαλακτοκομικών προϊόντων, με αποτέλεσμα να υπάρξει μείωση στον κύκλο εργασιών και της κερδοφορίας, να περιοριστούν οι επενδύσεις και η απασχόληση και να αυξηθεί ο πιστωτικός κίνδυνος και η φορολογία. Επιπρόσθετα, μετά την εμφάνιση της κρίσης, παρατηρήθηκε στροφή από τη μεταποίηση στην εμπορία εισαγόμενων προϊόντων. Όλα αυτά σε συνδυασμό με την χαμηλή διεθνή ανταγωνιστικότητα του κλάδου, μεγέθυναν τις επιπτώσεις της κρίσης, καθώς η ελληνική βιομηχανία παραγωγής γάλακτος δεν ήταν σε θέση να καλύψει την μείωση του εγχώριου κύκλου εργασιών και της κερδοφορίας από την δραστηριοποίηση των επιχειρήσεων σε ξένες αγορές (ICAP, 2016).

Ο σκοπός της παρούσας εργασίας είναι αρχικά να πραγματοποιηθεί ανάλυση των χρηματοοικονομικών καταστάσεων των εταιριών ΚΡΙ ΚΡΙ Α.Ε. και ΕΒΡΟΦΑΡΜΑ Α.Β.Ε.Ε., οι οποίες δραστηριοποιούνται στον κλάδο γαλακτοκομικών προϊόντων και στη συνέχεια να ακολουθήσει συγκριτική ανάλυση αυτών, με χρονικό ορίζοντα δέκα ετών (2005-2014). Η δεκαετία επιλέχθηκε για να υπάρξει μια εκτεταμένη χρονικά περίοδος για την εξέταση των εταιριών πριν και μετά την εμφάνιση της κρίσης, έτσι ώστε να δοθεί σαφήνεια και αξιοπιστία στα αποτελέσματα και τα συμπεράσματα που θα προκύψουν. Επιμέρους στόχοι της εργασίας είναι:

- Να γίνει ιστορική ανασκόπηση της οικονομικής κρίσης, καθώς και αναφορά στα αίτια και τον τρόπο με τον οποίο δημιουργήθηκε
- Να μελετηθεί ο τρόπος που εξαπλώθηκε παγκοσμίως, καθώς και το πώς επηρέασε την ελληνική οικονομία και τις επιχειρήσεις στη χώρα
- Να εξεταστεί η πορεία του κλάδου τροφίμων και πιο συγκεκριμένα του κλάδου παραγωγής γάλακτος στην Ελλάδα, όπου δραστηριοποιούνται οι εξεταζόμενες βιομηχανίες, καθώς επίσης και ο τρόπος με τον οποίο ο κλάδος επηρεάστηκε από την κρίση
- Να διαπιστωθεί η χρησιμότητα των αριθμοδεικτών ως εργαλείο χρηματοοικονομικής ανάλυσης.



Για την επίτευξη αυτών των στόχων, η εργασία χωρίστηκε σε 6 κεφάλαια. Στο πρώτο κεφάλαιο γίνεται η ιστορική ανασκόπηση της κρίσης, καθώς εξετάζονται και οι λόγοι εμφάνισής της. Επίσης γίνεται αναφορά στον τρόπο με τον οποίο επεκτάθηκε παγκοσμίως και πιο συγκεκριμένα στη χώρα μας, καθώς και στους τρόπους με τους οποίους πολλές χώρες προσπάθησαν να αντιμετωπίσουν το φαινόμενο. Στο δεύτερο κεφάλαιο αναλύεται η πορεία του κλάδου γαλακτοκομικών προϊόντων στη χώρα και εξετάζεται το πώς η κρίση τον επηρέασε. Στο τρίτο κεφάλαιο γίνεται η περιγραφή των αριθμοδεικτών και εξετάζεται η χρησιμότητα, καθώς και οι αδυναμίες αυτών. Στο τέταρτο και πέμπτο κεφάλαιο γίνεται η περιγραφή της μεθοδολογίας, η ανάλυση των αριθμοδεικτών και η σύγκριση των αποτελεσμάτων για τις δύο εταιρίες αντίστοιχα, ενώ το τελευταίο κεφάλαιο περιλαμβάνει τα γενικά συμπεράσματα της έρευνας.

# ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1: Οικονομική κρίση

---

## 1.1 Ορισμός Οικονομικής Κρίσης

Η έννοια του όρου «οικονομική κρίση» αναφέρεται γενικότερα στο φαινόμενο κατά το οποίο μια οικονομία χαρακτηρίζεται από μια συνεχόμενη και αισθητή μείωση της οικονομικής της δραστηριότητας, λόγω της μεταβολής των διαφόρων μακροοικονομικών μεγεθών της, όπως το εθνικό προϊόν, η απασχόληση, οι επενδύσεις και οι τιμές (Palley, 2011). Ωστόσο, η έννοια του όρου αυτού έχει αποδοθεί με πολλούς τρόπους και συνεπώς υπάρχει ένα πλήθος ορισμών γύρω από αυτήν.

Πολλοί ειδικοί σε αυτό το κομμάτι εξέφρασαν τις απόψεις τους, καθώς μέσα από έρευνες εξήγαγαν αποτελέσματα, τα οποία χρησιμοποιούνται και εκφράζονται ακόμα από τους σύγχρονους επιστήμονες.

Αρχικά ο Sharpe (1963) διατύπωσε πως μια οικονομία βρίσκεται σε κρίση και αντιμετωπίζει προβλήματα, όταν σε μία συγκεκριμένη χρονική περίοδο, η κίνηση της αγοράς είναι πτωτική. Έπειτα, ο Minsky (1972), όρισε την οικονομική κρίση, ως το φαινόμενο κατά το οποίο παρατηρείται αποπληθωρισμός και διαταραχές στις ξένες αγορές και περιλαμβάνει μία μεγάλη και απότομη πτώση των τιμών των περιουσιακών στοιχείων και των μετοχών, καθώς και καταρρεύσεις τραπεζών και άλλων ιδρυμάτων. Ο Donaldson (1991), χαρακτήρισε την κρίση ως μια απειλή ενάντια στην υφιστάμενη δομή των βασικών αρχών και κανόνων ενός κοινωνικού συστήματος, καθώς αυτή επιβάλλει τη λήψη σημαντικών αποφάσεων σε μικρό χρονικό διάστημα και κάτω από συνθήκες αβεβαιότητας. Σύμφωνα με τον Mishkin (1991), η χρηματοοικονομική κρίση χαρακτηρίζεται από μία αναστάτωση των χρηματοοικονομικών αγορών, η οποία επιδεινώνει τα προβλήματα της 'αντίστροφης επιλογής' και του 'ηθικού κινδύνου', με συνέπεια τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα να καθίστανται ανίκανα στο να διοχετεύσουν αποτελεσματικά και με τον καλύτερο δυνατό τρόπο κεφάλαια, στις περισσότερο παραγωγικές επενδυτικές ευκαιρίες. Η διατάραξη αυτή παρουσιάζεται συνήθως πρώτα σε μια χώρα και στη συνέχεια διαχέεται στο εξωτερικό.

Ωστόσο η μετάδοση της κρίσης από χώρα σε χώρα μπορεί να πραγματοποιηθεί με πολλούς τρόπους, όπως για παράδειγμα λόγω των εμπορικών δεσμών μεταξύ των χωρών, της κρίσης στην αγορά των μετοχών, του έντονου υψηλού ανταγωνισμού μεταξύ των χωρών, της σύγκυσης στις επενδύσεις σε περιόδους απότομης πτώσης των τιμών των περιουσιακών

στοιχείων, καθώς και λόγω της μείωσης της ρευστότητας στην αγορά μίας χώρας . Ανάλογα με τη γεωγραφική έκταση των χωρών που έχουν επηρεαστεί από το πρωταρχικό αίτιο, η χρηματοοικονομική κρίση δύναται να πάρει μεγάλες διαστάσεις και να γίνει διεθνής (Summers, 2000).

Παρά το γεγονός ότι οι μελέτες πάνω σε αυτόν τον τομέα ποικίλουν, ακολουθούν η μία την άλλη δίχως να αναιρούν τις προηγούμενες.

## 1.2 Το Κραχ του 2008 και ο Δρόμος προς την Κατάρρευση

Από τη δεκαετία του 1930 και έπειτα , η ιστορία μας έχει δείξει πως κάθε φορά που η παγκόσμια οικονομία έφθανε στα όρια οικονομικής καταστροφής, οι αρμόδιες αρχές επενέβαιναν σημαντικά και διορθωτικά με σκοπό να διατηρήσουν τις ισορροπίες, έτσι ώστε να αποτρέψουν την οικονομία από την κατάρρευση (Κρούγκμαν, 2009). Ωστόσο, στις 15 Σεπτεμβρίου του 2008 η πτώχευση και κατάρρευση της Lehman Brothers, μιας παγκόσμιας εταιρείας χρηματοοικονομικών υπηρεσιών αλλά και μιας από τις μεγαλύτερες και πιο ισχυρές επενδυτικές τράπεζες στις Η.Π.Α ήταν γεγονός που αποτέλεσε την έναρξη της παγκόσμιας οικονομικής κρίσης. Ο λόγος της πτώχευσης βασίζεται στο γεγονός ότι το ίδιο έτος, η εταιρία είχε αρχίσει να συσσωρεύει ζημιές, από την κρίση των στεγαστικών δανείων υψηλού κινδύνου, λόγω της κακής διαχείρισης αυτών, με αποτέλεσμα τη μαζική αποχώρηση των περισσότερων πελατών της, τη ραγδαία μείωση των αποθεμάτων της, καθώς και την υποτίμηση των περιουσιακών στοιχείων από τους οργανισμούς αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας (Zingales, 2008).

Το δεύτερο τρίμηνο του 2008 η εταιρία παρουσίασε σημαντικές απώλειες 2,8 δις. δολαρίων και αναγκάστηκε να πουλήσει ενεργητικό 6 δις. δολαρίων, ώστε να καταφέρει να αποφύγει την πτώχευση. Παρ' όλα αυτά, η μετοχή της από το πρώτο κίόλας εξάμηνο υποχώρησε σημαντικά και οι προσπάθειες αγοράς από την κορεάτικη τράπεζα 'Korea Development Bank' απέτυχαν. Έτσι, η εταιρία κατέθεσε αίτηση πτώχευσης, υπό το βάρος χρεών 768 δις. δολαρίων έναντι ενεργητικού 639 δις. δολαρίων. Η μετοχή της υποχώρησε πάνω από 90%, ενώ ο δείκτης Dow Jones έχασε 500 μονάδες, σημειώνοντας την πιο μεγάλη ημερήσια πτώση μετά την 11<sup>η</sup> Σεπτεμβρίου του 2001. (Λίτσης, 2009; Friedman and Posner, 2011).

Σε αρκετά μικρό χρονικό διάστημα, το παγκόσμιο χρηματοπιστωτικό σύστημα υπέστη μεγάλο πλήγμα και οι επιπτώσεις του γεγονότος ήταν ανάλογες της κατάρρευσης του τραπεζικού συστήματος κατά τη διάρκεια της Μεγάλης Ύφεσης, παρόλο που οι πραγματικές επιπτώσεις δεν είχαν γίνει ακόμα αντιληπτές.

Δεδομένου ότι η Lehman Brothers είχε μεγάλη επιρροή στη διαμόρφωση της αγοράς των εταιρικών ομολόγων, προκλήθηκε μεγάλη αναστάτωση στις αγορές, αφού τα ανεξάρτητα επενδυτικά κεφάλαια που είχαν ομόλογα της εταιρίας δεν μπορούσαν να ρευστοποιηθούν. Προσωρινά, ωστόσο, την αγορά ανακούφισε η σωτήρια παρέμβαση της Κεντρικής Τράπεζας της Αμερικής (FED), η οποία επέκτεινε τις εγγυήσεις της για όλα τα funds, απαγόρευσε το ξεπούλημα των μετοχών και το Υπουργείο Οικονομικών ανακοίνωσε πως θα διέθετε 700 δισεκατομμύρια δολάρια για τη διάσωση του τραπεζικού συστήματος (Ball, 2016).

Παρ' όλα αυτά, το τραπεζικό σύστημα συνέχισε να χειροτερεύει. Τα επιτόκια εκτιναχτήκαν στα ύψη, τα spreads διευρύνθηκαν καθώς και οι υπόλοιπες επενδυτικές τράπεζες που δεν είχαν πρόσβαση στη FED δεν μπορούσαν να ανταποκριθούν, με αποτέλεσμα η FED να προσπαθεί να διασώσει με δυσκολία την κατάσταση. Παράλληλα, η προσπάθεια του διεθνούς νομισματικού ταμείου (ΔΝΤ), μετά τη συγκρότηση συνάντησης, να ενισχύσει τα μεγάλα χρηματοπιστωτικά συστήματα ώστε να μην διογκωθεί το πρόβλημα απέτυχε, καθώς τα μέλη δε συμφωνούσαν και έτσι η κάθε χώρα πορεύτηκε με τους δικούς της όρους. (Duffee, 1998; Baba and Packer, 2009).

Αυτό όμως με τη σειρά του επέφερε αρνητικά αποτελέσματα, καθώς πολλές χώρες δεν μπορούσαν να ανταποκριθούν στις πιστώσεις που είχαν ληφθεί. Η Ισλανδία ήταν μία από αυτές, αφού βρισκόταν ήδη στα πρόθυρα κατάρρευσης. Φυσικά δεν έλειψαν και άλλες, όπως η Τουρκία, η Νότια Αφρική, η Κίνα, η Νέα Ζηλανδία, η Αυστραλία, καθώς και χώρες της ανατολικής Ευρώπης και της Νότιας Αμερικής που τα νομίσματά τους εξασθένησαν. Το ευρώ υποχώρησε, το γεν εκτινάχθηκε και το δολάριο ενισχύθηκε. Αυτήν την αστάθεια των ισοτιμιών στις περιφερειακές χώρες, δεν άργησαν να εκμεταλλευθούν μεγάλες εξαγωγικές εταιρίες, οι οποίες κερδοσκοπούσαν συνεχώς εις βάρος του εθνικού τους νομίσματος, το οποίο ανέκαμπτε συνεχώς και έτσι χρεοκόπησαν, δίνοντας έναυσμα για μία μικρής διάστασης οικονομική κρίση (Soros, 2009).

Οι επενδυτικές και διορθωτικές κινήσεις είχαν τεράστιες επιπτώσεις στη συμπεριφορά των καταναλωτών, των επιχειρήσεων και των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων παγκοσμίως. Αρχικά ο κόσμος δεν το αντιλήφθηκε αμέσως, ωστόσο στην πορεία αυτό δεν άργησε να αλλάξει, αφού τα προβλήματα της παγκόσμιας κρίσης μπήκαν στη ζωή όλων. Πιο συγκεκριμένα τα συνταξιοδοτικά ταμεία, τα ταμεία των πανεπιστημίων που διαχειρίζονται τις χορηγίες και τα φιλανθρωπικά ιδρύματα, έχασαν από 20% ως και 40% των περιουσιακών τους στοιχείων. Συνεπώς, η αυτοτροφοδοτούμενη παραδοχή ότι έχουμε να κάνουμε με μια

μακρά και βαθιά κρίση, η οποία πιθανώς να οδηγούσε σε ύφεση, γενικεύθηκε (Καραμούζης, 2009; Λίτσης, 2009).

### 1.3 Αιτίες Οικονομικής Κρίσης

Οι παράγοντες που οδήγησαν στην οικονομική κρίση είναι συγκεκριμένοι και προέρχονται συνήθως από το πολιτικό και το κοινωνικό περιβάλλον μιας χώρας. Τα υψηλά επιτόκια των τραπεζών, η αύξηση της αβεβαιότητας, οι ραγδαίες πτώσεις του χρηματιστηρίου και οι διάφοροι τραπεζικοί κίνδυνοι είναι μερικοί από τους παράγοντες που οδηγούν σε τραπεζικές και χρηματοπιστωτικές κρίσεις (Καραμούζης, 2009). Όσον αφορά τη χώρα μας, το ασφαλιστικό ζήτημα, καθώς και η διαχείριση της μισθοδοσίας του ευρύτερου δημόσιου τομέα, είναι οι δύο κύριοι παράγοντες που συνετέλεσαν στην ανεξέλεγκτη διόγκωση του δημόσιου χρέους σήμερα (Γραμματιδής, 2016).

Οι παραπάνω λόγοι μπορούν να οδηγήσουν στην ουσιαστική επιδείνωση μιας οικονομίας και συνεπώς στην οικονομική κρίση και να δημιουργήσουν ηθικό κίνδυνο στις χρηματοοικονομικές αγορές, με συνέπεια να μετατοπίζουν μια οικονομία με υψηλή αποδοτικότητα και παραγωγικότητα σε μια αντίστοιχη, με χαμηλά επίπεδα κερδοφορίας και ανάπτυξης, διότι το οικονομικό σύστημα καθίσταται ανίκανο να διοχετεύσει τα κεφάλαια, στις χώρες με τις καλύτερες ευκαιρίες επένδυσης (Mishkin, 1996).

Ωστόσο, σύμφωνα με τους West και Wharles (2008), η κρίση δεν προκλήθηκε αποκλειστικά από την κατάρρευση της αγοράς στέγης, αφού το χρηματοπιστωτικό σύστημα ήταν ήδη ελαττωματικό λόγω των μοχλευμένων χρηματοπιστωτικών συμβάσεων και πράξεων στα πλαίσια μιας ευρύτερης αμερικάνικης νομισματικής πολιτικής.

Το 2008, οι διαδοχικές πτωχεύσεις τραπεζικών και ασφαλιστικών εταιριών σήμαναν την αρχή της οικονομικής κρίσης, που πάγωσε την κινητικότητα των παγκόσμιων πιστωτικών αγορών με αποτέλεσμα η κυβερνητική παρέμβαση να χρήζει απαραίτητη. Είναι επίσης αξιοσημείωτο το γεγονός ότι οι πολλές πτωχεύσεις των επιχειρήσεων έκαναν και τις τράπεζες πιο διστακτικές στο δανεισμό (Ivashina and Scharfstein, 2010).

Οι ρίζες της κρίσης βρίσκονται επίσης και στην κρίση του ενυπόθηκου δανεισμού και την αγορά ακινήτων. Οι τιμές των ακινήτων αυξανόταν συνεχώς και τα κτηματομεσιτικά δάνεια είχαν εξαπλωθεί σε όλο το χρηματοπιστωτικό σύστημα με τη μορφή CDOs (Credit Default Options) και άλλων σύνθετων παραγώγων, προκειμένου να γίνει διασπορά του κινδύνου. Ωστόσο, όταν οι αξίες των ακινήτων σταθεροποιήθηκαν και οι ιδιοκτήτες δεν μπορούσαν να είναι ενήμεροι στις πληρωμές τους, οι τράπεζες αναγκάστηκαν να αναγνωρίσουν τεράστια

ποσά ανείσπρακτων οφειλών. Αυτό είχε σαν αποτέλεσμα τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα να κατασχέσουν τα περιουσιακά στοιχεία των επιχειρήσεων, τα οποία είχαν χάσει μεγάλο μέρος της αξίας τους, για να προσπαθήσουν να εξασφαλίσουν την αποπληρωμή δανείων. Έτσι μην έχοντας υψηλή ρευστότητα οι τράπεζες, η πιστωτική τους ικανότητα μειώθηκε αισθητά (Crescenzi, 2008).

Επίσης, σημαντικό ρόλο στη δημιουργία της κρίσης έπαιξαν οι φθηνές πιστώσεις που βοηθούσαν τους επενδυτές να αγοράζουν σπίτια και να κερδοσκοπούν, αφού με τις φθηνές πιστώσεις δημιουργούταν περισσότερο χρήμα στο σύστημα και οι καταναλωτές ήταν διατεθειμένοι να τα δαπανήσουν. Δυστυχώς, ο κόσμος ήθελε να αγοράσει τα ακίνητα, το οποίο ήταν το στοιχείο που προκάλεσε την αύξηση της ζήτησης και κατ' επέκταση του πληθωρισμού. Το μετοχικό κεφάλαιο εταιριών που ήταν μοχλευμένες με τεράστια ποσά χρέους, ήταν αρκετό για την εξαγορά εταιρειών και δημιούργησε δισεκατομμύρια δολάρια τα οποία δεν είχαν καμία αξία (Acharya and Richardson, 2009).

Ακόμη, όπως δηλώνει ο Crescenzi (2008), ένας παράγοντας που έπαιξε σημαντικό ρόλο στο ξέσπασμα της οικονομικής κρίσης ήταν η απληστία των ανθρώπων καθώς η αμερικανική οικονομία είναι βασισμένη εξολοκλήρου στην πίστωση και η κατεύθυνση των πιστώσεων ήταν ανεξέλεγκτη την τελευταία δεκαετία. Πιο συγκεκριμένα, πολλοί μεσίτες στεγαστικών δανείων καθόριζαν ποιος θα πάρει δάνεια ενεργώντας σα μεσάζοντες, και έπειτα μεταβίβαζαν την ευθύνη για τα δάνεια αυτά σε άλλους με την μορφή ενυπόθηκων τίτλων που στηριζόταν σε πάγιο εξοπλισμό κυρίως και γενικά στοιχεία του ενεργητικού (Moseley ,2008).

Η συνέχεια μετά είναι γνωστή καθώς αυτά τα δάνεια που χαρακτηριζόταν ως ωρολογιακές βόμβες κάποια στιγμή έσκασαν και η αγορά κατέρρευσε. Εκείνη τη στιγμή οι Τράπεζες ήταν αδύνατο να διορθώσουν την κατάσταση, έχοντας παραπάνω απαιτήσεις για τη χορήγηση δανείου, έχασαν και αυτές τεράστια κεφάλαια, και άλλες συγχωνεύθηκαν και άλλες κρατικοποιήθηκαν.

Από τα παραπάνω γίνεται εύκολα αντιληπτό πως η πίστωση μπορεί να λειτουργήσει σαν εφόδιο για την ανάπτυξη μίας οικονομίας, καθώς μπορεί να χρησιμοποιηθεί για την έναρξη ή επέκταση μιας επιχείρησης, οι οποίες θα δημιουργήσουν και νέες θέσεις εργασίας ή για την αγορά παγίων μεγάλης αξίας. Δυστυχώς όμως, αυτό το εργαλείο αν χρησιμοποιηθεί αλόγιστα και κερδοσκοπικά μπορεί να φέρει και την καταστροφή της παγκόσμιας οικονομίας όπως συνέβη και με την περίπτωση των στεγαστικών δανείων της Αμερικής (MacKenzie, 2011; Duchin, Ozbas and Sensoy, 2010).

Τέλος, θα μπορούσε να ειπωθεί πως η παγκόσμια οικονομία βρέθηκε αντιμέτωπη με την χειρότερη κρίση μετά την Μεγάλη Ύφεση του 1929, καθώς η μείωση των πιστώσεων οδήγησε τις επιχειρήσεις και τα νοικοκυριά σε περιορισμό της καταναλωτικής τους δραστηριότητας, γεγονός που οδήγησε σε απολύσεις προσωπικού και αύξησης της ανεργίας, το οποίο με την σειρά του σημαίνει μειωμένη παραγωγή, χαμηλότεροι μισθοί και επιμήκυνση της ύφεσης (Acharya and Richardson, 2009; Hellwig, 2008; Summers, 2000).

#### 1.4 Αντιδράσεις για την Αντιμετώπιση της Κρίσης

Όλοι οι μεγάλοι φορείς αποφάσισαν να αντιμετωπίσουν το πρόβλημα. Αρχικά η Κεντρική Τράπεζα των ΗΠΑ αντέδρασε, μειώνοντας το βασικό επιτόκιο σχεδόν σε μηδενικό ποσοστό και επικεντρώθηκε στην ποσότητα που μπορούσε να προσφέρει. Η κυβέρνηση Ομπάμα το 2008-2009 ετοίμασε ένα μεγάλο πακέτο 700δισ δολαρίων αλλά και μέτρα δραστικά, δίνοντας την αίσθηση πως το πρόβλημα είναι σημαντικό και πρέπει να λυθεί άμεσα (Bordo, 2008).

Βέβαια σε αντίθετη κατεύθυνση κινήθηκαν οι διεθνείς οργανισμοί. Το ΔΝΤ προώθησε ένα πρόγραμμα σύμφωνα με το οποίο, οι χώρες που βρισκόταν σε καλή οικονομική κατάσταση θα έπρεπε να δανειστούν πολύ μεγαλύτερα ποσά με βάση τον πραγματικό δανεισμό, χωρίς κανένα περιορισμό. Φυσικά τα ποσά ήταν πολύ μικρά και η πιθανότητα στιγματισμού ήταν αναμενόμενη, με συνέπεια αυτή η υπηρεσία να μην χρησιμοποιηθεί ποτέ. Η Κεντρική Τράπεζα των ΗΠΑ απευθύνθηκε σε αλλά κράτη, όπως τη Βραζιλία, το Μεξικό και την Κορέα. Η αντίδραση των Ευρωπαίων ήταν αισθητή, καθώς μια ανεύθυνη δημοσιονομική διαχείριση θα έκανε τα πράγματα χειρότερα. Η Γερμανία αντέδρασε με έκδοση νέων τραπεζογραμμάτων, τα οποία επρόκειτο να προκαλέσουν πληθωριστικές πιέσεις στο μέλλον σε ασθενή νομίσματα. Οι αποκλίνουσες αυτές αντιλήψεις είχαν ως αποτέλεσμα τη δημιουργία μιας δύσκολης κατάστασης, όσον αφορά τη συντονισμένη δράση σε διεθνές επίπεδο, καθώς επίσης θα μπορούσαν, παράλληλα, να θέσουν σε κίνδυνο την ενότητα του ευρώ και να προκαλέσουν αναταραχή στις ισοτιμίες των νομισμάτων (Soros, 2008).

Όπως αναφέρει ο Soros (2008) η χρεοκοπία της Lehman Brothers είναι συγκρίσιμη με τις καταρρεύσεις τραπεζών τη δεκαετία του 1930 και η ευθύνη βαρύνει κυρίως τις χρηματοπιστωτικές Αρχές, ιδίως το υπουργείο Οικονομικών και τη Fed, που υποστήριξαν αδικαιολόγητα ότι δεν είχαν τη δικαιοδοσία να παρέμβουν. Ωστόσο, σε μια περίπτωση έκτασης ανάγκης θα έπρεπε να επέμβουν, έτσι ώστε να μην καταρρεύσει το σύστημα, όπως έκαναν σε άλλες περιπτώσεις. Ουσιαστικά οι ίδιοι το επέτρεψαν και άφησαν να γίνει αυτό που συνέβη.

## 1.5 Επέκταση Φαινομένου στις ΗΠΑ

Η οικονομική κρίση που εκδηλώθηκε το 2007 και η οποία προκλήθηκε λόγω της μεγάλης αύξησης των καθυστερήσεων των ενυπόθηκων δανείων στις Ηνωμένες Πολιτείες της Αμερικής, είχε σημαντικές συνέπειες στις τράπεζες και τις χρηματοπιστωτικές αγορές σε όλο τον κόσμο (Mian and Sufi, 2009). Λόγω της κρίσης, βέβαια, φανερώθηκαν και αδυναμίες του παγκοσμίου χρηματοπιστωτικού συστήματος.

Πολύ μεγάλο ποσοστό ενυπόθηκων δανείων που είχαν αποδέκτες δανειολήπτες χαμηλότερου επιπέδου είχαν επιτόκια μεταβαλλόμενα. Οι τιμές στη συνέχεια έπεσαν, οι χρηματοδοτήσεις μειωθήκαν και το μεταβαλλόμενο επιτόκιο ανέβηκαν σε υψηλότερα ποσοστά. (Moseley, 2008; Duffee 1998)

Η κυβέρνηση των ΗΠΑ βλέποντας το πρόβλημα που προέκυψε, παραχώρησε επιχορηγήσεις στις επιχειρήσεις ώστε να βοηθήσει οικονομικά την αγορά. Παρ' όλα αυτά, η οικονομική κρίση, μέσω του Χρηματιστηρίου προκάλεσε μεγάλες απώλειες στις τράπεζες της Αμερικής. Τα ενυπόθηκα χρεόγραφα αύξησαν τις ζημιές επηρεάζοντας και άλλα χρεόγραφα προκαλώντας κρίση σε παγκόσμιο επίπεδο. Μεγάλες τράπεζες σε Αμερική, Αγγλία και Ζυρίχη βρισκόνταν και αυτές σε κλίμα αβεβαιότητας, με αποτέλεσμα οι τραπεζικές συναλλαγές να μην γίνονται, γεγονός που απέτρεπε τους αγοραστές να προβούν και αυτοί σε επενδύσεις. Το πρόβλημα της εξάπλωσης των επισφαλών δανείων στις τράπεζες είχε μεταφερθεί πλέον στις πιστωτικές αγορές δημιουργώντας έναν φαύλο κύκλο. (Chava and Purnanandam, 2011; Dell'Aricciaa, Detragiache and Rajan, 2008)

Η πιστωτική συμπίεση ξεκίνησε από μια απότομη αύξηση των επισφαλών δανείων με υποθήκη, δηλαδή των στεγαστικών δανείων σε Αμερικάνους με κακή πίστη, εξαιτίας των τραπεζών που είχαν μεταπουλήσει αυτά τα δάνεια σε άλλους φορείς. Φυσικά, πολλές επενδυτικές εταιρείες παρουσίασαν προβλήματα καθώς και χρέη με δάνεια που είχαν πάρει (Robinson, 2009).

Οι πρώτες συνέπειες την κρίσης στην πιστωτική αγορά, εμφανίστηκαν όταν οι χρηματοδοτικές εταιρείες αποφάσισαν ότι θα πρέπει να μειώσουν την αξία των χαρτοφυλακίων σε υποθηκευμένα δάνεια στις Ηνωμένες Πολιτείες, λόγω της πτώσης στην αγορά κατοικίας. Η μείωση αυτή οδήγησε σε ελλιπή δανεισμό των μεγάλων τραπεζών και το χρέος που υπήρχε μετατράπηκε σε τοξικά χρεόγραφα και συνεπώς σε ακόμα μεγαλύτερη μείωση δανεισμού. Τα πράγματα δεν πήγαιναν καλά και η απόδειξη ήταν ότι μια μεγάλη εταιρία επενδύσεων χρεοκοπούσε και είχε στη κατοχή της πάρα πολλά καθυστερημένα



δάνεια. Οι φορείς προσπάθησαν να βοηθήσουν τη κατάσταση αλλά δυστυχώς δεν μπόρεσαν να το αντιμετωπίσουν. (Government Publishing Office, 2011)

Σειρά πήρε η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς (SEC) που ζήτησε από τις τράπεζες και τους οίκους αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας των επιχειρήσεων και των ενυπόθηκων δανείων να αναθεωρήσουν τις πρακτικές τους. Η επιδείνωση της πιστωτικής αναταραχής κατέστησε δυσκολότερο για τις επιχειρήσεις και τους ιδιώτες να λάβουν δάνεια, ενώ τα δημόσια έργα κινδύνευαν σημαντικά (Robinson, 2009).

### 1.6 Επέκταση Φαινομένου στην Ελλάδα

Οι επιδράσεις του χρηματοοικονομικού Κραχ έγιναν κάτι παραπάνω από αισθητές και στην Ελλάδα. Στη χώρα μας, η κρίση ήρθε λίγο καθυστερημένα συγκριτικά με τις ΗΠΑ ή την Μεγάλη Βρετανία, αφού έφτασε το 2008, μέσω Γερμανίας, η οποία είναι η μεγαλύτερη αγορά των ελληνικών προϊόντων των Βαλκανίων, πολλών χωρών της Ενωμένης Ευρώπης και της Ελληνικής Ναυτιλίας (Διακόπουλος, 2009). Το δημοσιονομικό έλλειμμα και το χρέος της χώρας άρχισαν να αυξάνονται συνεχώς και με ανησυχητικούς ρυθμούς. Παράλληλα, η ανεργία δεν άργησε να φανεί και η αδυναμία για νέες θέσεις εργασίας έγινε σημαντικά αντιληπτή, καθώς η ελληνική οικονομία εξασθένησε (Scarpetta, Sonet and Manfredi, 2010).

Φυσικά το τεράστιο πρόβλημα της Ελλάδας, ήταν οι ακάλυπτες επιταγές και οι απλήρωτες συναλλαγματικές, οι οποίες έφτασαν τα 2δισ ευρώ. Επρόκειτο για μία απειλή που κρεμόταν πάνω από ολόκληρη την οικονομία της χώρας, καθώς όλη η αγορά ήταν κτισμένη πάνω σε μεταχρονολογημένες επιταγές, οι οποίες λόγω της ύφεσης, λειτούργησαν ως αντίστροφη πυραμίδα. Αναλυτικότερα, δεν απειλούσαν μόνον τον εκδότη, ο οποίος σε περίπτωση μη κάλυψης τους ήταν ούτως ή άλλως χαμένος, αλλά επίσης και επιχειρήσεις ή ιδιώτες που είχαν το δικαίωμα να πληρωθούν από τις συγκεκριμένες επιταγές. Αυτή η εξέλιξη ήταν αναμενόμενη ήδη από τότε που εμφανίστηκαν τα πρώτα σημάδια της κρίσης στην Ελλάδα, καθώς τα νούμερα έδειχναν αύξηση των ακάλυπτων επιταγών (Τζώρτζη, 2009).

Παράλληλα, δεν έγινε σωστή διαχείριση των δανείων που πάρθηκαν από τις εκάστοτε κυβερνήσεις, καθώς γινόταν υπερβολικά μεγάλες αυξήσεις στη μισθοδοσία των δημόσιων υπαλλήλων, αλλά και των συνταξιοδοτικών δαπανών. Συνεπώς, ενώ τα στατιστικά στοιχεία έδειχναν αύξηση της κατανάλωσης, αυτή οφειλόταν στο γεγονός ότι οι παραλήπτες του κρατικού χρήματος, αύξαναν την κατανάλωσή τους, λόγω των υψηλότερων εισοδημάτων τους, με αποτέλεσμα να μειωθούν και οι κρατικές επενδύσεις (Matsaganis, 2011).

Η κυβέρνηση δανειζόταν επίσης εκδίδοντας ομόλογα, ενώ οι Έλληνες πολίτες διαμοίραζαν τις αποταμιεύσεις τους μεταξύ ομολόγων που εκδίδονταν από την κυβέρνηση και ομολόγων από ιδιωτικές επιχειρήσεις. Αυτό είχε σαν αποτέλεσμα την μείωση των διαθέσιμων αποταμιεύσεων για τη χρηματοδότηση παραγωγικών επενδύσεων από ιδιωτικές επιχειρήσεις. Στην περίπτωση της Ελλάδας, ο ιδιωτικός τομέας δεν δανείστηκε από το εξωτερικό, που σημαίνει ότι οι αποταμιεύσεις των Ελλήνων ήταν αρκετές για να καλύψουν τα δάνεια προς τον ιδιωτικό τομέα. Από την άλλη μεριά όμως, ο εξωτερικός δανεισμός πραγματοποιούνταν από την κυβέρνηση, καθώς το εξωτερικό δημόσιο χρέος της κυβέρνησης, ανήλθε στο 89% του ΑΕΠ το 2009 ή στο 79% του συνολικού δημοσίου χρέους. Συνεπώς, το εξωτερικό χρέος της χώρας ήταν στην ουσία το εξωτερικό δημόσιο χρέος. (Βαγιανός, Βρέτας και Μεγήρ, 2010; Πετράκης, 2011).

Αξιοπρόσεκτο είναι επίσης και το γεγονός ότι ο εξωτερικός δανεισμός της Ελλάδας μειώθηκε και αυτό έγινε για τους ακόλουθους δύο λόγους. Πρώτον, οι επιδοτήσεις από την Ευρωπαϊκή Ένωση συρρικνώθηκαν, αφού εντάχθηκαν χώρες οι οποίες ήταν σε χειρότερη οικονομική κατάσταση από τη χώρα μας, με συνέπεια να υπάρχουν διαφορετικά κριτήρια στο μοίρασμα των διαθέσιμων, και δεύτερον, η Ελλάδα υποχρεώθηκε να πληρώνει μεγαλύτερους τόκους στο αυξημένο εξωτερικό χρέος της. Αυτό σημαίνει πως η Ελλάδα μεγάλωσε το χρέος της, καθώς αντί να μειώσει τις εισαγωγές της, τις αύξησε, με αποτέλεσμα οι εξαγωγές να είναι λιγότερες, παρόλο που έβλεπε ότι οι εξωτερικές βοήθειες είχαν μειωνόντουσαν. (Argiriou and Tsoukalas, 2011)

Ωστόσο, σύμφωνα με τον καθηγητή κ. Διακόπουλο (2009), η διεθνής κρίση δεν ήλθε στη χώρα μας με την ίδια ένταση που εμφανίστηκε σε άλλες χώρες της Ευρώπης για τους παρακάτω λόγους.

- Οι ελληνικές τράπεζες δεν είχαν καμιά σχέση με επικίνδυνα στεγαστικά δάνεια και τοξικά ομόλογα.
- Οι ελληνικές εξαγωγές περιλαμβάνουν ένα μεγάλο ποσοστό τροφίμων και φρούτων, των οποίων η ζήτηση είναι ανελαστική, δηλαδή μειώνεται με την κάμψη του εισοδήματος.
- Οι εξαγωγές της χώρας μας, προς τις χώρες στις οποίες η κρίση ήταν έντονη (Η.Π.Α., Μ. Βρετανία, Ιρλανδία, Ισλανδία κ.λπ.), είναι περιορισμένες.

- Το χτίσιμο των περισσότερων υπό ανέγερση οικοδομών συνεχίστηκε και μετά την άφιξη της κρίσης και η αξία των οικοπέδων κατοικιών δε μειώθηκε σημαντικά στη Ελλάδα συγκριτικά με άλλες χώρες.
- Μετά την μείωση του επιτοκίου της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας σε 1,5%, οι ελληνικές τράπεζες αποκόμισαν σημαντικά κεφάλαια και προσέφεραν στεγαστικά δάνεια με επιτόκιο 3,5-4%.

### 1.7 Οι ελληνικές επιχειρήσεις στην Οικονομική Κρίση

Η οικονομική κρίση επηρεάζει όλες τις επιχειρήσεις ανεξαρτήτως δυναμικότητας και θέσης. Ωστόσο, ο κάθε επιχειρηματίας γνωρίζει ότι η συμπεριφορά του πελάτη εστιάζεται στη τιμή και επικεντρώνεται σε αυτό ολοένα και περισσότερο. Φυσικά ο στόχος όλων των επιχειρήσεων είναι να ικανοποιούν τους πελάτες μέσω της βελτιστοποίησης των εσωτερικών επιχειρηματικών διαδικασιών, ώστε να έχουν τη δυνατότητα μιας πιο ευέλικτης προσαρμογής στην αγορά (Bourletidis and Triantafyllopoulos, 2014).

Η πιο γενική εικόνα που δίνεται από των κλάδο των επιχειρήσεων, δεν είναι άλλη από τη διατήρηση της θέσης τους στην αγορά. Αν και δεν είναι εύκολο, καθώς οι ατομικές δυνάμεις έχουν στερέψει και η εξωτερική βοήθεια είναι πολλές φορές αναγκαία, η χρηματοδότηση αποτελεί σημαντική παράμετρο στη διαβίωση και την ομαλή λειτουργία της εταιρίας, ειδικά σε περίοδο οικονομικής κρίσης. Η εξασφάλιση της ποιότητας σε συνδυασμό με την χαμηλή τιμή που ψάχνει ο καταναλωτής, αποτελεί τη πιο σημαντική προϋπόθεση για την ανάπτυξη και συνεχή προτίμηση της επιχείρησης (Bourlakis et.al, 2014).

Όλα τα παραπάνω μας αποδεικνύουν ότι οι περίοδοι αυτοί είναι δύσκολοι και προϋποθέτουν στρατηγικό σχεδιασμό για κάθε επιχείρηση. Ο σωστός σχεδιασμός εξασφαλίζει το μεγαλύτερο ποσοστό επιτυχίας και δίνει την εικόνα ότι η επιχείρηση μπορεί να ανταπεξέλθει έστω και με μειωμένα ποσοστά κερδών καθώς το παν είναι η ενεργή συμμετοχή της στην αγορά.

Η παγκόσμια οικονομική κρίση προκάλεσε τεράστιες ζημιές σε όλους τους κλάδους επιχειρήσεων και σοβαρή επιβράδυνση στη παγκόσμια οικονομία. Αυτό το γεγονός έφερε αρνητικά αποτελέσματα και μείωση σε προϊόντα και υπηρεσίες. Οι επιχειρήσεις βρίσκονται πλέον σε δυσμενή θέση και θα πρέπει για να επιβιώσουν, να κάνουν προσπάθειες για να μειώσουν το κόστος, να αλλάξουν τη στρατηγική τους, καθώς επίσης και να εξετάσουν τις επενδύσεις τους και τις δραστηριότητες που έχουν στη διάθεση τους.(Ulrich, Rogovsky and Lamotte, 2009)

Οι συνέπειες της κρίσης που πρέπει να υποστούν οι επιχειρήσεις δεν είναι απλές και συνεπώς οι διάσωση είναι δύσκολη. Πολλές είναι οι εταιρίες που αναγκάζονται να απολύσουν το προσωπικό τους καθώς η δραστηριότητά τους μειώνεται συνεχώς με αποτέλεσμα να μην μπορούν ν' ανταπεξέλθουν. **Η κρίση έχει αλλάξει τη συμπεριφορά της κάθε επιχείρησης και την κάνει αρκετά ευάλωτη, ανεξάρτητα το μέγεθος, τον κλάδο και την τοποθεσία.** Αυτή η κατάσταση έχει χαρακτηριστεί ως η «απροσδόκητη και απρόβλεπτη ένταση, η οποία απαιτεί γρήγορη αντίδραση και απειλεί τις υπάρχουσες αξίες, τους στόχους και τις υποθέσεις του οργανισμού, καθιστώντας τις μεθόδους πρόληψης και προσαρμογής, ανεπαρκείς» ( Buyukbese and Tasdemir, 2014).

**Τα πιο σοβαρά προβλήματα που έχουν να αντιμετωπίσουν είναι η σημαντική μείωση των πωλήσεων, η αγορά της πρώτης ύλης και η μείωση των εισπράξεων από εξωτερικούς παράγοντες.** Οι γρήγορες αποφάσεις και ο σωστός στρατηγικός σχεδιασμός δίνουν περισσότερες πιθανότητες λύσης του προβλήματος σε σχέση με άλλες που δεν αντιδρούν με αποφασιστικότητα. Φυσικά, οι σωστές αντιδράσεις της επιχείρησης δίνουν στον πελάτη καλύτερη εικόνα, καθώς τον κερδίζουν, βελτιώνουν τη φήμη της, την αξιοπιστία και την επίδοσή της στην αγορά. (Calloway and Keen, 1996; Optimum Trust, 2016)

Ωστόσο, η κρίση δεν εμφανίζεται ξαφνικά και χωρίς προειδοποιήσεις. Οι επιχειρήσεις θα πρέπει να προετοιμάζονται και να ανιχνεύουν τα πιθανά προβλήματα, ώστε να είναι έτοιμες, σε συνδυασμό με την κατάλληλη στρατηγική, να τα αντιμετωπίσουν. Αν και δεν είναι καθόλου εύκολο και εφικτό να γίνει αυτό χωρίς γνώσεις, απαιτείται προσπάθεια και προετοιμασία, ώστε ο χειρισμός να είναι ο κατάλληλος για την αποφυγή μιας καινούργιας κρίσης (Calloway και Keen, 1996).

Οι επιχειρήσεις καλούνται να ανταπεξέλθουν σε ένα περιβάλλον που παρουσιάζει σύνθετα προβλήματα και μια εικόνα με όχι ξεκάθαρο πλάνο. Ωστόσο ο διαχωρισμός τους γίνεται πιο εύκολα αντιληπτός, λόγω των υπάρχοντων συνθηκών. Αρχικά, το ζήτημα που τίθεται είναι εάν η επιχείρηση μπορεί να ανταπεξέλθει και να βασιστεί στις δικές της δυνάμεις, χωρίς εξωτερικές βοήθειες. Επίσης σημαντικοί παράγοντες που μπορούν να διαχωρίσουν τις επιχειρήσεις, είναι το ανταγωνιστικό τους πλεονέκτημα έναντι στις υπόλοιπες, καθώς και το κόστος, η θέση, η ηγετική ικανότητα αλλά και οι τεχνολογικές ανησυχίες (Parsons, 1996).

Βέβαια σύμφωνα με τη βιβλιογραφία ο διαχωρισμός των επιχειρήσεων είναι απολύτως ξεκάθαρος και τις χαρακτηρίζει ως εξής:

Τις ισχυρές επιχειρήσεις οι οποίες αντιμετωπίζουν μόνες τους την υπάρχουσα κατάσταση και ο φόβος του ανταγωνισμού είναι μικρός, τις σταθερές επιχειρήσεις οι οποίες μπορούν να βασιστούν στις δικές τους οικονομικές δυνατότητες, αλλά στο εξωτερικό περιβάλλον αδυνατούν σημαντικά, τις αγωνιζόμενες επιχειρήσεις που μπορούν και παίζουν σημαντικό ρόλο στο ανταγωνιστικό πλεονέκτημα, αλλά η οικονομική τους θέση είναι δυσμενής και τέλος τις αποτυχημένες επιχειρήσεις που είναι αδύναμες και στους δύο τομείς (Brandstad, Jackson και Banerji, 2008).

# ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2: Ο Κλάδος της Γαλακτοβιομηχανίας στην Ελλάδα

---

Ο κλάδος της γαλακτοβιομηχανίας είναι ένας ιδιαίτερα σημαντικός κλάδος για την ελληνική οικονομία περιλαμβάνει ορισμένες από τις μεγαλύτερες βιομηχανίες ειδών διατροφής της χώρας (Θωμαΐδου και Σταυράκη, 2017). Το συμπέρασμα αυτό επιβεβαιώνεται και από έρευνα του ΣΕΒΕ που αναφέρει πως η Ελλάδα συγκρινόμενη με τις βασικές ανταγωνίστριες χώρες (Ισπανία, η Πορτογαλία, η Ιταλία και η Τουρκία) **έχει συγκριτικό πλεονέκτημα στον τομέα των γαλακτοκομικών προϊόντων** (Μανιφάβα, 2012).

Σήμερα, τα βασικά γαλακτοκομικά προϊόντα που διατίθενται στην αγορά είναι το παστεριωμένο γάλα, το γιαούρτι, το βούτυρο, το τυρί, η φέτα, ειδικά επιδόρπια γάλακτος και τα παγωτά. Είναι σημαντικό πως η τεχνική παστερίωσης και υψηλής παστερίωσης βοήθησε στην ανάπτυξη του κλάδου, καθώς με αυτόν τον τρόπο δύναται το γάλα που παράγεται, να διατηρηθεί εκτός ψυγείου χωρίς να υποστεί τη διαδικασία της συμπύκνωσης.

## 2.1 Ζήτηση

Γενικά, μπορούμε να πούμε πως η **ζήτηση των γαλακτοκομικών προϊόντων εμφανίζει χαμηλή ελαστικότητα ως προς την τιμή και το εισόδημα των καταναλωτών**, καθώς αυτά τα προϊόντα κατέχουν σημαντική και αναντικατάστατη θέση διατροφικές επιλογές του καταναλωτικού κοινού ανεξαρτήτως ηλικίας. Πάραυτα, σε διάφορες υποκατηγορίες γαλακτοκομικών προϊόντων η ζήτηση των προϊόντων μεταβάλλεται ανάλογα με την ηλικιακή διάρθρωση, καθώς κάποια από αυτά απευθύνονται στις νεαρότερες ηλικίες. Σημαντικό ρόλο παίζει η εποχικότητα ωστόσο στην κατανάλωση παγωτών, όπου η κατανάλωση τους αυξάνεται σημαντικά τους καλοκαιρινούς μήνες, ενώ το χειμώνα περιορίζεται. Είναι γεγονός εξάλλου πως τα τελευταία χρόνια όλο και περισσότερα προϊόντα που στοχεύουν στην παιδική ηλικία εισάγονται στην αγορά. Τέλος, έρευνα της ICAP(2007), διαπίστωσε πως η δαπάνες για γαλακτοκομικά προϊόντα επηρεάζεται και από δημογραφικά στοιχεία όπως για παράδειγμα από τον αριθμό των μελών ενός νοικοκυριού.

## 2.2 Προσφορά

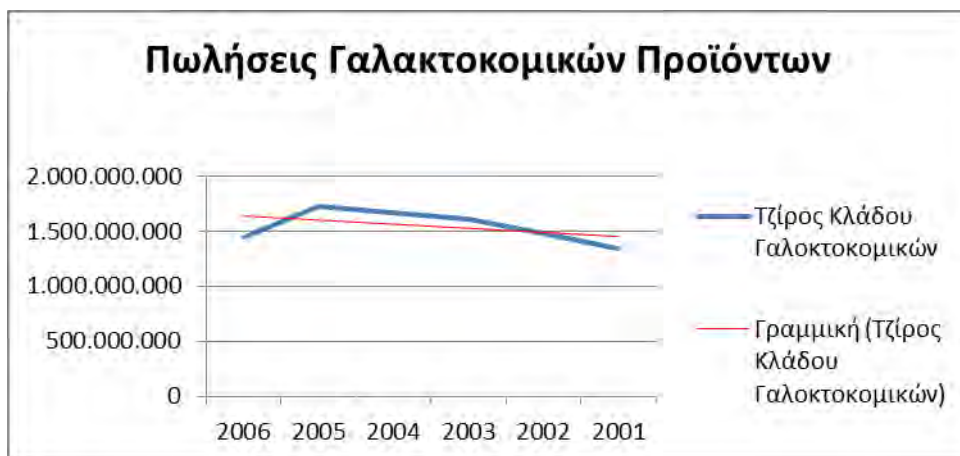
Ο κλάδος αποτελείται από επιχειρήσεις εφοδιασμένες μηχανολογικό εξοπλισμό, τον οποίο συντηρούν και αναβαθμίζουν συνεχώς δαπανώντας αξιόλογα ποσά. Επίσης, διαθέτουν

εκτεταμένα δίκτυα διανομής και μεθόδους προώθησης των προϊόντων τους και έχουν κατορθώσει να εξυπηρετούν το μεγαλύτερο μέρος της χώρας. Όσον αφορά τον παραγωγικό τομέα, εκεί δραστηριοποιείται ένας σημαντικός αριθμός μικρομεσαίων επιχειρήσεων, οι οποίες όμως δεν έχουν την δυνατότητα να πραγματοποιήσουν ανάλογοι μεγέθους επενδύσεις. Έτσι δραστηριοποιούνται κυρίως σε τοπικό επίπεδο, αντισταθμίζοντας την χαμηλή παραγωγική τους δυναμικότητα με την παραγωγή διαφόρων άλλων γαλακτοκομικών και τυροκομικών προϊόντων (ICAP, 2007). Συνεπώς, **χαρακτηριστικό του κλάδου είναι πως ο βαθμός συγκέντρωσης είναι πολύ υψηλός, παρά τον μεγάλο αριθμό επιχειρήσεων που δραστηριοποιούνται σε αυτόν** (Capital, 2009). Ωστόσο, **ο κλάδος περιλαμβάνει επίσης, μεγάλες εισαγωγικές εταιρείες** οι οποίες ελέγχονται από γνωστούς πολυεθνικούς ομίλους και διακρίνονται στην εγχώρια αγορά γαλακτοκομικών προϊόντων. Αξιοσημείωτο είναι πως στην αγορά των γαλακτοκομικών προϊόντων γενικότερα, **τα εγχώρια προϊόντα κατέχουν κυρίαρχη θέση στη συνολική κατανάλωση αυτών, ενώ οι εισαγωγές, καλύπτουν το μεγαλύτερο μέρος της κατανάλωσης σε μερικές κατηγορίες προϊόντων**, εξυπηρετώντας κυρίως επαγγελματικούς σκοπούς. (ICAP, 2011).

Η διάθεση των προϊόντων γίνεται κατά κύριο λόγο μέσω των σούπερ μάρκετ και μικρών σημείων πώλησης όπως για παράδειγμα, περίπτερα και παντοπωλεία, τα οποία μπαίνουν και αυτά στο παιχνίδι του ανταγωνισμού με τις γαλακτοβιομηχανίες, αφού συχνά παρατηρείται πως το οργανωμένο εμπόριο δραστηριοποιείται στη διάθεση προϊόντων με private labels και σε ενέργειες αυτόνομης εισαγωγής γαλακτοκομικών προϊόντων.

### **2.3 Αγορά**

**Η πορεία του κλάδου δε παρουσίασε δραστικές μεταβολές κατά την περίοδο 2001 - 2006, και οι πωλήσεις διατηρήσανε μία σχετικά σταθερή ανοδική τάση, όπως απεικονίζεται και στο διάγραμμα 1 (Παράρτημα).**



Διάγραμμα 1 - Πωλήσεις Γαλακτοκομικών Προϊόντων 2001-2006  
 Πηγή: ICAP 2007 (αναφέρεται σε Βιβλιοθήκη και Κέντρο Πληροφόρησης Γ.Π.Α., 2018)

Το γεγονός αυτό αποδίδεται στην εφαρμογή του συστήματος των ποσοστώσεων που ισχύει από το 1984 και στην ουσία ελέγχει και περιορίζει το σύνολο της παραγωγής του γάλακτος σε όλες τις χώρες της Ευρωπαϊκής Ένωσης (ICAP, 2007). Αυτή η μείωση στην παραγωγικότητα του κλάδου συνεχίστηκε και κατά το διάστημα 2008 -2014 όπου σύμφωνα με στοιχεία του ΕΛΟΓΑΚ, η εγχώρια παραγωγή αγελαδινού γάλακτος συρρικνώνεται ενώ η εθνική ποσόστωση ανεβαίνει. Είναι εμφανές πως από περίπου 742.000 τόνους παραγωγής, με ποσόστωση 820.000 τόνους την περίοδο 2006-2007, η παραγωγή αγελαδινού γάλακτος μειώθηκε σε 627.000 τόνους παραγωγής το 2014, με ποσόστωση 870.000 τόνους. Αξιοσημείωτο είναι πως το 2014 ο αριθμός των αγελαδοτρόφων υποδιπλασιάστηκε συγκριτικά με τον αριθμό αυτών πριν από μία δεκαετία (Διάγραμμα 2).



Διάγραμμα 2-Εξέλιξη αριθμού παραγωγών, παραγωγή αγελαδινού γάλακτος και ποσοστώσεις

Πηγή: Ελληνικός Γεωργικός Οργανισμός ‘ΔΗΜΗΤΡΑ’ (2016)



Μερικές από τις πιο σημαντικές αιτίες εξόδου αυτών από την κτηνοτροφία και παραγωγή γάλατος είναι οι εξής: η υπέρμετρη αύξηση του κόστους παραγωγής, ο υπερδανεισμός των προηγούμενων χρόνων και η τακτική των περισσότερων λιανέμπορων, τυροκομείων και γαλακτοβιομηχανιών να πληρώνουν με καθυστέρηση μηνών τους παραγωγούς (Γούναρη, 2015).

Πτωτική εμφανίζεται τα τελευταία έτη η συνολική εγχώρια αγορά γαλακτοκομικών προϊόντων, η οποία χαρακτηρίζεται από μείωση της κατανάλωσης στις κατηγορίες του φρέσκου (λευκού) γάλακτος και του συμπυκνωμένου γάλακτος, όπως προκύπτει από σχετική κλαδική μελέτη της ICAP Group. Σημαντικό ρόλο σε αυτό διαδραμάτισε και η κατάργηση των ποσοτώσεων τον Απρίλιο του 2015, γεγονός που σηματοδοτεί πως οι παραγωγοί θα μπορούν να παράγουν όσες ποσότητες γάλακτος θέλουν στην Ευρώπη, χωρίς ελεγχόμενο όριο και συνεπώς χωρίς κανέναν κίνδυνο για επιβολή προστίμου, όπως ίσχυε μέχρι το 2015. Αναλυτικότερα, η εξέλιξη αυτή θα ευνοήσει τις χώρες που έχουν τη δυνατότητα να αυξήσουν την παραγωγή τους (Πολωνία, Ιρλανδία) και να κατακλύσουν την Ευρωπαϊκή αγορά με γάλα δικής τους παραγωγής (Μαλαίνου, 2015).

Έτσι οι βιομηχανίες αναζητώντας χαμηλότερα κόστη παραγωγής ώστε να μείνουν ανταγωνιστικές στο δύσκολο περιβάλλον την κρίσης και του υπερδανεισμού, καταφεύγουν σε εισαγωγές από παραγωγικές μονάδες τις διεθνούς αγοράς απαξιώνουν και εξαλείφουν σταδιακά τον ελληνικό πρωτογενή τομέα παραγωγής. Ενδεικτικά, το μέσο κόστος παραγωγής γάλακτος στην Ελλάδα κυμαίνεται στα 38 λεπτά/λίτρο, και αποτελεί μία από τις μεγαλύτερες αναλογίες κόστους στην Ευρώπη. Αυτό είναι λογικό, αφού παραγωγός στην Ελλάδα έχει δεν διαθέτει τεράστιες εκτάσεις βοσκής αντίστοιχες των ευρωπαϊκών, και δαπανά μεγάλα ποσά σε ζωοτροφές, στις οποίες ο ΦΠΑ αυξήθηκε ραγδαία και έχει να αντιμετωπίσει την κατά 110% αύξηση στο κόστος ενέργειας. Αντίθετα, οι τοπικές γαλακτοβιομηχανίες τα πάνε λίγο καλύτερα, αλλά δε μπορούν να συνεισφέρουν στην ενίσχυση του κλάδου αφού η στη συνολική αγορά σταδιακά βασίζεται όλο και περισσότερο σε εισαγόμενες ποσότητες από τα Βαλκάνια, σε ελληνοποιηθείσες προϊόντων και σε αφυδατωμένα γάλατα-σκόνες (Γεώργας και Ζιαμπάκας, 2016).

Παρά το όλο αρνητικό σκηνικό του κλάδου, θετικό στοιχείο αποτελεί η διείσδυση του ελληνικού γιαουρτιού στις ξένες αγορές και προοπτικές που έχει το προϊόν. Στην Ιταλία για παράδειγμα, η οποία θεωρείται ως η αγορά με τις καλύτερες προοπτικές για την προώθηση ελληνικού γιαουρτιού η αξία των εξαγωγών γιαουρτιού ανήλθε το 2016 σε 53,7 εκατ. ευρώ και αποτελεί το έβδομο κυριότερο εξαγόμενο προϊόν της Ελλάδας προς την Ιταλία. Οι

εξαγωγές γιαουρτιού προς το Ηνωμένο Βασίλειο έφτασαν το 2016 τα 40 εκατ. Ευρώ περίπου, αποτελώντας το 4,55% των συνολικών ελληνικών εξαγωγών στη χώρα. (Μανιφάβα, 2017).

# ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3: Χρηματοοικονομική Ανάλυση με τη χρήση Αριθμοδεικτών

---

Παρακάτω θα ακολουθήσει μία επεξήγηση του όρου ‘‘χρηματοοικονομική ανάλυση’’, ενώ παράλληλα θα παρουσιαστούν και θα αναλυθούν και οι αριθμοδείκτες οι οποίοι θα χρησιμοποιηθούν για την αξιολόγηση της εξεταζόμενης οικονομικής μονάδας

## 3.1 Χρηματοοικονομική Ανάλυση

Χρηματοοικονομική ανάλυση ονομάζεται η συλλογή και η επεξεργασία των δεδομένων τα οποία αντλούνται από τις λογιστικές και χρηματοοικονομικές καταστάσεις των επιχειρήσεων, οι οποίες είναι ο ισολογισμός, η κατάσταση αποτελεσμάτων χρήσης, η κατάσταση ταμειακών ροών και η κατάσταση διάθεσης κερδών. (Spiceland, Thomas and Herrmann, 2016)

Στην παρούσα εργασία γίνεται με τη χρήση και με τον υπολογισμό αριθμοδεικτών, ο βασικός ρόλος των οποίων αποτελεί η διαχρονική παρακολούθηση της πορείας μιας οικονομικής μονάδας σύμφωνα με τις χρηματοοικονομικές της καταστάσεις (Γκίκας , 1997). Αριθμοδείκτης είναι η μαθηματική απεικόνιση της σχέσης ενός μεγέθους του ισολογισμού ή της κατάστασης αποτελεσμάτων χρήσης ως προς ένα άλλο και εκφράζεται ως πηλίκο, είτε ως λόγος είτε ως ποσοστό επί τοις εκατό (Groppelli and Ehsan, 2000). Κατά την επίλυση των σχέσεων για τον υπολογισμό των αριθμοδεικτών θέτουμε ως παρονομαστή το αριθμητικό μέγεθος του είδους εκείνου του οποίου επιθυμούμε να προσδιορίσουμε της σχέση της μονάδας του προς το αριθμητικό μέγεθος άλλου είδους, το οποίο θέτουμε ως αριθμητή.

Με τον υπολογισμό αριθμοδεικτών επιτυγχάνεται η αξιολόγηση της χρηματοοικονομικής θέσης μιας επιχείρησης στην αγορά, καθώς επίσης και η παρακολούθηση της οικονομικής της πορείας (Κάτζος, 2002; Λαζαρίδης και Παπαδόπουλος, 2000). Στόχος αυτής της ανάλυσης είναι η εξαγωγή συμπερασμάτων, μέσω των οποίων η επιχείρηση θα καταφέρει να εντοπίσει και να διορθώσει τις αδυναμίες της, αξιοποιώντας παράλληλα τα δυνατά σημεία, παίρνοντας πολύτιμες πληροφορίες για την πορεία της.

Ειδικότερα, αυτά τα χρηματοοικονομικά συμπεράσματα αφορούν:

- Την κατάσταση ρευστότητας μιας επιχείρησης, προκειμένου αυτή να ανταποκρίνεται στις ληξιπρόθεσμες οφειλές της. □

- Την κατάσταση σταθερότητας μιας επιχείρησης, προκειμένου αυτή να ανταποκρίνεται αποτελεσματικά στις μακροχρόνιες υποχρεώσεις της.
- Την αποδοτικότητα μιας επιχείρησης, όσον αφορά το ικανοποιητικό μέγεθος της καθαρής θέσης αυτής. □
- Τη δυνατότητα ανάπτυξης μιας επιχείρησης, βάσει της στρατηγικής ικανότητας του management να θέτει το επίπεδο ανταγωνιστικότητας αυτής ολοένα και υψηλότερα.

Με αυτόν τον τρόπο καθορίζονται οι ανάγκες της επιχείρησης για εύρεση ξένων κεφαλαίων και οι δυνατότητες για διαπραγματεύσεις με τους εξωτερικούς τις χρηματοδότες. Συνεπώς εξάγονται συμπεράσματα για την αποδοτικότητα, τη ρευστότητα, τη βιωσιμότητα, τη δραστηριότητα και γενικά για την χρηματοοικονομική κατάσταση και πρόοδο της οικονομικής μονάδας (Elliot and Elliot, 2012).

Χρησιμεύουν επίσης και στη διαχρονική και διαστρωματική ανάλυση της υπό εξέταση επιχείρησης. Πιο συγκεκριμένα, διαχρονική ανάλυση σημαίνει την σύγκριση των παρόντων χρηματοοικονομικών στοιχείων της επιχείρησης με τα αντίστοιχα που παρουσίαζε στο παρελθόν. Με αυτόν τον τρόπο αξιολογείται εάν η απόδοση και αποτελεσματικότητα της έχει βελτιωθεί ή χειροτερεύσει με την πάροδο του χρόνου. Η διαστρωματική ανάλυση περιλαμβάνει τη σύγκριση της επιχείρησης με τις αντίστοιχες ανταγωνιστικές επιχειρήσεις του κλάδου κατά το ίδιο χρονικό διάστημα (Fridson, 1995).

Στο σημείο αυτό δε θα πρέπει να παραλείψουμε το γεγονός της συμβολής των Διεθνών Λογιστικών Προτύπων (Δ.Λ.Π.) σύμφωνα με τα οποία έχει καθιερωθεί και εφαρμόζεται η δημοσίευση ενιαίου τύπου οικονομικών καταστάσεων βάσει των σύγχρονων λογιστικών αρχών και κανόνων σύνταξης αυτών. Έτσι, η δημοσίευση ενιαίου τύπου λογιστικών καταστάσεων σε συνδυασμό με τον αυστηρότερο τρόπο σύνταξης αλλά και την αναλυτικότερη μορφή αυτών, δίνουν τη δυνατότητα χρήσης κατάλληλων αριθμοδεικτών για πιο αξιόπιστη ανάλυση (Iatridis, 2010 and Palea, 2013).

Εξίσου σημαντικό είναι στην ανάλυση μέσω αριθμοδεικτών, ότι με τον υπολογισμό μόνο των σημαντικών σχέσεων επιτυγχάνεται ο περιορισμός του μεγάλου πλήθους στοιχείων που περιλαμβάνονται στις οικονομικές καταστάσεις, σε ένα μικρό σύνολο δεικτών. Έτσι διευκολύνεται ιδιαίτερα το έργο της χρηματοοικονομικής ανάλυσης των οικονομικών καταστάσεων.

### 3.2 Περιορισμοί στην Μελέτη Αριθμοδεικτών

Όπως αναφέρθηκε προηγουμένως, η ανάλυση των αριθμοδεικτών εφαρμόζεται για την σύγκριση πληροφοριών από την οικονομικές καταστάσεις των εταιριών έτσι ώστε να ερμηνευτούν τα αποτελέσματα σχετικά με την χρηματοοικονομική τους κατάσταση και τις ταμειακές τους ροές. **Οι αριθμοδείκτες αποτελούν χρήσιμο εργαλείο ιδιαίτερα για τους εξωτερικούς αναλυτές, δανειστές, επενδυτές και χρηματιστηριακούς συμβούλους, οι οποίοι καλούνται να σχηματίσουν μία άποψη για τις εταιρίες αποκλειστικά από τα οικονομικές καταστάσεις** (Benjamin and Stanga, 2012). Ωστόσο, πρέπει να σημειωθεί πως υπάρχει πληθώρα περιορισμών που χαρακτηρίζουν την διεξαγωγή συμπερασμάτων από τους αριθμοδείκτες, τους οποίους οι εξωτερικοί χρήστες δεν πρέπει να αγνοούν.

**Ιστορικότητα των δεδομένων:** Οι πληροφορίες των αποτελεσμάτων χρήσης δηλώνονται στο τρέχον κόστος, ενώ κάποια στοιχεία του ισολογισμού ίσως δηλώνονται στο ιστορικό τους κόστος, το οποίο μπορεί να αποκλίνει πολύ από το τρέχον. Συνεπώς αυτή η ασυμφωνία μπορεί να οδηγήσει σε λανθασμένη ερμηνεία αποτελεσμάτων (Penman, 2012).

**Πληθωρισμός:** Εάν ο πληθωρισμός έχει μεταβληθεί σε οποιαδήποτε περίοδο του εξεταζόμενου χρονικού διαστήματος, τότε αυτό σημαίνει ότι τα νούμερα δεν είναι συγκρίσιμα μεταξύ των διαφόρων χρονολογιών. Για παράδειγμα εάν ο πληθωρισμός είναι 100% αυξημένος, τότε και ο κύκλος εργασιών θα φαίνεται διπλασιασμένος, ενώ στην πραγματικότητα θα έχει μείνει σταθερός. Όλες οι πληροφορίες και τα δεδομένα που χρησιμοποιούνται στην ανάλυση των αριθμοδεικτών, προκύπτουν από πραγματικά ιστορικά αποτελέσματα. Συνεπώς, οι αξίες πολλών μεγεθών στον ισολογισμό μπορεί να μην ανταποκρίνεται σήμερα στην αξία τους όπως αυτή αναγραφόταν στα βιβλία της οικονομικής μονάδας. (Hung, 2000; Konchitchki, 2011).

**Λογιστικές Πρακτικές:** Διαφορετικές εταιρίες μπορεί να έχουν διαφορετικές πρακτικές καταγραφής όμοιων συναλλαγών. Αυτό συνεπάγεται ότι η σύγκριση των αποτελεσμάτων των αριθμοδεικτών τέτοιων εταιριών θα οδηγήσει σε ανακριβή συμπεράσματα. Για παράδειγμα άλλες εταιρίες χρησιμοποιούν την σταθερή μέθοδο για **την απόσβεση των παγίων** τους και άλλες τη φθίνουσα. Επίσης για την **αποτίμηση των αποθεμάτων** ενδέχεται να χρησιμοποιούνται διαφορετικές μέθοδοι, παράδειγμα FIFO LIFO, με αποτέλεσμα οι εταιρίες που εφαρμόζουν διαφορετικές πρακτικές να μη μπορούν να συγκριθούν με βάση τους αριθμοδείκτες (Hughes and Schwartz, 1998)

**Δυναμικότητα Εταιριών Ίδιου Κλάδου:** Πολύ μεγάλες εταιρίες μπορεί να παράγουν σύνθετα προϊόντα και να παρέχουν διαφορετικές υπηρεσίες συγκριτικά με τις μικρότερες του κλάδου. Έτσι για να μπορεί να βγει συμπέρασμα ακριβές από την ανάλυση αριθμοδεικτών, θα πρέπει να υπάρχουν διαφορετικοί μέσοι όροι βιομηχανικών κλάδων ανάλογα με το μέγεθος και τη δυναμικότητα των εταιριών (Peavler, 2017).

**Οικονομικό και Επιχειρηματικό Περιβάλλον:** Κατά την αξιολόγηση των αριθμοδεικτών θα πρέπει να λαμβάνονται πάντα υπόψη οι συνθήκες που επικρατούν στην αγορά. Επί παραδείγματι, μία αύξηση των πωλήσεων κατά 10% σε περίοδο οικονομικής ανάκαμψης μεταφράζεται διαφορετικά από μία αντίστοιχη σε περίοδο οικονομικής κρίσης (Yeh, 1996).

**Ερμηνεία Αριθμοδεικτών:** Η ερμηνεία των αριθμοδεικτών απαιτεί ιδιαίτερη προσοχή και συνδυασμό πληροφοριών και από το προσάρτημα έτσι ώστε να εξηγηθούν οι μεταβολές αυτών. Για παράδειγμα, ένας πολύ μεγάλος δείκτης ρευστότητας μπορεί να φαίνεται ενθαρρυντικός, αλλά μπορεί να προέκυψε από πώληση αποθεμάτων για την ενίσχυση της ρευστότητας της εταιρίας ή ακόμη και να σημαίνει έλλειψη επενδύσεων (Λαζαρίδης και Ευθύμογλου, 2000).

**Στρατηγική της οικονομικής μονάδας:** Είναι επίφοβη η διεξαγωγή συμπερασμάτων συγκρίνοντας αριθμοδείκτες δυο εταιριών που χρησιμοποιούν διαφορετική στρατηγική. Πιο συγκεκριμένα οι εταιρίες που ακολουθούν **στρατηγική χαμηλού κόστους στοχεύουν στο μειωμένο περιθώριο κέρδους σε αντάλλαγμα με κατάκτηση μεγαλύτερης μερίδας καταναλωτών. Αντιθέτως, εταιρίες του ίδιου κλάδου μπορεί να επικεντρώνεται σε υψηλής ποιότητας υπηρεσίες σε υψηλά κόστη.** Συνεπώς ο κύκλος εργασιών της δεύτερης μπορεί να είναι περιορισμένος σε σχέση με την πρώτη χωρίς αυτό να σημαίνει απαραίτητα ότι η οικονομική της θέση είναι δυσμενέστερη (Bragg, 2011).

**Χρονική στιγμή:** Κατά την ανάλυση αριθμοδεικτών, πρέπει να λαμβάνεται υπόψη πως οι οικονομικές καταστάσεις περιγράφουν την θέση των εταιριών την συγκεκριμένη χρονική στιγμή, πόσο μάλλον ότι ο ισολογισμός περιγράφει τα μεγέθη της επιχείρησης την τελευταία μέρα του χρόνου. Συνεπώς μία ασυνήθιστη αύξηση ή μείωση κάποιου μεγέθους που θα ομαλοποιηθεί στη συνέχεια, θα επιδράσει στα αποτελέσματα της ανάλυσης των αριθμοδεικτών (Yeh, 1996).

**‘Μαγείρεμα’ των οικονομικών καταστάσεων:** Κατά την ανάλυση των αριθμοδεικτών θα πρέπει να λαμβάνεται υπόψη η αξιοπιστία των οικονομικών καταστάσεων μιας εταιρίας, καθώς μπορεί να υπάρξουν λογιστικοί χειρισμοί για την ωραιοποίηση αυτών στο επενδυτικό

κοινό. Πολλές φορές τα διοικητικά στελέχη εταιριών που διατρέχουν τον κίνδυνο χρεοκοπίας, έχουν κίνητρο να χρησιμοποιήσουν τις λογιστικές μεθόδους που θα αποκρύψουν από τρίτους την πραγματική εικόνα της εταιρίας (Bryan, Janes and Tiras, 2014)

Λαμβάνοντας υπόψη τα παραπάνω γίνεται αντιληπτό πως η χρηματοοικονομική ανάλυση μιας επιχείρησης δε μπορεί να στηρίζεται μόνο σε ένα αριθμοδείκτη, καθώς ένας μεμονωμένος δείκτης δε μπορεί να δώσει πληροφορίες για την οικονομική κατάσταση της. Πρέπει σε συνδυασμό με άλλους αριθμοδείκτες να συγκριθεί με τους αντίστοιχους άλλων επιχειρήσεων του κλάδου ή ακόμα και με αριθμοδείκτες προηγούμενων ετών της ίδιας επιχείρησης (Λαζαρίδης και Ευθύμογλου, 2000). Επίσης, για να διεξαχθεί ένα συμπέρασμα για το εάν μία επιχείρηση έχει αξιολογη πορεία στον κλάδο και να εκτιμηθούν οι προοπτικές της είναι δύσκολο, αφού μπορεί οι τιμές κάποιων αριθμοδεικτών να είναι ενθαρρυντικές, ενώ για κάποιους άλλους να είναι δυσοίωνες.

Γενικότερα, θα πρέπει τονιστεί ότι η χρηματοοικονομική ανάλυση των αριθμοδεικτών των ετήσιων οικονομικών καταστάσεων των επιχειρήσεων δε μπορεί να δώσει απάντηση παντού ή τουλάχιστον με την ίδια ακρίβεια και βεβαιότητα για το κάθε αποτέλεσμα, καθώς υπάρχουν χρηματοοικονομικά αποτελέσματα των οποίων η αιτία είναι περίπλοκη και η δημιουργία τους βασίζεται σε πολλούς παράγοντες ταυτόχρονα όπως για παράδειγμα την ικανότητα του management της εταιρίας, την υπάρχουσα πορεία των κεφαλαιαγορών, την εγχώρια και διεθνή ανταγωνιστικότητα του κλάδου και την κυβερνητική πολιτική.

### **3.3 Κατηγορίες Αριθμοδεικτών**

Διακρίνονται σε πέντε κύριες κατηγορίες, οι οποίες παρουσιάζονται συνοπτικά παρακάτω:

#### **3.3.1 Αριθμοδείκτες Ρευστότητας**

Οι δείκτες αυτοί χρησιμοποιούνται για την αξιολόγηση της ικανότητας της επιχείρησης να αντιμετωπίζει τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της και δηλώνουν το περιθώριο ασφαλείας που διατηρεί η διοίκηση μιας επιχείρησης, έτσι ώστε να έχει τη δυνατότητα να αντιμετωπίσει τυχόν μεταβολές στη ροή των κεφαλαίων κίνησης.

Υψηλοί δείκτες ρευστότητας υποδηλώνουν πως η επιχείρηση έχει τη δυνατότητα να ικανοποιήσει άμεσα τους προμηθευτές και πιστωτές της και κατ' επέκταση έχει μεγαλύτερη διαπραγματευτική ικανότητα, καθώς υπάρχει δυνατότητα άμεσης πληρωμής των οφειλών. Έτσι, η επιχείρηση επιτυγχάνει τη δημιουργία σταθερών σχέσεων εμπιστοσύνης με τους προμηθευτές τους.

Υψηλοί δείκτες ρευστότητας ωστόσο, μπορεί να υποδηλώνουν την παθητική στάση της επιχείρησης σε επενδυτικές ευκαιρίες, με αποτέλεσμα να μην επιτυγχάνεται το μέγιστο δυνατό κέρδος (Elliot and Elliot, 2012).

Οι βασικότεροι δείκτες της κατηγορίας αυτής είναι οι εξής:

#### ***Δείκτης κυκλοφοριακής ρευστότητας***

<b>Δ.Κ.Ρ. = Κυκλοφορούν Ενεργητικό / Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις</b>
---

Εάν η τιμή του δείκτη είναι μεγαλύτερη από τη μονάδα, η αξία του κυκλοφορούντος ενεργητικού είναι μεγαλύτερη από τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις και, επομένως, η επιχείρηση έχει βραχυπρόθεσμη ρευστότητα, χωρίς αυτό να σημαίνει ότι ένας δείκτης κυκλοφοριακής ταχύτητας μεγαλύτερος του απαιτούμενου αποτελεί τη βέλτιστη λύση. Εάν η τιμή του δείκτη είναι μικρότερη της μονάδας, η επιχείρηση είναι πιθανό να αντιμετωπίσει προβλήματα στην εξόφληση των υποχρεώσεών της. Γενικά, οι συνθήκες βραχυπρόθεσμης ρευστότητας μιας επιχείρησης θεωρούνται ικανοποιητικές, όταν η τιμή του δείκτη είναι γύρω στο 2, αφού όλες οι επιχειρήσεις θα πρέπει να διατηρούν επαρκές κυκλοφορούν ενεργητικό, έτσι ώστε να μπορούν να ανταποκριθούν στις τρέχουσες υποχρεώσεις τους πριν αυτές καταστούν ληξιπρόθεσμες (Λαζαρίδης και Ευθύμογλου, 2000). Επίσης η τιμή του συγκεκριμένου δείκτη επηρεάζεται από τη μέθοδο αποτίμησης που χρησιμοποιεί η επιχείρηση. Για παράδειγμα αν χρησιμοποιεί την LIFO σε περίοδο πληθωρισμού αυξημένου τότε τα αποθέματα έχουν μικρότερη αξία, με συνέπεια το κυκλοφορούν ενεργητικό να έχει χαμηλότερη τιμή και ο δείκτης να παίρνει χαμηλότερη τιμή (Jesswein., 2010).

#### ***Δείκτης άμεσης ρευστότητας***

<b>Δ.Α.Ρ.= (Κυκλοφορούν Ενεργητικό-Αποθέματα)/Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις</b>
--

Ο δείκτης άμεσης ρευστότητας, ή αλλιώς δείκτης ειδικής ρευστότητας, προκύπτει εάν από το κυκλοφορούν ενεργητικό του αριθμητή αποκλείσουμε το σύνολο των αποθεμάτων και ακολουθεί διαχρονικά την ίδια πορεία με το δείκτη κυκλοφοριακής ρευστότητας. Συνεπώς, αυτός ο δείκτης μας δείχνει το βαθμό δυσκολίας της επιχείρησης στην κάλυψη των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεών της, αλλά μόνο με τα άμεσα ρευστοποιήσιμα στοιχεία του ενεργητικού. Και σ' αυτήν την περίπτωση, όσο πιο μεγάλος είναι ο δείκτης, τόσο πιο εύκολα παρατηρείται η χρηματοοικονομική ευρωστία της επιχείρησης και θα πρέπει γενικότερα η



τιμή του να είναι τουλάχιστον ίση με τη μονάδα, για θεωρηθεί ικανοποιητικός (Κάντζος, 2002).

#### *Δείκτης κεφαλαίου κίνησης προς σύνολο ενεργητικού*

**Δ.Κ.Κ./Σ.Ε.= (Κυκλοφορούν Ενεργητικό-Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις)/Σύνολο  
Ενεργητικού**

Ο δείκτης αυτός μας δείχνει το δυνητικό απόθεμα ρευστότητας που έχει η επιχείρηση. Όσο μεγαλύτερος είναι αυτός ο δείκτης τόσο το καλύτερο για την επιχείρηση.

#### *Δείκτης μετρητών*

**Δ.Μ. = Χρηματικά διαθέσιμα / Κυκλοφορούν ενεργητικό**

Μετρά το βαθμό ρευστότητας των κυκλοφορούντων περιουσιακών στοιχείων, παίρνοντας τιμές από 0 - 1. Όσο πιο κοντά είναι στην μονάδα, τόσο πιο υψηλός είναι ο βαθμός ταμειακής ρευστότητας της επιχείρησης. Το αντίθετο συμβαίνει όταν πλησιάζει η τιμή του το μηδέν.

#### **3.3.2 Αριθμοδείκτες Χρηματοοικονομικής Μόχλευσης και Περιουσιακής Διάρθρωσης**

Ο όρος χρηματοοικονομική μόχλευση αναφέρεται στη χρηματοδότηση των επενδύσεων των εταιριών με ξένα κεφάλαια, που αποσκοπεί στην αύξηση της αποδοτικότητας των ιδίων κεφαλαίων. Όσο πιο μεγάλη είναι η χρήση δανεισμού, τόσο περισσότερο αυξάνεται η χρηματοοικονομική μόχλευση και συνεπώς και οι τόκοι των δανείων που πληρώνει η επιχείρηση. Αυτή η αύξηση των εξόδων συνεπάγεται μεγαλύτερη αστάθεια στα κέρδη, καθώς επίσης και δημιουργία επιπρόσθετων κινδύνων για την εταιρία (Λαζαρίδης και Ευθύμογλου, 2000).

Υψηλή μόχλευση παρατηρείται σε μια επιχείρηση, όταν το χρέος από ξένα κεφάλαια είναι μεγάλο σε σχέση με τα περιουσιακά της στοιχεία ή τα ίδια κεφάλαιά της, ενώ όσο αυξάνεται η αναλογία αυτή, τόσο αυξάνει και η χρηματοοικονομική μόχλευση της επιχείρησης. Επίσης, σε περίπτωση που μια εταιρία δεν είναι σε θέση να αποπληρώσει τα χρέη που απορρέουν από την χρησιμοποίηση των ξένων κεφαλαίων, θα έχει σαν συνέπεια να υποστεί ζημία στην καθαρή θέση της. Οι οικονομικές μονάδες που παρουσιάζουν μεγάλα ποσοστά μόχλευσης, αντιμετωπίζουν υψηλότερους κινδύνους χρεοκοπίας, εάν βρεθούν σε κατάσταση αδυναμίας εξόφλησης των υποχρεώσεών τους (Brennan and Schwartz, 1978).

Ωστόσο, η χρησιμοποίηση των ξένων κεφαλαίων είναι συμφέρουσα, όταν το κόστος των ξένων κεφαλαίων είναι μικρότερο της αποδοτικότητας των επενδύσεων που χρηματοδοτήθηκαν με δανειακά κεφάλαια, καθώς οι μέτοχοι επωφελούνται από τα αυξημένα κέρδη της επιχείρησης, δίχως να επενδύουν πρόσθετα δικά τους κεφάλαια (Jermias, 2008).

Συνεπώς, συμπεραίνουμε πως δείκτες χρηματοοικονομικής μόχλευσης μετράνε το βαθμό χρηματοδότησης μιας εταιρίας με ξένα κεφάλαια και εξετάζουν το κατά πόσο η εταιρία έχει τη δυνατότητα να επεκτείνει το δανεισμό αυτό και να ανταποκρίνεται στις μακροχρόνιες υποχρεώσεις της.

Αντίστοιχα, μέσω των δεικτών κεφαλαιακής διάρθρωσης αξιολογούνται οι συνθήκες της μακροπρόθεσμης χρηματοοικονομικής λειτουργίας μιας εταιρίας, καθώς και των μακροπρόθεσμων κινδύνων που δύναται να αντιμετωπίσει. Η διαδικασία προσδιορισμού της μακροχρόνιας οικονομικής κατάστασης της εταιρίας, αφορά την ανάλυση της δομής των ιδίων και ξένων κεφαλαίων που η ίδια χρησιμοποιεί για τη χρηματοδότησή της, δηλαδή τι ποσοστό του συνόλου των κεφαλαίων καταλαμβάνουν τα ίδια και τι ποσοστό τα ξένα κεφάλαια αντίστοιχα. Χωρίς να κρίνεται θετική αλλά ούτε και αρνητική η χρήση δανεισμού, όλες οι επιχειρήσεις θα πρέπει να διαχειρίζονται όσο το δυνατόν καλύτερα τα συνολικά κεφάλαιά τους, λαμβάνοντας υπόψη όλες τις οικονομικές συνέπειες που αυτά διαθέτουν, δίχως να θέτουν σε κίνδυνο τη μελλοντική βιωσιμότητα και ανάπτυξη της επιχείρησης (Alvarez and Fridson, 2011; Elliot and Elliot, 2012).

Συμπερασματικά λοιπόν, η ανάλυση της διάρθρωσης των κεφαλαίων, επικεντρώνεται στις πηγές χρηματοδότησης της εταιρίας, καθώς και στα οφέλη και τους κινδύνους που δημιουργούν, αξιολογώντας ταυτόχρονα τη στρατηγική της Διοίκησης και τις αποφάσεις επένδυσης και χρηματοδότησης που λαμβάνει.

Οι δείκτες της συγκεκριμένης κατηγορίας που θα εξετάσουμε είναι οι εξής:

#### ***Δείκτης χρέους (χρηματοοικονομική μόχλευση)***

<b>Δ.Χ.= Μακροπρόθεσμο χρέος / Ίδια κεφάλαια</b>
--

Ο δείκτης χρέους μπορεί να λάβει τιμές μεγαλύτερες, ίσες ή μικρότερες της μονάδας, ανάλογα με τη συμμετοχή του μακροπρόθεσμου χρέους στα συνολικά μακροπρόθεσμα κεφάλαια της επιχείρησης. Οι δανειστές της επιχείρησης προτιμούν χαμηλούς δείκτες χρέους, ώστε να εξασφαλιστούν έναντι του κινδύνου απωλειών, αν η επιχείρηση αποτύχει. Ωστόσο, η

διοίκηση είναι πιθανό να χρησιμοποιήσει υψηλό δείκτη χρηματοοικονομικής μόχλευσης, επιδιώκοντας να μειώσει το μέσο κόστος των απασχολούμενων κεφαλαίων.

**Δ.Χ.Μ.= Μακροπρόθεσμο χρέος / (Μακροπρόθεσμο χρέος + Ίδια Κεφάλαια)**

Αυτός ο δείκτης λαμβάνει τιμές πάντα μικρότερες της μονάδας. Όσο πλησιάζει τη μονάδα τόσο μικρότερη είναι η συμμετοχή των ιδίων κεφαλαίων στα μακροπρόθεσμα κεφάλαια. Η διοίκηση της επιχείρησης πιθανώς να χρησιμοποιήσει υψηλό δείκτη χρηματοοικονομικής μόχλευσης, επιδιώκοντας με σκοπό να αυξήσει την απόδοση των ιδίων κεφαλαίων (Λαζαρίδης και Παπαδόπουλος, 2000).

#### ***Δείκτης παγιοποίησης περιουσίας***

**Δ.Π.Π.= Πάγια περιουσιακά στοιχεία / Σύνολο Ενεργητικού**

Ο δείκτης παγιοποίησης της περιουσίας μας δίνει πληροφορίες για το αν η επιχείρηση είναι εντάσεως παγίων περιουσιακών στοιχείων (κεφαλαίου) ή εντάσεως κυκλοφορούντων περιουσιακών στοιχείων (εργασίας).

Ως έντασης εργασίας χαρακτηρίζεται μια εταιρία, όταν το κόστος και το μέγεθος παραγωγής, καθώς και η αποδοτικότητα των υπηρεσιών της εξαρτώνται κυρίως από τον παραγωγικό συντελεστή «εργασία», με την έννοια της ανθρώπινης προσπάθειας που καταβάλλεται, όπως επίσης και από το μέγεθος του συνόλου των εργαζομένων που απασχολούνται.

Από την άλλη, ως έντασης κεφαλαίου χαρακτηρίζεται μια επιχείρηση, της οποίας η δραστηριότητα απαιτεί μεγαλύτερη ποσότητα κεφαλαίου παρά εργασίας, ή μεγαλύτερο κόστος κεφαλαίου για κάθε μονάδα παραγόμενου προϊόντος. Με άλλα λόγια, μια εταιρία είναι εντάσεως κεφαλαίου, εάν για την αγορά των πόρων (μηχανήματα, εξοπλισμός κτλ) που αξιοποιούνται στη παραγωγή προϊόντων και που συμβάλουν στην δημιουργία πωλήσεων και κερδών, απαιτεί σημαντικές επενδύσεις κεφαλαίου (Λαζαρίδης και Ευθύμογλου, 2000).

#### ***Δείκτης αυτοχρηματοδότησης Παγίων Περιουσιακών Στοιχείων***

**Δ.Α.= Ίδια Κεφάλαια / Πάγια Περιουσιακά Στοιχεία**

Εκφράζει το ποσοστό των πάγιων περιουσιακών στοιχείων που έχει χρηματοδοτηθεί από τα ίδια κεφάλαια της επιχείρησης.

### *Δείκτης κυκλοφορούντος ενεργητικού προς συνολικά ξένα κεφάλαια*

**Δ.Κ.Ε./Σ.Ξ.Κ.= Κυκλοφορούν Ενεργητικό / Μακροπρόθεσμα και Βραχυπρόθεσμα κεφάλαια**

Αντικατοπτρίζει το δυνητικό βαθμό ρευστότητας που έχει η επιχείρηση, προκειμένου να εξοφλήσει τις συνολικές υποχρεώσεις της.

### *Δείκτης χρηματοδότησης παγίων στοιχείων με μακροπρόθεσμα κεφάλαια*

**Δ.Χ.Π.Π.Σ./Μ.Κ.= Πάγια Περιουσιακά Στοιχεία / Μακροπρόθεσμα κεφάλαια**

Ο δείκτης αυτός αποδεικνύει τη σχέση των παγίων περιουσιακών στοιχείων μιας εταιρίας με τις μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις της και μας πληροφορεί για τις υφιστάμενες συνθήκες εξασφάλισης των μακροπρόθεσμων δανειστών της επιχείρησης, καθώς δείχνει το βαθμό κάλυψης των μακροπρόθεσμων ξένων κεφαλαίων από τη ρευστοποίηση των παγίων περιουσιακών στοιχείων της επιχείρησης. Επιπλέον, μας δείχνει σε ποιο βαθμό μπορεί η επιχείρηση να αντλήσει επιπρόσθετα δανειακά κεφάλαια με την ίδια εξασφάλιση, βάζοντας δηλαδή ως υποθήκη τα πάγιά της. Τιμές μεγαλύτερες της μονάδας είναι προτιμότερες τόσο για του φορείς της επιχείρησης, καθώς έτσι φαίνεται ότι είναι σε θέση να αντλήσουν επιπρόσθετα ξένα κεφάλαια, όσο και για τους μακροπρόθεσμους πιστωτές της, των οποίων τα κεφάλαια θα έχουν επαρκή εξασφάλιση.

### *Δείκτης κάλυψης τόκων*

**Δ.Κ.Χ.= ΚΠΤΦ / Τόκοι**

Ο αριθμοδείκτης αυτός φανερώνει τη σχέση μεταξύ των κερδών προ τόκων και φόρων μιας εταιρίας και των τόκων από ξένα κεφάλαια, με τους οποίους αυτή επιβαρύνεται μέσα στη χρήση. Εμφανίζει δηλαδή τη δυνατότητα της επιχείρησης να δημιουργεί έσοδα για να εξοφλεί τους τόκους των ξένων κεφαλαίων από τα κέρδη της. Με λίγα λόγια, ο δείκτης κάλυψης τόκων μετρά σε ποιο βαθμό τα κέρδη της επιχείρησης μπορούν να μειωθούν, χωρίς αυτό όμως να συνεπάγεται οποιοδήποτε πρόβλημα αναφορικά με την εξόφληση των ετήσιων τόκων και αποτελεί ένδειξη του περιθωρίου ασφαλείας που παρέχει η επιχείρηση στους πιστωτές της.

Ωστόσο, το μειονέκτημα που παρουσιάζει ο συγκεκριμένος αριθμοδείκτης είναι ότι επικεντρώνεται περισσότερο στη λογιστική και όχι την ταμειακή ικανότητα της εταιρίας να πληρώνει τα χρηματοοικονομικά της έξοδα, καθώς ένα μέρος των εσόδων μπορεί στην πραγματικότητα να μην βρίσκεται στο ταμείο της (για παράδειγμα πωλήσεις επί πιστώσει).

### 3.3.3 Αριθμοδείκτες Οικονομικής Απόδοσης

Κάθε οικονομική μονάδα για να επιβιώσει, ενδιαφέρεται για τη δημιουργία κέρδους σε κάθε οικονομική χρήση. Αποδοτικότητα είναι η δυνατότητα της επιχείρησης να δημιουργεί κέρδη ή αλλιώς να δημιουργεί έσοδα που υπερβαίνουν τα έξοδα (Alvarez and Fridson, 2011). Δηλαδή κατά πόσο οι επιλογές μιας επιχείρησης και τα επενδυμένα κεφάλαια την καθιστούν ικανή να δημιουργεί κέρδη, μέσω του συνόλου των δραστηριοτήτων της.

Οι συγκεκριμένοι δείκτες δείχνουν ουσιαστικά τα αποτελέσματα από τη συνολική λειτουργία της οικονομικής μονάδας και γι' αυτό το λόγο η έννοια της αποδοτικότητας ταυτίζεται πολλές φορές με την αποτελεσματικότητα της διοίκησης της επιχείρησης. Για την ανάλυση των δεικτών οικονομικής απόδοσης, τα στοιχεία που χρησιμοποιούνται, αντλούνται κυρίως από τους λογαριασμούς οργανικών εξόδων και εσόδων, καθώς και γενικής εκμετάλλευσης και αποτελεσμάτων του λογιστικού σχεδίου. Η σημασία της μέτρησης αυτών των αριθμοδεικτών είναι πολύ μεγάλη, καθώς με αυτόν τον τρόπο κρίνεται η ικανότητα της επιχείρησης να πραγματοποιεί κέρδη, γεγονός που συνδέεται άρρηκτα με τη μακροχρόνια βιωσιμότητά της. Η κερδοφορία και οι προοπτικές της οικονομικής μονάδας, αφορά την ανταμοιβή των μετόχων, των επενδυτών και των πιστωτών για τα κεφάλαια που έχουν επενδύσει, συμπεριλαμβανομένων των κινδύνων που έχουν αναλάβει και συνεπώς τα αποτελέσματα των δεικτών επηρεάζουν σημαντικά την άποψή τους και αποτελούν βασικό κριτήριο για την προσέλκυση νέων επενδύσεων (Elliot and Elliot, 2012).

#### *Δείκτης μικτού περιθωρίου κέρδους*

$$\text{Δ.Μ.Π.Κ.} = (\text{Έσοδα Πωλήσεων} - \text{Κόστος πωληθέντων}) / \text{Έσοδα Πωλήσεων}$$

Ο συγκεκριμένος δείκτης, γνωστός και ως περιθώριο κέρδους, μετρά τη συνολική αποδοτικότητα της οικονομικής μονάδας σε σύγκριση με τα συνολικά της έσοδα κατά τη διάρκεια μιας χρήσης και μετριέται σε ποσοστό. Με άλλα λόγια, προσδιορίζει το κέρδος από τις λειτουργικές δραστηριότητες της επιχείρησης, δηλαδή το ποσοστό κέρδους που απομένει για την κάλυψη όλων των μη κοστολογηθέντων γενικών, διοικητικών και χρηματοοικονομικών εξόδων, εάν αφαιρέσουμε από τις καθαρές πωλήσεις το κόστος

πωληθέντων και τα λοιπά έξοδα. Όσο πιο μεγάλο είναι το μικτό κέρδος και κατά συνέπεια και ο δείκτης μικτού περιθωρίου, τόσο πιο επικερδής είναι η επιχείρηση, αφού μπορεί να καλύπτει τα προαναφερόμενα έξοδα, διατηρώντας ταυτόχρονα ικανοποιητικό επίπεδο καθαρών κερδών (Αλεξιάκης και Ξανθάκης, 2007).

#### ***Δείκτης καθαρού περιθωρίου κέρδους***

**Δ.Κ.Π.Κ.= Καθαρά κέρδη πριν ή μετά από φόρους /Εσοδα Πωλήσεων**

Πρόκειται ουσιαστικά για ένα δείκτη παρόμοιο με τον παραπάνω, με τη μόνη διαφορά ότι στον αριθμητή του κλάσματος τοποθετούνται τα καθαρά κέρδη πριν ή μετά από φόρους. Ο αριθμοδείκτης αυτός αποδεικνύει επίσης την ικανότητα της επιχείρησης να αντιμετωπίζει δυσμενείς οικονομικές συνθήκες, όπως για παράδειγμα τη χαμηλή ζήτηση και τον ανταγωνισμό των τιμών.

#### ***Δείκτης απόδοσης επενδυμένων κεφαλαίων (ROA)***

**ROA = ΚΠΤΦ / Μέση αξία περιουσιακών στοιχείων αρχής κ τέλους χρήσης**

Ο δείκτης απόδοσης επενδυμένων κεφαλαίων μετρά την κερδοφόρα δυναμικότητα των συνολικών περιουσιακών στοιχείων μιας οικονομικής μονάδας, ανεξάρτητα από την πηγή προέλευσης αυτών. Μας δείχνει δηλαδή την ικανότητα της διοίκησης να αξιοποιεί τα κεφάλαια των μετόχων, καθώς και τα ξένα κεφάλαια (δάνεια από τράπεζες, πιστώσεις από προμηθευτές-πιστωτές κτλ) και να παράγει καθαρά κέρδη, ανεξάρτητα από τον τρόπο κατανομής της αποδοτικότητας μεταξύ των ιδίων και ξένων κεφαλαίων.

Φανερώνει επίσης την ικανότητά της να μπορεί να επιζήσει οικονομικά και να προσελκύσει κεφάλαια από νέους επενδυτές, εξασφαλίζοντάς τους παράλληλα, τις ανάλογες ανταμοιβές στο μέλλον.

Γενικότερα, οποιαδήποτε αύξηση της απόδοσης των επενδυμένων κεφαλαίων, αυτόματα συνεπάγεται μεγαλύτερη απόδοση και στα ίδια κεφάλαια (Λαζαρίδης και Παπαδόπουλος, 2000).

#### ***Δείκτης απόδοσης καθαρής θέσης(ROE)***

**Δ.Α.Κ.Θ.= Καθαρά κέρδη /Μέση αξία καθαρής θέσης αρχής και τέλους χρήσης**

Ο δείκτης απόδοσης της καθαρής θέσης ή αλλιώς δείκτης αποδοτικότητας ιδίων κεφαλαίων είναι ένας από τους πιο σημαντικούς δείκτες που χρησιμοποιούνται για τη μέτρηση της συνολικής αποδοτικότητας της επιχείρησης και μας δείχνει την απόδοση που αποφέρουν τα κεφάλαια που έχουν επενδύσει οι μέτοχοι σε αυτή. Αναλύοντας το δείκτη αυτό, μπορούμε να αντιληφθούμε το βαθμό στον οποίο η διοίκηση της επιχείρησης μετατρέπει τις επενδύσεις των ιδιοκτητών της σε περιουσιακά στοιχεία, τα οποία αποφέρουν κέρδη. Με άλλα λόγια, απαντά στο ερώτημα εάν τα κεφάλαια που επένδυσαν οι φορείς της επιχείρησης αποδίδουν επαρκώς ή όχι. Για να υπολογιστεί η αποδοτικότητα των ιδίων κεφαλαίων, θα πρέπει να ληφθούν υπόψη τα καθαρά κέρδη μετά από τους διάφορους φόρους και τόκους. Λαμβάνοντας υπόψη ότι ο κύριος στόχος της οικονομικής μονάδας είναι να μεγιστοποιήσει τα κέρδη της, η αναλογία των ιδίων κεφαλαίων με τα καθαρά κέρδη δείχνει σε ποιο βαθμό αυτός ο πρωταρχικός στόχος των επιχειρήσεων επιτυγχάνεται. Ο συγκεκριμένος δείκτης έχει πολύ μεγάλη σημασία όχι μόνο για τους παρόντες αλλά και για τους μελλοντικούς μετόχους και προσδιορίζει το κατά πόσο οι επενδύσεις στην επιχείρηση είναι ελκυστικές ή όχι. Πρόκειται για δείκτη ιδιαίτερα χρήσιμο στις περιπτώσεις που γίνονται συχνές αλλαγές του συντελεστή φορολογίας κερδών και της πολιτικής των μερισμάτων (Elliot and Elliot, 2012).

### 3.3.4 Αριθμοδείκτες Δραστηριότητας

Η δραστηριότητα μπορεί να οριστεί ως ο βαθμός αποτελεσματικής χρήσης των περιουσιακών στοιχείων (Brigham and Gapenski, 1994). **Οι αριθμοδείκτες δραστηριότητας μετρούν το βαθμό της αποτελεσματικότητας χρησιμοποίησης των διαφόρων κατηγοριών περιουσιακών στοιχείων της επιχείρησης και προκύπτουν από τη σύγκριση μεταξύ του επιπέδου των πωλήσεων και του επενδυθέντος κεφαλαίου στα εν λόγω περιουσιακά στοιχεία.**

#### *Δείκτης κυκλοφοριακής ταχύτητας αποθεμάτων*

<b><math>\Delta.Κ.Τ.Αποθ.= \text{Κόστος πωληθέντων προϊόντων} / \text{Μέσο ύψος αποθεμάτων αρχής και τέλους χρήσης}</math></b>
--

Ο συγκεκριμένος δείκτης μας δίνει πληροφορίες σχετικά με τον αριθμό των αποθεμάτων που ανανεώθηκαν, σε σχέση με τις πωλήσεις της επιχείρησης, κατά τη διάρκεια μιας χρήσης. Με άλλα λόγια, εμφανίζει την ταχύτητα μετατροπής των αποθεμάτων σε εισπρακτέους λογαριασμούς διαμέσου των πωλήσεων. Η αξιολόγηση της τιμής του δείκτη αυτού γίνεται μέσω σύγκρισης με τους αντίστοιχους δείκτες των ανταγωνιστών ή με το μέσο κλαδικό δείκτη. Ο δείκτης κυκλοφοριακής ταχύτητας των αποθεμάτων έχει μεγάλη σημασία για τη διοίκηση των οικονομικών μονάδων, καθώς μέσω αυτού, παρακολουθούν το σωστό

προγραμματισμό των παραγγελιών τους και παίρνουν τις αντίστοιχες αποφάσεις, σχετικά με τη δέσμευση του απασχολούμενου κεφαλαίου.

#### ***Δείκτης μέσης διάρκειας παραμονής αποθεμάτων***

**Δ.Μ.Δ.Π.Αποθ. = 365 / Δ.Κ.Τ.Αποθ.**

Με τη διαίρεση των ημερών ενός έτους (365 ημέρες) με την τιμή του δείκτη κυκλοφοριακής ταχύτητας αποθεμάτων, προκύπτει ο δείκτης μέσης διάρκειας παραμονής αποθεμάτων, που παρουσιάζει τη χρονική περίοδο που απαιτείται να περιμένει η επιχείρηση για την πώληση και την αντικατάσταση των εμπορευμάτων της.

#### ***Δείκτης κυκλοφοριακής ταχύτητας απαιτήσεων***

**Δ.Κ.Τ.Απαιτ.= Πιστωτικές πωλήσεις/ Μέσο ύψος απαιτήσεων αρχής και τέλους**

Ο συγκεκριμένος δείκτης συγκρίνει τις απαιτήσεις μιας επιχείρησης σε σχέση με τις πωλήσεις της. Επίσης, μέσω αυτού του δείκτη, γίνεται η αξιολόγηση της ικανότητας της επιχείρησης να εισπράττει τις οφειλές των πελατών της προς αυτή, καθώς και αξιολόγηση της πολιτικής των πωλήσεων και πιστώσεων προς τους πελάτες της. Ανάλογη με την ταχύτητα είσπραξης των απαιτήσεων είναι η διάρκεια δέσμευσης των απαιτήσεων. Γενικότερα, όσο μεγαλύτερη είναι η ταχύτητα στην είσπραξη των απαιτήσεων, τόσο μικρότερη είναι η πιθανότητα ζημιών από επισφαλείς πελάτες. Με λίγα λόγια ο δείκτης αυτός μας παρέχει πληροφορίες σχετικά με το πόσες φορές έχουν εισπραχθεί οι απαιτήσεις από πελάτες κατά τη διάρκεια της διαχειριστικής περιόδου. Όσο πιο υψηλός είναι ο δείκτης, τόσο αποτελεσματικότερη είναι η διαχείριση των απαιτήσεων. Για να θεωρείται ικανοποιητική η κυκλοφοριακή ταχύτητα των απαιτήσεων, η τιμή του δείκτη θα πρέπει να κυμαίνεται ανάμεσα από το 3 και το 4 (Κάντζος, 2002).

#### ***Δείκτης μέσης διάρκειας είσπραξης απαιτήσεων***

**Δ.Μ.Δ.Ε.Απαιτ. = 365 / Δ.Κ.Τ.Απαιτ.**

Αντίστοιχα, ο δείκτης μέσης διάρκειας είσπραξης απαιτήσεων απεικονίζει σε ημέρες το μέσο όρο προθεσμίας είσπραξης ή διακανονισμού με γραμμάτια ή επιταγές εισπρακτέες, των απαιτήσεων που έχει η επιχείρηση από την πώληση αποθεμάτων κατά τη διάρκεια μιας χρήσης και υπολογίζεται εάν διαιρέσουμε τον αριθμό των ημερών του έτους (365 ημέρες) με



το δείκτη κυκλοφοριακής ταχύτητας των απαιτήσεων από πελάτες. Από την τιμή του συγκεκριμένου δείκτη διαπιστώνεται η αποτελεσματικότητα της οργάνωσης του συστήματος είσπραξης των απαιτήσεων και οι ενδεχόμενες δυσκολίες της επιχείρησης για την έγκαιρη εξόφληση των υποχρεώσεων της. Όσο μεγαλύτερη η μέση διάρκεια είσπραξης των απαιτήσεων, τόσο μεγαλύτερος ο κίνδυνος δημιουργίας επισφαλών απαιτήσεων και ίσως της έγκαιρης εξόφλησης των επιχειρησιακών οφειλών.

### 3.3.5 Αριθμοδείκτες Αγοραίας Αξίας ή Αποτίμησης

Οι δείκτες αγοραίας αξίας ή αποτίμησης συγκρίνουν την χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής με τη λογιστική της αξία, αλλά και με τα κέρδη μιας επιχείρησης. Χρησιμοποιούνται από τους επενδυτές για την ορθότερη ανάληψη αποφάσεων, αναφορικά με την αγορά, την πώληση ή τη διατήρηση της επένδυσής τους σε μετοχές μιας εταιρίας. Επίσης, παρέχουν στην διοίκηση της επιχείρησης πληροφορία σχετικά με την γνώμη των επενδυτών, όσον αφορά την επίδοση της επιχείρησης στο παρελθόν και τις μελλοντικές της προοπτικές εξέλιξης (Fridson,1995).

#### *Δείκτης Αγοραίας Τιμής Μετοχής προς Καθαρά Κέρδη ανά Μετοχή (price earnings ratio)*

$$\text{Δείκτης Τιμή/Κέρδη} = \text{Τιμή Μετοχής} / \text{Κέρδη ανά Μετοχή}$$

Ο δείκτης αυτός αναφέρεται στο ποσό, το οποίο θα ήταν διατεθειμένοι να πληρώσουν οι επενδυτές, για τα ανά μετοχή καθαρά κέρδη μιας επιχείρησης. Δείχνει δηλαδή πόσα ευρώ επιθυμεί να καταβάλλει ένας επενδυτής, για κάθε ευρώ κέρδους της επιχείρησης. Είναι ένας σημαντικός δείκτης για τους επενδυτές, καθώς τους βοηθάει να αποφασίσουν εάν θα αγοράσουν ή όχι τις μετοχές μιας επιχείρησης σε μια συγκεκριμένη τιμή της αγοράς. Επίσης, υπολογίζει το χρονικό διάστημα που απαιτείται, έτσι ώστε τα κέρδη από τη μετοχή να καλύψουν την τιμή της μετοχής, ή με άλλα λόγια, τα χρόνια που θα πρέπει να περιμένει ο επενδυτής για να κάνει απόσβεση της επένδυσής του. Παρ' όλα αυτά η χρησιμότητά του αφορά κυρίως μακροχρόνιες επενδυτικές επιλογές και μετοχές με ικανοποιητική εμπορευσιμότητα (Αλεξιάκης και Ξανθάκης, 2007).

Η σχέση τιμής και κερδών (P/E) του συγκεκριμένου δείκτη, αποτελεί πλέον μια πολύ διαδεδομένη μέθοδο αποτίμησης των μετοχών των επιχειρήσεων και μέσω της σχέσης αυτής, γίνεται στην πραγματικότητα η κεφαλαιοποίηση των μελλοντικών κερδών της επιχείρησης. Οι επιχειρήσεις που παρουσιάζουν υψηλούς ρυθμούς ανόδου στα κέρδη τους, αντιπροσωπεύονται συνήθως από έναν υψηλό δείκτη, ενώ αντίθετα οι επιχειρήσεις που

εμφανίζουν στασιμότητα, από χαμηλό. Αντίστοιχα, η τιμή του συγκεκριμένου δείκτη είναι μεγαλύτερη για τις επιχειρήσεις οι οποίες έχουν υψηλή αναπτυξιακή εξέλιξη και χαμηλότερη γι' αυτές που παρουσιάζουν υψηλούς κινδύνους (Κάντζος, 2002).

Αξίζει να σημειωθεί ότι ο εν λόγω αριθμοδείκτης δε μπορεί να χρησιμοποιηθεί για να συγκρίνει εταιρίες που εμφανίζουν ζημίες.

#### ***Δείκτης Αγοραίας προς Λογιστική Τιμή Μετοχής (price to book value ratio)***

<b>Δ.Α.Τ./Λ.Τ.= Αγοραία Τιμή Μετοχής / Λογιστική Τιμή Μετοχής</b>
---

Ο δείκτης αυτός αποτελεί ένδειξη για το αν η μετοχή της επιχείρησης είναι υπερτιμημένη ή υποτιμημένη σε σχέση με τη λογιστική της αξία στη χρηματιστηριακή αγορά και μας δίνει μια διαφορετική ένδειξη για το πώς αποτιμούν οι επενδυτές μια επιχείρηση. Οι επιχειρήσεις οι οποίες έχουν υψηλές αποδόσεις ιδίων κεφαλαίων, μπορούν να διαθέτουν τις μετοχές τους σε τιμές υψηλότερες ή και πολλαπλάσιες από τη λογιστική αξία της μετοχής. Η λογιστική αξία της μετοχής δίνεται από τη σχέση των ιδίων κεφαλαίων, προς το συνολικό αριθμό των μετοχών που είναι σε κυκλοφορία και μεταβάλλεται ανάλογα με τα κέρδη ή τις ζημίες της επιχείρησης. Παρατηρείται πως ο δείκτης αυτός υπερβαίνει σημαντικά τη μονάδα για τις επιχειρήσεις οι οποίες παρουσιάζουν υψηλά ποσοστά απόδοσης στα συνολικά τους κεφάλαια, ενώ είναι μικρότερος της μονάδας για τις επιχειρήσεις που έχουν χαμηλά ποσοστά απόδοσης των συνολικών κεφαλαίων τους.

Η διαφορά μεταξύ της αγοραίας τιμής με τη λογιστική τιμή μιας μετοχής ονομάζεται προστιθέμενη αγοραία αξία της μετοχής και μας δίνει πληροφορίες σχετικά με το βαθμό επιτυχίας των επενδυτικών και χρηματοδοτικών αποφάσεων που έχουν ληφθεί από την επιχείρηση. Έτσι, όσο πιο επιτυχείς και ορθές είναι οι αποφάσεις αυτές, τόσο μεγαλύτερη θα είναι η τιμή του δείκτη, αλλά και η προστιθέμενη αγοραία αξία της μετοχής (Λαζαρίδης και Ευθύμογλου, 2000).

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4: Μεθοδολογία

---

Στο παρόν κεφάλαιο αναλύεται η μεθοδολογία που υιοθετήθηκε στα πλαίσια της συγκεκριμένης έρευνας που εκπονήθηκε, προκειμένου να επιτευχθούν οι στόχοι της, όπως επίσης και ο τρόπος και οι πηγές συλλογής των δεδομένων. Ο βασικός στόχος της έρευνας είναι να πραγματοποιηθεί μία ανάλυση για την πορεία του κλάδου των γαλακτοβιομηχανιών που είναι εισηγμένες στο χρηματιστήριο για το χρονικό διάστημα δέκα ετών (2005 – 2014) και να διεξαχθούν συμπεράσματα για την επίδραση της οικονομικής κρίσης στις υπό εξέταση εταιρίες και κατ' επέκταση στον κλάδο. Ο συγκεκριμένος κλάδος είναι ιδιαίτερα σημαντικός, αφού η οικονομία της Ελλάδας στηρίζεται στον πρωτογενή τομέα παραγωγής και συνεπώς η παραγωγή και η επεξεργασία γαλακτοκομικών αποτελεί σημαντική πηγή εσόδων για την χώρα.

Αρχικά, η παρούσα έρευνα εντάσσεται στα πλαίσια της ερευνητικής περιπτώσιολογίας ή αλλιώς μελέτη περίπτωσης (case study). Ο Yin (2009) στο βιβλίο του υποστηρίζει πως τέτοιες μελέτες είναι οι καταλληλότερες στο να απαντήσουν στα ερωτήματα «πώς» και «γιατί», όταν πραγματεύονται σύγχρονα φαινόμενα της καθημερινής ζωής. Υποστηρίζεται ακόμη, πως πλεονέκτημα της ερευνητικής περιπτώσιολογίας που αξιοποιήθηκε στην παρούσα μελέτη, είναι ότι δύναται να εξάγει συμπεράσματα εστιάζοντας τόσο σε ποιοτικά όσο και ποσοτικά δεδομένα, όπως για παράδειγμα παρατηρήσεις και αριθμητικά ιστορικά δεδομένα. Επίσης, η προσέγγιση της έρευνας είναι επαγωγική, αφού αυτή στηρίζεται σε προηγούμενες μελέτες και βιβλιογραφική ανασκόπηση.

Ο πληθυσμός του δείγματος είναι οι δύο εταιρίες του κλάδου γαλακτοβιομηχανίας, η KPI-KPI ΑΕ, και η ΕΒΡΟΦΑΡΜΑ ΑΒΕΕ, οι οποίες είναι εισηγμένες στο χρηματιστήριο. Οι οικονομικές καταστάσεις και οι εκθέσεις ελέγχου των εταιριών αυτών θα αποτελέσουν το κύριο αντικείμενο ανάλυσης το οποίο θα γίνει με τη χρήση αριθμοδεικτών, όπου θα εξεταστεί η αποδοτικότητα, η κερδοφορία, η κεφαλαιακή διάρθρωση και η ρευστότητα τους. Έπειτα θα γίνει συγκριτική ανάλυση μεταξύ των δύο εταιριών και θα διεξαχθούν χρήσιμα συμπεράσματα για την οικονομική τους πορεία.

Αξίζει να σημειωθεί σε αυτό το σημείο πως **για τον υπολογισμό των αριθμοδεικτών αγοραίας αξίας ή αποτίμησης, όπου χρειαζόταν η αγοραία αξία χρησιμοποιήθηκε ο μέσος όρος της χρηματιστηριακής αξίας της μετοχής για κάθε έτος, ως πιο αντιπροσωπευτικός, καθώς μία**

τυχαία τιμή μέσα στο έτος μπορεί να οφείλεται σε εξαιρετικούς ή συγκυριακούς παράγοντες. Οι ιστορικές τιμές κλεισίματος για την κάθε μετοχή για το χρονικό διάστημα των δέκα ετών που μελετούμε αντλήθηκαν από τη βάση δεδομένων της ιστοσελίδας Capital.gr.

Ομοίως, στους αριθμοδείκτες απόδοσης ιδίων κεφαλαίων (ROE) και απόδοσης επενδυμένων κεφαλαίων (ROA), όπως επίσης και στους αριθμοδείκτες κυκλοφοριακής ταχύτητας απαιτήσεων και αποθεμάτων, έγινε χρήση του μέσου όρου των επενδυμένων κεφαλαίων και μέσου όρου των απαιτήσεων και αποθεμάτων χρησιμοποιώντας τις τιμές της πρώτης και της τελευταίας μέρας του έτους.

Επίσης, για την ανάλυση του δείκτη καθαρού περιθωρίου κέρδους επιλέξαμε τα καθαρά κέρδη μετά φόρων, των οποίων η απόδοση συνεξετάζεται όχι μόνο σε σχέση με τις πωλήσεις αλλά και με τα ίδια κεφάλαια της επιχείρησης.

Όσον αφορά τα δεδομένα του δείγματος, αυτά είναι δευτερογενή, αφού σύμφωνα με το Hakim (1982), επιπρόσθετη ανάλυση μιας ήδη υπάρχουσας ομάδας δεδομένων (οικονομικές καταστάσεις, οικονομικές εκθέσεις, ιστορικά δεδομένα μετοχών), η οποία καταλήγει σε νέες, εναλλακτικές ερμηνείες και συμπεράσματα συγκριτικά με εκείνα που παρουσιάστηκαν στην αρχική έκθεση. Επίσης, είναι ποσοτικά αφού εξετάζονται τα αριθμητικά μεγέθη των οικονομικών καταστάσεων των εταιριών αλλά και ποιοτικά, αφού επεξεργάζονται και επιπλέον πληροφορίες από τις ιστοσελίδες των εταιριών και τις εκθέσεις ελέγχου.

Μετά τον υπολογισμό των αριθμοδεικτών για την κάθε εταιρία θα ακολουθήσει συγκριτική ανάλυση μεταξύ τους και θα σχολιαστούν τα αποτελέσματα αναφορικά με την οικονομική κρίση, η οποία σύμφωνα με τις βιβλιογραφικές αναφορές ξεκίνησε το 2008 (Ivashina and Scharfstein, 2010; Friedman and Posner, 2011; Zingales, 2008; Κρούγκμαν 2009).

# ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5: Έρευνα

---

## 5.1 Προφίλ Εταιριών

### 5.1.1 KPI KPI

Η εταιρία δραστηριοποιείται στην παραγωγή και τη διάθεση διαφόρων τύπων παγωτού, γιαουρτιού αλλά και γάλακτος. Η επιτυχία της στον κλάδο αποδίδεται στην προσήλωση της στο στρατηγικό της πλαίσιο και τις δυνάμεις τις. Στοχεύει στην παρασκευή προϊόντων υψηλής διατροφικής αξίας και ποιότητας με σεβασμό τόσο στον καταναλωτή όσο και στο περιβάλλον. **Οι βασικοί πυλώνες της συνεχόμενης ανάπτυξης της εταιρίας είναι το ανθρώπινο δυναμικό της, τα αγνά προϊόντα της που παρασκευάζονται με ευελιξία και ευθύνη ώστε να καλύπτουν τις ανάγκες των καταναλωτών, οι συνεργάτες της και το εξαιρετικό δίκτυο διανομής που διαθέτουν.** Επίσης **τα οικονομικά αποτελέσματα δημιουργούν μέγιστη αξία για τους μετόχους.** Η ιστορία της KPI KPI ξεκίνησε στις Σέρρες το 1954, με ένα μικρό ζαχαροπλαστικό παραγωγής παγωτών και ειδών ζαχαροπλαστικής, από τον ιδρυτή της εταιρίας, Γ. Τσινάβο, ο οποίος διένεμε τα προϊόντα, που δεν άργησαν να αποκτήσουν πολύ σύντομα φήμη και εκτός των ορίων της πόλης, μέσω πλανόδιων πωλητών. Τη δεκαετία του 1960 τοποθετήθηκαν για πρώτη φορά ηλεκτρικά ψυγεία με παγωτά στην αγορά των Σερρών και η εταιρία απέκτησε την πρώτη της αυτόματη γραμμή παραγωγής παγωτού, καθώς μέχρι τότε η παραγωγή γινόταν με το χέρι. Τις δεκαετίες του 1980 και 1990, η πορεία της εταιρίας ήταν ανοδική, καθώς το **1987 κατασκεύασε το πρώτο της εργοστάσιο**, το 1991 ξεκίνησε να δραστηριοποιείται στην παραγωγή πρόβειου και αγελαδινού γιαουρτιού και επιπλέον, δημιούργησε ένα νέο υποκατάστημα στην Αττική, που τη βοήθησε στο ξεκίνημα ενός πανελλαδικού δικτύου διανομής των προϊόντων.

**Το 2000 η εταιρία λάνσαρε, καινοτομώντας, στην αγορά γιαουρτιού το πρώτο γιαούρτι σε οικογενειακή συσκευασία ('Σπιτικό')** και ανέβασε τις πωλήσεις της σε πολύ μικρό χρονικό διάστημα. Παράλληλα, το ίδιο έτος, η εταιρία **έκανε το πρώτο της βήμα πέρα από τα σύνορα της χώρας μας, θέτοντας ως στόχο την ανάπτυξή της όχι μόνο στην Ευρώπη αλλά και στη διεθνή αγορά.** Το 2002 έκανε ακόμη ένα βήμα, μπαίνοντας στην αγορά του Φρέσκου Γάλακτος, αποκτώντας ηγετική θέση στην αγορά των Σερρών.

**Το 2003 ήταν ημερομηνία σταθμός για την εταιρία, καθώς εισήχθη στο Χρηματιστήριο Αθηνών και ταυτόχρονα προέβη σε αύξηση του μετοχικού της κεφαλαίου, με τα οποία**

προχώρησε σε επενδύσεις για τη βελτίωση των κτηριακών της εγκαταστάσεων και του μηχανολογικού της εξοπλισμού, καθώς επίσης και την ενδυνάμωση του δικτύου πωλήσεων και διανομής.

Παρά το γεγονός ότι το 2013 μια απρόσμενη πυρκαγιά στο εργοστάσιο παραγωγής γιαουρτιού προκάλεσε σημαντικές ζημιές, το 2014 η εταιρία κατασκεύασε το δεύτερο εργοστάσιο παραγωγής γιαουρτιού, το οποίο είναι διπλάσιας παραγωγικής δυναμικότητας από το πρώτο.

Η ΚΡΙ ΚΡΙ είναι η πρώτη ελληνική γαλακτοβιομηχανία, που παράγει γιαούρτι μόνο από γάλα ημέρας. Μετά από εξήντα τρία χρόνια επιτυχημένης πορείας στον κλάδο των γαλακτοκομικών προϊόντων, συγκαταλέγεται στις κορυφαίες βιομηχανίες του κλάδου. Έχει πάρει πολλές διακρίσεις ανά τα έτη και πλέον στοχεύει στην ενίσχυση των αναπτυξιακών της προοπτικών, τόσο στον ελλαδικό χώρο όσο και διεθνώς.

Αξιοσημείωτο, επίσης, είναι το γεγονός ότι το γιαούρτι και κυρίως οι εξαγωγές της εταιρίας εκτός ελληνικών συνόρων αποτελεί σημείο κλειδί για την ανάπτυξη της εταιρίας. Σήμερα, εξάγει σε είκοσι χώρες στην Ευρώπη, τα Βαλκάνια και τη Μέση Ανατολή και η εξαγωγική της δραστηριότητα βασίζεται σε δύο κύριους τομείς. Αρχικά, στην κατανόηση των αναγκών της κάθε χώρας ξεχωριστά και έπειτα στην προσφορά προϊόντων υψηλής διατροφικής αξίας και ποιότητας. Αξίζει να σημειωθεί ότι οι εξαγωγές της αποτέλεσαν το 23% του τζίρου της το 2016, ενώ το πρώτο εξάμηνο του 2017 οι πωλήσεις εκτός συνόρων αναπτύχθηκαν με ρυθμό 40%.

### 5.1.2 ΕΒΡΟΦΑΡΜΑ

Η ΕΒΡΟΦΑΡΜΑ αποτελεί μια σύγχρονη γαλακτοβιομηχανία, η οποία ξεκίνησε τη λειτουργία της το 1994 στη Βόρεια Ελλάδα. Η επιλογή του γάλακτος γίνεται από συγκεκριμένες φάρμες της εταιρίας στη Μακεδονία και τη Θράκη, των οποίων το οικοσύστημα είναι το πιο γόνιμο για την παραγωγή προϊόντων μεσογειακής διατροφής και επεξεργάζεται άμεσα. Τα προϊόντα που παράγει και διανέμει η εταιρία είναι το γάλα, το γιαούρτι, το Αριάνι, καθώς και παραδοσιακά τυριά. Οι βασικές αξίες, το έργο και ο σκοπός της εταιρίας επικεντρώνονται στη μέριμνα και τη φροντίδα για τον καταναλωτή, καθώς και τη διατήρηση της θρακιώτικης παράδοσης και της μεσογειακής διατροφής.

Σημαντικό είναι το γεγονός ότι η ΕΒΡΟΦΑΡΜΑ έχει βοηθήσει σε μεγάλο βαθμό στην ανάπτυξη της οικονομίας της περιοχής, καθώς αξιοποιεί με τον καλύτερο δυνατό τρόπο το γάλα εξακοσίων μόνιμων κτηνοτρόφων με τους οποίους συνεργάζεται. Τα προϊόντα της

εταιρίας παράγονται σε σύγχρονες εγκαταστάσεις περίπου 10.000 τετραγωνικών μέτρων στο Διδυμότειχο και εφαρμόζονται συνεχώς τεχνολογίες αιχμής, έτσι ώστε η παραγωγή να επιτυγχάνεται με τον πιο ασφαλή τρόπο, σεβόμενη παράλληλα το περιβάλλον.

Το γάλα συλλέγεται καθημερινά από τις φάρμες και υπόκειται σε άμεση επεξεργασία και προώθηση στα επιμέρους τμήματα της παραγωγής. Τα φρέσκα προϊόντα δρομολογούνται για άμεση αποστολή από τα ψυγεία ετοιμών στους καταναλωτές, ενώ τα τυροκομικά αρχικά ωριμάζουν και έπειτα αποθηκεύονται στα ψυγεία. Ωστόσο, σε όλη την αλυσίδα, από την παραγωγή του γάλακτος μέχρι την κατανάλωσή του, πραγματοποιούνται εξονυχιστικοί έλεγχοι σύμφωνα με τα διεθνή πρότυπα της ISO 9001 και HACCP, για την εγγυημένη διασφάλιση της ποιότητας και της υγιεινής. Η Campus A.E., θυγατρική εταιρία της EBROΦΑΡΜΑ, δραστηριοποιείται στην παραγωγή γάλακτος πρωτογενώς, ενώ οι τρεις φάρμες της γαλακτοβιομηχανίας παράγουν γάλα υψηλής ποιότητας, καθιστώντας έτσι την παραγωγική διαδικασία καθετοποιημένη.

Το 1991 η EBROΦΑΡΜΑ μετατράπηκε από οικογενειακή κτηνοτροφική εταιρία σε ανώνυμη. Το 1992 δημιούργησε την πρώτη οργανωμένη φάρμα με εκατό αγελάδες και το 1994 ξεκίνησε τη λειτουργία του εργοστασίου της στο Διδυμότειχο. Επίσης, το 1995 ήταν η πρώτη εταιρία στην Ελλάδα που πιστοποιήθηκε κατά ISO 9001 και το 1997 ανέδειξε και διέθεσε πρώτη στην αγορά το Αριάνι. Το 2000 υπήρξε σταθμός κλειδί για την πορεία της εταιρίας, καθώς εισήχθη στο Χρηματιστήριο Αθηνών. Επιπλέον, το 2008 η γαλακτοβιομηχανία εκσυγχρόνισε και ανέπτυξε τη φάρμα της, σκοπό την αναβάθμιση της πρώτης ύλης της.

Όσον αφορά τη διανομή των προϊόντων, η EBROΦΑΡΜΑ διαθέτει ένα σύγχρονο δίκτυο διανομής με ιδιόκτητα φορτηγά ψυγεία, καθώς έχει παρουσία σε περισσότερα από 3000 σημεία πώλησης, ενώ ταυτόχρονα στοχεύει στην περαιτέρω ανάπτυξη της πελατειακής της βάσης αλλά και τον απαραίτητο έλεγχο των πωλήσεων, μέσω των επιθεωρητών της εταιρίας, οι οποίοι παρακολουθούν τα σημεία πώλησης σε καθημερινή βάση.

Αξιοσημείωτο είναι το γεγονός ότι η εταιρία απασχολεί σήμερα 132 εργαζομένους, εξάγει σε 13 χώρες πέρα των ελληνικών συνόρων και προσφέρει από τις φάρμες της το 1,5% του γάλακτος που παράγεται πανελλαδικώς.

Η εταιρική ευθύνη της EBROΦΑΡΜΑ είναι εμφανής, καθώς εφαρμόζει προγράμματα εξοικονόμησης ηλεκτρικής ενέργειας και μείωσης καυσίμων, καθώς και προγράμματα ανακύκλωσης, με ειδικευμένους πιστοποιημένους φορείς για τα υλικά συσκευασίας και τα

ορυκτέλαια. Επίσης, συμβάλει στην ουσιαστική μείωση κατανάλωσης νερού και την αποτελεσματική επεξεργασία των λυμάτων, μέσω ενός συγκροτήματος βιολογικού καθαρισμού.

## 5.2 Ανάλυση Αριθμοδεικτών

Στο παρόν κεφάλαιο θα ακολουθήσει η ανάλυση η παρουσίαση των αριθμοδεικτών των εταιριών ΕΒΡΟΦΑΡΜΑ ΑΕ και ΚΡΙ ΚΡΙ ΑΒΕΕ, όπως αυτοί υπολογίστηκαν από τα μεγέθη των χρηματοοικονομικών καταστάσεων και θα διεξαχθούν συμπεράσματα για την πορεία των εταιριών στο χρονικό διάστημα 2005 έως 2014 και για το βαθμό που η κάθε μία τους επηρεάστηκε από την οικονομική κρίση.

### 5.2.1 Αριθμοδείκτες Ρευστότητας

#### 5.2.1.1 Αριθμοδείκτης Γενικής Ρευστότητας



Διάγραμμα 3 - Αριθμοδείκτες Γενικής Ρευστότητας

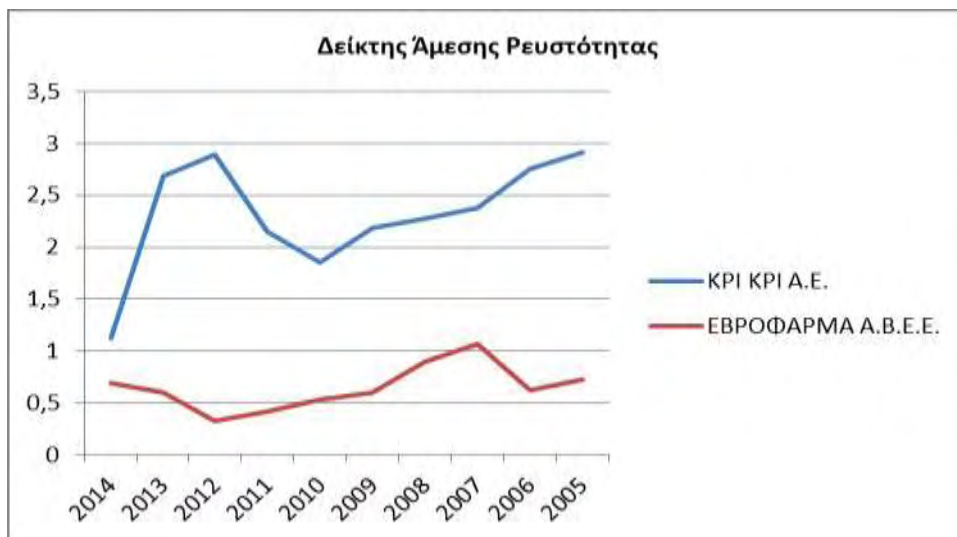
Παρατηρώντας το σχήμα μπορούμε να δούμε πως η εταιρία ΕΒΡΟΦΑΡΜΑ από το έτος 2005 έως το 2008, εμφανίζει δείκτη γενικής ρευστότητας ίσο ή και μεγαλύτερο της μονάδας, που σημαίνει πως το κυκλοφορούν ενεργητικό της ήταν μεγαλύτερο ή ίσο με τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της εταιρίας, και συνεπώς είχε τη δυνατότητα να τις καλύψει άμεσα. Η μεγαλύτερη τιμή της δεκαετίας βρίσκεται στο έτος 2007 και ανέρχεται στο 1,35. Ωστόσο, για τα επόμενα έτη παρατηρούμε πως η εταιρία δυσκολεύεται να καλύψει τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της με το κυκλοφορούν ενεργητικό. Την τετραετία από το 2009 έως και το 2012, παρατηρούμε πως ο δείκτης της εταιρίας έχει φθίνουσα πορεία, με το έτος 2012 να παρουσιάζει τη μικρότερη τιμή (0,38), γεγονός που δείχνει πως οι τρέχουσες υποχρεώσεις της



το συγκεκριμένο έτος ήταν αρκετά μεγαλύτερες από το κεφάλαιο κίνησης, με αποτέλεσμα το καθαρό κεφάλαιο κίνησης να έχει αρνητικό πρόσημο. Συνεπώς, ο εξωτερικός δανεισμός ή η ρευστοποίηση του μη κυκλοφορούντος ενεργητικού θα ήταν αναπόφευκτες λύσεις για την κάλυψη των υποχρεώσεων της εταιρίας.

Σε αντίθεση με την ΕΒΡΟΦΑΡΜΑ παρατηρούμε πως η εταιρία ΚΡΙ ΚΡΙ έχει γενικότερα πολύ μεγαλύτερους δείκτες γενικής ρευστότητας που ξεπερνούν τη μονάδα, καθ' όλη τη διάρκεια της δεκαετίας και επομένως δεν παρουσιάζει προβλήματα ρευστότητας και συνεπώς δυσκολία στο να καλύψει τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της. Στο σχήμα παρατηρείται πως για τα έτη 2005-2006, καθώς και για τα έτη 2012-2013, η εταιρία παρουσιάζει δείκτη μεγαλύτερο του 3, δηλαδή το κυκλοφορούν ενεργητικό δύναται να υπερκαλύψει περίπου 3 φορές τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της εταιρίας. Ωστόσο, παρατηρείται μια φθίνουσα πορεία του δείκτη για την τετραετία από 2007 έως το 2010, με αποτέλεσμα να μειώνεται και το καθαρό κεφάλαιο κίνησης, το οποίο καλύπτει λοιπές χρηματοδοτικές ανάγκες της εταιρίας. Παρ' όλα αυτά, οι δείκτες για την τετραετία δεν πέφτουν κάτω από το 2. Η μικρότερη τιμή του δείκτη βρίσκεται στο τελευταίο έτος της μελέτης (1,48), ωστόσο και πάλι δείχνει πως η εταιρία διατηρεί επαρκή κυκλοφοριακά στοιχεία και μπορεί να καλύψει άμεσα τις τρέχουσες υποχρεώσεις της.

#### 5.2.1.2 Αριθμοδείκτης Άμεσης Ρευστότητας



Διάγραμμα 4 - Αριθμοδείκτες Άμεσης Ρευστότητας

Αναφορικά με την ΕΒΡΟΦΑΡΜΑ, βλέπουμε ότι ο δείκτης άμεσης ρευστότητας λαμβάνει ακόμη χαμηλότερες τιμές για όλη την εξεταζόμενη περίοδο. Τα έτη 2005 και 2006 ο δείκτης είναι μικρότερος της μονάδος, ενώ μόνο το έτος 2007 είναι 1,06. Από κει και έπειτα, μέχρι

και το έτος 2012, παρατηρούμε πως ο δείκτης παρουσιάζει φθίνουσα πορεία, με μικρότερη τιμή της δεκαετίας το 2012 (0,31). Γενικότερα, η αίσθηση που δημιουργείται είναι ότι η εταιρία παρουσιάζει προβλήματα ρευστότητας, τα οποία μπορούν να αντιμετωπιστούν, μονάχα με υψηλή κυκλοφοριακή ταχύτητα του μη κυκλοφορούντος ενεργητικού.

Αντίθετα, η ΚΡΙ ΚΡΙ, αν και οι τιμές του συγκεκριμένου δείκτη είναι μικρότερες από αυτές της γενικής ρευστότητας, εξακολουθεί να έχει πολύ υψηλές τιμές. Από το έτος 2005 έως και το έτος 2010, η τιμή του δείκτη παρουσιάζει πτωτική πορεία, ενώ το 2014 παίρνει την μικρότερη τιμή για τη δεκαετία (1,11), που ωστόσο είναι και πάλι μεγαλύτερη της μονάδας. Παρατηρείται πως αυτή η γενικά καλή ρευστότητα της επιχείρησης και η ευκολία που παρουσιάζει στην κάλυψη των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεών της, οφείλεται όχι τόσο στα ταμειακά της διαθέσιμα και τα αποθέματα, αλλά κυρίως στις απαιτήσεις έναντι των πελατών της.

Λαμβάνοντας υπόψη τη ρευστότητα και τη δυνατότητα της κάθε επιχείρησης να καλύπτει τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της, εκμεταλλευόμενη το κυκλοφορούν ενεργητικό, παρατηρούμε πως η εταιρία ΚΡΙ ΚΡΙ παρουσιάζει πολύ καλύτερη διαχρονική εξέλιξη από την ΕΒΡΟΦΑΡΜΑ. Αξίζει επίσης να σημειωθεί πως η ΚΡΙ ΚΡΙ δεν παρουσιάζει σε κανένα έτος της ανάλυσης, μη αποδεκτή τιμή σε αριθμοδείκτη ρευστότητας, σε αντίθεση με την ΕΒΡΟΦΑΡΜΑ, της οποίας οι δείκτες είναι σχεδόν για όλα τα έτη μικρότεροι της μονάδας. Επιπλέον, παρά το γεγονός ότι και οι δύο εταιρίες δε στηρίζουν τη ρευστότητά τους στα αποθέματα, η ΚΡΙ ΚΡΙ αποκτά ανταγωνιστικό πλεονέκτημα, χάρη στις υψηλές απαιτήσεις έναντι πελατών.

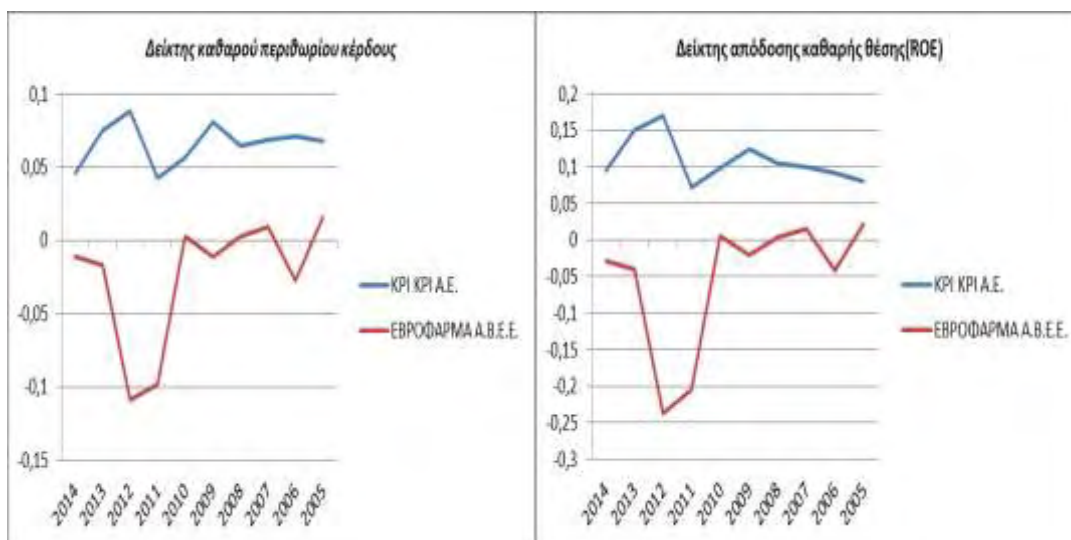
### 5.2.2 Αριθμοδείκτες Οικονομικής Απόδοσης

	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005
<b>Δείκτης καθαρού περιθωρίου κέρδους</b>										
ΚΡΙ ΚΡΙ Α.Ε.	0,046207	0,075116	0,0883	0,042469	0,056863	0,080982	0,06477	0,068842	0,070871	0,067679
ΕΒΡΟΦΑΡΜΑ Α.Β.Ε.Ε	-0,01108	-0,01696	-0,1092	-0,09838	0,002692	-0,01135	0,002552	0,008878	-0,0277	0,015487
<b>Δείκτης απόδοσης επενδυμένων κεφαλαίων(ROA)</b>										
ΚΡΙ ΚΡΙ Α.Ε.	0,069065	0,097639	0,120623	0,061483	0,072468	0,08714	0,092057	0,090933	0,103262	0,090913
ΕΒΡΟΦΑΡΜΑ Α.Β.Ε.Ε	0,035086	0,012565	-0,01621	-0,02542	0,036238	0,018576	0,030927	0,03901	0,025539	0,042052
<b>Δείκτης απόδοσης καθαρής θέσης(ROE)</b>										
ΚΡΙ ΚΡΙ Α.Ε.	0,095611	0,150594	0,170051	0,072414	0,098571	0,123595	0,104387	0,100002	0,091675	0,080972
ΕΒΡΟΦΑΡΜΑ Α.Β.Ε.Ε	-0,02962	-0,04046	-0,23704	-0,20487	0,004924	-0,02058	0,004315	0,014991	-0,04196	0,021219

Πίνακας 1 - Αριθμοδείκτες Οικονομικής Απόδοσης

Αρχικά, για την εταιρία ΕΒΡΟΦΑΡΜΑ παρατηρούμε πως η συνολική αποδοτικότητα της επιχείρησης που σχετίζεται με την επίτευξη κερδών μέσω των πωλήσεών της, καθώς και η αποδοτικότητα των ιδίων κεφαλαίων της είναι σχετικά μικρή, γεγονός που συνεπάγεται ότι η εταιρία είτε βγάζει χαμηλά κέρδη, είτε εμφανίζει ζημίες. Επίσης, παρατηρούμε πως οι δύο δείκτες, του καθαρού περιθωρίου κέρδους και της απόδοσης καθαρής θέσης, κυμαίνονται στα ίδια επίπεδα κατά τη διάρκεια όλης της δεκαετίας.

Ωστόσο φαίνεται πως η οικονομική κρίση επηρέασε σε αρκετά μεγάλο βαθμό τα κέρδη της εταιρίας, καθώς μετά το 2010 η εταιρία εμφανίζει μόνο αρνητικές τιμές, όσον αφορά και το δείκτη καθαρού περιθωρίου κέρδους, αλλά και το δείκτη απόδοσης ιδίων κεφαλαίων. Αυτό οφείλεται αρχικά στο ότι η οικονομική μονάδα δεν συσσώρευε κέρδη, αλλά ζημίες από τις πωλήσεις της, παρά το γεγονός ότι τα έσοδα από πωλήσεις παρέμεναν στα ίδια επίπεδα ή για κάποιες χρονιές αυξάνονταν κιόλας και έπειτα στο ότι οι επενδύσεις των μετόχων της εταιρίας δεν απέδιδαν όσο θα έπρεπε. Η δημιουργία των ζημιών αυτών, παρά την αύξηση των εσόδων από πωλήσεις οφείλεται όχι τόσο στις μεταβολές του κόστους πωληθέντων, αλλά κυρίως στην αύξηση των διαφόρων χρηματοοικονομικών εξόδων της επιχείρησης, στην αύξηση της φορολογίας και του φόρου εισοδήματος. Η καλύτερη χρονιά για την εταιρία ωστόσο, από άποψη αποδοτικότητας σε σχέση με τις πωλήσεις αλλά και από μεριάς απόδοσης των ιδίων κεφαλαίων ήταν το 2005 και ακολουθούν τα έτη 2007, όπου υπήρξε η μεγαλύτερη αύξηση της δεκαετίας στην καθαρή θέση της εταιρίας και 2010 αντίστοιχα.

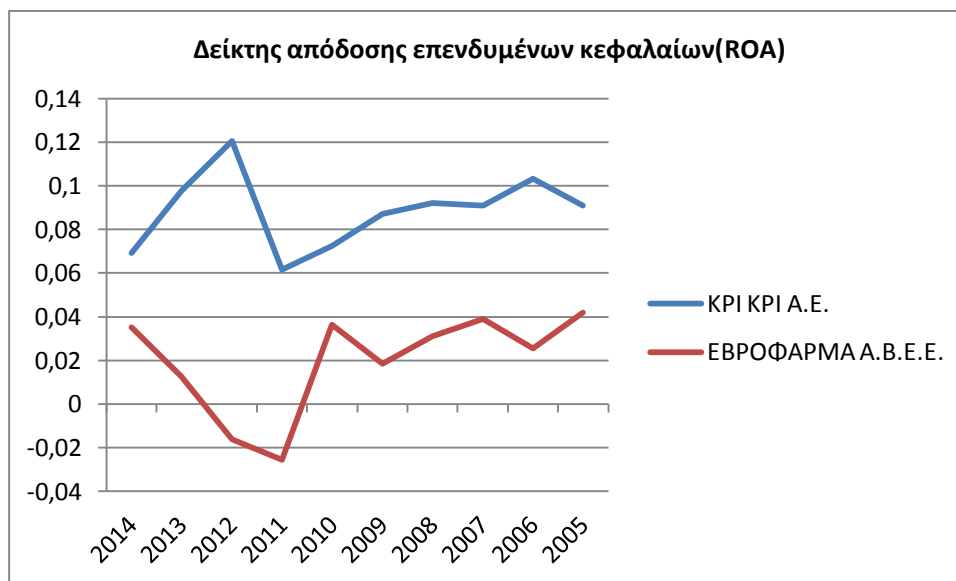


Διάγραμμα 5 - Δείκτης Καθαρού Περιθωρίου Κέρδους και Δείκτης ROE

Επιπλέον από τα σχήματα παρατηρείται πως από το 2010 μέχρι το 2012 υπάρχει μια σταδιακή και αρκετά μεγάλη μείωση στην αποδοτικότητα της επιχείρησης, με το 2012 να αποτελεί τη χειρότερη χρονιά για την επιχείρηση, καθώς ο δείκτης απόδοσης ιδίων

κεφαλαίων έφτασε στο - 23,70% και οι ζημίες της τα 2.699.000 ευρώ (οι υψηλότερες ζημίες της δεκαετίας μετά το 2011). Ωστόσο, από το 2012 και μετά παρατηρείται μια καλύτερη πορεία και στην απόδοση των πωλήσεων αλλά και στην απόδοση καθαρής θέσης, αν και η εταιρία δεν κατάφερε να συσσωρεύσει κέρδη.

Εκτός από τα κεφάλαια των μετόχων, η εταιρία για να καλύψει τα προβλήματα ρευστότητας που αντιμετωπίζει (όπως φάνηκε και από την ανάλυση των αριθμοδεικτών ρευστότητας) και να βελτιώσει την αποδοτικότητά της, αναζήτησε κεφάλαια και από νέους επενδυτές-πιστωτές, τα λεγόμενα ξένα κεφάλαια (όπως για παράδειγμα δάνεια από τράπεζες).



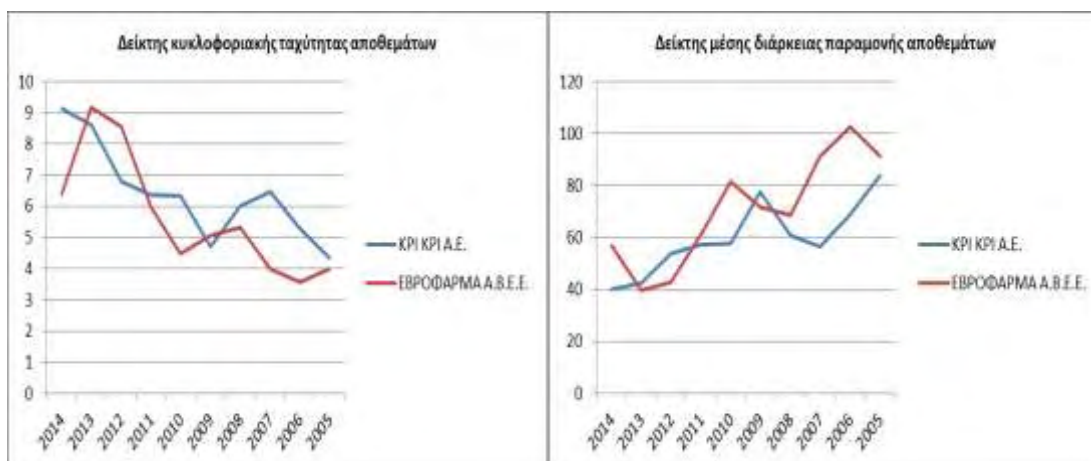
Διάγραμμα 6 - Δείκτης ROA

Παρατηρώντας το δείκτη απόδοσης επενδυμένων κεφαλαίων είναι εμφανές πως η εταιρία παρουσιάζει καλύτερα αποτελέσματα, με τα έτη 2011 και 2012 μόνο να παρουσιάζουν ζημίες και αυτό διότι τα ξένα κεφάλαια βοήθησαν την εταιρία να βελτιώσει την αποδοτικότητα της και να αυξήσει τα κέρδη της. Ωστόσο, οι τιμές του δείκτη αυτού είναι μεγαλύτερες στη συγκεκριμένη περίπτωση, καθώς τα κέρδη της επιχείρησης αφορούν τα κέρδη πριν από φόρους και τόκους. Από τα σχήματα φαίνεται πως η χειρότερη χρονιά για την επιχείρηση, από άποψης απόδοσης των επενδυμένων κεφαλαίων, ήταν το 2011 (όπως και για την KPI KPI), όπου ο δείκτης παίρνει την τιμή -2,54% και σημειώνονται ζημίες προ φόρων της τάξης των 1.403.000 ευρώ. Παρ' όλα αυτά μετά το 2012, παρατηρείται μια αύξηση στην αποδοτικότητα της επιχείρησης, η οποία σ' αυτήν την περίπτωση οφείλεται στην αύξηση του περιθωρίου κέρδους, λόγω της μείωσης του κόστους πωληθέντων, καθώς και στην μείωση των εξόδων διοίκησης και λοιπών χρηματοοικονομικών εξόδων.

Από την άλλη μεριά, εξετάζοντας την εταιρία KPI KPI, παρατηρούμε πως η συνολική αποδοτικότητα της επιχείρησης που σχετίζεται με την επίτευξη κερδών μέσω των πωλήσεων της, καθώς και η αποδοτικότητα των ιδίων κεφαλαίων της είναι πολύ μεγαλύτερη σε σχέση με την ΕΒΡΟΦΑΡΜΑ. Επίσης παρατηρείται πως η εταιρία δε σημείωσε ζημίες για καμία χρονιά της ανάλυσης. Οι δύο δείκτες, του καθαρού περιθωρίου κέρδους και της απόδοσης καθαρής θέσης, κυμαίνονται στα ίδια επίπεδα κατά τη διάρκεια όλης της δεκαετίας και στην περίπτωση της KPI KPI. Επίσης το γεγονός ότι η εταιρία αυξάνει το μετοχικό της κεφάλαιο μέσω της έκδοσης νέων μετοχών από το 2005 έως και το 2010, οδηγεί στο συμπέρασμα ότι η εταιρία ακολουθεί μια χρηματοδοτική πολιτική που στηρίζεται περισσότερο στην ίδια συμμετοχή και λιγότερο στα ξένα κεφάλαια. Η καλύτερη χρονιά από άποψης αποδοτικότητας σε σχέση με τα έσοδα από πωλήσεις, αλλά και από μεριάς απόδοσης των ιδίων κεφαλαίων ήταν το 2012, με τους δείκτες να παίρνουν τις τιμές 8,83% και 17% αντίστοιχα και με τα κέρδη μετά φόρων να φθάνουν στα 5.236.152 ευρώ. Το ίδιο ισχύει και για το δείκτη απόδοσης επενδυμένων κεφαλαίων. Από την άλλη, η χειρότερη χρονιά της KPI KPI ήταν το 2011 όπου όλοι οι προαναφερθέντες δείκτες σημείωσαν τη χαμηλότερη τιμή τους. Παρ' όλα αυτά η οικονομική κρίση δε φάνηκε να πλήττει στον ίδιο βαθμό την ικανότητα της εταιρίας να πραγματοποιεί κέρδη μέσω του συνόλου των δραστηριοτήτων της, σε σχέση με την ΕΒΡΟΦΑΡΜΑ.

### 5.2.3 Αριθμοδείκτες Δραστηριότητας

#### 5.2.3.1 Αριθμοδείκτες Δραστηριότητας Αποθεμάτων



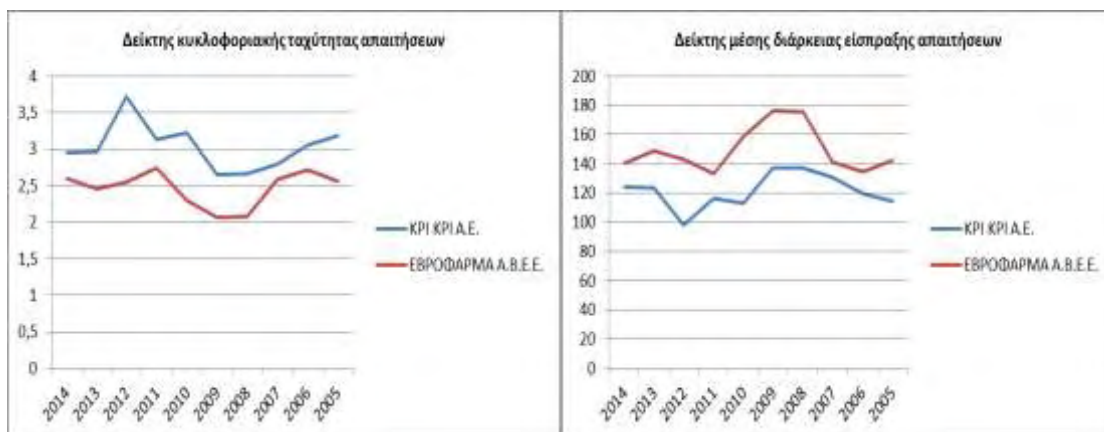
Διάγραμμα 7 - Αριθμοδείκτες Δραστηριότητας Αποθεμάτων

Παρατηρώντας τα παραπάνω σχήματα, βλέπουμε πως για την εταιρία ΕΒΡΟΦΑΡΜΑ, η πιο άρτια χρονιά από πλευράς διαχείρισης αποθεμάτων ήταν το 2013, κάτι που φαίνεται από τη μελέτη των ισολογισμών και των καταστάσεων αποτελεσμάτων χρήσης, καθώς η αύξηση του

συνολικού κόστους πωληθέντων ήταν αρκετά μεγάλη, σε συνδυασμό με την ποσοτική μείωση των αποθεμάτων για το έτος αυτό. Αντίθετα, η χειρότερη χρονιά της ήταν το 2006, όπου ο μέσος χρόνος παραμονής των αποθεμάτων της στις αποθήκες ήταν περίπου 102 ημέρες.

Από την άλλη μεριά παρατηρούμε πως η εταιρία ΚΡΙ ΚΡΙ εμφανίζει μεγαλύτερη ταχύτητα μετατροπής των αποθεμάτων της σε εισπρακτέους λογαριασμούς, διαμέσου των πωλήσεων. Από το έτος 2009 έως και το τέλος της δεκαετίας, η εταιρία έριξε σταδιακά τη μέση διάρκεια διατήρησης και αποθήκευσης των αποθεμάτων. Φαίνεται πως κατέχει υψηλότερη κυκλοφοριακή ταχύτητα και αντίστοιχα μικρότερο μέσο χρόνο διατήρησης και αποθήκευσης των αποθεμάτων σε σχέση με την ΕΒΡΟΦΑΡΜΑ, κατά τη διάρκεια όλης της δεκαετίας, εκτός των ετών 2009 (όπου παρουσιάζεται ο μικρότερος δείκτης κυκλοφοριακής ταχύτητας) και 2012. Αυτό συνεπάγεται ότι στα υπόλοιπα έτη της ανάλυσης μας η εταιρία ΚΡΙ ΚΡΙ ακολουθεί ένα πιο ευέλικτο συναλλακτικό κύκλωμα και εξοικονομεί λειτουργικό κόστος που συνεπάγεται η διατήρηση των αποθεμάτων στις αποθήκες για μεγάλο χρονικό διάστημα.

### 5.2.3.2 Αριθμοδείκτες Δραστηριότητας Απαιτήσεων



Διάγραμμα 8 - Αριθμοδείκτες Δραστηριότητας Απαιτήσεων

Από το σχήμα παρατηρούμε ότι οι δείκτες της εταιρίας ΕΒΡΟΦΑΡΜΑ δεν είναι πολύ ικανοποιητικοί. Ωστόσο, το 2011 ήταν η αρτιότερη χρονιά της δεκαετίας για την εταιρία ΕΒΡΟΦΑΡΜΑ, καθώς πραγματοποιήθηκε η αποτελεσματικότερη διαχείριση των απαιτήσεων, με αποτέλεσμα οι ημέρες είσπραξης αυτών να είναι οι λιγότερες σε σχέση με όλα τα υπόλοιπα έτη και συγκεκριμένα 132. Αξιοσημείωτο επίσης είναι το γεγονός ότι το 2011 οι πωλήσεις της εταιρίας ήταν περισσότερες από κάθε άλλη χρονιά, κάτι που γίνεται αντιληπτό και από τον πίνακα αποτελεσμάτων χρήσης. Αντίστοιχα για την εταιρία ΚΡΙ ΚΡΙ, η καλύτερη χρονιά αναφορικά με την ταχύτητα είσπραξης των απαιτήσεων έναντι πελατών

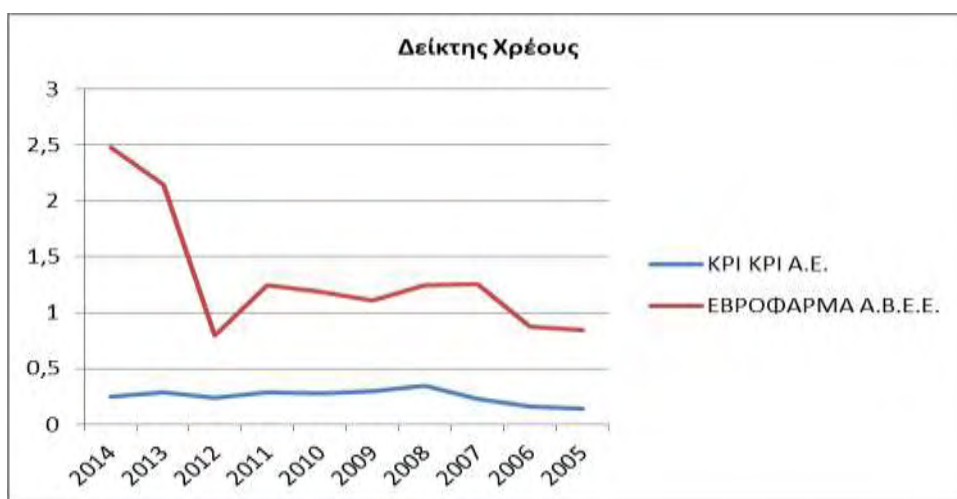
ήταν το 2012, όπου ο δείκτης παίρνει τη μεγαλύτερη τιμή του, ενώ τα έτη 2008 και 2009 η εταιρία είχε τη μεγαλύτερη καθυστέρηση στην είσπραξη των απαιτήσεων.

Συγκριτικά, παρατηρούμε πως για ακόμη μια φορά η εταιρία ΚΡΙ ΚΡΙ παρουσιάζει πολύ καλύτερους δείκτες σε σχέση με την ΕΒΡΟΦΑΡΜΑ, κατά τη διάρκεια όλης της δεκαετίας. Αυτό δικαιολογεί και το γεγονός ότι η ΚΡΙ ΚΡΙ παρουσιάζει πολύ λιγότερα προβλήματα ρευστότητας, κάτι που φαίνεται και από τους αντίστοιχους δείκτες που αναλύθηκαν προηγουμένως. Ωστόσο, η ΕΒΡΟΦΑΡΜΑ θα πρέπει να διαχειριστεί με καλύτερο τρόπο τις απαιτήσεις που έχει έναντι των πελατών της, έτσι ώστε να εξασφαλίσει μεγαλύτερη ρευστότητα στην επιχείρηση και να έχει τη δυνατότητα να διαχειρίζεται με μεγαλύτερη ευχέρεια τις μηνιαίες οφειλές της, πέρα από τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις προς τους προμηθευτές της.

## 5.2.4 Αριθμοδείκτες Χρηματοοικονομικής Μόχλευσης και Περιουσιακής Διάθρωσης

### 5.2.4.1 Δείκτης Χρέους

Όπως αναφέραμε, ο δείκτης χρέους ταυτίζεται με τη χρηματοοικονομική μόχλευση και αναφέρεται στη σχέση μεταξύ των ξένων και ιδίων κεφαλαίων της επιχείρησης.



Διάγραμμα 9 - Δείκτης Χρέους

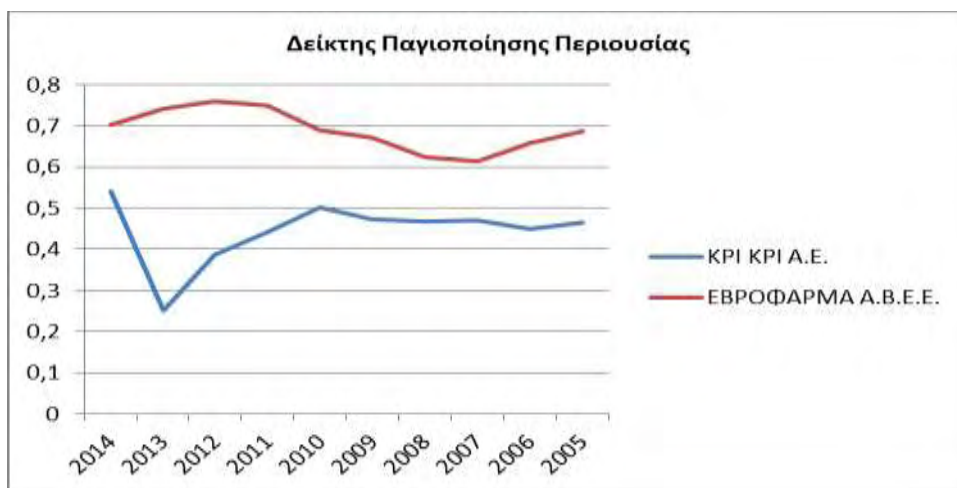
Όσον αφορά την κεφαλαιακή διάθρωση της εταιρίας ΕΒΡΟΦΑΡΜΑ, παρατηρούμε πως μετά το 2012 η εταιρία αύξησε κατά πολύ τους δείκτες χρέους της για τα επόμενα δύο έτη, καθώς οι μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις της αυξήθηκαν από 7.954.000 σε 20.676.000 και 22.987.000 ευρώ για έτη 2013 και 2014 αντίστοιχα λόγω δανείων. Επίσης παρατηρούμε ότι, εκτός του έτους 2012, από το 2007 μέχρι και το 2014 οι δείκτες της εταιρίας είναι μεγαλύτεροι της μονάδας, γεγονός που σημαίνει ότι για τα έτη αυτά, τα χρέη της εταιρίας ήταν περισσότερα από τα ίδια κεφάλαιά της, με αποτέλεσμα να αυξάνεται ακόμη

περισσότερο η χρηματοοικονομική της μόχλευση και συνεπώς και η εξάρτηση της εταιρίας από ξένα κεφάλαια. Αξιοσημείωτο είναι το γεγονός ότι μόνο το 2010 η εταιρία προχώρησε σε αύξηση μετοχικού κεφαλαίου, αυξάνοντας τη ονομαστική αξία της μετοχής από 0,73 σε 0,88 ευρώ/μετοχή. Με λίγα λόγια λοιπόν θα λέγαμε ότι η εταιρία ΕΒΡΟΦΑΡΜΑ χρησιμοποιεί μια χρηματοδοτική πορεία που στηρίζεται περισσότερο στα ξένα κεφάλαια και λιγότερο στην ίδια συμμετοχή.

Από την άλλη μεριά, βλέπουμε ότι η χρηματοοικονομική μόχλευση για την εταιρία ΚΡΙ ΚΡΙ είναι πολύ μικρότερη σε σχέση με αυτή της ΕΒΡΟΦΑΡΜΑ. Αυτό το γεγονός δείχνει ή την αδυναμία της εταιρίας να αντλήσει κεφάλαια από εξωτερικές πηγές χρηματοδότησης, ή την απροθυμία της να το κάνει, εξαιτίας του υψηλού κόστους δανεισμού. Ωστόσο, παρατηρούμε πως από τη στιγμή που η εταιρία εμφανίζει ικανοποιητικούς δείκτες ρευστότητας και αποδοτικότητας των ιδίων κεφαλαίων της, δε στηρίζεται τόσο στη χρήση ξένων κεφαλαίων, συγκριτικά με την εταιρία ΕΒΡΟΦΑΡΜΑ.

#### 5.2.4.2 Αριθμοδείκτης Παγιοποίησης Περιουσίας

Από την ανάλυση του δείκτη παγιοποίησης της περιουσίας οδηγούμαστε στο συμπέρασμα, ότι η εταιρία ΕΒΡΟΦΑΡΜΑ λειτουργεί ως εταιρία έντασης κεφαλαίου, καθώς παρατηρείται ότι οι τιμές των δεικτών της είναι υψηλές (πάνω από 0,5).



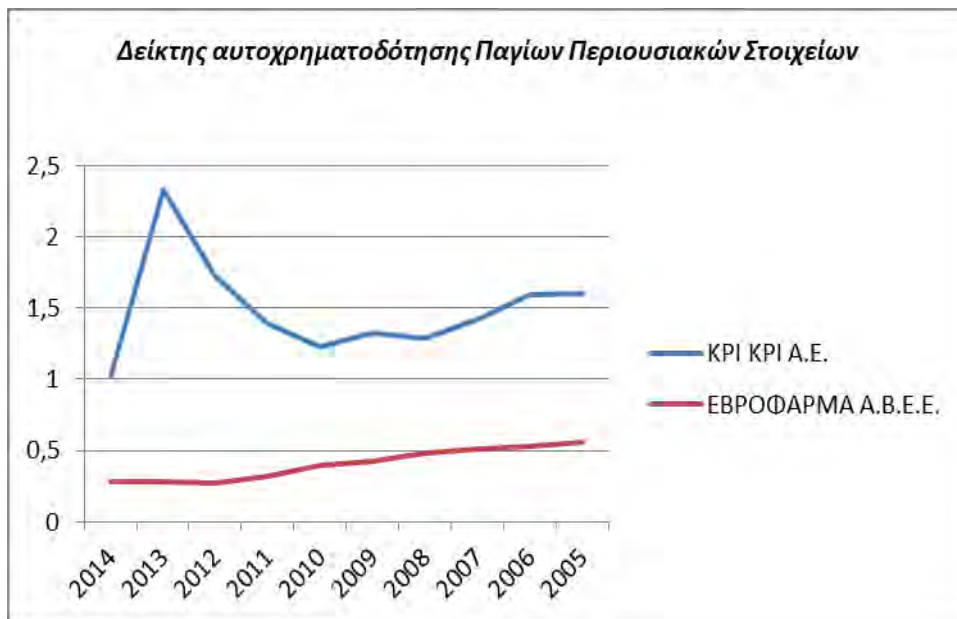
Διάγραμμα 10 - Δείκτης Παγιοποίησης Περιουσίας

Πιο συγκεκριμένα, παρατηρείται μια πολύ μικρή μείωση στα πάγια περιουσιακά στοιχεία της εταιρίας από το έτος 2005 στο 2006, ενώ για την επόμενη πενταετία παρατηρείται μεγάλη και σταδιακή άνοδος, που φτάνει τα 39.600.000 ευρώ το 2011. Η τελευταία τριετία της ανάλυσης αντιπροσωπεύεται από μικρότερα ποσοστά στο μη κυκλοφορούν ενεργητικό της εταιρίας, γεγονός που δεν αναιρεί παρ' όλα αυτά τη λειτουργία της ως εταιρία εντάσεως κεφαλαίου.



Αντίθετα, η εταιρία ΚΡΙ ΚΡΙ λειτουργεί ως εταιρία εντάσεως εργασίας, κάτι που φαίνεται από τις χαμηλές τιμές των δεικτών Παγιοποίησης της Περιουσίας (κάτω από 0,5 για όλη την εξεταζόμενη περίοδο, εκτός της τελευταίας χρονιάς). Επίσης, παρατηρείται μια τάση για μείωση της παγιοποίησης από το 2010 ως το 2013, όπου τα πάγια της εταιρίας μειώνονται από 22.082.674 σε 15.238.886 ευρώ, ενώ την τελευταία χρονιά αυξήθηκαν στα 38054188 ευρώ, σημειώνοντας τη μεγαλύτερη τιμή της δεκαετίας.

#### 5.2.4.3 Αριθμοδείκτης Αυτοχρηματοδότησης Παγίων Περιουσιακών Στοιχείων



Διάγραμμα 11 - Δείκτης Αυτοχρηματοδότησης Παγίων Περιουσιακών Στοιχείων

Μελετώντας το δείκτη αυτοχρηματοδότησης Παγίων Περιουσιακών Στοιχείων, παρατηρούμε ότι οι τιμές του, όσον αφορά την εταιρία ΕΒΡΟΦΑΡΜΑ, είναι μικρότερες της μονάδας για όλη την εξεταζόμενη περίοδο. Συνεπώς, τα Πάγια της εταιρίας δεν έχουν τη δυνατότητα να χρηματοδοτηθούν επαρκώς από τα ίδια κεφάλαια, με αποτέλεσμα να χρησιμοποιεί και ξένα κεφάλαια. Ένας βασικός λόγος για τον οποίο η εταιρία στηρίζεται σε μεγάλο βαθμό στα ξένα κεφάλαια είναι η έλλειψη ρευστότητας που παρουσιάζει, καθώς και η χαμηλή αποδοτικότητα των ιδίων κεφαλαίων της.

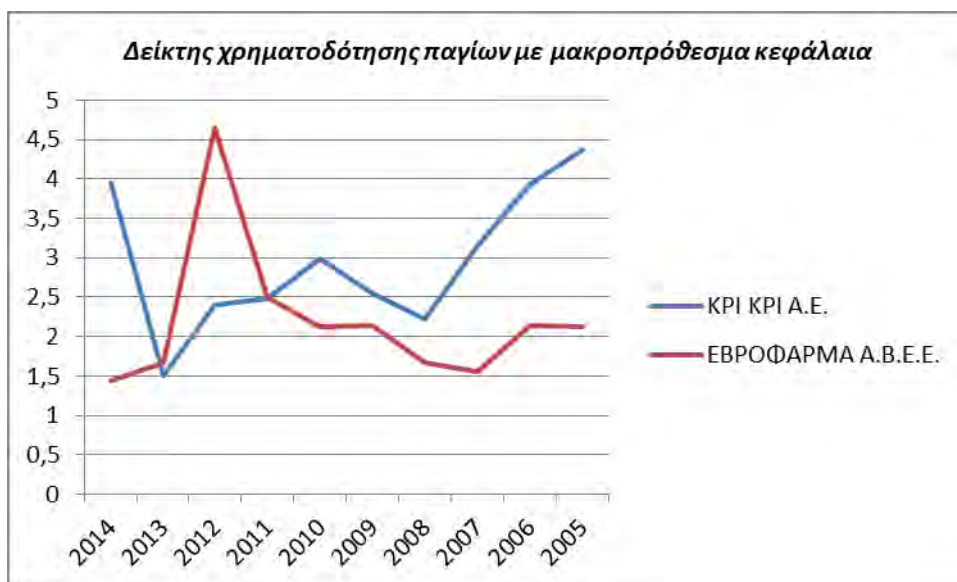
Όσον αφορά τη χρηματοδότηση των παγίων για την εταιρία ΚΡΙ ΚΡΙ, βλέπουμε πως χρηματοδοτούνται επαρκώς από τα ίδια κεφάλαιά της για όλη την εξεταζόμενη περίοδο, καθώς ο δείκτης αυτοχρηματοδότησης των Παγίων Περιουσιακών Στοιχείων ξεπερνά τη μονάδα, γεγονός που παρέχει στην επιχείρηση οικονομική ασφάλεια. Επιπλέον, στο σχήμα παρατηρείται μια μεγάλη άνοδος στις τιμές του δείκτη για τη χρονική περίοδο 2010-2013, η οποία οφείλεται στην τάση αποπαγιοποίησης του Ενεργητικού που αναφέρθηκε παραπάνω.

#### 5.2.4.4 Αριθμοδείκτης Χρηματοδότησης Παγίων με Μακροπρόθεσμα Κεφάλαια

Από την ανάλυση αυτού του δείκτη, παρατηρείται ότι και οι δύο εταιρίες εμφανίζουν τιμές μεγαλύτερες τις μονάδας για όλη την εξεταζόμενη περίοδο, οπότε μπορούμε να πούμε ότι οι δείκτες είναι ικανοποιητικοί και παρέχουν στους μακροχρόνιους πιστωτές έναν αρκετά ικανοποιητικό βαθμό ασφαλείας, είτε χάρη στην υψηλή ρευστότητα της επιχείρησης, είτε λόγω υποθήκευσης των παγίων αυτής.

Αρχικά, η εταιρία ΕΒΡΟΦΑΡΜΑ, έχει αρκετά μεγαλύτερο ποσοστό παγίων περιουσιακών στοιχείων από την εταιρία ΚΡΙ ΚΡΙ και συνεπώς λειτουργεί ως εταιρία εντάσεως κεφαλαίου. Έτσι έχει τη δυνατότητα να παρέχει μια αξιοπιστία απέναντι στους μακροχρόνιους δανειστές της, καθώς μπορεί να υποθηκεύει τα πάγιά της, παρά τη χαμηλή αποδοτικότητα στα ίδια κεφάλαια και τα προβλήματα ρευστότητας που παρουσιάζει. Παρ' όλα αυτά, από τη μελέτη των ισολογισμών παρατηρείται ότι οι μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις της εταιρίας είναι επίσης αρκετά μεγαλύτερες από αυτές της ΚΡΙ ΚΡΙ, με αποτέλεσμα η τιμή του δείκτη να πέφτει.

Από την άλλη μεριά, η εταιρία ΚΡΙ ΚΡΙ, παρά το γεγονός ότι έχει λιγότερα πάγια, είναι πιο αξιόπιστη στα μάτια των πιστωτών της, καθώς παρουσιάζει μικρότερη χρηματοοικονομική μόχλευση, μεγαλύτερη ρευστότητα, αλλά και μια αυτονομία, καθώς τα ίδια κεφάλαιά της επαρκούν πλήρως για τη χρηματοδότηση των παγίων της εταιρίας.



Διάγραμμα 12 - Δείκτης Χρηματοδότησης Παγίων με Μακροπρόθεσμα Κεφάλαια

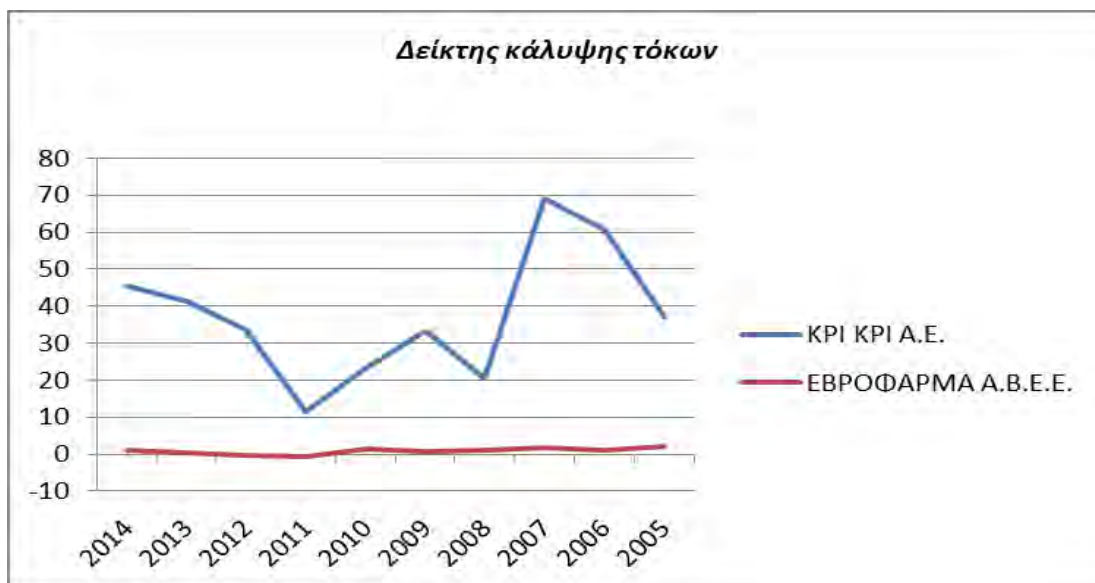
Από το σχήμα βλέπουμε, ότι για την εταιρία ΚΡΙ ΚΡΙ παρατηρείται μια φθίνουσα πορεία του δείκτη χρηματοδότησης παγίων με μακροπρόθεσμα κεφάλαια από το έτος 2005 έως το 2008, καθώς οι μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις γι' αυτήν την τριετία αυξήθηκαν πολύ περισσότερο (από 3019430 σε 8861139 ευρώ) σε σχέση με τα πάγιο ενεργητικό της εταιρίας. Επιπλέον, το

έτος 2013 ο δείκτης σημειώνει τη μικρότερη τιμή του για όλη την εξεταζόμενη περίοδο (1,50), καθώς οι μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις έφτασαν τα 10.134.040 ευρώ (η υψηλότερη τιμή της δεκαετίας). Ωστόσο, από το 2013 και έπειτα, σημειώνεται η μεγαλύτερη αύξηση στα πάγια της εταιρίας, τα οποία φθάνουν τα 38.054.188 ευρώ, με αποτέλεσμα να υπάρξει μια απότομη άνοδος στην τιμή του δείκτη, ενώ ταυτόχρονα οι μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις μειώθηκαν από 10.134.040 σε 9.615.496 ευρώ.

Σε γενικές γραμμές, παρ' όλα αυτά, οι δείκτες της εταιρίας ΚΡΙ ΚΡΙ είναι περισσότερο ικανοποιητικοί σε σχέση με την ΕΒΡΟΦΑΡΜΑ, για όλη την εξεταζόμενη περίοδο, εκτός των ετών 2011-2013, όπου το πάγιο ενεργητικό της ΚΡΙ ΚΡΙ μειώθηκε αρκετά λόγω:

- της μεγαλύτερης απόσβεσης παγίων σε σχέση με την προσθήκη αυτών
- της πώλησης του μεριδίου (71,15%) της θυγατρικής της εταιρίας ΚΡΙΚΡΙ ΔΟΟ ΚΥΜΑΝΟΒΟ, έναντι 100.000 ευρώ στις 26/11/2012
- μιας απρόσμενης πυρκαγιάς στο εργοστάσιο παραγωγής γιαουρτιού στις 24/12/2013

#### 5.2.4.5 Αριθμοδείκτης Κάλυψης Τόκων



Διάγραμμα 13 - Αριθμοδείκτης Κάλυψης Τόκων

Από το σχήμα παρατηρούμε ότι οι τιμές των αριθμοδεικτών της εταιρίας ΚΡΙ ΚΡΙ είναι πολύ πιο υψηλές από αυτές της ΕΒΡΟΦΑΡΜΑ, γεγονός που σημαίνει ότι η ΚΡΙ ΚΡΙ έχει τη δυνατότητα να εξοφλεί τους τόκους των ξένων κεφαλαίων από τα κέρδη της πολύ πιο εύκολα, παρά το γεγονός ότι οι τόκοι των δανείων είναι αρκετά πιο υψηλοί σε σχέση με την ΕΒΡΟΦΑΡΜΑ. Αυτό συμβαίνει διότι όπως φαίνεται, η ΚΡΙ ΚΡΙ παρουσιάζει πολλά

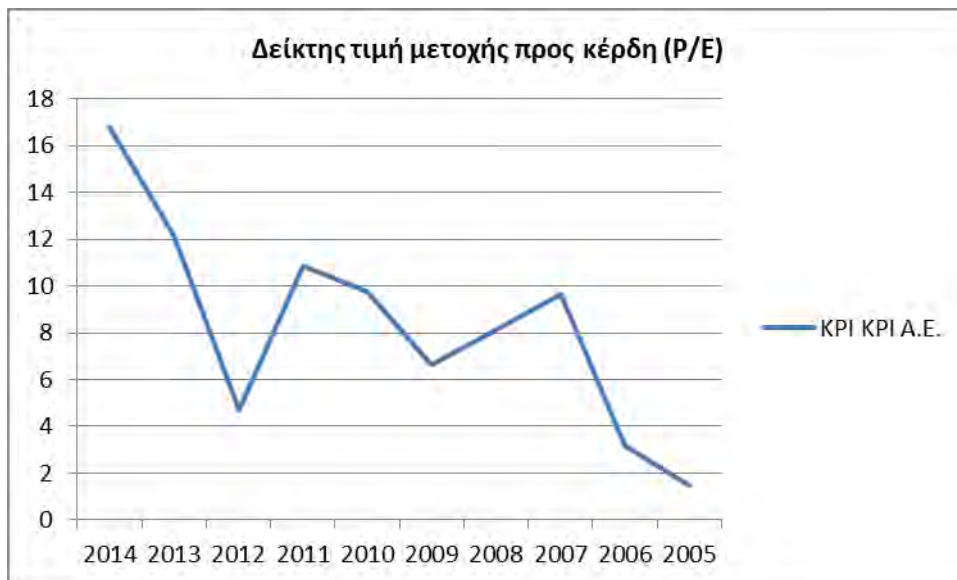
περισσότερα κέρδη (τόσο πριν αλλά και μετά από τόκους και φόρους) για τα περισσότερα έτη της εξεταζόμενης περιόδου σε σχέση με την ΕΒΡΟΦΑΡΜΑ.

Όπως φαίνεται, η οικονομική κρίση επηρέασε σε αρκετά μεγάλο βαθμό την εταιρία ΕΒΡΟΦΑΡΜΑ, καθώς μετά το 2008 τα κέρδη της εταιρίας μειώνονται σημαντικά, με αποτέλεσμα οι τιμές των δεικτών να είναι όχι μόνο μικρότεροι της μονάδας (για τα έτη 2009 και 2013), αλλά και αρνητικοί (για τα έτη 2011 και 2012). Αυτό σημαίνει ότι η εταιρία για τα έτη αυτά εμφάνισε μεγάλη δυσκολία να εξοφλήσει τους τόκους των ξένων κεφαλαίων της.

Όσον αφορά την εταιρία ΚΡΙ ΚΡΙ, παρατηρείται ότι το 2007 ο αριθμοδείκτης σημειώνει την υψηλότερη τιμή του, καθώς οι τόκοι των δανείων ήταν οι μικρότεροι σε όλη την εξεταζόμενη περίοδο, ενώ τα έτη 2008 και 2011 ήταν οι χειρότερες χρονιές από άποψης άνεσης της εταιρίας να εξοφλήσει τους τόκους, οι οποίοι έφτασαν τα 175310 ευρώ και 246634 ευρώ αντίστοιχα, ενώ παράλληλα το 2011 η εταιρία σημείωσε τα χαμηλότερα κέρδη προ φόρων και τόκων της δεκαετίας, όπως φαίνεται και από τις καταστάσεις αποτελεσμάτων χρήσης και τους ισολογισμούς.

## 5.2.5 Αριθμοδείκτες Αγοραίας Αξίας ή Αποτίμησης

### 5.2.5.1 Αριθμοδείκτης Τιμή Μετοχής προς Κέρδη (P / E)



Διάγραμμα 14 - Δείκτης τιμή μετοχής προς κέρδη (P/E)

Αναφορικά με το δείκτη P/E, δεν συμπεριλάβαμε στο σχήμα την εταιρία ΕΒΡΟΦΑΡΜΑ, καθώς παρουσιάζει ζημίες για τη μεγαλύτερη περίοδο της ανάλυσής μας. Το γεγονός αυτό συνεπάγεται ότι η εταιρία αντιμετωπίζει υψηλούς κινδύνους και παρουσιάζει χαμηλή αναπτυξιακή εξέλιξη. Αντίθετα, η εταιρία ΚΡΙ ΚΡΙ, παρατηρείται ότι διατηρεί μια πολύ

καλύτερη εικόνα στην αγορά, παρουσιάζει προοπτικές εξέλιξης και έχει τη δυνατότητα να προσελκύσει νέες επενδύσεις, καθώς οι τιμές των δεικτών είναι αρκετά υψηλές, με τη μεγαλύτερη να φτάνει το 16,79 για το έτος 2014. Όπως βλέπουμε και στο σχήμα, οι δείκτες P/E είναι θετικοί για όλη τη δεκαετία. Επίσης, όσον αφορά τα κέρδη μετά φόρων ανά μετοχή, η εταιρία επιτυγχάνει τη μεγαλύτερη τιμή το 2012 (0,158 ευρώ ανά μετοχή) και αυτό οφείλεται στην αύξηση που παρατηρήθηκε στο καθαρό περιθώριο κέρδους (βλ. αριθμοδείκτες αποδοτικότητας), ενώ συγχρόνως ο αριθμός των μετοχών δε σημείωσε αύξηση.

### 5.2.5.2 Αριθμοδείκτης Αγοραίας προς Λογιστική Τιμή Μετοχής



Διάγραμμα 15 - Αριθμοδείκτης Αγοραίας προς Λογιστική Τιμή Μετοχής

Από τη στιγμή που ο δείκτης P/E δεν έχει τη δυνατότητα να παρέχει πληροφορίες για τις εταιρίες που μακροχρόνια εμφανίζουν ζημίες, χρησιμοποιήσαμε το δείκτη αγοραίας προς τη λογιστική αξία της μετοχής, ο οποίος παρέχει μια διαφορετική ένδειξη για το πώς αποτιμούν οι επενδυτές την επιχείρηση. Από το σχήμα βλέπουμε ότι αρχικά ο δείκτης της εταιρίας EBROΦAPMA είναι μεγαλύτερος για τη χρονική περίοδο 2005-2008, καθώς η χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής της είναι μεγαλύτερη σε σχέση με την KPI KPI, παρά το γεγονός ότι το 2006 η EBROΦAPMA εμφανίζει ζημίες στα αποτελέσματα χρήσης της. Έπειτα, βλέπουμε ότι για το έτος 2009 οι δείκτες των δύο εταιριών κυμαίνονται περίπου στα ίδια επίπεδα, ενώ μετά την εκδήλωση της οικονομικής κρίσης φαίνεται πως οι τιμές των δεικτών για την εταιρία EBROΦAPMA παρουσιάζουν μια σταδιακή πτώση, ενώ οι αντίστοιχοι της KPI KPI άνοδο, με τις τιμές να φτάνουν το 0,45 και το 0,48 την τελευταία διετία της εξεταζόμενης περιόδου. Αυτό το γεγονός ήταν αναμενόμενο, καθώς η

ΕΒΡΟΦΑΡΜΑ ξεκίνησε να σημειώνει ζημίες από το 2009 και έπειτα, με αποτέλεσμα να δημιουργεί ανασφάλεια στις προσδοκίες των επενδυτών για μελλοντική οικονομική ανάπτυξη της εταιρίας. Αντίθετα, η εταιρία ΚΡΙ ΚΡΙ, χάρη στην υψηλή αποδοτικότητα των συνολικών κεφαλαίων της κατάφερε να αυξήσει τις τιμές του δείκτη, διαθέτοντας τις μετοχές της σε υψηλότερες τιμές από τη ονομαστική αξία τους και αυξάνοντας έτσι την προστιθέμενη αγοραία αξία της μετοχής.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6: Συμπεράσματα

---

Από την παραπάνω ανάλυση συμπεραίνουμε πως ο κλάδος της γαλακτοβιομηχανίας είναι ένας πολύ σημαντικός κλάδος για την ελληνική οικονομία και εμφανίζει χαμηλή ελαστικότητα ως προς την τιμή και το εισόδημα των καταναλωτών, καθώς τα προϊόντα του καλύπτουν πρωτεύουσες ανάγκες αυτών. Επίσης αποτελείται από ένα μεγάλο αριθμό μικρομεσαίων επιχειρήσεων που διαθέτουν αξιόλογο μηχανολογικό εξοπλισμό και εκτεταμένα δίκτυα διανομής, καθώς και από ένα σημαντικό αριθμό μεγάλων βιομηχανιών. Ωστόσο, ο κλάδος χαρακτηρίζεται από υψηλή συγκέντρωση αφού το μεγαλύτερο ποσοστό του τζίρου του κλάδου μοιράζεται σε λίγες μεγάλες βιομηχανίες, ενώ το μικρότερο ποσοστό μοιράζεται στις υπόλοιπες μικρομεσαίες και μικρές, τοπικές επιχειρήσεις.

Μετά την εμφάνιση της οικονομικής κρίσης στην Ελλάδα παρατηρήθηκε πως μαζί με πολλούς άλλους κλάδους, ο κλάδος γαλακτοκομικών προϊόντων δέχτηκε μεγάλο πλήγμα, γεγονός που οφείλεται σε αρκετούς παράγοντες, όπως η αύξηση στο κόστος παραγωγής, κυρίως λόγω του καθεστώτος των ποσοτώσεων που όρισε η Ευρωπαϊκή Ένωση, ο υπέρμετρος δανεισμός των επιχειρήσεων τα χρόνια προ κρίσης, καθώς και η αύξηση του πιστωτικού κινδύνου και της φορολογίας. Όλα αυτά, σε συνδυασμό με το χαμηλή ανταγωνιστικότητα του κλάδου σε σχέση με τις επιχειρήσεις του εξωτερικού, οδήγησαν στη μείωση του κύκλου εργασιών, στην αποθάρρυνση νέων παραγωγών να εισέλθουν στον κλάδο, όπως επίσης και στη στροφή από τη μεταποίηση στην εμπορία όλο και περισσότερων εισαγόμενων προϊόντων.

Όσον αφορά την ανάλυση των χρηματοοικονομικών καταστάσεων των εταιριών ΚΡΙ ΚΡΙ Α.Ε. και ΕΒΡΟΦΑΡΜΑ Α.Β.Ε.Ε, οι οποίες δραστηριοποιούνται στον κλάδο, καθώς και την επιρροή της κρίσης στην οικονομική τους πορεία και ανάπτυξη, παρατηρήθηκαν τα εξής:

Η εμφάνιση της κρίσης έπληξε σε πολύ μεγαλύτερο βαθμό την εταιρία ΕΒΡΟΦΑΡΜΑ, καθώς αρχικά παρατηρούμε πως όλοι οι δείκτες ρευστότητας μετά το 2008 είναι μικρότεροι της μονάδας, με αποτέλεσμα η στροφή της εταιρίας στον εξωτερικό δανεισμό, που συνεπάγεται αύξηση της χρηματοοικονομικής μόχλευσης ή η ρευστοποίηση του μη κυκλοφορούντος ενεργητικού της, να κρίνονται αναγκαίες συνθήκες για την κάλυψη των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων. Αντίθετα η ΚΡΙ ΚΡΙ δεν παρουσιάζει προβλήματα ρευστότητας, γεγονός που φαίνεται από τους αντίστοιχους δείκτες οι οποίοι είναι υψηλοί για

όλη την εξεταζόμενη περίοδο και συνεπώς δυσκολία στο να καλύψει τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της, κυρίως χάρη στις υψηλές απαιτήσεις που έχει έναντι των πελατών της.

Επίσης παρατηρούμε πως η οικονομική κρίση δε φάνηκε να πλήττει στον ίδιο βαθμό την ικανότητα της εταιρίας KPI KPI να πραγματοποιεί κέρδη μέσω του συνόλου των δραστηριοτήτων της, σε σχέση με την ΕΒΡΟΦΑΡΜΑ, καθώς δε σημείωσε ζημίες για καμία χρονιά της ανάλυσης. Αντιθέτως, η εταιρία ΕΒΡΟΦΑΡΜΑ παρουσιάζει μόνο ζημίες στον ισολογισμό της μετά το έτος 2010, κάτι που συνεπάγεται ότι η εταιρία για τα έτη αυτά εμφάνισε μεγάλη δυσκολία να εξοφλήσει τους τόκους των ξένων κεφαλαίων της.

Αξιοσημείωτο είναι το γεγονός ότι από το 2005 έως και το 2014 παρατηρήθηκε σταδιακή αύξηση στον κύκλο εργασιών, τα ίδια κεφάλαια, καθώς και στο σύνολο του ενεργητικού της εταιρίας KPI KPI, γεγονός που συνέβαλε στην βελτίωση της αποδοτικότητας της επιχείρησης και αποδεικνύει την αξιοπιστία της εταιρίας να προσελκύει νέες επενδύσεις.

Ακόμη, το γεγονός ότι η εταιρία αυξάνει το μετοχικό της κεφάλαιο μέσω της έκδοσης νέων μετοχών από το 2005 έως και το 2010, συνεπάγεται την πρόθεση της εταιρίας να ακολουθεί μια χρηματοδοτική πολιτική, που στηρίζεται περισσότερο στην ίδια συμμετοχή και λιγότερο στα ξένα κεφάλαια. Αντίθετα, η εταιρία ΕΒΡΟΦΑΡΜΑ, για να καλύψει τα προβλήματα ρευστότητας που αντιμετωπίζει και για να βελτιώσει την αποδοτικότητά της, παρατηρούμε ότι πραγματοποιεί αύξηση στα ξένα κεφάλαιά της. **Ωστόσο, επειδή χαρακτηρίζεται ως εταιρία εντάσεως κεφαλαίου, έχει τη δυνατότητα να υποθηκεύει τα πάγια περιουσιακά στοιχεία της, έτσι ώστε να εξασφαλίζει την αποπληρωμή των χρεών στους διάφορους πιστωτές της.**

Αναφορικά με την κυκλοφοριακή ταχύτητα των αποθεμάτων και των απαιτήσεων, η εταιρία KPI KPI εμφανίζει μεγαλύτερη ταχύτητα μετατροπής των αποθεμάτων της σε εισπρακτέους λογαριασμούς, εξοικονομώντας λειτουργικά κόστη, καθώς και υψηλότερη κυκλοφοριακή ταχύτητα των απαιτήσεων έναντι πελατών, σε σχέση με την ΕΒΡΟΦΑΡΜΑ. Επομένως οδηγούμαστε στο συμπέρασμα, ότι η ΕΒΡΟΦΑΡΜΑ θα πρέπει να διαχειριστεί με καλύτερο τρόπο τις απαιτήσεις που έχει έναντι των πελατών της, έτσι ώστε να εξασφαλίσει μεγαλύτερη ρευστότητα στην επιχείρηση και να έχει τη δυνατότητα να διαχειρίζεται με μεγαλύτερη ευχέρεια τις μηνιαίες οφειλές της, πέρα από τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις προς τους προμηθευτές της.

**Επιπροσθέτως, βλέπουμε πως μετά την εμφάνιση της οικονομικής κρίσης, η εταιρία ΕΒΡΟΦΑΡΜΑ διατηρεί μεγαλύτερα χρέη σε σχέση με τα ίδια κεφάλαιά της, με αποτέλεσμα**



να αυξάνεται ακόμη περισσότερο η χρηματοοικονομική της μόχλευση και συνεπώς και η εξάρτησή της από ξένα κεφάλαια. Αυτή η αύξηση των ξένων κεφαλαίων οφείλεται ωστόσο και στην αδυναμία της εταιρίας να χρηματοδοτεί επαρκώς τα Πάγια Περιουσιακά Στοιχεία της από τα ίδια κεφάλαιά της. Συνεπώς, θα λέγαμε ότι η εταιρία ΕΒΡΟΦΑΡΜΑ χρησιμοποιεί μια χρηματοδοτική πορεία που στηρίζεται περισσότερο στα ξένα κεφάλαια και λιγότερο στην ίδια συμμετοχή.

Η εταιρία ΚΡΙ ΚΡΙ, από την άλλη, είναι πιο αξιόπιστη στα μάτια των πιστωτών της, καθώς παρουσιάζει όχι μόνο μικρότερη χρηματοοικονομική μόχλευση, αλλά και μεγαλύτερη ρευστότητα. Επίσης, παρατηρούμε ότι τα ίδια κεφάλαιά της επαρκούν πλήρως για τη χρηματοδότηση των παγίων της εταιρίας, γεγονός που παρέχει στην επιχείρηση οικονομική ασφάλεια.

Τέλος, θα λέγαμε πως οι επενδύσεις σε μια εταιρία όπως η ΕΒΡΟΦΑΡΜΑ θα αφορούσαν μόνο πολύ ριψοκίνδυνους επενδυτές, καθώς παρουσιάζει προβλήματα ρευστότητας, έχει ασθενή ταμειακή βάση και στηρίζεται σε μεγάλο ποσοστό στα ξένα κεφάλαια. Αυτοί αποτελούν μερικούς από τους λόγους που η χρηματιστηριακή αξία της μετοχής της είχε καθοδική πορεία μετά την εμφάνιση της κρίσης, καθώς η εταιρία ξεκίνησε να συσσωρεύει ζημιές, δημιουργώντας έτσι ανασφάλεια στους επενδυτές της. Αντιθέτως, η εταιρία ΚΡΙ ΚΡΙ φαίνεται ότι διατήρησε μια πιο σταθερή πορεία, εξασφαλίζοντας μεγαλύτερη σιγουριά στους επενδυτές της, με αποτέλεσμα να αυξήσει την προστιθέμενη αγοραία αξία των μετοχών της μετά την κρίση.

Ωστόσο, θα πρέπει να τονίσουμε πως η διεξαγωγή των κατάλληλων συμπερασμάτων με τη χρήση αριθμοδεικτών, σχετικά με την διαχρονική πορεία, τις προοπτικές και την εξέλιξη μιας επιχείρησης στον κλάδο δεν αποτελεί εύκολη υπόθεση. Γενικότερα, η χρηματοοικονομική ανάλυση των ετήσιων οικονομικών καταστάσεων των εταιριών δε μπορεί να δώσει απάντηση πάντα και με την ίδια ακρίβεια για το κάθε αποτέλεσμα. Αυτό ισχύει διότι υπάρχουν χρηματοοικονομικά αποτελέσματα, των οποίων η αιτία είναι πολύπλοκη και η δημιουργία τους στηρίζεται σε διάφορους παράγοντες, όπως για παράδειγμα το οικονομικό κλίμα, η αξιοπιστία των οικονομικών καταστάσεων, οι μέθοδοι αποτίμησης αποθεμάτων και παγίων στοιχείων και η δυναμικότητα των συγκρινόμενων εταιριών, τους οποίους οι εξωτερικοί δανειστές, επενδυτές και αναλυτές δεν πρέπει να αγνοούν.

# Βιβλιογραφία

---

## Αγγλική Βιβλιογραφία

1. Acharya V. and Richardson M. (2009) Causes Of The Financial Crisis, *Critical Review: A Journal of Politics and Society*, [online] [online] Vol. 21(2-3), διαθέσιμο στην ιστοσελίδα: <http://www.tandfonline.com/doi/abs/10.1080/08913810902952903>, Προσπελάστηκε στις: 02 Ιαν 2018
2. Alvarez F. and Fridson M., (2011), *Financial Statement Analysis: A Practitioner's Guide*, 4th Edition, New Jersey: John Wiley and Sons Inc.
3. Argiriou M. And Tsoukalas J., (2011) The Greek Debt Crisis: Likely Causes, Mechanics and Outcomes, *The World Economy*, [online] Vol (34) 2, pp 173–191, Διαθέσιμο στην ιστοσελίδα: [https://orca.cf.ac.uk/77853/1/e2010\\_3.pdf](https://orca.cf.ac.uk/77853/1/e2010_3.pdf), Προσπελάστηκε στις 20 Δεκ 2017
4. Baba N. and Packer F, 2009, From turmoil to crisis: Dislocations in the FX swap market before and after the failure of Lehman Brothers, *Journal of International Money and Finance*, [online] Vol. 8 (8), pp1350-1374 Διαθέσιμο στην ιστοσελίδα: <http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0261560609000928>, Προσπελάστηκε: 08 Δεκ 2017
5. Ball L. (2016), The Fed and Lehman Brothers: Introduction and Summary, The National Bureau of Economic Research, NBER Working Paper No. 22410 [online], Διαθέσιμο στην ιστοσελίδα: <http://www.nber.org/papers/w22410>, Προσπελάστηκε στις 5 Ιαν 2018
6. Benjamin J. and Stanga S. (2012), Differences in Disclosure Needs of Major Users of Financial Statements, *Journal Accounting and Business Research*, [online] Vol. 7 (1977), pp 187-192, Διαθέσιμο στην ιστοσελίδα: <http://www.tandfonline.com/doi/abs/10.1080/00014788.1977.9728702?journalCode=rabr> 20, Προσπελάστηκε στις: 22 Δεκ 2017
7. Bordo M, (2008) An Historical Perspective On The Crisis Of 2007-2008, National Bureau Of Economic Research, Working Paper 14569, Διαθέσιμο στην ιστοσελίδα: <http://www.nber.org/papers/w14569>, Προσπελάστηκε στις 20 Δεκ 2017
8. Bourletidis K. and Triantafyllopoulos Y., (2014) SMEs Survival in Time of Crisis: Strategies, Tactics and Commercial Success Stories, *Procedia - Social and Behavioral Sciences*, [online] Vol 148 (25), pp 639-644, Διαθέσιμο στην ιστοσελίδα:

- <http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S1877042814039962>, Προσπελάστηκε στις 18 Δεκ 2017
9. Bragg S. (2011), The Limitations of Ratio Analysis, Accounting Tools Accounting Cpe Courses & Books Διαθέσιμο στην ιστοσελίδα: <https://www.accountingtools.com/articles/what-are-the-limitations-of-ratio-analysis.html>, Προσπελάστηκε στις: 25 Δεκ 2017
  10. Brandstad P, Jackson B. και Banerji S, (2008) Rethink your Strategy: An urgent memo to the CEO, Διαθέσιμο στην ιστοσελίδα: <https://www.strategy-business.com/article/rr00065?gko=585fd> , [προσπελάστηκε στις 17/9/2017]
  11. Brennan M. J. and Schwartz E. S., Corporate Income Taxes, Valuation, and the Problem of Optimal Capital Structure The Journal of Business, [online] Vol. 51 (1 ), pp 103-114, Διαθέσιμο στην ιστοσελίδα: [http://www.jstor.org/stable/2352621?seq=1#page\\_scan\\_tab\\_contents](http://www.jstor.org/stable/2352621?seq=1#page_scan_tab_contents), Προσπελάστηκε στις 31 Δεκ 2017
  12. Brigham E. and Gapenski L., (1994), Financial Management, 7th Edition, Orlando : The Dryden Press
  13. Bryan D.,Janes T. and Tiras S.L., (2014) The Role that Fraud has on Bankruptcy and bankruptcy emerged, Journal of Forensic and Investigate Accounting, [online] Vol. 6 (2), pp 126-157 Διαθέσιμο στην ιστοσελίδα: [http://web.nacva.com/JFIA/Issues/JFIA-2014-2\\_4.pdf](http://web.nacva.com/JFIA/Issues/JFIA-2014-2_4.pdf), Προσπελάστηκε στις: 25 Δεκ 2017
  14. Buyukbese T., Tasdemir A. (2014) Crisis and Crisis Management Practices in Small and Medium Sized Enterprises Based in the City of Gaziantep, Global Journal of Management and Business Research: Administration and Management 14(9), διαθέσιμο στην ιστοσελίδα:
  15. Calloway, L. J. and Keen, P. G. (1996) Organizing for crisis response, Journal of Information Technology 11(1), pp 13-26 Διαθέσιμο στην ιστοσελίδα: <https://link.springer.com/article/10.1080/026839696345397> , Προσπελάστηκε στις: 17 Σεπ 2017
  16. Chava S. and Purnanandam A., (2011) The effect of banking crisis on bank-dependent borrowers, Journal of Financial Economics, [online] Vol 99 (1), pp 116-135 Διαθέσιμο στην ιστοσελίδα: <http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0304405X10001820> Προσπελάστηκε στις: 25 Δεκ 2017
  17. Crescenzi T. (2008): 10 Points On Lehman Issue, [online] CNBC, Διαθέσιμο στην ιστοσελίδα: <https://www.cnbc.com/id/26719803>, Προσπελάστηκε στις: 02 Δεκ 2017

18. Crescenzi A. (2008). Investing From The Top Down: A Macro Approach To Capital Markets”, New York: Mc Graw Hill Professional
19. Dell'Ariccias G., Detragiache E. and Rajan R., (2008) The real effect of banking crises, Journal of Financial Intermediation, [online] Vol 17 (1) pp89-112 Διαθέσιμο στην ιστοσελίδα: <http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S104295730700040X> Προσπελάστηκε στις: 25 Δεκ 2017
20. Donaldson L. (1989). Coping With Crises: The Management Of Disasters, Riots And Terrorism, Australian Journal Of Management, [online] Vol. 16(1), pp 99-102, Διαθέσιμο στην ιστοσελίδα: <http://journals.sagepub.com/doi/pdf/10.1177/031289629101600108>, Προσπελάστηκε στις 12 Οκτ 2017
21. Duchin R., Ozbas O. and Sensoy B, (2010) Costly External Finance, Corporate Investment, And The Subprime Mortgage Credit Crisis, Journal of Financial Economics [online] Vol. 97 (3), pp 415–435, Διαθέσιμο στην ιστοσελίδα: <http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S03044405X09002566>, Προσπελάστηκε στις: 20 Δεκ 2017
22. Duffee GR, (1998) The relation between treasury yields and corporate bond yield spreads, The Journal of Finance, [online] Vol. 53 (6) pp 2225-2241 Διαθέσιμο στην ιστοσελίδα: <http://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/0022-1082.00089/full> Προσπελάστηκε: 08 Δεκ 2017
23. Elliot, B. and Elliott, J. (2012) Financial Accounting and Reporting, 15th edition, Harlow: Pearson
24. Fridson M. S. (1995), Financial Statement Analysis, A Practitioner’s Guide, 2nd New York: Wiley
25. Friedman, J. and Posner, R.(2011), What Caused the Financial Crisis. Philadelphia: University of Pennsylvania Press.
26. Government Publishing Office, (2011), The Financial Crisis Inquiry Report: Final Report of the National Commission on the Causes of the Financial and Economic Crisis in the United States, The Financial Crisis Inquiry Commission, Washington: gpo, Διαθέσιμο στην ιστοσελίδα: <https://www.gpo.gov/fdsys/pkg/GPO-FCIC/pdf/GPO-FCIC.pdf>, Προσπελάστηκε στις 25 Δεκ 2017
27. Groppelli, A. Ehsan N. (2000). Finance, 4th ed. New York: Barron's Educational Series
28. Hakim, C. (1982), Secondary Analysis in Social Research: A Guide to Data Source sand Methods with Examples, London: Allen & Unwin

29. Hellwig M. (2008) The Causes Of The Financial Crisis, CESifo Forum; [online] Vol. 9, (4), pp 12-21. Διαθέσιμο στην ιστοσελίδα: <https://search.proquest.com/openview/28b066d6f082efac0b1dc0ef4751c5fb/1?pq-origsite=gscholar&cbl=43805>, Προσπελάστηκε στις: 30 Δεκ 2017  
[https://www.researchgate.net/profile/Ahmet\\_Tasdemir3/publication/272358139\\_Crisis\\_and\\_Crisis\\_Management\\_Practices\\_in\\_Small\\_and\\_Medium\\_Sized\\_Enterprises\\_Based\\_in\\_the\\_City\\_of\\_Gaziantep/links/54e3226c0cf2d618e195de46/Crisis-and-Crisis-Management-Practices-in-Small-and-Medium-Sized-Enterprises-Based-in-the-City-of-Gaziantep.pdf](https://www.researchgate.net/profile/Ahmet_Tasdemir3/publication/272358139_Crisis_and_Crisis_Management_Practices_in_Small_and_Medium_Sized_Enterprises_Based_in_the_City_of_Gaziantep/links/54e3226c0cf2d618e195de46/Crisis-and-Crisis-Management-Practices-in-Small-and-Medium-Sized-Enterprises-Based-in-the-City-of-Gaziantep.pdf) Προσπελάστηκε στις: 17 Σεπ 2017
30. Hughes PJ and Schwartz ES, (1998), The LIFO/FIFO choice: An asymmetric information approach, Journal of Accounting Research, [online] Vol. 26, pp 41-58 Διαθέσιμο στην ιστοσελίδα: <http://www.anderson.ucla.edu/faculty/eduardo.schwartz/articles/36.pdf> , Προσπελάστηκε στις: 25 Δεκ 2017
31. Hung M. (2000), Accounting standards and value relevance of financial statements: An international analysis, Journal of Accounting and Economics [online] Vol. 30 (3), pp 401-420, Διαθέσιμο στην ιστοσελίδα: <http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0165410101000118> , Προσπελάστηκε στις: 25 Δεκ 2017
32. Iatridis G. (2010), International Financial Reporting Standards and the quality of financial statement information. International Review of Financial Analysis, [online] Vol. 9 (3), pp 193-204, Διαθέσιμο στην ιστοσελίδα: <http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S1057521910000232>, Προσπελάστηκε στις 10 Δεκ 2017
33. Ivashina V. and Scharfstein D., 2010, Bank lending during the financial crisis of 2008, Journal of Financial Economics, [online], Vol. 97 (3) , pp 319-338, Διαθέσιμο στην ιστοσελίδα: <http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S03044405X09002396>, Προσπελάστηκε στις: 10 Δεκ 2018
34. Jermias J, (2008), The relative influence of competitive intensity and business strategy on the relationship between financial leverage and performance, The British Accounting Review, [online] Vol. 40 (1), pp 71-86, Διαθέσιμο στην ιστοσελίδα: <http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0890838907000765> , Προσπελάστηκε στις 31 Δεκ 2017
35. Jesswein K. (2010), The Changing Lifo-Fifo Dilemma And Its Importance To The Analysis Of Financial Statements, Academy of Accounting and Financial Studies

- Journal, [online] Vol. 14 (1), pp 53-62, Διαθέσιμο στην ιστοσελίδα: <https://search.proquest.com/openview/72410dc75084dc735f27d2a66963a512/1?pq-origsite=gscholar&cbl=29414>, Προσπελάστηκε στις 31 Δεκ 2017
36. Konchitchki Y., (2011), Inflation and Nominal Financial Reporting: Implications for Performance and Stock Prices. *The Accounting Review* [online] Vol. 86 (3), pp. 1045-1085, <http://aaajournals.org/doi/10.2308/accr.00000044?code=aaan-site> Προσπελάστηκε στις: 10 Δεκ 2018
37. MacKenzie D. (2011) The Credit Crisis as a Problem in the Sociology of Knowledge, *American Journal of Sociology*, [online] Vol. 116 (6), 1778–1841, Διαθέσιμο στην ιστοσελίδα: [http://www.sps.ed.ac.uk/\\_\\_data/assets/pdf\\_file/0019/36082/CrisisRevised.pdf](http://www.sps.ed.ac.uk/__data/assets/pdf_file/0019/36082/CrisisRevised.pdf), Προσπελάστηκε στις: 20 Δεκ 2017
38. Matsaganis M., (2011) The Welfare State And The Crisis: The Case Of Greece, *Journal Of European Social Policy*, [online] Vol 21 (5), Διαθέσιμο στην ιστοσελίδα: <http://journals.sagepub.com/doi/abs/10.1177/0958928711418858> Προσπελάστηκε στις: 22 Δεκ 2017
39. Mian A. and Sufi A., (2009) The Consequences of Mortgage Credit Expansion: Evidence from the U.S. Mortgage Default Crisis, *The Quarterly Journal of Economics*, [online] Vol 124 (4), pp 1449–1496, Διαθέσιμο στην ιστοσελίδα: <https://doi.org/10.1162/qjec.2009.124.4.1449> Προσπελάστηκε στις: 2 Ιαν 2018
40. Minsky H.P. (1972), “Financial stability revisited: the economics of disaster, Board of Governors of the Federal Reserve System, [online] Vol. 3, pp 95-136, Διαθέσιμο στην ιστοσελίδα: [https://fraser.stlouisfed.org/files/docs/historical/federal%20reserve%20history/discountmch/fininst\\_minsky.pdf](https://fraser.stlouisfed.org/files/docs/historical/federal%20reserve%20history/discountmch/fininst_minsky.pdf), Προσπελάστηκε στις 10/01/2018
41. Mishkin F.S. (1992), Anatomy of a financial crisis, *Journal of Evolutionary Economics*, [online] Vol 2 (2), pp 115–13, <https://link.springer.com/article/10.1007/BF01193536>, Προσπελάστηκε στις: 02 Δεκ 2017
42. Mishkin F.S. (1996), Understanding Financial Crisis: A Developing Country Perspective, Working Paper 5600, National Bureau of Economic Research, [online], Cambridge, Διαθέσιμο στην ιστοσελίδα: <http://www.nber.org/papers/w5600.pdf> Προσπελάστηκε στις: 02 Δεκ 2017

43. Moseley F, (2008) The US Economic Crisis: Causes and Solution, Center of Studies and Research in Social Sciences, Διαθέσιμο στην ιστοσελίδα: <http://ceics.org.ar/english/mosley20081.pdf> Προσπελάστηκε στις: 20 Δεκ 2017
44. Optimum Trust, (2016), Το Περιβάλλον Των Ελληνικών Επιχειρήσεων Μέσα Στην Κρίση, [online], Διαθέσιμο στην ιστοσελίδα: <http://e-espa.gr/%CE%BD%CE%B5%CE%B1/item/110-%CF%84%CE%BF-%CF%80%CE%B5%CF%81%CE%B9%CE%B2%CE%AC%CE%BB%CE%BB%CE%BF%CE%BD-%CF%84%CF%89%CE%BD-%CE%B5%CE%BB%CE%BB%CE%B7%CE%BD%CE%B9%CE%BA%CF%8E%CE%BD-%CE%B5%CF%80%CE%B9%CF%87%CE%B5%CE%B9%CF%81%CE%AE%CF%83%CE%B5%CF%89%CE%BD-%CE%BC%CE%AD%CF%83%CE%B1-%CF%83%CF%84%CE%B7%CE%BD-%CE%BA%CF%81%CE%AF%CF%83%CE%B7>, Προσπελάστηκε στις 31 Δεκ 2017
45. Palea V, (2013), IAS/ifrs and financial reporting quality: Lessons from the European experience, China Journal of Accounting Research, [online] Vol. 6(4), pp247-263, Διαθέσιμο στην ιστοσελίδα: <http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S1755309113000300>, Προσπελάστηκε: 08 Δεκ 2017
46. Palley T. (2011) America's Flawed Paradigm: Macroeconomic Causes Of The Financial Crisis And Great Recession, Empirica, [online] Vol. 38 (1), pp 3-17 Διαθέσιμο στην ιστοσελίδα: <https://link.springer.com/article/10.1007/s10663-010-9142-3#citeas> Προσπελάστηκε: 08 Δεκ 2017
47. Parsons W., (1996) Crisis management, Career Development International, [online] Vol 1 (5), pp.26-28, Διαθέσιμο στην ιστοσελίδα: <http://www.emeraldinsight.com/doi/abs/10.1108/13620439610130614>, Προσπελάστηκε στις 25 Δεκ 2017
48. Peavler R. (2017), Limitations of Ratio Analysis, Advantages and Disadvantages of Ratio Analysis for Business, [online], Διαθέσιμο στην ιστοσελίδα: <https://www.thebalance.com/limitations-of-financial-ratio-analysis-393236>, Προσπελάστηκε στις: 02 Δεκ 2017
49. Penman S. (2012), Financial reporting quality: is fair value a plus or a minus?, Journal of Accounting and Business Research, [online] Vol. 37 (2007), pp 33-44, Διαθέσιμο στην ιστοσελίδα:

- <http://www.tandfonline.com/doi/abs/10.1080/00014788.2007.9730083?journalCode=rabr>  
20, Προσπελάστηκε στις 25 Δεκ 2017
50. Robinson J (2009), Bankruptcy of our Nation, Green Forest: New Leaf Press,
51. Scarpetta S, Sonet A and Manfredi T, (2010) Rising Youth Unemployment During The Crisis, OECD Social, Employment and Migration Working Papers No. 106 [online], Διαθέσιμο στην ιστοσελίδα: <http://www.oecd-ilibrary.org/docserver/download/5kmh79zb2mmv-en.pdf?expires=1515861541&id=id&accname=guest&checksum=89698FB01C62D8DD192D3AC8C66C69A0>, Προσπελάστηκε στις: 10 Ιαν 2018
52. Sharpe W.F. (1963), “A Simplified Model for Portfolio Analysis”, Management Science, [online] Vol. 9 (2), pp 277-293, Διαθέσιμο στην ιστοσελίδα: <https://pubsonline.informs.org/doi/abs/10.1287/mnsc.9.2.277>, Προσπελάστηκε στις 15 Οκτ 2017
53. Soros G, 2009, The Crash of 2008 and What it Means: The New Paradigm for Financial Markets, New York: Public Affairs
54. Spiceland J.D., Thomas W. and Herrmann D.(2016), Financial Accounting, 4<sup>th</sup> Edition, Mc Graw Hill Education, New York
55. Summers LH, (2000), International Financial Crises: Causes, Prevention, and Cures, The American Economic Review, [online] Vol. 90 (2) pp 1-16, Διαθέσιμο στην ιστοσελίδα: [http://www.jstor.org/stable/117183?seq=1#page\\_scan\\_tab\\_contents](http://www.jstor.org/stable/117183?seq=1#page_scan_tab_contents), Προσπελάστηκε στις 10/01/2018
56. Ulrich S, Rogovsky N. και Lamotte D, (2009), Promoting Responsible and Sustainable Enterprise-Level Practices at Times of Crisis A Guide for Policy-Makers and Social Partners, [online], Geneva: International Labour Office. Διαθέσιμο στην ιστοσελίδα: [http://www.ilo.org/wcmsp5/groups/public/---ed\\_emp/---emp\\_ent/documents/publication/wcms\\_108420.pdf](http://www.ilo.org/wcmsp5/groups/public/---ed_emp/---emp_ent/documents/publication/wcms_108420.pdf) [προσπελάστηκε στις 17/9/2017]
57. West and Whaples (2013), The economic crisis in retrospect, Explanations by Great Economists, Cheltenham: Edward Elgar Publishing
58. Yeh, QJ. (1996), The Application of Data Envelopment Analysis in Conjunction with Financial Ratios for Bank Performance Evaluation, Journal of the Operational Research Society, [online] Vol. 47 (8), pp 980-988, Διαθέσιμο στην ιστοσελίδα: <https://link.springer.com/article/10.1057/jors.1996.125>, Προσπελάστηκε στις 10 Οκτωβρίου 2017



59. Yin, R. (2009) *Case Study Research*, 4th Edition, Thousand Oaks:SAGE Publications Inc.,
60. Zingales L., (2008), *Causes and Effects of the Lehman Brother Bankruptcy, United States House of Representative*, [pdf] Διαθέσιμο στην ιστοσελίδα: <http://research.chicagobooth.edu/igm/docs/Zingales-Testimonies.pdf> , Προσπελάστηκε στις 20 Νοε 2017

### *Ελληνική Βιβλιογραφία*

1. Capital (2009), ICAP: Υψηλός βαθμός συγκέντρωσης χαρακτηρίζει την αγορά γάλακτος, [online], Διαθέσιμο στην ιστοσελίδα: <http://www.capital.gr/oikonomia/850474/icap-upsilos-bathmos-sugkentrosis-xarakterizei-tin-agera-galaktos>, Προσπελάστηκε στις: 02 Δεκ 2017
2. ICAP (2007), Κλαδικές Μελέτες: Γαλακτοκομικά Προϊόντα, [online], Διαθέσιμο στην ιστοσελίδα: <http://library.aua.gr/icap/Galaktomika%20proionta%202007.pdf> Προσπελάστηκε στις: 02 Δεκ 2017
3. ICAP (2016), Κλαδικές Μελέτες: Γαλακτοκομικά Προϊόντα, 15η Έκδοση, [online], Διαθέσιμο στην ιστοσελίδα: <http://www.icap.gr/ECPage.aspx?id=1844&nt=149&lang=1&tabID=2> Προσπελάστηκε στις: 02 Δεκ 2017
4. Soros G., (2008), *Η οικονομική κρίση του 2008 και η σημασία της*, Αθήνα, Εκδόσεις Α.Λιβάνη.
5. Αλεξιάκης Χ. και Ξανθάκης Ε., (2007), *Χρηματοοικονομική Ανάλυση Επιχειρήσεων*, Αθήνα: Εκδόσεις Σταμούλη
6. Βαγιανός Δ, Βρέττας Ν, Μεγήρ Κ. (2010) *Η οικονομική κρίση στην Ελλάδα; Μεταρρυθμίσεις ευκαιρίες σε μια κρίσιμη συγκυρία*, [pdf] Διαθέσιμο στην ιστοσελίδα [http://users.uoi.gr/kammas/Meghir\\_et\\_al\\_2010.pdf](http://users.uoi.gr/kammas/Meghir_et_al_2010.pdf) Προσπελάστηκε στις 17 Σεπ 2017
7. Βιβλιοθήκη και Κέντρο Πληροφόρησης Γεωπονικού Πανεπιστημίου Αθηνών, Κλαδική Μελέτη ICAP-Γαλακτοκομικά Προϊόντα 2007, Διαθέσιμο στην ιστοσελίδα [http://library.aua.gr/index.php?option=com\\_contact&view=category&catid=0&Itemid=35&lang=el](http://library.aua.gr/index.php?option=com_contact&view=category&catid=0&Itemid=35&lang=el), Προσπελάστηκε στις 02 Δεκ 2017
8. Γεώργας Β. και Ζιαμπάκας Σ. (2016), Ο «λευκός χρυσός» της Ελλάδας χάνει τη λάμψη του, Ηλεκτρονική Εφημερίδα Efsyn [online], Διαθέσιμο στην ιστοσελίδα:

<http://www.efsyn.gr/arthro/o-leykos-hrysos-tis-elladas-hanei-ti-lampsi-toy>

Προσπελάστηκε στις: 02 Δεκ 2017

9. Γκίκας Δ., (1997) Η Ανάλυση και οι Χρήσεις των Λογιστικών Καταστάσεων, Αθήνα: Εκδόσεις Μπένου
10. Γούναρη Ξ.(2015), Το ελληνικό γάλα εξαφανίζεται, Ηλεκτρονική Εφημερίδα Liberal [online], Διαθέσιμο στην ιστοσελίδα: <http://www.liberal.gr/arthro/23505/oikonomia/agrotiki-oikonomia/to-elliniko-gala-exafanizetai.html> Προσπελάστηκε στις: 02 Δεκ 2017
11. Γραμματίδης Γ. (2016), Τα αίτια της οικονομικής κρίσης, οι συνέπειες και η διέξοδος. Μύθοι και πραγματικότητα, Ηλεκτρονική Εφημερίδα Liberal [online], Διαθέσιμο στην ιστοσελίδα: <http://www.liberal.gr/arthro/41761/apopsi/arthra/ta-aitia-tis-oikonomikis-krisis-oi-sunepeties-kai-i-diexodos-muthoi-kai-pragmatikotita.html>, προσπελάστηκε στις 17 Σεπ 2017
12. Διακόπουλος, Χ. (2009), Η Διεθνής Οικονομική Κρίση, , Περιοδικό Ακτίνες, [online], Διαθέσιμο στην ιστοσελίδα: [http://pmeletios.com/ar\\_meletios/oikonomia/oikonomikh\\_krish.html](http://pmeletios.com/ar_meletios/oikonomia/oikonomikh_krish.html) , Προσπελάστηκε στις 20 Οκτ 2017
13. Ελληνικός Γεωργικός Οργανισμός ‘ΔΗΜΗΤΡΑ’ (2016), Εξέλιξη αριθμού παραγωγών, παραγωγή αγελαδινού γάλακτος και ποσοστάσεις, Διαθέσιμο στην ιστοσελίδα: [http://www.elgo.gr/images/ELOGAK\\_files/Statistics/%CE%95%CE%BE%CE%B5%CE%BB%CE%B9%CE%BE%CE%B7\\_%CE%B1%CF%81%CE%B9%CE%B8%CE%BC%CE%BF%CF%85\\_%CF%80%CE%B1%CF%81%CE%B3%CF%89%CE%B3%CF%89%CE%BD\\_%CF%84%CE%B7%CF%82\\_%CF%80%CE%B1%CF%81%CE%B1%CE%B3%CF%89%CE%B3%CE%B7%CF%82\\_%CE%B1%CE%B3%CE%B5%CE%BB\\_%CE%B3%CE%B1%CE%BB%CE%B1%CE%BA%CF%84\\_%CE%BA%CE%B1%CE%B9\\_%CF%84%CF%89%CE%BD\\_%CF%80%CE%BF%CF%83%CE%BF%CF%83%CF%84%CF%89%CF%83%CE%B5%CF%89%CE%BD\\_%CE%B5%CF%89%CF%82\\_20152016.pdf](http://www.elgo.gr/images/ELOGAK_files/Statistics/%CE%95%CE%BE%CE%B5%CE%BB%CE%B9%CE%BE%CE%B7_%CE%B1%CF%81%CE%B9%CE%B8%CE%BC%CE%BF%CF%85_%CF%80%CE%B1%CF%81%CE%B3%CF%89%CE%B3%CF%89%CE%BD_%CF%84%CE%B7%CF%82_%CF%80%CE%B1%CF%81%CE%B1%CE%B3%CF%89%CE%B3%CE%B7%CF%82_%CE%B1%CE%B3%CE%B5%CE%BB_%CE%B3%CE%B1%CE%BB%CE%B1%CE%BA%CF%84_%CE%BA%CE%B1%CE%B9_%CF%84%CF%89%CE%BD_%CF%80%CE%BF%CF%83%CE%BF%CF%83%CF%84%CF%89%CF%83%CE%B5%CF%89%CE%BD_%CE%B5%CF%89%CF%82_20152016.pdf) Προσπελάστηκε στις: 02 Δεκ 2017
14. Θωμαΐδου Φ. και Σταυράκη Σ. (2017), Βιομηχανία Τροφίμων Και Πότων, Facts and Figures 2016, IOBE [online], Διαθέσιμο στην ιστοσελίδα: [http://iobe.gr/docs/research/RES\\_05\\_B\\_06042017\\_REP\\_GR.pdf](http://iobe.gr/docs/research/RES_05_B_06042017_REP_GR.pdf), Προσπελάστηκε στις: 02 Δεκ 2017
15. Κάντζος Κ., (2002), Ανάλυση Χρηματοοικονομικών Καταστάσεων, , 3η Έκδοση, Αθήνα: Εκδόσεις Interbooks

16. Καραμούζης Ν. (2009), Οι παράγοντες που οδήγησαν στην κρίση δείχνουν και τον τρόπο διεξόδου, Εφημερίδα το ΒΗΜΑ, [online], Διαθέσιμο στην ιστοσελίδα <http://www.tovima.gr/opinions/article/?aid=303441> Προσπελάστηκε στις: 02 Δεκ 2017
17. Κρουγκμαν Π. (2009). Η Κρίση Του 2008, Αθήνα: Εκδόσεις Καστανιώτη
18. Λαζαρίδης Ι. και Ευθύμογλου Π. (2000), Χρηματοοικονομική Ανάλυση Λογιστικών Καταστάσεων , Τόμος Α, Θεσσαλονίκη: Πανεπιστήμιο Μακεδονίας
19. Λαζαρίδης Ι. και Παπαδόπουλος Δ. (2001), Χρηματοοικονομική Διοίκηση, Βασικές Έννοιες Χρηματοοικονομικής, Χρηματοοικονομικός Σχεδιασμός και Διοίκηση Κεφαλαίου Κίνησης, Τόμος Α, Θεσσαλονίκη: Πανεπιστήμιο Μακεδονίας
20. Λίτσης Μ. (2009), Ένας Χρόνος Από Το Κραχ Του 21ου Αιώνα, Κυριακάτικη Ελευθεροτυπία [online], Διαθέσιμο στην ιστοσελίδα: <http://www.enet.gr/?i=news.el.article&id=81886>, Προσπελάστηκε στις: 02 Δεκ 2017
21. Μαλαίνου Β.(2015), Τί φέρνει η κατάργηση των ποσοτώσεων για το γάλα, Paragogi.net [online], Διαθέσιμο στην ιστοσελίδα <http://www.paragogi.net/3762/ti-fernei-h-katarghsh-twn-posostwsewn-gia-to-gala>, Προσπελάστηκε στις: 02 Δεκ 2017
22. Μανιφάβα Δ. (2012), Ποια ελληνικά προϊόντα πρωταγωνιστούν στις εξαγωγές, Εφημερίδα Καθημερινή, [online] Διαθέσιμο στην ιστοσελίδα: <http://www.kathimerini.gr/457479/article/oikonomia/ellhnikh-oikonomia/ποια-ellhnika-proionta-prwtagwnistoun-stis-ezagwges>, Προσπελάστηκε στις: 02 Δεκ 2017
23. Μανιφάβα Δ. (2017), «Βάλσαμο» Το Γιαούρτι Για Τις Ελληνικές Γαλακτοβιομηχανίες, Εφημερίδα Καθημερινή, [online] Διαθέσιμο στην ιστοσελίδα: <http://www.kathimerini.gr/917559/article/oikonomia/epixeirhseis/valsamo-to-giaourti-gia-tis-ellhnikes-galaktoviomhxanies>, Προσπελάστηκε στις: 02 Δεκ 2017
24. Πετράκης Π.Ε. (2011), Η Ελληνική Οικονομία και η Κρίση: Προκλήσεις και Προοπτικές, Αθήνα: Εκδόσεις Quaestor
25. Τζώρτζη Ε, (2009) Ρεκόρ 1,95 δισ. ευρώ στις ακάλυπτες, Εφημερίδα Καθημερινή, [online], Διαθέσιμο στην ιστοσελίδα: <https://www.kathimerini.gr/366999/article/oikonomia/ellhnikh-oikonomia/rekor-195-dis-eyrw-stis-akalyptes>, Προσπελάστηκε στις: 10 Ιαν 2018

# Παράρτημα

## Παράρτημα Α- Πωλήσεις επιχειρήσεων παραγωγής γαλακτοκομικών προϊόντων (2001-2006)

Πίνακας 3.7 Πωλήσεις επιχειρήσεων παραγωγής γαλακτοκομικών προϊόντων (2001-2006)						
Επωνυμία	2006	2005	2004	2003	2002	2001
VIVARTIA	466.459.000	-	-	-	-	-
NESTLE E	ΜΔ	360.486.974	349.617.126	359.108.653	345.565.117	319.883.881
ΔΕΛΤΑ ΠΡ	-	326.036.175	319.472.578	304.769.401	288.281.801	260.135.887
	**					
ΦΑΓΕ ΒΙΟ	340.876.000	319.301.000	352.799.000	335.849.188	321.026.141	295.985.429
ΜΕΒΓΑΛ	176.909.919	176.007.060	173.288.519	164.274.868	153.645.709	144.194.577
ΤΥΡΑΣ Α.Ε	99.000.000**	140.747.473	111.722.920	94.877.679	70.575.600	57.413.028
ΔΩΔΩΝΗ	99.095.000	97.880.000	95.162.000	87.658.354	84.098.377	85.570.728
ΚΟΛΙΟΣ Α	-	78.769.154	69.525.353	69.007.612	73.522.481	72.944.544
ΟΛΥΜΠΙΟ	88.000.000**	56.302.661	44.912.459	34.970.710	25.197.443	19.687.791
ΑΓΝΟ ΒΙΟ	41.560.000*	35.279.788	31.736.812	33.533.816	35.919.296	8.665.378
ΚΡΙ-ΚΡΙ Β	26.597.389	23.854.972	20.971.658	18.125.482	14.266.460	10.895.765
ΕΒΡΟΦΑΡ	24.450.000	22.684.000	22.174.000	20.119.940	18.648.805	15.881.171
ΝΕΟΓΑΛ Α	17.107.610	16.259.793	15.337.641	15.465.119	15.311.159	13.803.850
ΒΙΓΛΑ ΟΛ	11.047.032	12.119.992	11.052.535	15.732.141	7.292.635	14.304.692
ΕΝΩΣΙΣ Α	ΜΔ	10.093.149	9.869.417	10.286.654	ΜΔ	ΜΔ
ΚΡΙΑΡΑΣ	11.493.000*	9.933.029	7.903.875	8.505.647	7.157.675	4.065.922
ΡΟΔΟΠΗ	9.272.386*	9.072.111	9.549.953	9.282.950	8.752.274	8.446.772
ΕΛ-ΓΑΛ Ρ	7.448.939*	5.398.649	3.390.547	3.111.778	3.289.511	3.872.820
ΦΑΡΜΑ Κ	6.770.479*	5.170.655	3.978.844	4.663.162	-	-
ΣΕΡΡΑΙΚΗ	4.183.136*	3.892.397	3.670.750	3.443.107	2.887.209	2.908.195
ΣΤΥΜΦΑΛ	ΜΔ	2.828.924	2.851.918	2.784.741	2.513.817	2.343.023
ΚΟΡΦΗ Α	ΜΔ	2.208.187	1.695.969	666.812	0	0
ΜΑΚΕΔΟΝ	2.743.654	2.156.817	2.136.024	1.601.544	-	-
ΦΑΡΜΑ Κ	ΜΔ	1.914.217	1.479.926	1.138.643	831.730	742.720
ΣΤΡΟΓΓΥ	-	1.341.420	1.395.671	1.353.684	1.242.026	2.017.577
Α.ΒΙ.ΓΑΛ.	8.770.657	-	5.225.863	4.059.375	4.068.126	858.787
<b>Σύνολο</b>	<b>1.441.784.201</b>	<b>1.719.738.597</b>	<b>1.670.921.358</b>	<b>1.604.391.060</b>	<b>1.484.093.392</b>	<b>1.344.622.537</b>
* Κατα δήλωση						
** Βάσει δημοσιευμάτων						
ΜΔ: Μη Διαθέσιμα στοιχεία						
Οι πωλήσεις του 2001 έχουν μετατραπεί σε Ευρώ βλασει της επίσημης ισοτιμίας (€1=340,75 δρχ). Τυχόν αποκλίσεις οφείλονται						
1. Η εταιρεία δραστηριοποιήθηκε το εργοστάσιο των γαλακτοκομικών το 2006 μετά από την απορρόφηση της Δέλτα Πρότυπος						
2. Τον Αύγουστο του 2006 η εταιρεία μεταβίβασε τον κλάδο των γαλακτοκομικών και το εμπορικό σήμα «Βλάχας» στον Όμιλο						
3. Τον Αύγουστο του 2006 η εταιρεία απορροφήθηκε από τη Vivartia ΑΒΕΕ.						
4. Το 2005 η εταιρεία σταμάτησε να ασχολείται με την παραγωγή γαλακτοκομικών προϊόντων, μεταβιβάζοντας την εν λόγω δρα						
5. Οι πωλήσεις του 2001 αφορούν την πρώτη διαχειριστική χρήση της εταιρείας Αγνό Βιομηχανία Γάλακτος Α.Ε. με την σημεριν						
6. Οι πωλήσεις του 2001, 2002 και 2003 καλύπτουν το διάστημα 1/10-30/9 κάθε έτους.						
7. Οι πωλήσεις του 2003 αφορούν την πρώτη διαχειριστική χρήση της εταιρείας και καλύπτουν το διάστημα 01/02/2002-31/12						
8. Κατά τις δύο πρώτες διαχειριστικές χρήσεις (2001-2002) της εταιρείας δεν πραγματοποιήθηκαν πωλήσεις. Η εταιρεία ξεκίνησε						
9. Η εταιρεία ιδρύθηκε το 1999 αλλά ξεκίνησε τις δραστηριότητες της το 2003.						
10. Οι πωλήσεις του 2001 αφορούν την πρώτη διαχειριστική χρήση της εταιρείας και καλύπτουν το διάστημα 03/01/2000-31/12						
11. Οι πωλήσεις του 2006 αφορούν την περίοδο 01/01/2005-31/12/2006.						
Πηγή: ICAP (ισολογισμοί εταιρειών)						

Παράρτημα Β – Πίνακας Αριθμοδεικτών

<i>Πίνακας Αριθμοδεικτών</i>										
<i>Αριθμοδείκτες ρευστότητας</i>										
<i>Δείκτης γενικής ρευστότητας</i>										
	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005
ΚΡΙ ΚΡΙ Α.Ε.	1,4872653	3,0034997	3,590658835	2,664903	2,306562163	2,775501703	2,8231872	2,8772873	3,23053494	3,62063647
ΕΒΡΟΦΑΡΜΑ Α.Β.Ε.Ε.	0,9375999	0,7366096	0,381204866	0,544801	0,76665522	0,811237967	1,1488447	1,3493456	0,996115	1,06282479
<i>Δείκτης άμεσης ρευστότητας</i>										
	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005
ΚΡΙ ΚΡΙ Α.Ε.	1,1192635	2,6831673	2,890315012	2,146566	1,854574405	2,188586665	2,2706915	2,372725	2,75643305	2,9116331
ΕΒΡΟΦΑΡΜΑ Α.Β.Ε.Ε.	0,6905301	0,5969691	0,318456834	0,418598	0,531593407	0,60322364	0,8966229	1,0623587	0,61616162	0,72768169
<i>Αριθμοδείκτες Χρηματοοικονομικής Μόγλευσης και Περιουσιακής Διάθροσης</i>										
<i>Δείκτης χρέους</i>										
	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005
ΚΡΙ ΚΡΙ Α.Ε.	0,2460872	0,2854957	0,241470136	0,290044	0,272653578	0,296256374	0,3492021	0,2240753	0,15934068	0,14237034
ΕΒΡΟΦΑΡΜΑ Α.Β.Ε.Ε.	2,48079	2,1450358	0,792467869	1,244111	1,191523365	1,108047595	1,2504387	1,2534948	0,8767881	0,84565126
<i>Δείκτης Παγοποίησης της Περιουσίας</i>										
	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005
ΚΡΙ ΚΡΙ Α.Ε.	0,539664	0,2506416	0,387695008	0,441183	0,502642388	0,472810147	0,4673963	0,4705083	0,44838314	0,46536065
ΕΒΡΟΦΑΡΜΑ Α.Β.Ε.Ε.	0,7021515	0,7424379	0,759526399	0,75017	0,689812081	0,672279699	0,6244166	0,6134154	0,65785962	0,68631536
<i>Δείκτης αυτοχρηματοδότησης Παγίων Περιουσιακών Στοιχείων</i>										
	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005
ΚΡΙ ΚΡΙ Α.Ε.	1,0267866	2,3293235	1,723358633	1,388581	1,226177047	1,321713636	1,2866018	1,4167775	1,59523497	1,60329715
ΕΒΡΟΦΑΡΜΑ Α.Β.Ε.Ε.	0,2791805	0,2785194	0,271167666	0,321616	0,393851654	0,420565525	0,4789866	0,515208	0,53174442	0,55645242
<i>Δείκτης χρηματοδότησης Παγίων Στοιχείων με μακροπρόθεσμα κεφάλαια</i>										
	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005
ΚΡΙ ΚΡΙ Α.Ε.	3,9575897	1,5037326	2,403039494	2,482934	2,991132258	2,5538473	2,2257632	3,1499554	3,93412972	4,3809315
ΕΒΡΟΦΑΡΜΑ Α.Β.Ε.Ε.	1,4438596	1,6738247	4,653507669	2,499211	2,130908311	2,145892269	1,6696071	1,5484417	2,14487709	2,12510632
<i>Δείκτης κάλυψης τόκων</i>										
	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005
ΚΡΙ ΚΡΙ Α.Ε.	45,49231	41,235424	33,66013459	11,39968	23,37732089	33,3311511	20,506292	68,957353	60,6597902	37,1432288
ΕΒΡΟΦΑΡΜΑ Α.Β.Ε.Ε.	1,1943437	0,499583	-0,48100526	-0,7022	1,333116037	0,67087766	1,1468282	1,6948229	1,03096539	1,94803818

## Παράρτημα Β – Πίνακας Αριθμοδεικτών (συνέχεια)

<b>Πίνακας Αριθμοδεικτών</b>										
<b><u>Αριθμοδείκτες Οικονομικής Απόδοσης</u></b>										
Δείκτης καθαρού περιθωρίου κέρδους										
	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005
ΚΡΙ ΚΡΙ Α.Ε.	0,046207	0,0751156	0,088300448	0,042469	0,05686342	0,080981724	0,0647699	0,0688423	0,07087051	0,06767884
ΕΒΡΟΦΑΡΜΑ Α.Β.Ε.Ε.	-0,011079	-0,01696	-0,109204936	-0,09838	0,002692214	-0,011354902	0,0025519	0,0088779	-0,02770196	0,01548692
Δείκτης απόδοσης επενδυμένων κεφαλαίων(ROA)										
	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005
ΚΡΙ ΚΡΙ Α.Ε.	0,0690654	0,0976392	0,120623322	0,061483	0,072467936	0,087140321	0,0920571	0,0909326	0,10326188	0,09091276
ΕΒΡΟΦΑΡΜΑ Α.Β.Ε.Ε.	0,0350862	0,0125646	-0,016213394	-0,02542	0,036237662	0,018575623	0,0309268	0,0390103	0,02553921	0,04205201
Δείκτης απόδοσης καθαρής θέσης(ROE)										
	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005
ΚΡΙ ΚΡΙ Α.Ε.	0,0956112	0,1505941	0,170051478	0,072414	0,098570773	0,123594632	0,104387	0,1000016	0,09167487	0,08097224
ΕΒΡΟΦΑΡΜΑ Α.Β.Ε.Ε.	-0,029622	-0,040455	-0,237035085	-0,20487	0,004924061	-0,020577434	0,0043152	0,0149907	-0,04195977	0,02121921
<b><u>Αριθμοδείκτες Δραστηριότητας</u></b>										
Δείκτης κυκλοφοριακής ταχύτητας αποθεμάτων										
	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005
ΚΡΙ ΚΡΙ Α.Ε.	9,1499707	8,6329375	6,798557752	6,353857	6,333461388	4,714952442	6,0054135	6,4680198	5,29964619	4,36166801
ΕΒΡΟΦΑΡΜΑ Α.Β.Ε.Ε.	6,4109589	9,1838288	8,539325843	5,970461	4,473226635	5,075069099	5,3208338	3,9942323	3,56129159	3,99352002
Δείκτης μέσης διάρκειας παραμονής αποθεμάτων										
	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005
ΚΡΙ ΚΡΙ Α.Ε.	39,890838	42,279931	53,68785753	57,44542	57,63041371	77,41329409	60,778496	56,431491	68,8725222	83,6835814
ΕΒΡΟΦΑΡΜΑ Α.Β.Ε.Ε.	56,933761	39,743772	42,74342105	61,13431	81,59658112	71,92020303	68,598271	91,381766	102,490906	91,3980644
Δείκτης κυκλοφοριακής ταχύτητας απαιτήσεων										
	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005
ΚΡΙ ΚΡΙ Α.Ε.	2,945901	2,9631178	3,724054404	3,138834	3,224700489	2,655388786	2,6592598	2,7975179	3,05361399	3,1866
ΕΒΡΟΦΑΡΜΑ Α.Β.Ε.Ε.	2,5995988	2,450094	2,549120726	2,745459	2,301057967	2,06955893	2,0791234	2,5920232	2,71072829	2,5596
Δείκτης μέσης διάρκειας είσπραξης απαιτήσεων										
	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005
ΚΡΙ ΚΡΙ Α.Ε.	123,90097	123,18106	98,01145753	116,2852	113,1888066	137,456331	137,25624	130,4728	119,530498	114,542145
ΕΒΡΟΦΑΡΜΑ Α.Β.Ε.Ε.	140,40628	148,97388	143,1866276	132,9468	158,622688	176,366082	175,55475	140,81664	134,650161	142,600406
<b><u>Αριθμοδείκτες Αγοραίας Αξίας ή Αποτίμησης</u></b>										
Δείκτης τιμής μετοχής προς κέρδη										
	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005
ΚΡΙ ΚΡΙ Α.Ε.	16,790144	12,193547	4,698235982	10,85815	9,775303162	6,624827189	8,1244387	9,6270457	3,18714498	1,44655789
ΕΒΡΟΦΑΡΜΑ Α.Β.Ε.Ε.	-16,08851	-11,01081	-1,739480719	-1,85497	90,61082766	-38,22004608	259,85425	-3585,68	-38,784739	64,344
Δείκτης αγοραίας προς λογιστική τιμή μετοχής										
	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005
ΚΡΙ ΚΡΙ Α.Ε.	1,5373379	1,759417	0,755967185	0,827435	0,971672944	0,790758234	0,822008	0,9315586	0,28201433	0,11633577
ΕΒΡΟΦΑΡΜΑ Α.Β.Ε.Ε.	0,4866846	0,4545174	0,467770694	0,423387	0,443525144	0,795653144	1,1133865	1,5298215	1,68577625	1,05471244