



**ΠΜΣ Διατμηματικό,
Λογιστική και Ελεγκτική
Τμήμα Οικονομικών Επιστημών
Γενικό Τμήμα
Πανεπιστήμιο Θεσσαλίας**



Διπλωματική Εργασία

**Η ΕΠΙΔΡΑΣΗ ΤΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ ΚΙΝΗΣΗΣ ΣΤΗΝ
ΚΕΡΔΟΦΟΡΙΑ ΤΩΝ ΕΛΛΗΝΙΚΩΝ ΕΙΣΗΓΜΕΝΩΝ
ΕΤΑΙΡΙΩΝ**

Αλεξίου Ειρήνη

Επιβλέπουσα καθηγήτρια: Βρέντζου Ελένη

Βόλος 2020

Υπεύθυνη Δήλωση

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 στη Λογιστική και Ελεγκτική του Τμήματος Οικονομικών Επιστημών Γενικό Τμήμα του Πανεπιστημίου Θεσσαλίας.

Βόλος, Ιανουάριος 2020.

Πίνακας Περιεχομένων

Περίληψη.....	4
ABSTRACT.....	5
1 Εισαγωγή.....	6
1.1 Γενικά.....	6
1.2 Σκοπός της εργασίας.....	7
1.3 Δομή της εργασίας	7
2 Βιβλιογραφική ανασκόπηση.....	8
2.1 Κεφάλαιο Κίνησης	8
2.2 Διαχείριση Κεφαλαίου Κίνησης	18
2.3 Κεφάλαιο Κίνησης και Κερδοφορία	28
3 Εμπειρική προσέγγιση.....	38
3.1 Εισαγωγή.....	38
3.2 Ερευνητικές Υποθέσεις.....	38
3.3 Μοντέλα που θα εφαρμοστεί η έρευνα και μεταβλητές των μοντέλων.....	39
3.4 Δείγμα και Δεδομένα.....	41
3.5 Μεθοδολογία Στατιστικής Ανάλυσης.....	42
3.6 Περιγραφή του Δείγματος.....	43
3.7 Παλινδρόμηση του Δείγματος.....	49
4 Συμπεράσματα.....	57
5 Βιβλιογραφία.....	60

Κατάλογος Πινάκων

Πίνακας 1: Ονομασία και περιγραφή μεταβλητών.....	40
Πίνακας 2: Ποσοστιαία κατανομή του δείγματος ανά υπερκλάδο.....	42
Πίνακας 3: Περιγραφικά στοιχεία του κλάδου Βιομηχανικών Προϊόντων και Υπηρεσιών...43	
Πίνακας 4: Περιγραφικά στοιχεία του κλάδου Κατασκευών και Υλικών Κατασκευών.....	44
Πίνακας 5: Περιγραφικά στοιχεία του κλάδου Προσωπικών και Οικιακών Αγαθών.....	45
Πίνακας 6: Περιγραφικά στοιχεία του κλάδου Πρώτων Υλών.....	46
Πίνακας 7: Περιγραφικά στοιχεία του κλάδου Τεχνολογίας.....	47
Πίνακας 8: Περιγραφικά στοιχεία του κλάδου Τροφίμων και Ποτών.....	48
Πίνακας 9: Ανάλυση παλινδρόμησης του κλάδου Βιομηχανικών Προϊόντων και Υπηρεσιών.....	49
Πίνακας 10: Ανάλυση παλινδρόμησης του κλάδου Κατασκευών και Υλικών Κατασκευών..	50
Πίνακας 11: Ανάλυση παλινδρόμησης του κλάδου Προσωπικών και Οικιακών Αγαθών.....	51
Πίνακας 12: Ανάλυση παλινδρόμησης του κλάδου Πρώτων Υλών.....	53
Πίνακας 13: Ανάλυση παλινδρόμησης του κλάδου Τεχνολογίας.....	54
Πίνακας 14: Ανάλυση παλινδρόμησης του κλάδου Τροφίμων και Ποτών.....	55

ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Η παρούσα διπλωματική εργασία εξετάζει την επίδραση της διαχείρισης του κεφαλαίου κίνησης στην κερδοφορία των ελληνικών εισηγμένων επιχειρήσεων του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών με τη χρήση της περιγραφικής και της επαγωγικής στατιστικής. Ο σκοπός της εμπειρικής έρευνας είναι να εξετάσει μέσω της παλινδρόμησης την επίδραση της διαχείρισης του κεφαλαίου κίνησης στην κερδοφορία των ελληνικών εισηγμένων εταιριών. Ως μέτρο της κερδοφορίας έχει επιλεγθεί το μικτό λειτουργικό κέρδος. Ως αντιπροσωπευτικό μέτρο της διαχείρισης του κεφαλαίου κίνησης έχει χρησιμοποιηθεί ο κύκλος ταμειακής μετατροπής και τα επιμέρους τρία συστατικά στοιχεία του, τα οποία είναι ο αριθμός ημερών είσπραξης των απαιτήσεων, ο αριθμός ημερών διατήρησης των αποθεμάτων, καθώς και ο αριθμός ημερών εξόφλησης των λογαριασμών πληρωτέων. Για την έρευνα αυτή συλλέχθηκαν δεδομένα από 64 ελληνικές εισηγμένες επιχειρήσεις του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών, για τη χρονική περίοδο τεσσάρων ετών, από το 2015 έως το 2018. Οι επιλεγθείσες εταιρείες ανήκουν στους κλάδους των Βιομηχανικών Προϊόντων και Υπηρεσιών, των Κατασκευών και Υλικών Κατασκευών, των Προσωπικών και Οικιακών Αγαθών, των Πρώτων Υλών, της Τεχνολογίας και των Τροφίμων και Ποτών.

Τα αποτελέσματα της στατιστικής ανάλυσης έδειξαν ότι η σχέση μεταξύ της είσπραξης των απαιτήσεων και της κερδοφορίας είναι στατιστικά σημαντική και αρνητική στις εταιρίες των κλάδων των Προσωπικών και Οικιακών Αγαθών, Τεχνολογίας και Τροφίμων και Ποτών, όπου πρέπει να μειώσουνε την περίοδο χορήγησης πίστωσης στους πελάτες τους για να αυξηθεί η κερδοφορία. Επιπλέον, ο δείκτης της διατήρησης των αποθεμάτων έχει την αναμενόμενη αρνητική και στατιστικά σημαντική σχέση με την κερδοφορία στις εταιρίες των κλάδων των Βιομηχανικών Προϊόντων και Υπηρεσιών και Τροφίμων και Ποτών. Επίσης, υπάρχει στατιστικά σημαντική αρνητική σχέση του χρόνου εξόφλησης των υποχρεώσεων με την κερδοφορία στις εταιρίες των κλάδων Βιομηχανικών Προϊόντων και Υπηρεσιών, Προσωπικών και Οικιακών Αγαθών και Τεχνολογίας, που σημαίνει ότι η καθυστέρηση στην εξόφληση των προμηθευτών μειώνει την κερδοφορία. Τέλος, ο δείκτης του κύκλου ταμειακής μετατροπής έχει αρνητική και στατιστικά σημαντική σχέση με την κερδοφορία στον κλάδο των Τροφίμων και Ποτών.

Λέξεις κλειδιά: Κεφάλαιο Κίνησης, Κερδοφορία, Κύκλος Μετατροπής Μετρητών, Λογαριασμοί Είσπρακτέοι, Αποθέματα, Λογαριασμοί Πληρωτέοι

ABSTRACT

The aim of this research is to analyze the impact of the relationship between working capital management and profitability of selected firms listed on Athens Stock Exchange examined, by means of descriptive and inferential statistics. The purpose of the empirical research is to examine through linear regression the impact between working capital management and profitability of selected firms listed on Athens Stock Exchange. The profitability measured through gross operating profit. A representative measure of working capital management has been the cash conversion cycle and its three constituent components, such as the number of days of accounts receivables, the number of days of inventory and the number of days of accounts payables. A sample of 64 Greek firms listed on Athens Stock Exchange, for a period of 4 years, from 2015 to 2018, was selected. The selected companies belong to the sectors of Industrial Products and Services, Construction and Material Construction, Personal and Household Goods, Raw Materials, Technology and Food and Beverage.

The results of the statistical analysis showed that the relationship between receivables and profitability is statistically significant and negative for companies in the Personal and Household Products, Technology and Food and Beverage sectors, where firms should reduce the credit period to their customers in order to increase the profitability. Furthermore, the inventories index has the expected negative and statistically significant relationship with profitability on companies in the Industrial Products and Services and Food and Beverage sectors. Also, there is a statistically significant and negative relationship between payables and profitability of companies in the Industrial Products and Services, Personal and Household Products and Technology sectors, which mean that delaying payment to suppliers reduces the profitability. Finally, the cash conversion cycle index has a negative and statistically significant relationship with profitability on companies in the Food and Beverage sector.

Keywords: Working Capital, Profitability, Cash Conversion Cycle, Accounts Receivables, Inventories, Accounts Payables

1 Εισαγωγή

1.1 Γενικά

Το κεφάλαιο κίνησης τα τελευταία χρόνια αποτελεί ένα από τα σημαντικότερα θέματα στη διεθνή λογιστική και στην επιχειρηματική κοινότητα. Στην παρούσα διπλωματική εργασία παρουσιάζεται αναλυτικά η επίδραση του κεφαλαίου κίνησης στην κερδοφορία των ελληνικών εισηγμένων εταιριών. Το κεφάλαιο κίνησης περιλαμβάνει τα άμεσα ρευστοποιήσιμα στοιχεία μιας εταιρίας καθώς και τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της.

Στη σύγχρονη οικονομική πραγματικότητα η επιβίωση των εταιριών εξαρτάται άμεσα από την αποτελεσματική διαχείριση του κεφαλαίου κίνησης. Γι' αυτό το λόγο, πολλοί μελετητές κατά καιρούς έχουν πραγματοποιήσει επιστημονικές έρευνες που επιδιώκουν να συσχετίσουν το κεφάλαιο κίνησης με την κερδοφορία των επιχειρήσεων. Κατά τον Deloof (2003), η διαχείριση του κεφαλαίου κίνησης συσχετίζεται με τα επίπεδα κερδοφορίας των επιχειρήσεων, ενώ το συμπέρασμα που εξάγεται από αυτή την έρευνα είναι πως για κάθε επιχείρηση υπάρχει ένα ιδανικό επίπεδο κεφαλαίου κίνησης που μεγιστοποιεί τα κέρδη της.

Ο εμπορικός κύκλος των επιχειρήσεων είναι ένας από τους βασικούς παράγοντες μέτρησης του κεφαλαίου κίνησης, όπου αποτελεί το χρονικό διάστημα ανάμεσα στην πραγματοποίηση του αρχικού εξόδου από την πλευρά των εταιριών για την αγορά των πρώτων υλών μέχρι και την τελική είσπραξη του χρηματικού ποσού από την πώληση των αγαθών. Επίσης, αντικατοπτρίζει αποφάσεις σχετικά με το ύψος των επενδύσεων στα αποθέματα, τις απαιτήσεις από τους πελάτες και την πιστωτική πολιτική των προμηθευτών όπου η επιχείρηση αποδέχεται. Σύμφωνα με τον Wang (2002), οι επιμέρους μεταβλητές οι οποίες συνθέτουν το κεφάλαιο κίνησης, δηλαδή η περίοδος πώλησης των αποθεμάτων, η περίοδος είσπραξης των απαιτήσεων και η περίοδος πληρωμής των προμηθευτών, καθορίζονται από τέσσερις βασικές δραστηριότητες της επιχείρησης όπου είναι οι αγορές και η παραγωγή, οι πωλήσεις, οι εισπράξεις και οι πληρωμές.

Κατά τους Garcia-Teruel και Martinez-Solano (2007), η ορθή διαχείριση του κεφαλαίου κίνησης απαιτεί την εύρεση του σημείου ισορροπίας μεταξύ της κερδοφορίας και του ρίσκου που η επιχείρηση αναλαμβάνει, επειδή αυτές οι δύο παράμετροι τείνουν να κινούνται προς την ίδια κατεύθυνση. Οπότε οι αποφάσεις που μεγιστοποιούνε τα κέρδη οδηγούν σε αύξηση του ρίσκου και αντίστροφα.

Οι έρευνες που έχουν διεξαχθεί, επιδιώκουν να εξακριβώσουν κατά πόσο η μείωση του εμπορικού κύκλου οδηγεί σε βελτίωση ή σε επιδείνωση της εταιρικής κερδοφορίας. Οι περισσότερες μελέτες καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι η μείωση του κεφαλαίου κίνησης συνεπάγεται αύξηση της κερδοφορίας. Χαρακτηριστικά είναι τα αποτελέσματα των ερευνών των Deloof (2003), Lazaridis και Tryfonidis (2006), Garcia-Teruel και Martinez-Solano (2007), Raheman και Nars (2007), Nobanee et al. (2011), Siriopoulos et al. (2012) και Hassan και Shrivastava (2019).

1.2 Σκοπός της εργασίας

Αντικείμενο της παρούσας εργασίας αποτελεί η διερεύνηση της επίδρασης της διαχείρισης του κεφαλαίου κίνησης στην κερδοφορία των ελληνικών εισηγμένων επιχειρήσεων. Γι' αυτό το λόγο εξετάζεται η σχέση της κερδοφορίας με τον κύκλο μετατροπής μετρητών και τα συστατικά του στοιχεία. Εξετάζονται στοιχεία 64 ελληνικών εισηγμένων επιχειρήσεων του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών, κατά το χρονικό διάστημα 2015 έως 2018. Επίσης, ελέγχεται η ύπαρξη διαφοροποιήσεων μεταξύ των διαφόρων κλάδων της ελληνικής οικονομίας. Πιο συγκεκριμένα, εξετάζονται εταιρίες που είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών και υπάγονται στους υπερκλάδους των Βιομηχανικών Προϊόντων και Υπηρεσιών, των Κατασκευών και Υλικών Κατασκευών, των Προσωπικών και Οικιακών Αγαθών, των Πρώτων Υλών, της Τεχνολογίας και των Τροφίμων και Ποτών.

1.3 Δομή της εργασίας

Η δομή της παρούσας διπλωματικής εργασίας είναι η εξής: Το πρώτο κεφάλαιο αποτελεί την εισαγωγή. Το δεύτερο κεφάλαιο περιλαμβάνει τη βιβλιογραφική ανασκόπηση όπου γίνεται αναφορά στο κεφάλαιο κίνησης, στη διαχείριση του κεφαλαίου κίνησης και στη συσχέτιση του κεφαλαίου κίνησης με την κερδοφορία. Στο τρίτο κεφάλαιο παρουσιάζεται η εμπειρική προσέγγιση. Τέλος, στο τέταρτο κεφάλαιο παρουσιάζονται τα συμπεράσματα και στο πέμπτο κεφάλαιο η βιβλιογραφία.

2 Βιβλιογραφική ανασκόπηση

2.1 Κεφάλαιο κίνησης

Η διεθνής βιβλιογραφία έχει ασχοληθεί αρκετά με την επίδραση του κεφαλαίου κίνησης στην κερδοφορία των εταιριών. Υπάρχουν εκτεταμένες έρευνες, σε αναπτυσσόμενες και αναπτυγμένες χώρες, όσον αφορά τη σπουδαιότητα του κεφαλαίου κίνησης, είτε σχετικά με την επίδρασή του στην κερδοφορία είτε σχετικά με τη διοίκησή του. Κάποιες μελέτες ασχολούνται με τη σύγκριση στη διαχείριση εισηγμένων και μη επιχειρήσεων ενώ κάποιες άλλες ασχολούνται με περιπτώσεις οικονομικής πτώσης και οικονομικής άνθησης.

Μία από τις αρχικές μελέτες ήταν αυτή των Richards και Laughlin (1980), όπου εισήγαγαν την έννοια του κύκλου μετατροπής μετρητών (cash conversion cycle) ως μέτρο αξιολόγησης της διαχείρισης της ρευστότητας της επιχείρησης, το οποίο μέτρο χρησιμοποιήθηκε από τους περισσότερους ερευνητές στις μετέπειτα μελέτες. Διαπίστωσαν ότι ο κύκλος ταμειακής μετατροπής προσφέρει μια δυναμική ανάλυση της ρευστότητας των επιχειρήσεων, γι' αυτό θα πρέπει να προτιμάται έναντι των στατικών δεικτών ρευστότητας.

Οι Long et al. (1993) και οι Deloof και Jegers (1996) έπειτα από έρευνα που πραγματοποίησαν σχετικά με τις απαιτήσεις έναντι των πελατών και εφόσον τα συναλλακτικά ήθη υπαγορεύουν ότι η πλειονότητα των αγορών γίνεται με χορήγηση εμπορικής πίστωσης και όχι τοις μετρητοίς, συμπέραναν ότι η διοίκηση έχει ως πρόκληση τη διαπραγμάτευση των όρων της παρεχόμενης πίστωσης ώστε αφενός να εξυπηρετεί τους πελάτες και αφετέρου να εξασφαλίζει την ελαχιστοποίηση του κινδύνου να μην εισπραχθούν τα χρήματα από την πραγματοποιηθείσα πώληση. Η χορήγηση μεγαλύτερου χρονικού διαστήματος όσον αφορά την εξόφληση των αγορών επιτρέπει στους πελάτες να αξιολογήσουν την ποιότητα των προϊόντων πριν προβούν σε πληρωμή. Είναι αυτονόητο ότι μια πιο ελαστική πιστωτική πολιτική προωθεί τις αγορές και ενθαρρύνει τους πελάτες που γνωρίζουν ότι θα έχουν ένα σημαντικό χρονικό διάστημα στη διάθεσή τους μέχρι να κληθούν να καταβάλουν το αντίτιμο του προϊόντος που χρησιμοποίησαν, οδηγώντας έτσι σε άνοδο των πωλήσεων.

Κατά τους Long et al. (1993) και Deloof και Jegers (1996) πιθανοί τρόποι αντιμετώπισης του φαινομένου των καθυστερήσεων των πληρωμών, όπου ταυτόχρονα συμβάλλουν στην αποτελεσματική διαχείριση των απαιτήσεων είναι η παροχή κινήτρων. Για παράδειγμα η εκχώρηση των απαιτήσεων σε κάποιον τρίτο όπου έναντι κάποιας προμήθειας θα αναλάβει τη

συλλογή τους ή η παροχή εκπτώσεων σε περίπτωση έγκαιρης αποπληρωμής. Όσον αφορά τις υποχρεώσεις προς τους προμηθευτές ισχύουν τα αντίθετα με όσα ισχύουν σχετικά με τις εισπράξεις από τους πελάτες. Οι επιχειρήσεις επιθυμούν τη διασφάλιση όσο το δυνατόν μεγαλύτερης πίστωσης επειδή αυτό αποτελεί έναν τρόπο ανέξοδο εξωτερικής χρηματοδότησης από τον οποίο μπορούν να επωφεληθούν. Μία τέτοια επιλογή έχει και κόστη επειδή εκτός από το γεγονός ότι μπορεί να οδηγήσει σε μια απώλεια σημαντικών εκπτώσεων όπου χορηγούνται με την έγκαιρη εξόφληση, η καθυστέρηση της τακτοποίησης των οφειλών ενδέχεται να έχει αρνητική επίπτωση τόσο στις σχέσεις με τους προμηθευτές όσο και στο προφίλ το οποίο διατηρεί η επιχείρηση.

Στην έρευνά του ο Rafuse (1996), σχετικά με την ανάγκη επαναπροσδιορισμού του κεφαλαίου κίνησης, υποστήριξε ότι οι προσπάθειες πολλών εταιριών με σκοπό τη βελτίωση του κεφαλαίου κίνησής τους, μέσω της καθυστέρησης των πληρωμών προς τους προμηθευτές τους, ήτανε αντιπαραγωγικές τόσο για τις ίδιες τις εταιρίες όσο και για το σύνολο της οικονομίας. Το συμπέρασμα της μελέτης του Rafuse (1996) ήτανε ότι, η μείωση των αποθεμάτων μπορεί να δημιουργήσει βελτίωση και σημαντικά οφέλη σε όλο το οικονομικό σύστημα, τονίζοντας ότι οι επιχειρήσεις θα πρέπει να αναζητήσουνε επιμέρους στρατηγικές μείωσης του κεφαλαίου κίνησης, όπως είναι οι στρατηγικές μείωσης των αποθεμάτων βάσει τεχνικών της εφοδιαστικής αλυσίδας και της ορθολογικής παραγωγής, οι οποίες είναι πιο αποτελεσματικές.

Οι Smith and Begermann (1997) χρησιμοποίησαν σαν δείγμα εισηγμένες βιομηχανικές εταιρίες του Χρηματιστηρίου του Γιοχάνεσμπουργκ, όπου εξέτασαν τη σχέση της απόδοσης των επενδυμένων κεφαλαίων με τις εναλλακτικές και παραδοσιακές μονάδες μέτρησης του κεφαλαίου κίνησης. Τα ευρήματά τους έδειξαν ότι οι δείκτες της κυκλοφοριακής και της άμεσης ρευστότητας δεν έχουν στατιστική συσχέτιση με την κερδοφορία, ενώ αντίθετα ο δείκτης μόχλευσης του κεφαλαίου κίνησης έχει μεγαλύτερη σχέση με την απόδοση των επενδυμένων κεφαλαίων.

Οι Weinraub και Visscher (1998), διερεύνησαν τη σχέση μεταξύ των συντηρητικών και των επιθετικών πολιτικών διαχείρισης του κεφαλαίου κίνησης, συλλέγοντας στοιχεία από δέκα διαφορετικούς κλάδους βιομηχανικών εταιριών των Η.Π.Α., χρησιμοποιώντας τριμηνιαία στοιχεία για τη χρονική περίοδο 1984 – 1993. Οι ερευνητές συμπέραναν ότι οι βιομηχανικοί κλάδοι μεταξύ τους είχανε διαφορετικές πολιτικές διαχείρισης του κεφαλαίου κίνησης, ενώ η φύση των πολιτικών αυτών, παρουσίαζε αξιοσημείωτη σταθερότητα κατά τη διάρκεια της

μελέτης αυτών των δέκα ετών. Επίσης, διαπιστώσανε ότι όταν ακολουθούνται επιθετικές πολιτικές του κεφαλαίου κίνησης, αυτές είναι πιο ισορροπημένες σε σύγκριση με τις συντηρητικές πολιτικές, επειδή οι επιθετικές πολιτικές συσχετίζονται με υψηλότερο κίνδυνο και με υψηλότερη απόδοση, ενώ αντίθετα οι συντηρητικές πολιτικές σχετίζονται με χαμηλότερο κίνδυνο και με χαμηλότερη απόδοση.

Οι Lygoudi και Lazaridis (2000) έπειτα από έρευνα που πραγματοποίησαν χρησιμοποιώντας ως δεδομένα τα στοιχεία των μεγαλύτερων ελληνικών επιχειρήσεων του κλάδου τροφίμων και ποτών το έτος 1997, συμπέραναν ότι υπάρχει μία στατιστικά σημαντική θετική σχέση ανάμεσα στον κύκλο ταμειακής μετατροπής και στους αριθμοδείκτες άμεσης και κυκλοφοριακής ρευστότητας. Επιπρόσθετα, έδειξαν ότι ο κύκλος ταμειακής μετατροπής συσχετίζεται θετικά με τις ημέρες είσπραξης των απαιτήσεων και τις ημέρες παραμονής των αποθεμάτων στην αποθήκη, ενώ συσχετίζεται αρνητικά με τις ημέρες της εξόφλησης των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων.

Οι Pike και Cheng (2001) διαπίστωσαν ότι η διαχείριση του πιστωτικού ορίου επιδιώκει να υλοποιησει και να διασφαλίσει ένα χαρτοφυλάκιο υψηλής ποιότητας λογαριασμών εισπρακτέων. Εξαιτίας των σημαντικών επενδύσεων των μεγάλων εταιριών σε λογαριασμούς εισπρακτέους, οι επιλογές της πιστωτικής πολιτικής και των πρακτικών διαχείρισης του κεφαλαίου κίνησης θα μπορούσαν να έχουνε σημαντικές συνέπειες για την εταιρική αξία. Οι Narasimhan και Murty (2001) τονίζουνε την ανάγκη πολλών βιομηχανικών εταιριών να βελτιώσουνε την απόδοση του απασχολούμενου κεφαλαίου, εστιάζοντας σε κρίσιμους τομείς, όπως είναι η μείωση των επενδύσεων σε κεφάλαια κίνησης, η συγκράτηση του κόστους και η βελτίωση της αποδοτικότητας του κεφαλαίου κίνησης.

Οι Peel et al. (2000) στις αρχές της δεκαετίας του 2000, δημοσιεύσανε μία έρευνα η οποία αφορούσε τη διαχείριση πιστώσεων 211 μικρών επιχειρήσεων στο Ηνωμένο Βασίλειο. Βασιζόμενοι σε στοιχεία που βελτιώνουν την οικονομική θέση της εταιρίας όπως είναι η πιστωτική πολιτική, το χρονικό διάστημα των καθυστερημένων πληρωμών και της διαχείρισης του κεφαλαίου κίνησης, διαπίστωσαν ότι οι μικρές επιχειρήσεις δεν αντιμετωπίζουν σοβαρό πρόβλημα από το φαινόμενο των κακών οφειλετών. Οι Howorth και Westhead (2003) τρία χρόνια αργότερα, προσπάθησαν να εξηγήσουν πως οι μικρές εταιρίες του Ηνωμένου Βασιλείου διαλέγουν μία από τις έντεκα μεθόδους διαχείρισης του κεφαλαίου κίνησης. Οι μικρές επιχειρήσεις παρατηρήθηκε ότι επικεντρώνονται σε τεχνικές διαχείρισης του κεφαλαίου κίνησης, όπου προσδοκούν να βελτιώσουν τις οριακές αποδόσεις. Έπειτα, οι

Cheng και Pike (2003) προσπάθησαν να ερευνήσουν το κίνητρο για την προσφορά της εμπορικής πίστωσης μέσα από 20 εμπειρικά παραδείγματα τα οποία βασίζονται σε εταιρίες του Ηνωμένου Βασιλείου. Η ανάλυση αυτή κατέληξε στο να βρεθούν δύο σημαντικοί παράγοντες ως κίνητρα χορήγησης πιστώσεων, οι οποίοι είναι η ευελιξία των τιμών καθώς και οι σχέσεις με τους πελάτες.

Οι Chowdhury και Amin (2007) παρατήρησαν ότι το κεφάλαιο κίνησης είναι ζωτικός παράγοντας για κάθε οργανισμό, καθώς ασχολείται με τη διαχείριση του κυκλοφορούντος ενεργητικού και του παθητικού των εταιριών, και είναι σημαντικό για τη βιωσιμότητα και την επιβίωση της κερδοφορίας και της ρευστότητας της εταιρίας. Μία εταιρία θα πρέπει να εξασφαλίσει ότι διατηρεί ένα ισορροπημένο επίπεδο κερδοφορίας και ρευστότητας, επειδή η αναποτελεσματική διαχείριση του κεφαλαίου κίνησης μειώνει την κερδοφορία των εταιριών και μπορεί να οδηγήσει σε μία οικονομική κρίση.

Οι Dash και Hanuman (2009) διερεύνησαν τη δυσαρμονία που υπάρχει μεταξύ του όρου της κερδοφορίας και του όρου της ρευστότητας, χρησιμοποιώντας σαν μεταβλητές τα επιμέρους στοιχεία του κεφαλαίου κίνησης. Προτείνουν, οι εταιρίες να βρουν το σωστό επίπεδο για το κεφάλαιο κίνησης, και πιο συγκεκριμένα για τα αποθέματα, ώστε η κερδοφορία να εξισορροπηθεί.

Η μελέτη των Hill et al. (2010) απέδειξε ότι το καθαρό κεφάλαιο κίνησης καταγράφει πολλαπλές διαστάσεις των προσαρμογών των εταιριών με τις οικονομικές και τις λειτουργικές συνθήκες. Η οικονομική δυσχέρεια, η βεβαιότητα των πωλήσεων καθώς και η δαπανηρή εξωτερική χρηματοδότηση, ενθαρρύνουν τις εταιρίες να ακολουθήσουν πιο επιθετικές στρατηγικές του κεφαλαίου κίνησης. Οι εταιρίες με προνομιακή πρόσβαση στην αγορά κεφαλαίων και με μεγαλύτερη εσωτερική χωρητικότητα χρηματοδότησης, ακολουθούν περισσότερο πιο συντηρητικές πολιτικές του κεφαλαίου κίνησης. Τα εμπειρικά ευρήματα δείχνουν ότι οι συνθήκες χρηματοδότησης και λειτουργίας, θα πρέπει να λαμβάνονται υπόψη κατά τη διαδικασία αξιολόγησης της συμπεριφοράς του κεφαλαίου κίνησης.

Οι Banos-Caballero et al. (2010) πραγματοποίησαν μία ιδιαίτερη προσθήκη στην ερευνητική βιβλιογραφία για τις μικρομεσαίες εταιρίες της Ισπανίας καθώς το μοντέλο το οποίο χρησιμοποιήθηκε μπορεί να ερμηνεύσει εάν μία μικρομεσαία επιχείρηση έχει ένα συγκεκριμένο επίπεδο κύκλου ταμειακής μετατροπής. Παρατήρησαν ότι όσο πιο παλιά είναι η εταιρία τόσο μεγαλύτερο επίπεδο κύκλου ταμειακής μετατροπής έχει στοχεύσει. Επίσης,

μία άλλη πρόταση που επικρατεί είναι η μείωση του κύκλου ταμειακής μετατροπής ώστε να επιτευχθεί η απαραίτητη κερδοφορία για την εταιρία (Mansoori και Muhammad, 2012).

Σε μελέτη τους οι Nobanee et al. (2011) χρησιμοποίησαν στοιχεία από 2.123 ιαπωνικές επιχειρήσεις οι οποίες εντάσσονταν στο Χρηματιστήριο του Τόκιο, κατά τα έτη 1990 έως 2004, όπου συμπέραναν ότι υπάρχει στατιστικά σημαντική αρνητική συσχέτιση ανάμεσα στη διάρκεια του κύκλου ταμειακής μετατροπής και στην κερδοφορία, εκτός από τις εμπορικές εταιρίες και τις εταιρίες παροχής υπηρεσιών. Τα ίδια αποτελέσματα επιβεβαιώθηκαν με την προηγούμενη μελέτη των Nobanee και AlHajjar (2009), ότι ο κύκλος ταμειακής μετατροπής, συσχετίζεται σημαντικά με την κερδοφορία, με εξαίρεση τις εμπορικές επιχειρήσεις και τις επιχειρήσεις παροχής υπηρεσιών, όπου συμβαίνει το αντίθετο. Πιο συγκεκριμένα, για τις μικρές σε μέγεθος εταιρίες, οι συντελεστές του κύκλου ταμειακής μετατροπής έχουν θετικές ασήμαντες τιμές, ενώ για τις επιχειρήσεις πληροφορικής και τεχνολογίας καθώς και τις βασικές βιομηχανίες, οι συντελεστές του κύκλου ταμειακής μετατροπής έχουν σημαντικές αρνητικές τιμές σε σύγκριση με την κερδοφορία τους. Επιπλέον, από την έρευνα των Nobanee και AlHajjar (2009) διαπιστώθηκε ότι, οι εταιρίες με μικρότερο ταμειακό κύκλο, είναι πιθανότερο να είναι επικερδείς, διότι δεν καταφεύγουν σε εξωτερική χρηματοδότηση, επωμίζονται λιγότερους χρεωστικούς τόκους καθώς και λιγότερα κόστη δανεισμού, γεγονός που οδηγεί τις επιχειρήσεις σε αύξηση της κερδοφορίας τους.

Ο Al-Shubiri (2011) διερεύνησε τη σχέση μεταξύ της επιθετικής και της συντηρητικής πολιτικής του κεφαλαίου κίνησης, συλλέγοντας στοιχεία από ένα δείγμα 59 εισηγμένων βιομηχανικών επιχειρήσεων στο Χρηματιστήριο του Αμάν, για τη χρονική περίοδο 2004 έως 2007. Τα αποτελέσματα της έρευνας κατέληξαν στο συμπέρασμα της αρνητικής συσχέτισης μεταξύ του βαθμού επιθετικότητας του κεφαλαίου κίνησης και της κερδοφορίας, ερμηνεύοντας ότι όσο μεγαλύτερη είναι η επένδυση στο κυκλοφορούν ενεργητικό με βασικό στόχο τη μείωση του κινδύνου, τόσο χαμηλότερη είναι η κερδοφορία.

Οι Hong et al. (2011) συνέλεξαν στοιχεία από 16 επιχειρήσεις της Βραζιλίας για το χρονικό διάστημα 2005 – 2009, σχετικά με τις μεταβλητές του κεφαλαίου κίνησης όπου επηρεάζουν περισσότερο την αποδοτικότητά τους, όπως είναι ο δείκτης χρέους, ο κύκλος μετατροπής μετρητών, οι ημέρες των αποθεμάτων, οι ημέρες των απαιτήσεων και οι ημέρες του κεφαλαίου κίνησης. Η αποδοτικότητα μετρήθηκε με τους εξής τρεις διαφορετικούς τρόπους: με την απόδοση του ενεργητικού, με την απόδοση επί των πωλήσεων και με την απόδοση των ιδίων κεφαλαίων. Τα αποτελέσματα κατέληξαν ότι οι ημέρες των αποθεμάτων έχουν

αρνητική συσχέτιση με την απόδοση επί των πωλήσεων και με την απόδοση του ενεργητικού. Οι ημέρες του κεφαλαίου κίνησης επηρεάζουν την απόδοση επί των πωλήσεων με θετική συσχέτιση, ενώ ο δείκτης χρέους είναι η μόνη μεταβλητή που επηρεάζει αρνητικά την απόδοση του ενεργητικού. Τέλος επισημαίνουν ότι, εάν η διαχείριση των αποθεμάτων και ο κύκλος ταμειακής μετατροπής, παραμένουν για την εταιρία σε ένα βέλτιστο δυνατό επίπεδο, τότε θα αποφέρουν περισσότερα οφέλη στο κεφάλαιο κίνησης.

Οι Iffet και Suleyman (2011) διερεύνησαν τις επιπτώσεις της παγκόσμιας οικονομικής κρίσης, της χρονικής περιόδου 2007 έως 2008, σε ένα δείγμα 140 επιχειρήσεων του βιομηχανικού κλάδου του Χρηματιστηρίου της Κωνσταντινούπολης, με τη χρήση δεκατριών αριθμοδεικτών οι οποίοι σχετίζονται με το κεφάλαιο κίνησης. Τα αποτελέσματα της έρευνάς τους έδειξαν ότι, μόνο πέντε αριθμοδείκτες από τους δεκατρείς των συγκεκριμένων εισηγμένων εταιριών, έχουν επηρεαστεί σημαντικά από την οικονομική κρίση. Πιο συγκεκριμένα, οι αριθμοδείκτες του κεφαλαίου κίνησης, της κυκλοφοριακής ταχύτητας των αποθεμάτων, των απαιτήσεων, οι δείκτες των αποθεμάτων προς το κυκλοφορούν ενεργητικό καθώς και των βραχυπρόθεσμων τραπεζικών υποχρεώσεων προς το σύνολο των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων. Οι παραπάνω αριθμοδείκτες, συσχετίζονται με την πτώση των πωλήσεων στην βιομηχανική οικονομία κατά τη διάρκεια της οικονομικής κρίσης. Σε σύγκριση με τις οικονομίες άλλων ευρωπαϊκών χωρών όπως είναι η Πορτογαλία, η Ιρλανδία, η Ελλάδα και η Ισπανία, οι οποίες έχουν προβλήματα χρέους, η πραγματική οικονομία της Τουρκίας παρατηρήσανε ότι δεν επηρεάστηκε τόσο από την οικονομική κρίση, λόγω των μεγάλων εισροών των ξένων κεφαλαίων.

Ένα ερώτημα που θα πρέπει να απασχολεί τη διοίκηση μιας επιχείρησης είναι πόσα ρευστοποιήσιμα στοιχεία του ενεργητικού οφείλει να κατέχει μία εταιρία. Σύμφωνα με την μελέτη των Anderson και Carverhill (2012), υπάρχει μία ιδανική πολιτική διακράτησης μόχλευσης και μετρητών, η οποία δίνει τη δυνατότητα στην εταιρία να είναι αδιάφορη ως προς τις μακροπρόθεσμες δανειακές της υποχρεώσεις. Επιπροσθέτως, η συγκεκριμένη πολιτική βοηθάει τις επιχειρήσεις να ιεραρχούν με τον κατάλληλο τρόπο τις πηγές χρηματοδότησης, ανάλογα με τις επιχειρηματικές συνθήκες που επικρατούν.

Ενδιαφέρον παρουσιάζουν ακόμη τα αποτελέσματα των Taghizadeh et al. (2012), όπου η μελέτη που πραγματοποίησαν, ευθυγραμμιζόμενη γενικότερα με τα αποτελέσματα των προηγούμενων μελετών, τονίζει την στατιστικά σημαντική αρνητική συσχέτιση η οποία συνδέει τα επιμέρους συστατικά στοιχεία της κερδοφορίας με τον ταμειακό κύκλο, χωρίς

όμως αντίστοιχα να ισχύει η στατιστική σημαντικότητα στη συσχέτιση του ταμειακού κύκλου σαν μέγεθος με την κερδοφορία μιας εταιρίας. Επίσης, οι Taghizadeh et al. (2012) διαπίστωσαν ότι η μη στατιστικά σημαντική συσχέτιση του καθαρού λειτουργικού αποτελέσματος με τον ταμειακό κύκλο, εξηγείται αφενός από την όμοια αρνητική συσχέτιση όπου αναπτύσσουν το σύνολο των επιμέρους λογαριασμών της κερδοφορίας με τον ταμειακό κύκλο κατά στατιστικά σημαντικό τρόπο, και αφετέρου από το γεγονός ότι η χρονική περίοδος των λογαριασμών πληρωτέων επιδρά αφαιρετικά στον ταμειακό κύκλο σε αντιδιαστολή με τις χρονικές περιόδους των λογαριασμών εισπρακτέων και των αποθεμάτων. Σε κάθε περίπτωση, υποστηρίζουν ότι η μείωση της διάρκειας των χρονικών περιόδων των αποθεμάτων, των πληρωτέων καθώς και των εισπρακτέων λογαριασμών καταλήγει σε βελτίωση του λειτουργικού αποτελέσματος της εταιρίας.

Οι Vural et al. (2012) χρησιμοποιώντας ως δείγμα τα στοιχεία 75 κατασκευαστικών εταιριών εισηγμένων στο Χρηματιστήριο της Κωνσταντινούπολης διαπίστωσαν ότι μειώνοντας τον κύκλο μετατροπής μετρητών αυξάνεται η κερδοφορία. Αυτό σημαίνει ότι για να μειωθεί ο κύκλος ταμειακής μετατροπής θα πρέπει να αυξηθεί η περίοδος λήψης πιστώσεων και να μειωθεί η χορήγηση πιστώσεων. Ακολούθως, οι Nzioki et al. (2013) έπειτα από έρευνα που πραγματοποίησαν από εταιρίες του Χρηματιστηρίου του Ναϊρόμπι συμπέραναν ότι η μείωση του κύκλου μετατροπής μετρητών αυξάνει την κερδοφορία, όμως υπήρχε μια θετική συσχέτιση για το μικτό αποτέλεσμα και τις ημέρες χορήγησης και λήψης πιστώσεων.

Οι Knauer και Wöhrmann (2013) τονίζουν πως η διαχείριση των κυκλοφορούντων περιουσιακών στοιχείων καθώς και των υποχρεώσεων μιας εταιρίας, δηλαδή η διαχείριση του κεφαλαίου κίνησης, είναι ιδιαίτερα σημαντική για την επιτυχία της εκάστοτε εταιρίας. Ενώ είναι εύκολο να υπολογιστούν οι βραχυπρόθεσμες επιπτώσεις της ρευστότητας στη διαχείριση του κεφαλαίου κίνησης, προκύπτει ένα εμπειρικό ερώτημα για τον τρόπο που αυτή επηρεάζει την σταθερή κερδοφορία. Τα συμπεράσματα της μελέτης δείχνουν θετικά αποτελέσματα της διαχείρισης των αποθεμάτων και των λογαριασμών εισπρακτέων στην κερδοφορία.

Τις εισηγμένες κατασκευαστικές εταιρίες του Χρηματιστηρίου του Πακιστάν χρησιμοποίησαν σαν δείγμα οι Anser και Malik (2013) για τη συσχέτιση του κύκλου ταμειακής μετατροπής με την κερδοφορία και την επιρροή στην απόδοση του ενεργητικού καθώς και των ιδίων κεφαλαίων. Τα δεδομένα της έρευνας αφορούσαν το χρονικό διάστημα 2007 – 2011 και έδειξαν ότι υπάρχει στατιστικά σημαντική αντίθετη σχέση μεταξύ του

κύκλου μετατροπής μετρητών και της απόδοσης. Αυτό σημαίνει ότι πρέπει να μειωθεί η παραμονή των αποθεμάτων στις αποθήκες καθώς και η πίστωση στις πωλήσεις και να αυξηθεί ο χρόνος λήψης πιστώσεων από τους προμηθευτές.

Οι Majeed et al. (2013) σε έρευνά τους που διεξήχθη σε ένα δείγμα βιομηχανικών επιχειρήσεων του Πακιστάν έλεγξαν τη σχέση του κύκλου ταμειακής μετατροπής και της κερδοφορίας. Η συγκεκριμένη έρευνα παρουσιάζει ιδιαίτερο ενδιαφέρον καθώς αναφέρεται σε μία αναπτυσσόμενη οικονομία και όχι σε μία ανεπτυγμένη οικονομία όπως οι περισσότερες έρευνες έως εκείνη τη χρονική περίοδο. Η κερδοφορία ερευνήθηκε με μέτρο τους δείκτες roa , roe και $ebidta$ και κατέληξαν ότι η διατήρηση των αποθεμάτων, ο κύκλος ρευστότητας και η παροχή πιστώσεων έχουν αρνητική σχέση με την απόδοση της επιχείρησης.

Οι Enqvist et al. (2014) συλλέγοντας στοιχεία από ένα δείγμα 1.136 φινλανδικών εταιριών που ήταν εισηγμένες στο Χρηματιστήριο του Ελσίνκι κατά το χρονικό διάστημα 1990 έως 2008, εξέτασαν τη συσχέτιση ανάμεσα στην κερδοφορία και στον κύκλο μετατροπής μετρητών αλλά ανά οικονομικό κύκλο. Για την πραγματοποίηση της έρευνας χρησιμοποίησαν εκτός από το δείκτη της απόδοσης επί του συνόλου των περιουσιακών στοιχείων, το μικτό λειτουργικό αποτέλεσμα για τον υπολογισμό της κερδοφορίας. Τα αποτελέσματα έδειξαν ότι ο κύκλος μετρητών ή αλλιώς το κεφάλαιο κίνησης καθώς επίσης και τα συστατικά μέρη που το αποτελούν, αναπτύσσουν μία στατιστικά σημαντική αρνητική σχέση με το μικτό λειτουργικό αποτέλεσμα. Εξάιρεση αποτελεί η περίοδος των λογαριασμών εισπρακτέων της οποίας η σχέση με το μικτό λειτουργικό αποτέλεσμα λαμβάνεται ως στατιστικά μη σημαντική. Οι Enqvist et al. (2014) τονίζουν ότι αυτό οφείλεται στην προσπάθεια των εταιριών οι οποίες εμφανίζουν χαμηλά καθαρά κέρδη να αυξήσουν τις πωλήσεις τους διευρύνοντας την παροχή πιστώσεων προς τους πελάτες τους. Οι Enqvist et al. (2014) διαπίστωσαν επίσης ότι σε περιόδους οικονομικής ύφεσης η αποτελεσματική διαχείριση των αποθεμάτων επηρεάζει σημαντικά το λειτουργικό αποτέλεσμα, χωρίς όμως αντίστοιχα να ισχύει κάτι παρόμοιο για τις περιόδους οικονομικής ανάπτυξης, υπονοώντας ότι η αποτελεσματική διαχείριση των αποθεμάτων σε τέτοια χρονικά διαστήματα συμβάλει ελάχιστα στη διαμόρφωση του λειτουργικού αποτελέσματος.

Ακόμη οι Nobanee και AlHajjar (2014) πραγματοποίησαν μία μελέτη πάνω σε δείγμα 5.802 επιχειρήσεων από τα μεγαλύτερα Χρηματιστήρια παγκοσμίως για την περίοδο 1990 – 2004, όπου ερένησαν το ίδιο δείγμα για μία περίοδο το οποίο χώρισαν και σε υποπερίόδους. Σε

αντίθεση με τα ευρήματα της πλειοψηφίας των ερευνών συμπέραναν ότι μειώνοντας τον κύκλο μετατροπής μετρητών, η κερδοφορία της επιχείρησης μειώνεται και δεν αυξάνεται όπως αναμενότανε. Σύμφωνα με τους Nobanee και AlHajjar (2014) υπάρχει ένα βέλτιστο σημείο μείωσης του κύκλου ταμειακής μετατροπής κάτω από το οποίο η μείωση της διατήρησης των αποθεμάτων δημιουργεί ελλείψεις, μειώνοντας τις πωλήσεις και ταυτόχρονα η αυξημένη μείωση στην παροχή πιστώσεων δημιουργεί χαμένες πωλήσεις από πελάτες με καλή πιστοληπτική ικανότητα.

Ο Ukaegku (2014), σε αντίθεση με την πλειοψηφία των αποτελεσμάτων όπου παρατηρείται σε παρόμοιες ερευνητικές μελέτες, βρίσκει ότι η κερδοφορία μιας εταιρίας μπορεί να αυξηθεί με την καθυστέρηση της εξόφλησης των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων της. Δηλαδή, μια επιμήκυνση της χρονικής περιόδου των λογαριασμών πληρωτέων συνεπάγεται για την εταιρία υψηλότερο λειτουργικό αποτέλεσμα, υπό την προϋπόθεση όμως ότι δεν απειλείται με διακοπή η ροή των εμπορευμάτων από τους προμηθευτές προς την επιχείρηση. Η θετική συσχέτιση των παραπάνω μεγεθών μπορεί να εξηγηθεί από το γεγονός ότι η καθυστέρηση των πληρωμών προς τους προμηθευτές αυξάνει το χρονικό διάστημα που παραμένουν τα μετρητά στην εταιρία, αυξάνοντας παράλληλα το επίπεδο του κεφαλαίου κίνησης το οποίο διαθέτει καθώς και το λειτουργικό αποτέλεσμα που εμφανίζει στο τέλος της διαχειριστικής της χρήσης. Αυτό το αποτέλεσμα έρχεται σε ρήξη με τα αντίστοιχα αποτελέσματα προηγούμενων μελετών, όπου η συσχέτιση μεταξύ της περιόδου των λογαριασμών πληρωτέων και της κερδοφορίας βρέθηκε αρνητική, αποδιδόμενη στην παροχή εκπτώσεων από την πλευρά των προμηθευτών. Σύμφωνα με τον Ukaegku (2014), η συσχέτιση ανάμεσα στην κερδοφορία και στην περίοδο των λογαριασμών πληρωτέων ενδέχεται να είναι αρνητική, εφόσον η εταιρία διαθέτει επαρκή λειτουργική ρευστότητα, για την άμεση εξόφληση των τρεχουσών υποχρεώσεων μέσω του συγκεκριμένου προγράμματος πληρωμών. Υπό αυτή την έννοια, μεγαλύτερες σε μέγεθος επιχειρήσεις τείνουν να εμφανίζουν υψηλότερα κέρδη από αντίστοιχες μικρότερες επιχειρήσεις, εκμεταλλευόμενες τις παρεχόμενες εκπτώσεις από τους προμηθευτές προς αυτές, για την έγκαιρη αποπληρωμή των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων τους. Σε κάθε περίπτωση, ζητούμενο για κάθε εταιρία αποτελεί η αύξηση των λειτουργικών της ταμειακών ροών, μέσω της μείωσης της χρονικής διάρκειας του ταμειακού κύκλου ή εναλλακτικά της περιόδου των αποθεμάτων και των λογαριασμών εισπρακτέων, ώστε να είναι σε θέση να χρηματοδοτήσει την αντίστοιχη ταμειακή εκροή για την εξόφληση των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων της, είτε άμεσα είτε σε κάποια μεταγενέστερη χρονική στιγμή.

Επιπλέον ιδιαίτερο ενδιαφέρον παρουσιάζει η έρευνα της Anagnostopoulou (2014) που μελέτησε τις εταιρίες του Ηνωμένου Βασιλείου για την περίοδο 2001 – 2009 όπου συγκρίνει τις εισηγμένες και μη εισηγμένες επιχειρήσεις, ερευνώντας το ρόλο που παρουσιάζει η διαχείριση του κεφαλαίου κίνησης στην κερδοφορία. Μία μη εισηγμένη εταιρία εξαιτίας της αποφυγής της φορολογίας δεν ενδιαφέρεται τόσο για την κερδοφορία όσο μία εισηγμένη εταιρία. Επίσης, μία μη εισηγμένη επιχείρηση αντλεί δυσκολότερα δάνεια, βρίσκει πιο δύσκολα πρόσβαση σε ξένες αγορές και διαφορετικούς τρόπους χρηματοδότησης, όπου στην περίπτωση που χρηματοδοτείται γίνεται με υψηλότερο κόστος. Συμπέρασμα της μελέτης της ήτανε ότι οι μη εισηγμένες εταιρίες λόγω δυσκολίας χρηματοδότησης είχανε μικρότερο κύκλο διαθεσίμων σε σύγκριση με μία εισηγμένη εταιρία. Και για τις δύο περιπτώσεις, αλλά ειδικότερα στις μη εισηγμένες επιχειρήσεις, υπήρχε μια στατιστικά σημαντική αρνητική σχέση της κερδοφορίας με τον κύκλο ταμειακής μετατροπής.

Οι Lima et al. (2015) στη μελέτη τους χρησιμοποίησαν ως μία από τις βασικές μεταβλητές τον αριθμό των διευθυντών και θέλησαν να διερευνήσουν σε συνδυασμό τη διαχείριση του κεφαλαίου κίνησης με την εταιρική διακυβέρνηση, στην περίοδο της οικονομικής κρίσης δηλαδή από το 2008 έως το 2013, ως προς την κερδοφορία των μικρομεσαίων εταιριών σε 19 χώρες της Ευρώπης. Βρέθηκε στατιστικά σημαντική αρνητική συσχέτιση μεταξύ του κεφαλαίου κίνησης και της κερδοφορίας, που σημαίνει ότι μια μείωση της παροχής πιστώσεων, της διατήρησης των αποθεμάτων και μια αύξηση της πίστωσης των λογαριασμών πληρωτέων μπορεί να αυξήσει την κερδοφορία της επιχείρησης. Ιδιαίτερο ενδιαφέρον παρουσίασε η εισαγωγή στην έρευνα της δομής της διοίκησης και του τρόπου που επηρεάζει, θέτοντας ως ψευδομεταβλητή τον αριθμό των μελών του Δ.Σ. Οι Lima et al. (2015) κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι υπάρχει μία αρνητική συσχέτιση μεταξύ του αριθμού των διευθυντών και της κερδοφορίας. Αυτό το συμπέρασμα μπορεί να δώσει λύση σε διάφορα προβλήματα επικοινωνίας σε εταιρίες με πολυάριθμο διοικητικό προσωπικό, καθώς μεγαλύτερη δομή Δ.Σ. σημαίνει πιο δύσκολη επικοινωνία και συμφωνία αποφάσεων, για την άμεση λήψη και επίλυση των προβλημάτων. Οι Banos-Caballero et al. (2014) αναφέρουν ότι όταν είναι ευμετάβλητο το επίπεδο του κεφαλαίου κίνησης ως προς τους οικονομικούς περιορισμούς, οι εταιρίες οι οποίες αντιμετωπίζουν προβλήματα με τη χρηματοδότηση, οφείλουν να κατέχουν ένα χαμηλό επίπεδο κεφαλαίου κίνησης.

2.2 Διαχείριση του κεφαλαίου κίνησης

Ένα βασικό ερώτημα που έχει τεθεί από τους μελετητές είναι ο τρόπος με τον οποίο μπορεί να αξιολογηθεί και να μετρηθεί η αποτελεσματική διαχείριση του κεφαλαίου κίνησης. Σύμφωνα με τους Jose et al. (1996) η μεθοδολογία η οποία ακολουθείται για να γίνει αυτή η μέτρηση και να εξεταστεί η κάλυψη των βραχυχρόνιων υποχρεώσεων από το κυκλοφορούν ενεργητικό, είναι η χρήση των αριθμοδεικτών όπως είναι ο δείκτης γενικής κυκλοφοριακής ρευστότητας, ο δείκτης ρευστότητας ή ο δείκτης άμεσης ρευστότητας, οι οποίοι βασίζονται σε στοιχεία που αντλούνται από τον ισολογισμό των επιχειρήσεων και θα μπορούσαν να χαρακτηριστούν ως στατικά. Επίσης, οι Jose et al. (1996) διερεύνησαν τη σχέση μεταξύ της κερδοφορίας και των πολιτικών διαχείρισης του κεφαλαίου κίνησης των εταιριών των Η.Π.Α., χρησιμοποιώντας τον κύκλο ταμειακής μετατροπής ως μέτρο διαχείρισης του κεφαλαίου κίνησης, υποστηρίζοντας ότι ένας μικρότερος κύκλος ταμειακής μετατροπής αντιπροσωπεύει την επιθετικότητα της διαχείρισης του κεφαλαίου κίνησης. Τα αποτελέσματα της έρευνας επιβεβαίωσαν την σημαντική αρνητική συσχέτιση μεταξύ του κύκλου ταμειακής μετατροπής και της κερδοφορίας, τονίζοντας ότι η πιο επιθετική διαχείριση του κεφαλαίου κίνησης συσχετίζεται με την υψηλότερη κερδοφορία της επιχείρησης.

Η χρήση του εμπορικού κύκλου είναι ένας εναλλακτικός τρόπος αξιολόγησης της διαχείρισης του κεφαλαίου κίνησης. Η μεταβλητή αυτή είναι η πιο ιδανική που μπορεί να χρησιμοποιηθεί για το σκοπό αυτό, επειδή δείχνει τον τρόπο με τον οποίο διαμορφώνεται το ύψος των επιμέρους στοιχείων από το κεφάλαιο κίνησης, και πιο συγκεκριμένα των ημερών πώλησης των αποθεμάτων, των υποχρεώσεων προς τους προμηθευτές και των απαιτήσεων από τους πελάτες. Αυτός είναι άλλωστε και ο λόγος όπου πολλοί ερευνητές όπως ο Deloof (2003), οι Lazaridis και Tryfonidis (2006), οι Garcia-Teruel και Martinez-Solano (2007) και άλλοι, έχουνε χρησιμοποιήσει τη μεταβλητή αυτή για να προσεγγίσουν το κεφάλαιο κίνησης. Σκοπός της διοίκησης είναι να εξασφαλίσει ότι ο εμπορικός κύκλος διαμορφώνεται στο ιδεατό επίπεδο για την εταιρία, λαμβάνοντας υπόψη γενικότερα τα αντίστοιχα στοιχεία για τον κλάδο δραστηριοποίησης και ειδικότερα τους άμεσους ανταγωνιστές. Με αυτό τον τρόπο η επιχείρηση θα μπορέσει να διασφαλίσει το απαιτούμενο κεφάλαιο κίνησης για τις δραστηριότητές της, διότι ένα υπερβολικά μικρό κεφάλαιο κίνησης μπορεί να οδηγήσει σε αδυναμία αποπληρωμής των υποχρεώσεών της, ενώ ένα αυξημένο κεφάλαιο κίνησης σημαίνει δέσμευση πόρων οι οποίοι θα μπορούσαν πιθανόν να χρησιμοποιηθούν σε άλλες επενδυτικές δραστηριότητες με καλύτερη απόδοση. Συνεπώς γίνεται κατανοητό ότι η

διαχείριση του εμπορικού κύκλου και άρα του κεφαλαίου κίνησης συνεπάγεται εύρεση του σημείου ισορροπίας μεταξύ της κερδοφορίας και της ρευστότητας για κάθε επιχείρηση.

Ο Eljelly (2004) στην έρευνά του χρησιμοποίησε επιχειρήσεις που είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο της Σαουδικής Αραβίας, μιας χώρας η οποία θεωρούνταν ως μία αναδύομενη οικονομική δύναμη, και αποκάλυψε ότι η αποτελεσματική διαχείριση του κεφαλαίου κίνησης αφορά τον έλεγχο και τον προγραμματισμό των κυκλοφορούντων περιουσιακών στοιχείων καθώς και των τρεχουσών υποχρεώσεων, έτσι ώστε να εξαιρεθεί ο κίνδυνος της μη τήρησης των υποχρεώσεων της εταιρίας.

Η μελέτη των Filbeck και Krueger (2005), απέδειξε ότι η επιτυχία μιας εταιρίας εξαρτάται σε μεγάλο βαθμό από την ικανότητα των υπευθύνων της να μπορούν να διαχειριστούν αποτελεσματικά τα αποθέματα, τις απαιτήσεις και τις υποχρεώσεις της. Οι εταιρίες μπορούν να μειώσουν το κόστος χρηματοδότησής τους και να αυξήσουν τα διαθέσιμα κεφάλαιά τους για πάγιες επενδύσεις, ελαχιστοποιώντας τα ποσά των επενδύσεών τους σε κυκλοφορούν ενεργητικό. Επίσης, υφίσταται ένας μεγάλος αριθμός εταιριών όπου αναγνωρίζει τη διαχείριση του κεφαλαίου κίνησης ως ένα ανταγωνιστικό πλεονέκτημα για την ενίσχυση των κερδών των επιχειρήσεων. Ένα αντιπροσωπευτικό παράδειγμα είναι η περίπτωση των ηλεκτρονικών υπολογιστών Dell, όπου η εταιρία αποκομίζει ήδη πλεονέκτημα κόστους, στους εξής τρεις τομείς: στην πώληση των αποθεμάτων, στο κόστος του κεφαλαίου κίνησης και στο κόστος αγοράς των κατασκευαστικών στοιχείων και των διοικητικών εξόδων. Οι Filbeck και Krueger (2005), το 1998 παρατηρήσανε ότι η εταιρία Dell είχε χρονικό όριο εισπράξεων των απαιτήσεων τριάντα έξι ημέρες, επτά ημέρες αποθεμάτων και πίστωσης πληρωτέων λογαριασμών πενήντα μία ημέρες. Εξαιτίας του ανταγωνισμού ήταν από τις λίγες εταιρίες όπου χρησιμοποίησαν τη βελτιστοποίηση του κεφαλαίου κίνησης, σαν ένα πραγματικό ανταγωνιστικό πλεονέκτημα στα κέρδη της μόχλευσης.

Επιπροσθέτως, σύμφωνα με τους Filbeck και Krueger (2005) η μείωση των υποχρεώσεων, των αποθεμάτων και του κόστους των επισφαλών απαιτήσεων, απαιτούνε λειτουργικές αλλαγές οι οποίες θα είναι μακροπρόθεσμες και θα παράγουνε μόνιμες βελτιώσεις της ανταγωνιστικότητας του κόστους ως προς το κέρδος. Οι επιχειρήσεις μπορούν να μειώσουν τα κόστη τους ή να ενισχύσουν τις δυνατότητες χρηματοδότησής τους, μειώνοντας κάποιο ποσό το οποίο διαθέτουν στο κυκλοφορούν ενεργητικό. Γι' αυτό τον λόγο οι εταιρίες που εστιάζουν στο κεφάλαιο κίνησης μπορούν να ανταπεξέλθουν στο κόστος μείωσής του,

περισσότερο από άλλες επιχειρήσεις που προβαίνουν σε διαφορετικά δραστικά μέτρα μείωσης, όπως είναι η μείωση των διοικητικών και των γενικών εξόδων ή η αύξηση των απολύσεων του προσωπικού.

Οι Chiou et al. (2006) υποστήριξαν ότι η μόχλευση των επιχειρήσεων είναι ένας ακόμη παράγοντας που έχει επίδραση στο κεφάλαιο κίνησης. Μία εταιρία η οποία αδυνατεί να καλύψει τις υποχρεώσεις της με τους πόρους που διαθέτει, θα αναζητήσει πηγές χρηματοδότησης από τον εξωτερικό δανεισμό. Αφενός μία τέτοια ενέργεια θα οδηγήσει σε μια αύξηση των χρηματοοικονομικών εξόδων της επιχείρησης και αφετέρου σε μια μεγαλύτερη επίβλεψη από τους δανειστές. Στην περίπτωση αυτή, εντείνεται η προσπάθεια ορθής διαχείρισης του κεφαλαίου κίνησης, προκειμένου να μην υπάρξει μια περαιτέρω επιδείνωση της εταιρικής ρευστότητας. Οι Chiou et al. (2006) στην μελέτη τους παραθέτουνε κάποια εμπειρικά ευρήματα τα οποία δείχνουνε μια μείωση του κεφαλαίου κίνησης στην περίπτωση αύξησης της μόχλευσης.

Η διαχείριση του κεφαλαίου κίνησης μιας εταιρίας εξαρτάται και από τη δυνατότητά της να παράγει ενδογενώς ταμειακές ροές που να της εξασφαλίζουν τη ρευστότητα. Η ασυμμετρία η οποία υπάρχει στην πληροφόρηση μεταξύ των εξωτερικών φορέων και των στελεχών μιας εταιρίας, στην περίπτωση του εξωτερικού δανεισμού οδηγεί σε σημαντικά χρηματοοικονομικά κόστη. Συνεπώς, όπως είναι αναμενόμενο, οι επιχειρήσεις τείνουν να προτιμούνε εσωτερικές πηγές χρηματοδότησης. Οι Chiou et al. (2006) προσέγγισαν το συγκεκριμένο ερευνητικό θέμα έπειτα από έρευνα που πραγματοποίησαν συλλέγοντας στοιχεία από εταιρίες του Ταϊβάν, όπου διαπιστώσανε ότι η δυνατότητα παραγωγής ταμειακών ροών από λειτουργική δραστηριότητα επιδρά στο κεφάλαιο το οποίο η επιχείρηση επιλέγει να δεσμεύσει στο κεφάλαιο κίνησης. Επειδή παρατηρήθηκε ότι οι ταμειακές ροές από τη λειτουργική δραστηριότητα συνδέονται αρνητικά με το κεφάλαιο κίνησης, αυτό σημαίνει ότι η αποτελεσματική διαχείριση του κεφαλαίου κίνησης συνδέεται με περισσότερα ταμειακά διαθέσιμα.

Οι Filbeck et al. (2007) διατύπωσαν την άποψή τους για την αποτελεσματικότητα της διαχείρισης του κεφαλαίου κίνησης, η οποία βασίζεται σε δύο διαφορετικά μέτρα των οικονομικών στοιχείων τα οποία είναι οι ημέρες του κεφαλαίου κίνησης και η απόδοση μετατροπής σε μετρητά. Διαπίστωσαν ότι υπάρχει μία θετική συσχέτιση μεταξύ της απόδοσης της εταιρίας καθώς και της κατάταξης της απόδοσης μετατροπής σε μετρητά, αλλά καμία συσχέτιση μεταξύ των ημερών εργασίας και της απόδοσης. Ακόμη οι Kayhan και

Titman (2007) υποστήριξαν πως οι επενδυτικές δαπάνες, οι τιμές των μετοχών και οι ταμειακές ροές επηρεάζονται λόγω του χρέους. Συμπεράναν ότι οι μεταβλητές αυτές έχουνε σημαντική επιρροή στη διάρθρωση του κεφαλαίου. Πιο συγκεκριμένα, τα οικονομικά ελλείμματα δηλαδή το ποσό των εξωτερικών αντληθέντων κεφαλαίων και οι μεταβολές των τιμών των μετοχών, έχουνε ισχυρές επιρροές όσον αφορά τις αλλαγές της κεφαλαιακής διάρθρωσης.

Η επιστημονική μελέτη της Bhunia (2007) εξετάζει την αξιολόγηση της διαχείρισης του κεφαλαίου κίνησης, σε σχέση με την καταλληλότητα ή μη, του κεφαλαίου κίνησης καθώς και τα αδύνατα σημεία του σχετικά με τη ρευστότητα, χρησιμοποιώντας στοιχεία των δύο μεγαλύτερων εταιριών του κλάδου σιδήρου και χάλυβα της Ινδίας, για το χρονικό διάστημα 1991 έως 1992 και 2002 έως 2003. Τα ερευνητικά συμπεράσματα της έρευνας έδειξαν και για τις δύο εταιρίες ένα ανεπαρκές επίπεδο κεφαλαίου κίνησης, αποδίδοντας αυτή την μη ικανοποιητική κατάσταση, στα χαμηλά αποθέματα των πρώτων υλών καθώς και στο χαμηλό επίπεδο των απαιτήσεών τους. Επίσης, η Bhunia (2007) διαπίστωσε ότι η κατάσταση εντείνεται εξαιτίας της χαμηλής ρευστότητας και της αναποτελεσματικής διαχείρισης των αποθεμάτων και των απαιτήσεων και στις δύο ινδικές επιχειρήσεις.

Οι Singh και Pandey (2008) διερεύνησαν τις επιπτώσεις στην κερδοφορία, σε σχέση με τις διάφορες συνιστώσες της διαχείρισης του κεφαλαίου κίνησης, σε μία από τις μεγαλύτερες επιχειρήσεις παραγωγής αλουμινίου παγκοσμίως, της Hindalco Industries Ltd της Ασίας, για την χρονική περίοδο 1990 έως 2007. Τα συμπεράσματα της ερευνητικής μελέτης έδειξαν ότι, οι δείκτες κυκλοφοριακής ταχύτητας κεφαλαίου κίνησης, άμεσης ρευστότητας και κυκλοφοριακής ταχύτητας απαιτήσεων, έχουνε στατιστικά σημαντική επίδραση στην κερδοφορία της επιχείρησης.

Πολλοί ερευνητές (Deloof, 2003; Howorth και Westhead, 2003; Afza και Nazir, 2007; Afza και Nazir, 2008; Afza και Nazir, 2009) διαπιστώνουν ότι, η αποτελεσματική διαχείριση του κεφαλαίου κίνησης είναι σημαντικό συστατικό της συνολικής επιχειρησιακής στρατηγικής της επιχείρησης για τη δημιουργία αξίας στους μετόχους, καθώς οι εταιρίες προσπαθούν να κρατήσουνε ένα βέλτιστο επίπεδο κεφαλαίου κίνησης όπου μεγιστοποιεί την αξία τους. Οι Afza και Nazir (2009a), στη μελέτη τους διερευνούν τους εσωτερικούς και τους εξωτερικούς παράγοντες που επηρεάζουν τη διαχείριση του κεφαλαίου κίνησης σε σχέση με τις εξής μεταβλητές: το επίπεδο της οικονομικής δραστηριότητας, τον λειτουργικό κύκλο, την ανάπτυξη, τη μόχλευση, το μέγεθος της εταιρίας, τις λειτουργικές ταμειακές ροές, την

απόδοση των περιουσιακών στοιχείων και το δείκτη της αγοραίας αξίας ο οποίος αντιπροσωπεύει τη θεωρητική χρηματιστηριακή αξία από τις αποδόσεις της χρηματαγοράς. Παρατηρήθηκε ότι τόσο ο κύκλος λειτουργίας και η μόχλευση, όσο και οι δείκτες απόδοσης των περιουσιακών στοιχείων και της αγοραίας αξίας, είναι οι εσωτερικοί παράγοντες όπου επηρεάζουν σημαντικά τις απαιτήσεις σε κεφάλαιο κίνησης.

Σε όλες τις επιχειρηματικές δραστηριότητες είναι αδιαμφισβήτητη η σημασία της αποτελεσματικής διαχείρισης του κεφαλαίου κίνησης και στηρίζεται στην ικανότητα των εταιριών να χρησιμοποιούν αποτελεσματικά τα αποθέματα, τις απαιτήσεις και τις υποχρεώσεις τους. Σύμφωνα με τους Afza και Nazir (2009b), η σωστή διαχείριση του κεφαλαίου κίνησης είναι η ισορροπία μεταξύ της απόδοσης και του κινδύνου, η οποία επιτυγχάνεται από την συνεχή παρακολούθηση ώστε να διατηρηθεί το βέλτιστο επίπεδο από τις διάφορες συνιστώσες του κεφαλαίου κίνησης, όπως είναι οι απαιτήσεις, τα αποθέματα, τα μετρητά και οι υποχρεώσεις. Ένας οργανισμός μπορεί να ακολουθήσει μια επιθετική πολιτική διαχείρισης κεφαλαίου κίνησης, με ένα χαμηλό επίπεδο κυκλοφορούντος ενεργητικού ως ποσοστό των συνολικών περιουσιακών του στοιχείων ή μπορεί να επιλέξει με βάση την χρηματοδότηση με τη μορφή του υψηλού επιπέδου των τρεχουσών υποχρεώσεων ως ποσοστό του συνόλου των υποχρεώσεων.

Οι Sen και Oguç (2009) ανέλυσαν τη σχέση μεταξύ της αποδοτικότητας του ενεργητικού και της αποτελεσματικής διαχείρισης του κεφαλαίου κίνησης των οργανισμών όπου διαπραγματεύονται στο Χρηματιστήριο της Κωνσταντινούπολης. Σύμφωνα με τα ερευνητικά συμπεράσματα της έρευνας, παρατηρήθηκε μία σημαντική αρνητική σχέση μεταξύ του κύκλου μετατροπής μετρητών, των ημερών είσπραξης των απαιτήσεων, της γενικής ρευστότητας και των ημερών παραμονής των αποθεμάτων, σε σύγκριση με την απόδοση των στοιχείων του ενεργητικού.

Επιπροσθέτως, τα αποτελέσματα της μελέτης των Falope και Ajilore (2009) σε ένα δείγμα 50 εισηγμένων εταιριών του Χρηματιστηρίου της Νιγηρίας, τα οποία επιβεβαιώνονται και από άλλες αντίστοιχες έρευνες, τονίζουν την σημαντική αρνητική συσχέτιση, μεταξύ της αποδοτικότητας των στοιχείων του ενεργητικού και των τριών συστατικών του κύκλου ταμειακής μετατροπής δηλαδή των ημερών αποθεμάτων, των ημερών απαιτήσεων και των ημερών πίστωσης των προμηθευτών. Καταδεικνύουν ότι, οι εταιρίες μπορούν να δημιουργήσουν αξία για τους μετόχους τους, εάν διαχειρίζονται τα κεφάλαια κίνησής τους

αποτελεσματικά, μέσω της μείωσης των ημερών των αποθεμάτων και των ημερών των απαιτήσεων.

Στη μελέτη των Morawakage και Lakshan (2010), η οποία διεξήχθη σε ένα δείγμα 65 εισηγμένων επιχειρήσεων στο Χρηματιστήριο του Κολόμπο, στη Σρι Λάνκα, για την περίοδο 2003 έως 2007, διερευνήθηκε η επίδραση των παραγόντων της διαχείρισης του κεφαλαίου κίνησης σε σύγκριση με την αποδοτικότητα των εταιριών και τη διάρθρωση του κόστους. Οι Morawakage και Lakshan (2010) εξέτασαν τους παράγοντες που επηρεάζουν τη διαχείριση του κεφαλαίου κίνησης σε σχέση με τις εξής μεταβλητές: το λειτουργικό κύκλο, τις ημέρες πίστωσης των προμηθευτών και τις ημέρες των αποθεμάτων. Επίσης, παρατηρήσανε ότι η διάρθρωση του κόστους περιλαμβάνει τα έξοδα διοίκησης, διάθεσης και διανομής. Τα συμπεράσματα της έρευνάς τους έδειξαν ότι, οι εταιρίες μπορούν να αυξήσουνε την κερδοφορία τους μέσω της μείωσης των ημερών είσπραξης των απαιτήσεων και των ημερών παραμονής των αποθεμάτων, καθώς και της αύξησης των ημερών πίστωσης των προμηθευτών, ώστε να ελαχιστοποιηθεί ο κύκλος ταμειακής μετατροπής. Επιπροσθέτως, σε σύγκριση με το διοικητικό κόστος, μόνο το κόστος διανομής παρουσίαζε αρνητική επίπτωση στην κερδοφορία.

Οι Talha et al. (2010) στην επιστημονική τους έρευνα επικεντρώθηκαν στις επιπτώσεις της διαχείρισης του κεφαλαίου κίνησης σε σχέση με την κερδοφορία, συλλέγοντας στοιχεία από ένα δείγμα 14 ιδιωτικών νοσοκομείων της Ινδίας, για το χρονικό διάστημα 1996 – 2006. Η ανάλυσή τους έδειξε ότι υπάρχει αρνητική σχέση μεταξύ της απόδοσης των επενδυμένων κεφαλαίων, του κύκλου ταμειακής μετατροπής, της κυκλοφοριακής ταχύτητας των αποθεμάτων, του δείκτη ρευστότητας και της μόχλευσης. Επίσης, διαπιστώσανε ότι υπάρχει θετική σχέση μεταξύ των δεικτών ROI , του λόγου του κυκλοφορούντος ενεργητικού προς το σύνολο του ενεργητικού, της κυκλοφοριακής ταχύτητας των υποχρεώσεων, καθώς και του ρυθμού ανάπτυξης. Οι Talha et al. (2010) κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι τα νοσοκομεία της Ινδίας θα πρέπει να επικεντρωθούνε περισσότερο στην αποτελεσματική διαχείριση του κεφαλαίου κίνησης, για την επίτευξη της αύξησης της αποδοτικότητάς τους.

Οι Mohamad και Saad (2010) διερεύνησαν τη διαχείριση και την επίδραση του κεφαλαίου κίνησης, όσον αφορά την απόδοση των περιουσιακών στοιχείων, την αποτίμηση της αγοραίας αξίας και την απόδοση των επενδυμένων κεφαλαίων, σε ένα δείγμα 172 εισηγμένων εταιριών του Χρηματιστηρίου της Μαλαισίας, για τη χρονική περίοδο 2003 έως 2007. Τα συμπεράσματα της έρευνας έδειξαν ότι, υπάρχει σημαντική αρνητική συσχέτιση μεταξύ των

παραγόντων της διαχείρισης του κεφαλαίου κίνησης που είναι ο δείκτης γενικής ρευστότητας, ο κύκλος ταμειακής μετατροπής, ο δείκτης του κυκλοφορούντος ενεργητικού προς το σύνολο του ενεργητικού, ο δείκτης των τρεχουσών υποχρεώσεων προς το σύνολο του ενεργητικού και ο δείκτης της μόχλευσης, και της απόδοσης των περιουσιακών στοιχείων των εταιριών. Επιπλέον, διαπιστώθηκαν σημαντικές συσχετίσεις των πιο πάνω παραγόντων, σε σχέση με την απόδοση των επενδυμένων κεφαλαίων και την αγοραία αξία.

Μια εταιρία που επιθυμεί να διαχειρίζεται το κεφάλαιο κίνησης με τέτοιο τρόπο ώστε να έχει τη μέγιστη επιθυμητή επιχειρηματική απόδοση, οφείλει να είναι ιδιαίτερα προσεκτική στις πολιτικές πληρωμής και είσπραξης όπου ακολουθεί. Το σημαντικό ρόλο που διαδραματίζει η διαχείριση του κεφαλαίου κίνησης στην απόδοση των κατασκευαστικών εισηγμένων εταιριών, ανέλυσαν στη μελέτη τους, οι Raheman et al. (2010), συλλέγοντας στοιχεία από 204 εισηγμένες εταιρίες του Πακιστάν, για τα έτη 1998 έως 2007. Τα ερευνητικά αποτελέσματα έδειξαν ότι, οι ημέρες των αποθεμάτων και ο κύκλος ταμειακής μετατροπής, επηρεάζουν σημαντικά την απόδοση των εταιριών, ενώ τα προβλήματα αντιμετωπίζονται κυρίως στην διαχείριση των ημερών πίστωσης από τους προμηθευτές και των ημερών είσπραξης των απαιτήσεων. Επίσης, οι Raheman et al. (2010) κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι, η αποτελεσματική χρηματοδότηση και η διαχείριση του κεφαλαίου κίνησης αυξάνει την λειτουργική κερδοφορία του συγκεκριμένου κατασκευαστικού κλάδου, έπειτα από μία συντηρητική πολιτική διαχείρισης του κεφαλαίου κίνησης, που βελτιώνει τη διαχείριση και τον έλεγχο των πιστώσεων και των απαιτήσεών τους.

Οι Afza και Nazir (2011), εξέτασαν την αποτελεσματικότητα της διαχείρισης του κεφαλαίου κίνησης των εταιριών του κλάδου του τσιμέντου στο Πακιστάν, κατά τη χρονική διάρκεια 1988 – 2009, χρησιμοποιώντας συγκεκριμένες μεταβλητές από εσωτερικούς και από εξωτερικούς παράγοντες, για να διερευνήσουν τις αιτίες που επηρεάζουν τις ανάγκες σε κεφάλαιο κίνησης, αντί να χρησιμοποιήσουν την κοινή μέθοδο ανάλυσης των δεικτών. Η διαχείριση του κεφαλαίου κίνησης, υπολογίστηκε με το δείκτη του βιομηχανικού κλάδου ως επίτευξη του στόχου-απόδοσης, σε σχέση με τους αριθμοδείκτες αποδοτικότητας των συγκεκριμένων εταιριών, δηλαδή τους μέσους όρους αξιοποίησης και απόδοσης των στοιχείων του κυκλοφορούντος ενεργητικού προς τις πωλήσεις τους. Η αξιολόγηση έγινε σε σχέση με την ταχύτητα επίτευξης του επιπέδου-στόχου, για κάθε μια μεμονωμένη εταιρία, επιβεβαιώνοντας τα ευρήματα της έρευνας στο σύνολό της, ότι ο κλάδος του τσιμέντου είχε καλές επιδόσεις.

Με αφορμή την εξελικτική πορεία των ΜΜΕ, η μελέτη των Marfo-Yiadom και Kwaku (2011), επικεντρώνεται στους παράγοντες της διαχείρισης του κεφαλαίου κίνησης των 700 ΜΜΕ της Κεντρικής Περιφέρειας της Γκάνας, στην Αφρική, καταλήγοντας στο συμπέρασμα ότι, το κεφάλαιο κίνησης επηρεάζεται από διάφορους παράγοντες, όπως είναι το μέγεθος, η φύση, ο ανταγωνισμός, οι συνθήκες της αγοράς και της ζήτησης, η τεχνολογία και οι εταιρικές διακυμάνσεις. Επιπλέον, οι πολιτικές ανάπτυξης και επέκτασης των δραστηριοτήτων, η διαχείριση των πιστώσεων και της λειτουργικής απόδοσης, η πιστωτική πολιτική των εταιριών, οι αλλαγές σε επίπεδο τιμών και οι όροι της προσφοράς, επηρεάζουν σε μεγάλο βαθμό τις αποφάσεις της διαχείρισης του κεφαλαίου κίνησης.

Αξιολογώντας τη σχέση μεταξύ της απόδοσης του ενεργητικού και της διαχείρισης του κεφαλαίου κίνησης, η μελέτη των Mousavi και Jari (2012), έχει ως στόχο να αποδείξει ότι η άριστη διαχείριση του κεφαλαίου κίνησης μπορεί να αυξήσει την αγοραία αξία. Οι μελετητές ανέλυσαν τις χρηματοοικονομικές καταστάσεις από 56 εισηγμένες εταιρίες του Χρηματιστηρίου της Τεχεράνης, για τα έτη 2002 – 2006, λαμβάνοντας ως παράγοντες για την αξιολόγηση της διαχείρισης του κεφαλαίου κίνησης, την απόδοση των ιδίων κεφαλαίων, την απόδοση των στοιχείων του ενεργητικού και το δείκτη της καθαρής ρευστότητας. Τα συμπεράσματα της μελέτης έδειξαν ότι, υπάρχουν θετικές συσχετίσεις μεταξύ της διαχείρισης του κεφαλαίου κίνησης και των αποδόσεων των ιδίων κεφαλαίων και του ενεργητικού. Επιπλέον, διατηρώντας την άριστη διαχείριση του κεφαλαίου κίνησης, δημιουργείται ισορροπία μεταξύ της ρευστότητας και της κερδοφορίας των εταιριών.

Οι Ding et al. (2012) χρησιμοποίησαν μη ισορροπημένα δεδομένα πάνελ 116.000 εταιριών από διαφορετικούς κλάδους στην Κίνα, κατά το χρονικό διάστημα 2000 έως 2007. Στη μελέτη τους διερεύνησαν τις σχέσεις μεταξύ των επενδύσεων, σε κεφάλαια κίνησης και σε πάγια στοιχεία, όπως και τους περιορισμούς χρηματοδότησής τους. Τα ερευνητικά τους συμπεράσματα απέδειξαν ότι σε περίπτωση μεταβλητότητας των ταμειακών τους ροών, οι μεγαλύτερες, γηραιότερες και με πιο αργό ρυθμό ανάπτυξης επιχειρήσεις συνήθως προσαρμόζουν τις επενδύσεις των παγίων, σε αντίθεση με τις μικρότερες, νεότερες και με πιο γρήγορο ρυθμό ανάπτυξης επιχειρήσεις οι οποίες τείνουν να προσαρμόζουν τις επενδύσεις σε κεφάλαιο κίνησης. Επιπροσθέτως, οι επιχειρήσεις που έχουν χαμηλό επίπεδο ταμειακών ροών συνηθίζουν να προσαρμόζουν τις επενδύσεις σε κεφάλαιο κίνησης και σε πάγια, ενώ οι επιχειρήσεις που έχουν υψηλό βαθμό χρηματοοικονομικής μόχλευσης και λίγες εγγυήσεις τείνουν να προσαρμόζουν περισσότερο τις επενδύσεις τους σε κεφάλαιο κίνησης παρά σε πάγια.

Σύμφωνα με τους Ding et al. (2012) οι εταιρίες που χαρακτηρίζονται από υψηλές επενδύσεις παγίων, παρουσιάζουν χαμηλό βαθμό ευαισθησίας ταμειακών ροών ως προς τις επενδύσεις σε κεφάλαιο κίνησης και υψηλό βαθμό ευαισθησίας των ταμειακών ροών ως προς τις επενδύσεις παγίων στοιχείων. Αντίθετα, οι εταιρίες με υψηλό βαθμό ευαισθησίας ταμειακών ροών ως προς τις επενδύσεις σε κεφάλαιο κίνησης και χαμηλό βαθμό ευαισθησίας ταμειακών ροών ως προς τις επενδύσεις παγίων στοιχείων, εμφανίζουν υψηλά ποσοστά επενδύσεων σε κεφάλαιο κίνησης, παρά τις περιορισμένες εξωτερικές πηγές χρηματοδότησής τους, διατηρούν τις πάγιες επενδύσεις τους σε υψηλά επίπεδα, προσαρμόζοντας περισσότερο το κεφάλαιο κίνησης παρά τα πάγια στοιχεία. Αυτό φανερώνει ότι, η αποτελεσματική διαχείριση του κεφαλαίου κίνησης, είναι ένας τρόπος με τον οποίο οι εταιρίες θα μπορούσαν να αμβλύνουν τους οικονομικούς περιορισμούς που συχνά αντιμετωπίζουν, όπως είναι τα προβλήματα χρηματοδότησης εξαιτίας των συχνών διαταραχών των χρηματοροών τους.

Οι Palombini και Nakamura (2012), έπειτα από έρευνα που πραγματοποίησαν για τους βασικούς παράγοντες διαχείρισης του κεφαλαίου κίνησης χρησιμοποιώντας ως δείγμα 2.976 εισηγμένες επιχειρήσεις του Χρηματιστηρίου του Σάο Πάολο της Βραζιλίας, για τη χρονική περίοδο 2001 – 2008, συμπέραναν ότι ο ρυθμός ανάπτυξης, το μέγεθος και το επίπεδο του χρέους, μπορούν να επηρεάσουν τη διαχείριση του κεφαλαίου κίνησης των εταιριών. Τα ερευνητικά τους αποτελέσματα κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι, οι εταιρίες με αυξημένο επίπεδο χρέους έχουν την τάση να δουλεύουν με χαμηλό επίπεδο αποθεμάτων. Επίσης, οι επιχειρήσεις με υψηλή μόχλευση χρέους, οφείλουν να εστιάσουν σε μια πιο αποτελεσματική διαχείριση του κεφαλαίου κίνησης, προκειμένου να αποφευχθεί η έκδοση νέων μετοχών και ομολόγων. Η θετική συσχέτιση των μεταβλητών των ημερών απαιτήσεων από τους πελάτες και των ημερών πίστωσης από τους προμηθευτές φανερώνει ότι, οι εταιρίες με σημαντική μόχλευση τείνουν να διαπραγματεύονται υψηλούς όρους πίστωσης με τους πελάτες και αυξημένους όρους πληρωμής με τους προμηθευτές τους.

Οι Ogundipe et al. (2012) διερεύνησαν τον αντίκτυπο της διαχείρισης του κεφαλαίου κίνησης σχετικά με την αγοραία αξία και τις αποδόσεις σε ένα δείγμα από 54 εισηγμένες μη χρηματοπιστωτικές εταιρίες του Χρηματιστηρίου της Νιγηρίας, για τα έτη 1995 έως 2009. Τα εμπειρικά ευρήματα της έρευνάς τους απέδειξαν την σημαντική σχέση μεταξύ της κερδοφορίας, της αγοραίας αξίας και των συστατικών του κεφαλαίου κίνησης. Σύμφωνα με τους Ogundipe et al. (2012) για να μεγιστοποιηθεί η αξία των μετόχων των νιγηριανών επιχειρήσεων, θα πρέπει να διασφαλιστούν η ορθή διαχείριση του κεφαλαίου κίνησης καθώς και των συστατικών του.

Οι Siriopoulos et al. (2012) επέκτειναν τη μελέτη που είχαν πραγματοποιήσει οι Lazaridis και Trifonidis (2006) για τις εισηγμένες εταιρίες του Χρηματιστηρίου Αθηνών προσθέτοντας ακόμη δύο μοντέλα. Με αυτό τον τρόπο ήθελαν να ερευνήσουν πως κάποιες επιπρόσθετες μεταβλητές οι οποίες σχετίζονται με τη διαχείριση του κεφαλαίου κίνησης επηρεάζουν όχι μόνο την κερδοφορία αλλά και την αγοραία αξία καθώς και την απόδοση του ενεργητικού της επιχείρησης. Τόνισαν την σημαντικότητα της ορθότητας της διαχείρισης του κεφαλαίου κίνησης στις ελληνικές επιχειρήσεις εξαιτίας της στατιστικά σημαντικής αρνητικής συσχέτισης που υπάρχει μεταξύ όλων των στοιχείων που εκφράζουν το κεφαλαίο κίνησης καθώς και της οικονομικής δραστηριότητας. Διαπιστώσανε ότι η εταιρική επίδοση συσχετίζεται και με τη διάρθρωση του χρέους, επειδή ο εξωτερικός δανεισμός όταν γίνεται με μέτρο, μπορεί να αποτελέσει ένα πολύ χρήσιμο εργαλείο στην αναπτυξιακή πορεία της εταιρίας. Επομένως μπορούμε να κατανοήσουμε τον λόγο που οι Ajibolade και Snakay (2013) συμπεριέλαβαν το στοιχείο του χρέους στην σχέση της διαχείρισης του κεφαλαίου κίνησης με την κερδοφορία.

Ο Panigrahi (2014) χρησιμοποιώντας ως δείγμα μόνο μία επιχείρηση, την ACC Limited, για το χρονικό διάστημα 2000 – 2010, τόνισε τη σχέση του κεφαλαίου κίνησης με την κερδοφορία, τον κίνδυνο πτώχευσης και τη ρευστότητα. Παρατήρησε ότι η διοίκηση οφείλει να στρέφει την προσοχή της τόσο στην ρευστότητα όσο και στην κερδοφορία, επειδή κάποιες φορές η μεγέθυνση της ρευστότητας οδηγεί σε μια μεγάλη πτώση της κερδοφορίας και αντίστροφα. Βασικό συμπέρασμα της μελέτης ήταν ότι η αποτελεσματική διαχείριση του κεφαλαίου κίνησης εξυπηρετεί και τις απαιτήσεις της ρευστότητας καθώς και της κερδοφορίας ώστε να επικρατεί μία ισορροπία μεταξύ αυτών των δύο.

Σε πρόσφατη μελέτη τους, οι Abdussalam και Darun (2017) υποστήριξαν ότι η έλλειψη της διαχείρισης του κεφαλαίου κίνησης αρκετές φορές έχει ως αποτέλεσμα μία κακή διαχείριση της κεφαλαιακής διάρθρωσης. Επιπλέον, εστίασαν στο να εξηγήσουν την επίδραση της διαχείρισης του κεφαλαίου κίνησης στη δομή της κερδοφορίας και των εταιρικών κεφαλαίων.

2.3 Κεφάλαιο κίνησης και κερδοφορία

Σε μελέτη τους οι Shin και Soenen (1998) ερευνήσανε τη συσχέτιση μεταξύ της κερδοφορίας και της διαχείρισης του κεφαλαίου κίνησης, όπου χρησιμοποίησαν ένα δείγμα 58.985 εισηγμένων εταιριών, το χρονικό διάστημα 1975 – 1994, καθιστώντας τον κύκλο ταμειακής μετατροπής ως το πρότυπο μέτρο για την αποτελεσματική διαχείριση του κεφαλαίου. Τα ευρήματα της μελέτης τους έδειξαν αρνητική συσχέτιση, μεταξύ του κύκλου μετατροπής μετρητών και της κερδοφορίας, διαπιστώνοντας ότι οδηγούν σε υψηλότερη κερδοφορία οι μικρότερες ημέρες του κεφαλαίου κίνησης. Το αποτέλεσμα αυτό οδηγεί στο συμπέρασμα ότι οι εταιρίες μπορούν να δημιουργήσουν αξία για τους μετόχους τους, μειώνοντας τον κύκλο ταμειακής μετατροπής .

Ο Wang (2002) συλλέγοντας στοιχεία 1.555 και 379 εταιριών από την Ιαπωνία και την Ταϊβάν αντίστοιχα, για τη χρονική περίοδο 1985 έως 1996, διαπίστωσε ότι ο κύκλος ταμειακής μετατροπής συσχετίζεται αρνητικά με τους δείκτες roa και roe , ενώ οι σχέσεις αυτές επηρεάζονται από τους κλαδικούς παράγοντες.

Ο Deloof (2003) ερεύνησε τη συσχέτιση του κεφαλαίου κίνησης και της εταιρικής κερδοφορίας, χρησιμοποιώντας στοιχεία από ένα δείγμα 1.009 εισηγμένων επιχειρήσεων στο Χρηματιστήριο του Βελγίου, το χρονικό διάστημα 1992 – 1996. Τα συμπεράσματα της έρευνας έδειξαν ότι τα κέρδη μιας επιχείρησης μπορούν να αυξηθούν εάν μειωθούν οι ημέρες πώλησης των αποθεμάτων, οι ημέρες είσπραξης των απαιτήσεων από τους πελάτες και οι ημέρες πληρωμής των υποχρεώσεων στους προμηθευτές. Επίσης, ο Deloof (2003) διαπίστωσε ότι οι επιχειρήσεις που έχουν λιγότερα κέρδη, έχουν τη δυνατότητα να περιμένουν περισσότερο για να αποπληρώσουν τα χρέη τους προς τους προμηθευτές. Επιπλέον, εξέτασε την επίδραση του κεφαλαίου κίνησης στην κερδοφορία αλλά και στην ρευστότητα, όπου κατέληξε ότι οι δύο αυτές έννοιες συσχετίζονται αρνητικά, επειδή οι αποφάσεις που μεγιστοποιούν τη ρευστότητα τείνουν να οδηγούν σε μειωμένη κερδοφορία των επιχειρήσεων και αντίστροφα.

Ο Eljelly (2004) στην επιστημονική του μελέτη διερεύνησε την σχέση ανάμεσα στην κερδοφορία και στη ρευστότητα, έχοντας ως δείγμα εισηγμένες επιχειρήσεις από τη Σαουδική Αραβία, κατά τη χρονική περίοδο 1996 έως 2000. Διαπίστωσε ότι ο αριθμοδείκτης κυκλοφοριακής ταχύτητας και ο κύκλος ταμειακής μετατροπής έχουν αρνητική επίδραση στην κερδοφορία. Επιπλέον, ο Eljelly (2004) συμπέρανε ότι το μέγεθος της εταιρίας δεν

επηρεάζει την κερδοφορία όταν εξέτασε το δείγμα συνολικά, αλλά την επηρεάζει όταν εξέτασε τους κλάδους εντάσεως κεφαλαίου ξεχωριστά.

Ο Narware (2004) εξέτασε την επίδραση της διοίκησης του κεφαλαίου κίνησης στην κερδοφορία, με βάση τα στοιχεία της ινδικής επιχείρησης National Fertilizers Limited, για τη χρονική περίοδο 1990 – 1991 έως 1999 – 2000. Διαπίστωσε ότι από τους εννέα αριθμοδείκτες που χρησιμοποίησε, οι τρεις είχαν αρνητική επίπτωση στο δείκτη της κερδοφορίας. Οι αριθμοδείκτες αυτοί ήταν το κυκλοφορούν ενεργητικό προς τις πωλήσεις, η κυκλοφοριακή ταχύτητα του κεφαλαίου κίνησης και η κυκλοφοριακή ταχύτητα των χρεωστών. Επίσης, ένα ακόμη συμπέρασμα της έρευνάς του ήταν ότι η αύξηση της κερδοφορίας της επιχείρησης ήταν μικρότερη από το ποσοστό μείωσης του κεφαλαίου κίνησης.

Οι Lazaridis και Tryfonidis (2006) ανέλυσαν ένα δείγμα 131 εταιριών εισηγμένων στο Χρηματιστήριο των Αθηνών, το χρονικό διάστημα 2001 έως 2004. Παρατήρησαν ότι υπάρχει στατιστικά σημαντική αρνητική συσχέτιση μεταξύ της διοίκησης του κεφαλαίου κίνησης και της κερδοφορίας, για τη μέτρηση της οποίας χρησιμοποιήθηκε το μικτό λειτουργικό κέρδος. Επιπροσθέτως, οι Lazaridis και Tryfonidis (2006) τόνισαν ότι οι επιχειρήσεις μπορούν να αυξήσουν τα κέρδη τους με τη σωστή διαχείριση του κύκλου ταμειακής μετατροπής και τη διατήρηση των αποθεμάτων, των λογαριασμών εισπρακτέων και των λογαριασμών πληρωτέων σε ένα άριστο επίπεδο.

Ο Padachi (2006) με δείγμα 58 μικρές κατασκευαστικές επιχειρήσεις στον Μαυρίκιο, για τη χρονική περίοδο 1998 – 2003, υποστήριξε πως οι η υπερβολική δέσμευση κεφαλαίων στα αποθέματα και στους εισπρακτέους λογαριασμούς, συνδέεται με αρνητικές συνέπειες στα εταιρικά κέρδη. Ο Padachi (2006) χρησιμοποίησε ως βασική μεταβλητή την απόδοση των περιουσιακών στοιχείων, επειδή πίστευε ότι μετρά καλύτερα την απόδοση μιας επιχείρησης με βάση τα περιουσιακά της στοιχεία. Επομένως, κατέληξε στο να συνδέσει τις υψηλές επενδύσεις σε αποθέματα και σε απαιτήσεις, με την χαμηλή κερδοφορία.

Οι Garcia-Teruel και Martinez-Solano (2007) χρησιμοποίησαν ένα δείγμα από 8.872 μικρομεσαίες επιχειρήσεις της Ισπανίας, η οποία λειτουργεί στο πλαίσιο του μοντέλου της ηπειρωτικής Ευρώπης, όπου θεωρείται από τις λιγότερο ανεπτυγμένες κεφαλαιαγορές, το χρονικό διάστημα 1996 έως 2002. Τα αποτελέσματα της επιστημονικής τους έρευνας κατέληξαν ότι η μείωση της διάρκειας του κύκλου μετατροπής μετρητών μπορεί να αυξήσει την κερδοφορία των επιχειρήσεων και πρότειναν τη μείωση του ύψους των αποθεμάτων και

των ημερών διατήρησής τους. Επίσης, διαπιστώσανε ότι ο αριθμός εξόφλησης των λογαριασμών πληρωτέων δεν έχει στατιστικά σημαντική επίδραση στην κερδοφορία των εξεταζόμενων μικρομεσαίων εταιριών.

Οι Afza και Nazir (2007) δημοσίευσαν την έρευνά τους πάνω σε ένα δείγμα 263 επιχειρήσεων από δεκαεπτά διαφορετικούς κλάδους του Πακιστάν, που ήταν εισηγμένες στο Χρηματιστήριο του Καραάτσι, κατά τη χρονική περίοδο 1998 – 2003. Σύμφωνα με τα ευρήματά τους, όσο πιο επιθετική είναι η πολιτική μιας εταιρίας στη διοίκηση του κεφαλαίου κίνησης, τόσο χαμηλότερη είναι η κερδοφορία της. Επιπλέον, οι Afza και Nazir (2007) διαπιστώσανε ότι υπάρχουνε σημαντικές διαφοροποιήσεις μεταξύ των διαφόρων κλάδων, ανάμεσα στις επενδύσεις σε κεφάλαιο κίνησης και στους τρόπους χρηματοδότησης αυτών. Σε νέα μελέτη τους οι Afza και Nazir (2009) εξέτασαν 204 επιχειρήσεις που ήτανε εισηγμένες στο Χρηματιστήριο του Καραάτσι, κατά τα έτη 1998 – 2005, όπου κατέληξαν και πάλι στο συμπέρασμα ότι ο βαθμός επιθετικότητας στη διοίκηση του κεφαλαίου κίνησης συσχετίζεται αρνητικά με την κερδοφορία.

Οι Vishnani και Shah (2007) έπειτα από έρευνα που πραγματοποίησαν σε ένα δείγμα από 23 εισηγμένες επιχειρήσεις οι οποίες δραστηριοποιούνταν στον κλάδο των ηλεκτρονικών ειδών ευρείας κατανάλωσης, στην Ινδία τα έτη 1994 – 95 έως 2004 – 05, συμπέραναν πως η κερδοφορία έχει αρνητική συσχέτιση με τις ημέρες της παραμονής των αποθεμάτων στην αποθήκη και με τις ημέρες είσπραξης των απαιτήσεων, ενώ έχει θετική συσχέτιση με τις ημέρες εξόφλησης των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων.

Οι Raheman και Nasr (2007) χρησιμοποίησαν ένα δείγμα από 94 εταιρίες που ήτανε εισηγμένες στο Χρηματιστήριο του Πακιστάν, κατά το χρονικό διάστημα 1999 έως 2004. Τα εμπειρικά τους ευρήματα έδειξαν ότι η κερδοφορία έχει αρνητική συσχέτιση με τον κύκλο ταμειακής μετατροπής, τις ημέρες είσπραξης των απαιτήσεων, τις ημέρες της παραμονής των αποθεμάτων στις αποθήκες, τις ημέρες εξόφλησης των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων καθώς και με τον αριθμοδείκτη της κυκλοφοριακής ρευστότητας. Επιπλέον, οι Raheman και Nasr (2007) παρατηρήσανε ότι η κερδοφορία συσχετίζεται θετικά με το μέγεθος των επιχειρήσεων και αρνητικά με το χρέος.

Κατά τον Ganesan (2007), βελτιστοποίηση του κεφαλαίου κίνησης σημαίνει, ελαχιστοποίηση των αναγκών σε κεφάλαιο κίνησης και πραγματοποίηση της μέγιστης δυνατής ωφέλειας. Στην μελέτη του ο Ganesan (2007) χρησιμοποιώντας δεδομένα από ένα δείγμα 349 εταιριών του κλάδου των τηλεπικοινωνιών, τη χρονική περίοδο 2001 έως 2007,

εξέτασε τη σχέση μεταξύ των παραγόντων της διαχείρισης του κεφαλαίου κίνησης με την ρευστότητα και την κερδοφορία. Τα εμπειρικά ευρήματα μιας αποτελεσματικής διαχείρισης κεφαλαίου κίνησης, αποκάλυψαν ότι, αυξάνοντας τις ταμειακές ροές, με συνέπεια την αύξηση των ευκαιριών ανάπτυξης των εταιριών επιτυγχάνεται η δημιουργία αξίας στους μετόχους.

Επιπλέον, πρέπει να τονιστεί ότι σε μεγάλο αριθμό επιστημονικών μελετών που έχουνε διεξαχθεί, εκτός από τον εμπορικό κύκλο και οι επιμέρους συνιστώσες του έχουνε χρησιμοποιηθεί σαν επεξηγηματικές μεταβλητές στα υποδείγματα που εξετάστηκαν και έχει επιδιωχθεί η συσχέτισή τους με την κερδοφορία των επιχειρήσεων και μεμονωμένα πέρα από την έμμεση χρήση τους μέσω της μεταβλητής του εμπορικού κύκλου. Επομένως πολλοί ερευνητές όπως ο Deloof (2003), οι Lazaridis και Tryfonidis (2006), οι Garcia-Teruel και Martinez-Solano (2007) και οι Raheman και Nars (2007) έχουνε συμπεριλάβει στα μοντέλα τους σαν ανεξάρτητη μεταβλητή τη μέση περίοδο είσπραξης των απαιτήσεων των πελατών για να προσδιορίσουνε την πολιτική όπου ακολουθείται για την είσπραξη των απαιτήσεων. Οι ίδιοι μελετητές, έχουνε συμπεριλάβει στα υποδείγματά τους την περίοδο ρευστοποίησης των αποθεμάτων σαν ένδειξη της πολιτικής που ακολουθείται για τα εμπορεύματα, καθώς και την περίοδο αποπληρωμής των πιστωτών όπου αντίστοιχα αποτελεί ένδειξη της πολιτικής διαχείρισης των οφειλών προς τους πιστωτές.

Οι Şamiloğlu και Demirgünes (2008) στην έρευνά τους χρησιμοποίησανε ένα δείγμα από εισηγμένες κατασκευαστικές επιχειρήσεις του Χρηματιστηρίου της Κωνσταντινούπολης, κατά τη χρονική περίοδο 1998 έως 2007. Τα εμπειρικά τους ευρήματα έδειξαν ότι η κερδοφορία έχει στατιστικά σημαντική αρνητική σχέση με τις ημέρες είσπραξης των απαιτήσεων, τις ημέρες παραμονής των αποθεμάτων στην αποθήκη και με την μόχλευση, ενώ έχει στατιστικά σημαντική θετική σχέση με την ποσοστιαία μεταβολή των πωλήσεων. Επίσης, η κερδοφορία δεν έχει στατιστικά σημαντική συσχέτιση με τον κύκλο ταμειακής μετατροπής, το μέγεθος της εταιρίας και τον λόγο των παγίων χρηματοοικονομικών στοιχείων προς το σύνολο του ενεργητικού.

Οι Kieschnick et al. (2009) χρησιμοποιώντας δείγμα αμερικανικών επιχειρήσεων, για τα έτη 1990 έως 2006, εξέτασαν την σχέση του κεφαλαίου κίνησης με την αξία των επιχειρήσεων. Τα συμπεράσματα της μελέτης τους έδειξαν ότι η αποτελεσματική διαχείριση του κεφαλαίου κίνησης μπορεί να προσθέσει αξία για τους μετόχους των εταιριών.

Οι Zariyawati et al. (2009) στην επιστημονική έρευνά τους εξέτασαν την επίδραση της διοίκησης του κεφαλαίου κίνησης στην κερδοφορία των εισηγμένων εταιριών της Μαλαισίας, κατά το χρονικό διάστημα 1996 έως 2006, όπου διαπίστωσαν ότι ο κύκλος ταμειακής μετατροπής έχει αρνητική σχέση με την κερδοφορία. Επίσης, την ίδια αρνητική σχέση βρήκανε και οι Ramachandran και Janakiraman (2009) για τη βιομηχανία χαρτικών της Ινδίας για τα έτη 1997 – 98 έως 2005 – 06.

Ο Uyar (2009) στην μελέτη του δεν αναλύει μόνο την σχέση του κύκλου ταμειακής μετατροπής με το επίπεδο κερδοφορίας αλλά και τη σχέση του κύκλου ταμειακής μετατροπής με το μέγεθος της επιχείρησης. Η έρευνα του Uyar (2009) διεξήχθη σε ένα δείγμα 166 επιχειρήσεων από επτά διαφορετικούς κλάδους που ήταν εισηγμένες στο Χρηματιστήριο της Κωνσταντινούπολης, το έτος 2007. Τα συμπεράσματά του δείχνουν ότι η διάρκεια του κύκλου μετατροπής μετρητών συσχετίζεται αρνητικά με την κερδοφορία όταν αυτή μετράται με τον αριθμοδείκτη *roa*, ενώ δεν υπάρχει στατιστικά σημαντική συσχέτιση μεταξύ τους όταν η κερδοφορία μετράται με τον αριθμοδείκτη *roe*. Ακόμη απέδειξε ότι η διάρκεια του κύκλου ταμειακής μετατροπής επηρεάζεται αρνητικά από το μέγεθος των εταιριών, δηλαδή είναι μεγαλύτερη στις μικρότερες εταιρίες, όπου το μέγεθος μετράται σε όρους των πωλήσεων και του συνόλου του ενεργητικού.

Η μελέτη των Gill et al. (2010), επιδιώκει να επεκτείνει τα ευρήματα της έρευνας των Lazaridis και Tryfonidis (2006), όσον αφορά τη συσχέτιση μεταξύ της διαχείρισης του κεφαλαίου κίνησης και της κερδοφορίας. Οι Gill et al. (2010) χρησιμοποίησαν στοιχεία από ένα δείγμα 88 εισηγμένων εταιριών του Χρηματιστηρίου της Νέας Υόρκης, για τη χρονική περίοδο 2005 – 2007. Τα αποτελέσματα της επιστημονικής τους μελέτης κατέδειξαν ότι υπάρχει μία στατιστικά σημαντική σχέση μεταξύ του κύκλου ταμειακής μετατροπής και του μικτού λειτουργικού κέρδους, επιβεβαιώνοντας την ανάγκη του σωστού χειρισμού του κύκλου ταμειακής μετατροπής όπως και την τήρηση των απαιτήσεων σε ένα άριστο επίπεδο. Επίσης διαπίστωσαν ότι η μέση περίοδος είσπραξης των απαιτήσεων συσχετίζεται αρνητικά με την κερδοφορία, ενώ η μέση περίοδος εξόφλησης των υποχρεώσεων και η μέση περίοδος παραμονής των αποθεμάτων στην αποθήκη, δεν επηρεάζουνε την κερδοφορία των επιχειρήσεων.

Σε μελέτη τους οι Karaduman et al. (2010), χρησιμοποιώντας ως δείγμα τα στοιχεία 140 εισηγμένων εταιριών του Χρηματιστηρίου της Κωνσταντινούπολης, για το χρονικό διάστημα 2005 – 2008, εξέτασαν τη σχέση ανάμεσα στη διοίκηση του κεφαλαίου κίνησης και στην

κερδοφορία. Τα εμπειρικά ευρήματα έδειξαν ότι, για τις συγκεκριμένες εταιρίες η διαχείριση του κεφαλαίου κίνησης είναι ζωτικής σημασίας, ενώ ο υψηλός ρυθμός αύξησης του πραγματικού Α.Ε.Π. της Τουρκίας, επισημαίνει τη σημασία της οικονομικής τους ανάπτυξης. Πιο συγκεκριμένα, η απόδοση του συνολικού ενεργητικού ως μεταβλητή της κερδοφορίας, αυξάνεται, καθώς μειώνεται ο αριθμός των ημερών των αποθεμάτων και των ημερών των απαιτήσεων και καθώς αυξάνεται ο αριθμός των ημερών πίστωσης των προμηθευτών. Επίσης, η μείωση του κύκλου ταμειακής μετατροπής και η αύξηση του μεγέθους μιας εταιρίας προσφέρει θετική επίδραση στην κερδοφορία, ενώ αρνητική είναι η σχέση που παρατηρείται στον αριθμοδείκτη του χρέους.

Οι Charitou et al. (2010) συλλέγοντας στοιχεία από 43 επιχειρήσεις που ήταν εισηγμένες στο Χρηματιστήριο της Κύπρου, κατά τη χρονική περίοδο 1998 έως 2007, ερεύνησαν εάν η κερδοφορία συσχετίζεται με τον κύκλο ταμειακής μετατροπής, καθώς επίσης και τα συστατικά στοιχεία του στην κυπριακή αναδυόμενη αγορά. Συμπέραναν ότι υπάρχει μία αντίστροφη σχέση μεταξύ του δείκτη roa και του κύκλου ταμειακής μετατροπής. Επιπροσθέτως, διαπιστώσανε ότι ο αριθμοδείκτης roa συσχετίζεται αρνητικά με τις ημέρες είσπραξης των απαιτήσεων, τις ημέρες παραμονής των αποθεμάτων στην αποθήκη καθώς και τις ημέρες εξόφλησης των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων.

Οι Dong και Su (2010) διερεύνησαν τη συσχέτιση μεταξύ της κερδοφορίας, του κύκλου μετατροπής μετρητών καθώς και τις συνιστώσες του, για όλους τους κλάδους των εισηγμένων εταιριών στο Χρηματιστήριο του Βιετνάμ, το χρονικό διάστημα 2006 – 2008. Τα ευρήματα της έρευνας επιβεβαιώνουν τις προηγούμενες μελέτες σχετικά με την ισχυρή αρνητική συσχέτιση μεταξύ του κύκλου ταμειακής μετατροπής και της κερδοφορίας. Οι εταιρίες μπορούν να δημιουργήσουν μια θετική αξία για τους μετόχους τους, από τον επαρκή χειρισμό του κύκλου ταμειακής μετατροπής, διατηρώντας σε ένα άριστο επίπεδο αποτελεσματικής διαχείρισης κάθε συστατικό του κεφαλαίου κίνησης.

Ο Chatterjee (2010) χρησιμοποίησε ένα δείγμα 30 βρετανικών επιχειρήσεων εισηγμένων στο Χρηματιστήριο του Λονδίνου, για τα έτη 2006 έως 2008. Τα ερευνητικά συμπεράσματα που προκύπτουν από την έρευνά του είναι πως μία αύξηση της διάρκειας του ταμειακού κύκλου συνδέεται με μία μικρότερη κερδοφορία. Επίσης, διερεύνησε τη δυνατότητα της διοίκησης να επιδράσει στο αποτέλεσμα μέσω της καλύτερης διαχείρισης του κεφαλαίου κίνησης και της διατήρησής του στα χαμηλότερα δυνατά επίπεδα, χωρίς όμως να τίθενται νέα ζητήματα για την εύρυθμη λειτουργία των επιχειρήσεων.

Ο Mathuva (2010) σε έρευνα που πραγματοποίησε σχετικά με την επίδραση των παραγόντων της διαχείρισης του κεφαλαίου κίνησης στην κερδοφορία, χρησιμοποίησε ως δείγμα τα στοιχεία 30 εισηγμένων εταιριών του Χρηματιστηρίου του Ναϊρόμπι, κατά το χρονικό διάστημα 1993 έως 2008. Τα αποτελέσματα της εμπειρικής του έρευνας έδειξαν ότι μία εταιρία μπορεί να αυξήσει την κερδοφορία της αυξάνοντας το ύψος των αποθεμάτων, μειώνοντας την περίοδο είσπραξης των απαιτήσεων και αυξάνοντας την περίοδο εξόφλησης των λογαριασμών πληρωτέων. Επιπλέον, ο Mathuva (2010) υποστηρίζει πως η συσχέτιση της κερδοφορίας με τον εμπορικό κύκλο και τις απαιτήσεις είναι αρνητική και ότι η ταχύτερη είσπραξη των εισπρακτέων λογαριασμών βελτιώνει τη ρευστότητα των επιχειρήσεων, όπου μπορεί να οδηγήσει σε αναχρηματοδότηση των αποθεμάτων, άρα σε περισσότερες πωλήσεις και επομένως σε αύξηση των κερδών.

Οι Sharma and Kumar (2011) δημοσίευσαν τη μελέτη τους πάνω σε δείγμα 263 ινδικών εταιριών του Χρηματιστηρίου της Βομβάης, για την περίοδο 2000 έως 2008. Κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι υπάρχει θετική συσχέτιση της κερδοφορίας με την περίοδο είσπραξης των απαιτήσεων και με τη διάρκεια του κύκλου μετατροπής μετρητών, ενώ υπάρχει αρνητική συσχέτιση της κερδοφορίας με την περίοδο εξόφλησης των λογαριασμών πληρωτέων και με τη διάρκεια παραμονής των αποθεμάτων στην αποθήκη.

Η μελέτη των Singh και Asress (2011), διερεύνησε την αρνητική σχέση μεταξύ της κερδοφορίας και της ρευστότητας, σε διάφορους κλάδους ινδικών επιχειρήσεων, ενώ παρατηρήθηκε μια ισχυρή επίδραση στην σχέση της κερδοφορίας και του κεφαλαίου κίνησης. Σύμφωνα με τους Singh και Asress (2011), εάν το πραγματικό κεφάλαιο κίνησης των εταιριών, βρίσκεται κάτω από το απαιτούμενο κεφάλαιο κίνησης σε σύγκριση με το λειτουργικό μέγεθός τους, τότε οι εταιρίες έχουν υποχρέωση να παράγουν κάτω του βέλτιστου μεγέθους τους, καθώς αυτό δημιουργεί χαμηλές αποδόσεις του ενεργητικού τους και έντονα προβλήματα κάλυψης των τρεχουσών αναγκών τους. Επιπλέον, διαπίστωσαν ότι ένα υπερβολικά υψηλό κεφάλαιο κίνησης δείχνει συσσώρευση της αδράνειας των κυκλοφορούντων περιουσιακών στοιχείων, επειδή δεν συμβάλλει στην κερδοφορία των εταιριών, ενώ ένα ανεπαρκές κεφάλαιο κίνησης βλάπτει την πιστοληπτική τους ικανότητα καθώς και την καθημερινή τους δραστηριότητα, οδηγώντας έτσι στην αφερεγγυότητα δηλαδή στην πτώχευση των εταιριών αυτών.

Ο Alipour (2011) στη μελέτη του εξέτασε 1.063 επιχειρήσεις που διαπραγματεύονταν στο Χρηματιστήριο της Τεχεράνης, τη χρονική περίοδο 2001 έως 2006 και συμπέρανε ότι

υπάρχει αρνητική συσχέτιση μεταξύ της κερδοφορίας και του κύκλου ταμειακής μετατροπής. Επιπλέον, διαπίστωσε ότι αρνητική είναι η σχέση της κερδοφορίας και με την περίοδο είσπραξης των απαιτήσεων καθώς και με την περίοδο μετατροπής των αποθεμάτων. Επίσης, οι Mojtahezadeh et al. (2011) εξέτασαν 101 επιχειρήσεις εισηγμένες στο Χρηματιστήριο της Τεχεράνης, κατά το χρονικό διάστημα 2004 έως 2008, όπου απέδειξαν ότι υπάρχει αρνητική συσχέτιση ανάμεσα στην κερδοφορία και στον κύκλο ταμειακής μετατροπής, ενώ η κερδοφορία συσχετίζεται αρνητικά και με την περίοδο εξόφλησης των πληρωτέων λογαριασμών καθώς και με την περίοδο είσπραξης των απαιτήσεων. Επομένως, τα συμπεράσματα των δύο ερευνητικών μελετών διαφέρουν ως προς τη σχέση της κερδοφορίας με τις περιόδους μετατροπής των αποθεμάτων και με τις περιόδους εξόφλησης των πληρωτέων λογαριασμών.

Οι Hayajneh και Yassine (2011) συλλέγοντας στοιχεία από ένα δείγμα 53 κατασκευαστικών επιχειρήσεων εισηγμένων στο Χρηματιστήριο του Αμμάν της Ιορδανίας, τη χρονική περίοδο 2000 έως 2006, βρήκανε ότι η κερδοφορία συσχετίζεται αρνητικά με τον κύκλο ταμειακής μετατροπής, με τα τρία συστατικά στοιχεία του, καθώς και με τη χρηματοοικονομική μόχλευση. Αντίθετα, διαπίστωσαν ότι η κερδοφορία συσχετίζεται θετικά με το δείκτη της κυκλοφοριακής ρευστότητας, το μέγεθος της εταιρίας και τη μεγέθυνση των πωλήσεων.

Σε αντίθεση με τα εμπειρικά ευρήματα των Hayajneh και Yassine (2011), ο Abuzayed (2012), χρησιμοποιώντας ένα δείγμα 52 επιχειρήσεων εισηγμένων στο Χρηματιστήριο του Αμμάν, κατά το χρονικό διάστημα 2000 – 2008, συμπέρανε ότι υπάρχει θετική σχέση μεταξύ της κερδοφορίας και του κύκλου μετατροπής μετρητών. Σύμφωνα με τον Abuzayed (2012) οι κερδοφόρες εταιρίες έχουν λιγότερα κίνητρα όσον αφορά την αποτελεσματική και σωστή διαχείριση του κεφαλαίου κίνησής τους, επειδή οι χρηματοπιστωτικές αγορές αποτυγχάνουν να τιμωρήσουν τις αποφάσεις των διοικούντων για τον μη αποτελεσματικό τρόπο διοίκησης όπου ακολουθούν. Επιπροσθέτως, παρατηρείται ότι στην έρευνά τους οι Hayajneh και Yassine (2011) υπολογίζουν την κερδοφορία με τον λόγο των καθαρών λειτουργικών εσόδων προς το σύνολο του ενεργητικού, ενώ ο Abuzayed (2012) χρησιμοποιεί για τη μέτρηση της κερδοφορίας το μικτό λειτουργικό κέρδος.

Η Al-Mwalla (2012) αντλώντας δεδομένα από 57 βιομηχανικές εισηγμένες επιχειρήσεις στο Χρηματιστήριο του Αμμάν, κατά τη χρονική περίοδο 2001 έως 2009, απέδειξε ότι η επιθετική πολιτική του κεφαλαίου κίνησης, υπό την έννοια τόσο της χρησιμοποίησης της βραχυπρόθεσμης χρηματοδότησης όσο και των επενδύσεων σε περιουσιακά στοιχεία

μακροχρόνιας διάρκειας, επιδράει αρνητικά στην κερδοφορία. Στα ίδια συμπεράσματα καταλήξαν και οι Vahid et al. (2012) όπου ανέλυσαν τις χρηματοοικονομικές καταστάσεις 28 ιρανικών εισηγμένων επιχειρήσεων στο Χρηματιστήριο της Τεχεράνης, κατά το χρονικό διάστημα 2005 έως 2009.

Επίσης, όμοια με τους Hayajneh και Yassine (2011), η Al-Mwalla (2012) στην έρευνά της διαπίστωσε ότι η μεγέθυνση των πωλήσεων, το μέγεθος της εταιρίας, όπως και η μεγέθυνση του Α.Ε.Π. συσχετίζονται θετικά με την κερδοφορία, αλλά καταλήγει στο συμπέρασμα ότι η χρηματοοικονομική μόχλευση μετρούμενη τώρα από τον λόγο του συνόλου των υποχρεώσεων προς το σύνολο των ιδίων κεφαλαίων, δεν ασκεί κάποια επίδραση στην κερδοφορία της επιχείρησης.

Η αποτελεσματικότητα της διαχείρισης του κεφαλαίου κίνησης έχει επιπτώσεις στην κερδοφορία των επιχειρήσεων. Ο Aregbeyen (2013) στην έρευνά του εξέτασε τις επιπτώσεις της διαχείρισης του κεφαλαίου κίνησης στην κερδοφορία, χρησιμοποιώντας ένα δείγμα 48 μεγάλων μεταποιητικών εταιριών εισηγμένων στο Χρηματιστήριο της Νιγηρίας, για τη χρονική περίοδο 1993 – 2005. Στη μελέτη του διερεύνησε τη συσχέτιση της εταιρικής κερδοφορίας με το κεφάλαιο κίνησης καθώς και τους κλαδικούς παράγοντες. Η κερδοφορία υπολογίστηκε εναλλακτικά με το μικτό λειτουργικό κέρδος, τα καθαρά λειτουργικά έσοδα και με την απόδοση των περιουσιακών στοιχείων. Επίσης, η διαχείριση του κεφαλαίου κίνησης μετρήθηκε με τη μέση περίοδο είσπραξης των απαιτήσεων, τη μέση περίοδο πληρωμής, την κυκλοφοριακή ταχύτητα των αποθεμάτων και συνολικά με τον κύκλο μετατροπής μετρητών. Τα αποτελέσματα της μελέτης έδειξαν ότι η αναποτελεσματική διαχείριση του κεφαλαίου κίνησης μειώνει σημαντικά την κερδοφορία των επιχειρήσεων. Η έρευνα του Aregbeyen (2013) κατέληξε στο συμπέρασμα ότι η βελτίωση της αποτελεσματικότητας της διαχείρισης του κεφαλαίου κίνησης είναι απαραίτητη και πρότεινε οι νιγηριανές μεταποιητικές επιχειρήσεις να μειώσουνε τη μέση περίοδο είσπραξης των απαιτήσεων, τη μέση περίοδο πληρωμής, την κυκλοφοριακή ταχύτητα των αποθεμάτων και τον κύκλο ταμειακής μετατροπής.

Στη Σουηδία, οι Yazdanfar και Öhman (2014) εξέτασαν τη σχέση μεταξύ του κύκλου ταμειακής μετατροπής και της κερδοφορίας, σε ένα δείγμα μικρών και μεσαίων επιχειρήσεων. Τα εμπειρικά ευρήματα της έρευνάς τους έδειξαν αρνητική συσχέτιση μεταξύ του κύκλου μετατροπής μετρητών και της κερδοφορίας. Επίσης, οι Singhanian et al. (2014) διαπίστωσαν μία αρνητική συσχέτιση μεταξύ του κύκλου ταμειακής μετατροπής και της

κερδοφορίας, σε ένα δείγμα κατασκευαστικών εισηγμένων εταιριών του Χρηματιστηρίου της Βομβάης στην Ινδία.

Οι Palanisamy και Sengottaiyan (2015) μελέτησαν την επίδραση της διαχείρισης του κεφαλαίου κίνησης στην κερδοφορία, συλλέγοντας στοιχεία από φαρμακευτικές εταιρίες της Ινδίας, για τα έτη 2000 – 2004 έως 2012 – 2013. Παρατήρησαν ότι ο αριθμοδείκτης των συνολικών υποχρεώσεων προς το σύνολο των ιδίων κεφαλαίων συσχετίζεται αρνητικά με την απόδοση των περιουσιακών στοιχείων. Επίσης, διαπιστώσανε ότι ο αριθμοδείκτης των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων προς το σύνολο των περιουσιακών στοιχείων έχει αρνητική συσχέτιση με την απόδοση των περιουσιακών στοιχείων.

Σε πρόσφατη μελέτη τους οι Hassan και Shrivastava (2019) διερεύνησαν την επίδραση της διαχείρισης του κεφαλαίου κίνησης σε σχέση με την κερδοφορία, μέσω της μεταβλητής του κύκλου μετατροπής μετρητών, μιας ινδικής πολυεθνικής εισηγμένης εταιρίας, της Tata Motors, για τη χρονική περίοδο 2013 έως 2017. Οι Hassan και Shrivastava (2019) επέκτειναν την έρευνα που είχαν πραγματοποιήσει οι Lazaridis και Trifonidis (2006), όσον αφορά τη συσχέτιση μεταξύ της διαχείρισης του κεφαλαίου κίνησης και της κερδοφορίας. Τα συμπεράσματα της επιστημονικής έρευνας των Hassan και Shrivastava (2019) έδειξαν ότι υπάρχει στατιστικά σημαντική συσχέτιση μεταξύ των μεταβλητών όπου εξετάστηκαν. Επίσης εξήγησαν την αναγκαιότητα των επιχειρήσεων να βελτιστοποιήσουν το επίπεδο διαχείρισης του κεφαλαίου κίνησής τους και να διατηρούνε αρκετή ρευστότητα, καθώς επηρεάζει την κερδοφορία. Επιπλέον, τα αποτελέσματα της μελέτης έδειξαν ότι υπάρχει σημαντικό επίπεδο συσχέτισης μεταξύ των αριθμοδεικτών της κερδοφορίας καθώς και των συστατικών στοιχείων του κεφαλαίου κίνησης.

Οι Dalci et al. (2019) εξέτασαν εάν το μέγεθος της επιχείρησης επηρεάζει τη σχέση του κύκλου μετατροπής μετρητών με την κερδοφορία, σε ένα δείγμα 285 γερμανικών μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων, για ένα χρονικό διάστημα 8 ετών. Τα αποτελέσματα της έρευνάς τους αποκάλυψαν ότι η σχέση μεταξύ του κύκλου μετατροπής μετρητών και της κερδοφορίας επηρεάζεται από το μέγεθος της επιχείρησης. Επίσης, οι Dalci et al. (2019) κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι οι μικρές και οι μεσαίες επιχειρήσεις, σε αντίθεση με τις μεγάλες επιχειρήσεις, θα πρέπει να μειώσουνε τον κύκλο ταμειακής μετατροπής ώστε να αυξηθεί η κερδοφορία.

3 Εμπειρική προσέγγιση

3.1 Εισαγωγή

Ο σκοπός της εμπειρικής έρευνας είναι να εξετάσει μέσω της παλινδρόμησης την επίδραση της διαχείρισης του κεφαλαίου κίνησης στην κερδοφορία των ελληνικών εισηγμένων επιχειρήσεων. Επιπλέον, ελέγχεται η ύπαρξη διαφοροποιήσεων μεταξύ των διαφόρων κλάδων της ελληνικής οικονομίας. Ως αντιπροσωπευτικό μέτρο της διαχείρισης του κεφαλαίου κίνησης έχει χρησιμοποιηθεί ο κύκλος μετατροπής μετρητών και τα επιμέρους τρία συστατικά στοιχεία του, τα οποία είναι ο αριθμός ημερών είσπραξης των απαιτήσεων, ο αριθμός ημερών διατήρησης των αποθεμάτων, καθώς και ο αριθμός ημερών εξόφλησης των λογαριασμών πληρωτέων. Επίσης, ως μέτρο της κερδοφορίας έχει επιλεγθεί το μικτό λειτουργικό κέρδος. Η συγκεκριμένη προσέγγιση είναι παρόμοια με την επιστημονική μελέτη των Gill et al. (2010), όπου επιδίωξε να επεκτείνει τα ευρήματα της έρευνας των Lazaridis και Tryfonidis (2006), όσον αφορά τη συσχέτιση μεταξύ της διαχείρισης του κεφαλαίου κίνησης και της κερδοφορίας.

3.2 Ερευνητικές Υποθέσεις

Προκειμένου να επιτευχθεί ο σκοπός της παρούσας μελέτης, τίθενται οι παρακάτω τέσσερις ερευνητικές υποθέσεις:

***H₀ 1.** Δεν υπάρχει σημαντική συσχέτιση μεταξύ του χρόνου είσπραξης των απαιτήσεων και της κερδοφορίας.*

***H₀ 2.** Δεν υπάρχει σημαντική συσχέτιση μεταξύ του χρόνου διατήρησης των αποθεμάτων στην αποθήκη και της κερδοφορίας.*

***H₀ 3.** Δεν υπάρχει σημαντική συσχέτιση μεταξύ του χρόνου εξόφλησης των πιστωτών και της κερδοφορίας.*

***H₀ 4.** Δεν υπάρχει σημαντική συσχέτιση μεταξύ του χρόνου μετατροπής μετρητών και της κερδοφορίας.*

3.3 Μοντέλα που θα εφαρμοστεί η έρευνα και μεταβλητές των μοντέλων

Το υπόδειγμα που θα χρησιμοποιηθεί στην ερευνητική εργασία περιλαμβάνει τα εξής τέσσερα γραμμικά μοντέλα:

$$gop_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 dar_{i,t} + \alpha_2 dr_{i,t} + \alpha_3 fr_{i,t} + \alpha_4 lr_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

$$gop_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 dinv_{i,t} + \alpha_2 dr_{i,t} + \alpha_3 fr_{i,t} + \alpha_4 lr_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

$$gop_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 dap_{i,t} + \alpha_2 dr_{i,t} + \alpha_3 fr_{i,t} + \alpha_4 lr_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

$$gop_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 ccc_{i,t} + \alpha_2 dr_{i,t} + \alpha_3 fr_{i,t} + \alpha_4 lr_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

όπου $gop_{i,t}$	είναι το μικτό λειτουργικό αποτέλεσμα, όπου το μικτό λειτουργικό αποτέλεσμα ορίζεται ως τις πωλήσεις μείον το κόστος πωληθέντων προς το σύνολο του ενεργητικού μείον τα πάγια χρηματοοικονομικά στοιχεία του ενεργητικού,
$dar_{i,t}$	είναι ο αριθμός των ημερών είσπραξης των απαιτήσεων, όπου ο αριθμός των ημερών είσπραξης των απαιτήσεων ορίζεται ως τους λογαριασμούς είσπρακτέους προς τις πωλήσεις επί 365 ημέρες,
$dinv_{i,t}$	είναι ο αριθμός των ημερών διατήρησης των αποθεμάτων, όπου ο αριθμός των ημερών διατήρησης των αποθεμάτων ορίζεται ως τα αποθέματα προς το κόστος πωληθέντων επί 365 ημέρες,
$dap_{i,t}$	είναι ο αριθμός των ημερών εξόφλησης των λογαριασμών πληρωτέων, όπου ο αριθμός των ημερών εξόφλησης των λογαριασμών πληρωτέων ορίζεται ως τους λογαριασμούς πληρωτέους προς το κόστος πωληθέντων επί 365 ημέρες,
$ccc_{i,t}$	είναι ο κύκλος μετατροπής μετρητών, όπου ο κύκλος μετατροπής μετρητών ορίζεται ως τις ημέρες είσπραξης των απαιτήσεων συν τις ημέρες διατήρησης των αποθεμάτων μείον τις ημέρες εξόφλησης των λογαριασμών πληρωτέων,

$dr_{i,t}$	είναι ο δείκτης χρέους όπου, ο δείκτης χρέους ορίζεται ως τα βραχυπρόθεσμα συν τα μακροπρόθεσμα δάνεια προς το σύνολο του ενεργητικού,
$fr_{i,t}$	είναι ο δείκτης των πάγιων χρηματοοικονομικών στοιχείων του ενεργητικού όπου, ο δείκτης των πάγιων χρηματοοικονομικών στοιχείων του ενεργητικού ορίζεται ως τα πάγια χρηματοοικονομικά στοιχεία του ενεργητικού προς το σύνολο του ενεργητικού,
$lr_{i,t}$	είναι ο δείκτης της ρευστοποίησης όπου, ο δείκτης της ρευστοποίησης ορίζεται ως το κυκλοφορούν ενεργητικό προς τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις
$\varepsilon_{i,t}$	είναι ο τυπικό σφάλμα.

Πίνακας 1: Ονομασία και περιγραφή μεταβλητών

Εξαρτημένη Μεταβλητή	
Μικτό Λειτουργικό Αποτέλεσμα (gor)	(Πωλήσεις-Κόστος Πωληθέντων)/(Σύνολο Ενεργητικού-Πάγια Χρηματοοικονομικά Στοιχεία Ενεργητικού)
Ανεξάρτητες Μεταβλητές	
Ημέρες Είσπραξης Απαιτήσεων (dar)	(Λογαριασμοί Εισπρακτέοι/Πωλήσεις)*365
Ημέρες Διατήρησης Αποθεμάτων (dinr)	(Αποθέματα/Κόστος Πωληθέντων)*365
Ημέρες Εξόφλησης Λογαριασμών Πληρωτέων (dap)	(Λογαριασμοί Πληρωτέοι/ Κόστος Πωληθέντων)*365
Κύκλος Μετατροπής Μετρητών (ccc)	Ημέρες Είσπραξης Απαιτήσεων+Ημέρες Διατήρησης Αποθεμάτων-Ημέρες Εξόφλησης Λογαριασμών Πληρωτέων
Μεταβλητές Ελέγχου	
Δείκτης Χρέους (dr)	(Βραχυπρόθεσμα Δάνεια+Μακροπρόθεσμα Δάνεια)/Σύνολο Ενεργητικού
Δείκτης Πάγιου Χρηματοοικονομικού Ενεργητικού (fr)	Πάγια Χρηματοοικονομικά Στοιχεία Ενεργητικού/Σύνολο Ενεργητικού
Δείκτης Ρευστοποίησης (lr)	Κυκλοφορούν Ενεργητικό/Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις

3.4 Δείγμα και Δεδομένα

Το δείγμα της έρευνας που χρησιμοποιήθηκε για να ερευνηθεί η σχέση του κεφαλαίου κίνησης με την κερδοφορία, αποτελείται από 64 ελληνικές εισηγμένες επιχειρήσεις του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών, κατά το χρονικό διάστημα 2015 έως 2018. Τα απαιτούμενα χρηματοοικονομικά στοιχεία των εταιριών αυτών προέρχονται από τις ετήσιες εκθέσεις του Χρηματιστηρίου Αθηνών (<http://www.athexgroup.gr>). Ο λόγος όπου το δείγμα αντλήθηκε από εισηγμένες επιχειρήσεις είναι κυρίως η προσβασιμότητα και η αξιοπιστία των οικονομικών καταστάσεων αυτών των εταιριών. Οι εταιρίες που υπάγονται στο Χρηματιστήριο Αθηνών έχουν κίνητρο να παρουσιάσουν κέρδη εάν αυτά υπάρχουν, έτσι ώστε να κάνουν πιο ελκυστικές τις μετοχές τους. Σε αντίθεση, οι μη εισηγμένες ελληνικές εταιρίες κυρίως για φορολογικούς λόγους αποκρύπτουν τα κέρδη τους, διότι στην Ελλάδα η φορολογία είναι ιδιαίτερα υψηλή, και έτσι το δείγμα της ανάλυσης δεν θα είχε την επιθυμητή αντικειμενικότητα.

Το δείγμα που διαμορφώθηκε περιλαμβάνει εταιρίες που είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών που αποτελούνται από τους υπερκλάδους των Βιομηχανικών Προϊόντων και Υπηρεσιών, των Κατασκευών και Υλικών Κατασκευών, των Προσωπικών και Οικιακών Αγαθών, των Πρώτων Υλών, της Τεχνολογίας και των Τροφίμων και Ποτών. Τα κριτήρια επιλογής του δείγματος συμβαδίζουν με αυτά που αναφέρονται στην ερευνητική μεθοδολογία του Deloof (2003). Πιο συγκεκριμένα, από το εξεταζόμενο δείγμα, λόγω των ιδιοτήτων που παρουσιάζουν, απομακρύνθηκαν οι επιχειρήσεις παροχής υπηρεσιών όπως είναι οι τραπεζικές, οι ασφαλιστικές, οι χρηματοοικονομικές, οι επιχειρήσεις κοινής ωφέλειας και οι εταιρίες που δραστηριοποιούνται στο χώρο των ακινήτων. Επίσης, απορρίφθηκαν οι εταιρίες που δεν είχαν επαρκή οικονομικά στοιχεία λόγω συγχωνεύσεων ή πτωχεύσεων, καθώς και εκείνες που παρουσίαζαν μηδενικές πωλήσεις ή και μηδενικό κόστος πωληθέντων έστω και σε ένα έτος. Επομένως, το τελικό δείγμα που ερευνήθηκε αποτελείται από 64 επιχειρήσεις.

Στον Πίνακα 2 παρακάτω παρατίθενται οι έξι υπερκλάδοι που αποτελούν το δείγμα της μελέτης. Συγκεκριμένα, η πρώτη στήλη περιλαμβάνει τους έξι υπερκλάδους που συμμετέχουν στο δείγμα, η δεύτερη στήλη τον αριθμό των επιχειρήσεων ανά υπερκλάδο και η τρίτη στήλη την ποσοστιαία συμμετοχή του δείγματος ανά υπερκλάδο. Όπως φαίνεται από το συγκεκριμένο πίνακα, το δείγμα μας αποτελείται από 16 εταιρίες στον κλάδο των Βιομηχανικών Προϊόντων και Υπηρεσιών, 12 εταιρίες στον κλάδο των Κατασκευών και

Υλικών Κατασκευών, 8 εταιρίες στον κλάδο των Προσωπικών και Οικιακών Αγαθών, 8 εταιρίες στον κλάδο των Πρώτων Υλών, 10 εταιρίες στον κλάδο της Τεχνολογίας και 10 εταιρίες στον κλάδο των Τροφίμων και Ποτών.

Πίνακας 2: Ποσοστιαία κατανομή του δείγματος ανά υπερκλάδο

Υπερκλάδοι	Αριθμός Επιχειρήσεων	Ποσοστιαία Συμμετοχή
Βιομηχανικά Προϊόντα & Υπηρεσίες	16	25%
Κατασκευές & Υλικά Κατασκευών	12	18,74%
Προσωπικά & Οικιακά Αγαθά	8	12,5%
Πρώτες Ύλες	8	12,5%
Τεχνολογία	10	15,63%
Τρόφιμα & Ποτά	10	15,63%
Σύνολο	64	100%

Πηγή: Χρηματιστήριο Αθηνών (www.athexgroup.gr)

3.5 Μεθοδολογία Στατιστικής Ανάλυσης

Στα πλαίσια της στατιστικής ανάλυσης χρησιμοποιούνται μέθοδοι περιγραφικής και επαγωγικής στατιστικής. Οι πρώτες υλοποιούνται προκειμένου να περιγραφούν τα δεδομένα και οι δεύτερες προκειμένου να ελεγχθούν οι στατιστικές υποθέσεις που τέθηκαν παραπάνω. Ξεκινώντας με τις μεθόδους της περιγραφικής στατιστικής, υπολογίστηκαν τα μέτρα κεντρικής τάσης και τα μέτρα διασποράς. Συγκεκριμένα, τα μέτρα κεντρικής τάσης που υπολογίστηκαν είναι ο μέσος όρος και η διάμεσος των έξι υπερκλάδων που αποτελούν το δείγμα της μελέτης κατά τα έτη 2015 έως 2018, ενώ από τα μέτρα διασποράς υπολογίστηκε, αντιστοίχως, η τυπική τους απόκλιση.

Η μέθοδος της επαγωγικής στατιστικής που χρησιμοποιήθηκε είναι το (One Sample T test), με το οποίο θα ελέγξουμε κατά πόσο οι μεταβλητές είναι σημαντικές, δηλαδή διάφορες του μηδενός με έλεγχο t-test. Επίσης, θα εφαρμοστεί ποσοτική ανάλυση μέσω της ανάλυσης παλινδρόμησης. Σε όλο το δείγμα της έρευνας πριν γίνει η παλινδρόμηση έγινε έλεγχος ακραίων τιμών (outliers). Επίσης, για να δημιουργηθεί ένα ισχυρά ισορροπημένο δείγμα δεδομένων επιλέχθηκαν εκείνες οι επιχειρήσεις οι οποίες δεν εμφάνιζαν ελλείψεις στοιχείων στις εξεταζόμενες μεταβλητές της παρούσας μελέτης. Τα επίπεδα στατιστικής

σημαντικότητας που χρησιμοποιούνται στα πλαίσια της παρούσης εργασίας είναι 1%, 5% και 10%. Τέλος, το σύνολο των ελέγχων διενεργούνται με εφαρμογές που περιέχονται στο στατιστικό πακέτο SPSS.

3.6 Περιγραφή του Δείγματος

Πίνακας 3: Περιγραφικά στοιχεία του κλάδου Βιομηχανικών Προϊόντων και Υπηρεσιών

Μεταβλητές	Παρατηρήσεις	Μέσος Όρος	Τυπική Απόκλιση	Διάμεσος	Ελάχιστη Τιμή	Μέγιστη Τιμή
gop	64	0,23	0,11	0,20	0,00	0,52
dar	64	126,26	79,07	110,87	2,29	404,13
dinv	64	111,82	111,55	85,79	0,30	617,54
dap	64	316,21	548,56	183,42	76,64	4395,92
ccc	64	-78,12	566,04	-3,07	-4393,33	288,55
dr	64	0,29	0,24	0,20	0,00	1,13
fr	64	0,36	0,20	0,33	0,01	0,80
lr	64	2,29	1,89	1,72	0,28	8,70

Αρχικά όλες οι μεταβλητές του κλάδου των Βιομηχανικών Προϊόντων και Υπηρεσιών βρέθηκαν στατιστικά διάφορες του μηδενός με εξαίρεση τον κύκλο μετατροπής μετρητών που ήταν σημαντικό διάφορος του μηδενός σε επίπεδο εμπιστοσύνης 10% και σε επίπεδο 5% στατιστικά μη σημαντικός. Το μικτό λειτουργικό αποτέλεσμα έχει μέσο όρο 23% και διάμεσο 20%. Η μέση διάρκεια είσπραξης των απαιτήσεων είναι 126 ημέρες περίπου, η μέση περίοδος παραμονής των αποθεμάτων στην αποθήκη ανέρχεται σε περίπου 112 ημέρες και η μέση περίοδος εξόφλησης των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων σε 316 ημέρες περίπου. Συμπεραίνουμε λοιπόν ότι υπάρχει μεγάλη καθυστέρηση στην πληρωμή των προμηθευτών και ότι οι επιχειρήσεις λαμβάνουν μεγαλύτερη μέση πίστωση από αυτή που δίνουν. Η μέση τιμή του κύκλου ταμειακής μετατροπής είναι αρνητική και περίπου ίση με 78 ημέρες. Η αρνητική τιμή του κύκλου μετατροπής μετρητών είναι επιθυμητή γιατί συμβάλλει θετικά στην κερδοφορία. Συνεπώς, οι επιχειρήσεις καθυστερούν σε μεγάλο βαθμό την αποπληρωμή των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεών τους εξαιτίας της αβεβαιότητας και της έλλειψης ρευστότητας που επικρατεί στην ελληνική οικονομία. Η μόχλευση ανέρχεται κατά μέσο όρο σε 29% που σημαίνει ότι οι εταιρίες του κλάδου των Βιομηχανικών Προϊόντων και

Υπηρεσιών δεν χρησιμοποιούνε τόσο τα ξένα κεφάλαια όσο τα ίδια κεφάλαια. Τα πάγια χρηματοοικονομικά στοιχεία του ενεργητικού αποτελούν κατά μέσο όρο το 36% του συνόλου του ενεργητικού. Ο μέσος δείκτης κυκλοφοριακής ρευστότητας είναι 2,29 με τυπική απόκλιση 1,89 που σημαίνει ότι για πολλές επιχειρήσεις είναι πάνω του 1, επομένως τα άμεσα ρευστοποιήσιμα στοιχεία τους καλύπτουν τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις.

Πίνακας 4: Περιγραφικά στοιχεία του κλάδου Κατασκευών και Υλικών Κατασκευών

Μεταβλητές	Παρατηρήσεις	Μέσος Όρος	Τυπική Απόκλιση	Διάμεσος	Ελάχιστη Τιμή	Μέγιστη Τιμή
gop	48	0,15	0,14	0,08	-0,11	0,49
dar	48	122,74	84,39	90,33	15,15	329,60
dinv	48	218,09	242,52	141,77	0,73	906,07
dap	48	602,84	709,81	466,85	109,46	4106,35
ccc	48	-262,01	699,22	-102,42	-3783,63	498,42
dr	48	0,32	0,20	0,29	0,00	0,85
fr	48	0,29	0,27	0,20	0,01	0,81
lr	48	1,45	0,78	1,24	0,21	3,45

Όλες οι μεταβλητές ελέγχθηκαν και επιβεβαιώθηκαν ότι είναι στατιστικά διάφορες του μηδενός με επίπεδο εμπιστοσύνης 99%. Το μικτό λειτουργικό αποτέλεσμα έχει μέσο όρο 15% και διάμεσο 8%. Η μέση διάρκεια είσπραξης των απαιτήσεων είναι 123 ημέρες περίπου, η μέση περίοδος παραμονής των αποθεμάτων στην αποθήκη ανέρχεται σε περίπου 218 ημέρες και η μέση περίοδος εξόφλησης των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων σε 603 ημέρες περίπου. Συμπεραίνουμε λοιπόν ότι υπάρχει μεγάλη καθυστέρηση στην πληρωμή των προμηθευτών και ότι οι επιχειρήσεις λαμβάνουν μεγαλύτερη μέση πίστωση από αυτή που δίνουνε. Επιπλέον, η μέση περίοδος μετατροπής των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων είναι μεγαλύτερη από τη διάρκεια του λειτουργικού κύκλου. Ως αποτέλεσμα, η μέση τιμή του κύκλου ταμειακής μετατροπής είναι αρνητική και περίπου ίση με 262 ημέρες. Η αρνητική τιμή του κύκλου μετατροπής μετρητών είναι επιθυμητή γιατί συμβάλλει θετικά στην κερδοφορία. Συνεπώς, οι επιχειρήσεις καθυστερούν σε μεγάλο βαθμό την αποπληρωμή των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων τους εξαιτίας της αβεβαιότητας και της έλλειψης ρευστότητας που επικρατεί στην ελληνική οικονομία. Η μόχλευση ανέρχεται κατά μέσο όρο

σε 32% που σημαίνει ότι οι εταιρίες του κλάδου των Κατασκευών και Υλικών Κατασκευών δεν χρησιμοποιούνε τόσο τα ξένα κεφάλαια όσο τα ίδια κεφάλαια. Αυτό μπορεί να οφείλεται στο γεγονός ότι δυσκολεύονται να αντλήσουνε δάνεια. Τα πάγια χρηματοοικονομικά στοιχεία του ενεργητικού αποτελούν κατά μέσο όρο το 29% του συνόλου του ενεργητικού. Ο μέσος δείκτης κυκλοφοριακής ρευστότητας είναι 1,45 με τυπική απόκλιση 0,78 που σημαίνει ότι για πολλές επιχειρήσεις είναι κάτω του 1, επομένως τα άμεσα ρευστοποιήσιμα στοιχεία τους δεν καλύπτουν τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις.

Πίνακας 5: Περιγραφικά στοιχεία του κλάδου Προσωπικών και Οικιακών Αγαθών

Μεταβλητές	Παρατηρήσεις	Μέσος Όρος	Τυπική Απόκλιση	Διάμεσος	Ελάχιστη Τιμή	Μέγιστη Τιμή
gop	32	0,34	0,14	0,37	0,00	0,54
dar	32	129,65	191,18	86,33	19,25	986,98
dinv	32	169,67	121,54	143,79	0,00	353,06
dap	32	315,12	266,27	222,03	38,70	887,31
ccc	32	-15,79	176,13	24,78	-478,31	185,36
dr	32	0,22	0,21	0,16	0,00	0,68
fr	32	0,36	0,20	0,32	0,02	0,71
lr	32	3,03	2,16	2,51	0,66	9,50

Αρχικά όλες οι μεταβλητές του κλάδου των Προσωπικών και Οικιακών Αγαθών βρέθηκαν στατιστικά διάφορες του μηδενός με εξαίρεση τον κύκλο μετατροπής μετρητών που ήτανε σημαντικά διάφορος του μηδενός σε επίπεδο εμπιστοσύνης 10% και σε επίπεδο 5% στατιστικά μη σημαντικός. Το μικτό λειτουργικό αποτέλεσμα έχει μέσο όρο 34% και διάμεσο 37%. Η μέση διάρκεια είσπραξης των απαιτήσεων είναι 130 ημέρες περίπου, η μέση περίοδος παραμονής των αποθεμάτων στην αποθήκη ανέρχεται σε περίπου 170 ημέρες και η μέση περίοδος εξόφλησης των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων σε 315 ημέρες περίπου. Συμπεραίνουμε λοιπόν ότι υπάρχει μεγάλη καθυστέρηση στην πληρωμή των προμηθευτών και ότι οι επιχειρήσεις λαμβάνουν μεγαλύτερη μέση πίστωση από αυτή που δίνουνε. Ως αποτέλεσμα, η μέση τιμή του κύκλου ταμειακής μετατροπής είναι αρνητική και περίπου ίση με 16 ημέρες. Η αρνητική τιμή του κύκλου μετατροπής μετρητών είναι επιθυμητή γιατί συμβάλλει θετικά στην κερδοφορία. Συνεπώς, οι επιχειρήσεις καθυστερούν σε μεγάλο βαθμό

την αποπληρωμή των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεών τους εξαιτίας της αβεβαιότητας και της έλλειψης ρευστότητας που επικρατεί στην ελληνική οικονομία. Η μόχλευση ανέρχεται κατά μέσο όρο σε 22% που σημαίνει ότι οι εταιρίες του κλάδου των Προσωπικών και Οικιακών Αγαθών δεν χρησιμοποιούνε τόσο τα ξένα κεφάλαια όσο τα ίδια κεφάλαια. Αυτό μπορεί να οφείλεται στο γεγονός ότι δυσκολεύονται να αντλήσουνε δάνεια. Τα πάγια χρηματοοικονομικά στοιχεία του ενεργητικού αποτελούν κατά μέσο όρο το 36% του συνόλου του ενεργητικού. Ο μέσος δείκτης κυκλοφοριακής ρευστότητας είναι 3,03 με τυπική απόκλιση 2,16 που σημαίνει ότι για πολλές επιχειρήσεις είναι πάνω του 1, επομένως τα άμεσα ρευστοποιήσιμα στοιχεία τους καλύπτουν τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις.

Πίνακας 6: Περιγραφικά στοιχεία του κλάδου Πρώτων Υλών

Μεταβλητές	Παρατηρήσεις	Μέσος Όρος	Τυπική Απόκλιση	Διάμεσος	Ελάχιστη Τιμή	Μέγιστη Τιμή
gop	32	0,20	0,22	0,12	0,06	0,87
dar	32	113,98	58,96	109,37	19,54	194,45
dinv	32	120,11	59,20	110,71	41,19	329,58
dap	32	305,63	222,70	224,25	50,59	803,17
ccc	32	-71,54	213,17	-16,32	-536,47	202,87
dr	32	0,31	0,20	0,30	0,01	0,71
fr	32	0,37	0,05	0,38	0,21	0,44
lr	32	2,08	2,56	1,14	0,41	12,80

Κατόπιν ελέγχου με τη βοήθεια του t-test όλες οι μεταβλητές είναι στατιστικά διάφορες του μηδενός σε επίπεδο σημαντικότητας 1%. Το μικτό λειτουργικό αποτέλεσμα έχει μέσο όρο 20% και διάμεσο 12%. Η μέση διάρκεια είσπραξης των απαιτήσεων είναι 114 ημέρες περίπου, η μέση περίοδος παραμονής των αποθεμάτων στην αποθήκη ανέρχεται σε περίπου 120 ημέρες και η μέση περίοδος εξόφλησης των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων σε 306 ημέρες περίπου. Συμπεραίνουμε λοιπόν ότι υπάρχει μεγάλη καθυστέρηση στην πληρωμή των προμηθευτών και ότι οι επιχειρήσεις λαμβάνουν μεγαλύτερη μέση πίστωση από αυτή που δίνουνε. Ως αποτέλεσμα, η μέση τιμή του κύκλου ταμειακής μετατροπής είναι αρνητική και περίπου ίση με 72 ημέρες. Η αρνητική τιμή του κύκλου μετατροπής μετρητών είναι επιθυμητή γιατί συμβάλλει θετικά στην κερδοφορία. Συνεπώς, οι επιχειρήσεις καθυστερούν

σε μεγάλο βαθμό την αποπληρωμή των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεών τους εξαιτίας της αβεβαιότητας και της έλλειψης ρευστότητας που επικρατεί στην ελληνική οικονομία. Η μόχλευση ανέρχεται κατά μέσο όρο σε 31% που σημαίνει ότι οι εταιρίες του κλάδου των Πρώτων Υλών δεν χρησιμοποιούνε τόσο τα ξένα κεφάλαια όσο τα ίδια κεφάλαια. Αυτό μπορεί να οφείλεται στο γεγονός ότι δυσκολεύονται να αντλήσουνε δάνεια. Τα πάγια χρηματοοικονομικά στοιχεία του ενεργητικού αποτελούν κατά μέσο όρο το 37% του συνόλου του ενεργητικού. Ο μέσος δείκτης κυκλοφοριακής ρευστότητας είναι 2,08 με τυπική απόκλιση 2,56 που σημαίνει ότι για πολλές επιχειρήσεις είναι πάνω του 1, επομένως τα άμεσα ρευστοποιήσιμα στοιχεία τους καλύπτουν τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις.

Πίνακας 7: Περιγραφικά στοιχεία του κλάδου Τεχνολογίας

Μεταβλητές	Παρατηρήσεις	Μέσος Όρος	Τυπική Απόκλιση	Διάμεσος	Ελάχιστη Τιμή	Μέγιστη Τιμή
gop	40	0,19	0,13	0,15	0,01	0,46
dar	40	237,37	167,02	199,15	72,38	782,40
dinv	40	46,50	49,74	33,22	0,00	215,61
dap	40	390,25	250,29	317,83	33,27	1138,51
ccc	40	-106,38	289,80	-91,60	-890,41	661,52
dr	40	0,19	0,12	0,22	0,00	0,46
fr	40	0,18	0,12	0,18	0,00	0,39
lr	40	2,45	3,27	1,66	0,83	20,14

Όλες οι μεταβλητές ελέγχθηκαν και επιβεβαιώθηκαν ότι είναι στατιστικά διάφορες του μηδενός με επίπεδο εμπιστοσύνης 99%. Το μικτό λειτουργικό αποτέλεσμα έχει μέσο όρο 19% και διάμεσο 15%. Η μέση διάρκεια είσπραξης των απαιτήσεων είναι 237 ημέρες περίπου, η μέση περίοδος παραμονής των αποθεμάτων στην αποθήκη ανέρχεται σε περίπου 47 ημέρες και η μέση περίοδος εξόφλησης των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων σε 390 ημέρες περίπου. Συμπεραίνουμε λοιπόν ότι υπάρχει μεγάλη καθυστέρηση στην πληρωμή των προμηθευτών και ότι οι επιχειρήσεις λαμβάνουν μεγαλύτερη μέση πίστωση από αυτή που δίνουνε. Ως αποτέλεσμα, η μέση τιμή του κύκλου ταμειακής μετατροπής είναι αρνητική και περίπου ίση με 106 ημέρες. Η αρνητική τιμή του κύκλου μετατροπής μετρητών είναι επιθυμητή γιατί συμβάλλει θετικά στην κερδοφορία. Συνεπώς, οι επιχειρήσεις καθυστερούν

σε μεγάλο βαθμό την αποπληρωμή των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεών τους εξαιτίας της αβεβαιότητας και της έλλειψης ρευστότητας που επικρατεί στην ελληνική οικονομία. Η μόχλευση ανέρχεται κατά μέσο όρο σε 19% που σημαίνει ότι οι εταιρίες του κλάδου της Τεχνολογίας δεν χρησιμοποιούνε τόσο τα ξένα κεφάλαια όσο τα ίδια κεφάλαια. Αυτό μπορεί να οφείλεται στο γεγονός ότι δυσκολεύονται να αντλήσουνε δάνεια. Τα πάγια χρηματοοικονομικά στοιχεία του ενεργητικού αποτελούν κατά μέσο όρο το 18% του συνόλου του ενεργητικού. Ο μέσος δείκτης κυκλοφοριακής ρευστότητας είναι 2,45 με τυπική απόκλιση 3,27 που σημαίνει ότι για πολλές επιχειρήσεις είναι πάνω του 1, επομένως τα άμεσα ρευστοποιήσιμα στοιχεία τους καλύπτουν τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις.

Πίνακας 8: Περιγραφικά στοιχεία του κλάδου Τροφίμων και Ποτών

Μεταβλητές	Παρατηρήσεις	Μέσος Όρος	Τυπική Απόκλιση	Διάμεσος	Ελάχιστη Τιμή	Μέγιστη Τιμή
gor	40	0,41	0,16	0,39	0,18	0,82
dar	40	119,91	44,60	123,94	43,53	258,58
dinv	40	81,31	78,64	56,63	12,72	368,28
dap	40	295,38	228,69	218,82	56,32	1060,00
ccc	40	-94,16	258,76	-41,53	-868,17	310,74
dr	40	0,42	0,31	0,38	0,10	1,80
fr	40	0,47	0,11	0,48	0,16	0,69
lr	40	1,73	1,30	1,18	0,24	5,85

Κατόπιν ελέγχου με τη βοήθεια του t-test όλες οι μεταβλητές είναι στατιστικά διάφορες του μηδενός σε επίπεδο σημαντικότητας 1%. Το μικτό λειτουργικό αποτέλεσμα έχει μέσο όρο 41% και διάμεσο 39%. Η μέση διάρκεια είσπραξης των απαιτήσεων είναι 120 ημέρες περίπου, η μέση περίοδος παραμονής των αποθεμάτων στην αποθήκη ανέρχεται σε περίπου 81 ημέρες και η μέση περίοδος εξόφλησης των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων σε 295 ημέρες περίπου. Συμπεραίνουμε λοιπόν ότι υπάρχει μεγάλη καθυστέρηση στην πληρωμή των προμηθευτών και ότι οι επιχειρήσεις λαμβάνουν μεγαλύτερη μέση πίστωση από αυτή που δίνουνε. Ως αποτέλεσμα, η μέση τιμή του κύκλου ταμειακής μετατροπής είναι αρνητική και περίπου ίση με 94 ημέρες. Η αρνητική τιμή του κύκλου μετατροπής μετρητών είναι επιθυμητή γιατί συμβάλλει θετικά στην κερδοφορία. Συνεπώς, οι επιχειρήσεις καθυστερούν

σε μεγάλο βαθμό την αποπληρωμή των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεών τους εξαιτίας της αβεβαιότητας και της έλλειψης ρευστότητας που επικρατεί στην ελληνική οικονομία. Η μόχλευση ανέρχεται κατά μέσο όρο σε 42% που σημαίνει ότι οι εταιρίες του κλάδου των Τροφίμων και Ποτών δεν χρησιμοποιούνε τόσο τα ξένα κεφάλαια όσο τα ίδια κεφάλαια. Αυτό μπορεί να οφείλεται στο γεγονός ότι δυσκολεύονται να αντλήσουνε δάνεια. Τα πάγια χρηματοοικονομικά στοιχεία του ενεργητικού αποτελούν κατά μέσο όρο το 47% του συνόλου του ενεργητικού. Ο μέσος δείκτης κυκλοφοριακής ρευστότητας είναι 1,73 με τυπική απόκλιση 1,30 που σημαίνει ότι για πολλές επιχειρήσεις είναι πάνω του 1, επομένως τα άμεσα ρευστοποιήσιμα στοιχεία τους καλύπτουν τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις.

3.7 Παλινδρόμηση του Δείγματος

Πίνακας 9: Ανάλυση παλινδρόμησης του κλάδου Βιομηχανικών Προϊόντων και Υπηρεσιών

	gop (1)	gop (2)	gop (3)	gop (4)
Dr	-0,0941 (0,0805)	-0,1714* (0,0709)	-0,2106** (0,0670)	-0,2057** (0,0700)
Fr	-0,0213 (0,0736)	0,0597 (0,0775)	-0,0560 (0,0683)	-0,0520 (0,0716)
Lr	0,0014 (0,0086)	0,0068 (0,0087)	-0,0085 (0,0086)	-0,0050 (0,0087)
Dar	-0,0003 (0,0002)	-	-	-
Dinv	-	-0,0002* (0,0001)	-	-
Dap	-	-	-0,0087*** (0,0024)	-
Ccc	-	-	-	0,0068** (0,0024)
Constant	0,3032*** (0,0575)	0,2803*** (0,0525)	0,3556*** (0,0544)	0,3226*** (0,0539)
N	64	64	64	64
ADJ R ²	0,111	0,116	0,239	0,182

*Significant at 10% level, **Significant at 5% level, ***Significant at 1% level.

Ο συντελεστής του dar είναι αρνητικός και το αποτέλεσμα είναι μη σημαντικό. Η H_{01} δεν απορρίπτεται διότι το αποτέλεσμα δεν είναι στατιστικά σημαντικό. Ο δείκτης του dinv έχει την αναμενόμενη αρνητική και στατιστικά σημαντική σχέση με την κερδοφορία. Η H_{02} απορρίπτεται και υπάρχει στατιστικά σημαντική αρνητική σχέση της διατήρησης των αποθεμάτων με την κερδοφορία. Ο συντελεστής του dap είναι αρνητικός γεγονός που σημαίνει ότι η καθυστέρηση στην εξόφληση των προμηθευτών μειώνει την κερδοφορία. Η H_{03} απορρίπτεται διότι υπάρχει στατιστικά σημαντική αρνητική σχέση του χρόνου εξόφλησης των υποχρεώσεων με την κερδοφορία. Ο δείκτης του ccc έχει θετική και στατιστικά σημαντική σχέση με την κερδοφορία. Η H_{04} απορρίπτεται και υπάρχει στατιστικά σημαντική θετική σχέση του κύκλου ταμειακής μετατροπής με την κερδοφορία. Η χρηματοοικονομική μόχλευση σε όλες τις περιπτώσεις επηρεάζει αρνητικά την κερδοφορία. Το γεγονός αυτό δείχνει ότι μία αύξηση των υποχρεώσεων συνεπάγεται μείωση των κερδών.

Πίνακας 10: Ανάλυση παλινδρόμησης του κλάδου Κατασκευών και Υλικών Κατασκευών

	gop (1)	gop (2)	gop (3)	gop (4)
Dr	-0,1931 (0,1279)	-0,1747 (0,1143)	-0,1946 (0,1263)	-0,1721 (0,1196)
Fr	-0,0174 (0,1050)	-0,0662 (0,0941)	-0,0270 (0,1045)	-0,0792 (0,1015)
Lr	-0,0425 (0,0380)	-0,0642* (0,0335)	-0,0386 (0,0358)	-0,0579 (0,0350)
Dar	-0,0003 (0,0002)	-	-	-
Dinv	-	0,0002** (0,0000)	-	-
Dap	-	-	-0,0049 (0,0033)	-
Ccc	-	-	-	0,0087* (0,0034)
Constant	0,3175** (0,1050)	0,2488** (0,0756)	0,2998** (0,0925)	0,3290*** (0,0858)
N	48	48	48	48
ADJ R ²	0,011	0,204	0,029	0,135

*Significant at 10% level, **Significant at 5% level, ***Significant at 1% level.

Ο συντελεστής του dar είναι αρνητικός και το αποτέλεσμα είναι μη σημαντικό. Η $H_0 1$ δεν απορρίπτεται διότι το αποτέλεσμα δεν είναι στατιστικά σημαντικό. Ο δείκτης του dinv έχει θετική και στατιστικά σημαντική σχέση με την κερδοφορία αποτέλεσμα μη αναμενόμενο. Η $H_0 2$ απορρίπτεται και υπάρχει στατιστικά σημαντική θετική σχέση της διατήρησης των αποθεμάτων με την κερδοφορία. Ο συντελεστής του dap είναι αρνητικός αλλά το αποτέλεσμα είναι μη σημαντικό. Η $H_0 3$ δεν απορρίπτεται διότι το αποτέλεσμα δεν είναι στατιστικά σημαντικό. Ο δείκτης του ccc έχει θετική και στατιστικά σημαντική σχέση με την κερδοφορία. Η $H_0 4$ απορρίπτεται και υπάρχει στατιστικά σημαντική θετική σχέση του κύκλου ταμειακής μετατροπής με την κερδοφορία. Ο δείκτης κυκλοφοριακής ρευστότητας έχει αντίστροφη σχέση με την κερδοφορία των επιχειρήσεων.

Πίνακας 11: Ανάλυση παλινδρόμησης του κλάδου Προσωπικών και Οικιακών Αγαθών

	gop (1)	gop (2)	gop (3)	gop (4)
Dr	-0,0799 (0,0790)	-0,3111* (0,1464)	0,0889 (0,0906)	0,0052 (0,1053)
Fr	0,3290** (0,0899)	0,5535*** (0,0990)	0,3891*** (0,0962)	0,5267*** (0,1092)
Lr	-0,0194* (0,0091)	-0,0021 (0,0105)	-0,0243* (0,0109)	-0,0092 (0,0121)
Dar	-0,0003*** (0,0000)	-	-	-
Dinv	-	0,0006* (0,0002)	-	-
Dap	-	-	-0,0002** (0,0000)	-
Ccc	-	-	-	0,0001 (0,0001)
Constant	0,3384*** (0,0654)	0,1055 (0,0699)	0,3280*** (0,0749)	0,1745* (0,0733)
N	32	32	32	32
ADJ R ²	0,782	0,680	0,731	0,606

*Significant at 10% level, **Significant at 5% level, ***Significant at 1% level.

Η σχέση της είσπραξης των απαιτήσεων είναι στατιστικά σημαντική και αρνητική σε επίπεδο σημαντικότητας 1% όπως αναμενόταν. Αυτό σημαίνει πως οι εταιρίες του κλάδου των Προσωπικών και Οικιακών Αγαθών πρέπει να μειώσουν την περίοδο χορήγησης πίστωσης στους πελάτες τους για να αυξηθεί η κερδοφορία. Η $H_0 1$ απορρίπτεται διότι υπάρχει στατιστικά σημαντική αρνητική σχέση του μέσου χρόνου είσπραξης των απαιτήσεων με την κερδοφορία. Ο δείκτης του d_{inv} έχει θετική και στατιστικά σημαντική σχέση με την κερδοφορία αποτέλεσμα μη αναμενόμενο. Η $H_0 2$ απορρίπτεται και υπάρχει στατιστικά σημαντική θετική σχέση της διατήρησης των αποθεμάτων με την κερδοφορία. Ο συντελεστής του d_{ap} είναι αρνητικός γεγονός που σημαίνει ότι η καθυστέρηση στην εξόφληση των προμηθευτών μειώνει την κερδοφορία. Η $H_0 3$ απορρίπτεται διότι υπάρχει στατιστικά σημαντική αρνητική σχέση του χρόνου εξόφλησης των υποχρεώσεων με την κερδοφορία. Ο δείκτης του c_{cc} είναι θετικός αλλά το αποτέλεσμα είναι μη σημαντικό. Η $H_0 4$ δεν απορρίπτεται διότι το αποτέλεσμα δεν είναι στατιστικά σημαντικό. Ο λόγος των πάγιων χρηματοοικονομικών στοιχείων του ενεργητικού προς το σύνολο του ενεργητικού αποκαλύπτει κατά πόσο η σχέση της επιχείρησης με άλλες εταιρίες μπορεί να επηρεάσει την κερδοφορία. Η μεταβλητή fr έχει θετική και στατιστικά σημαντική σε επίπεδο σημαντικότητας 1% επίδραση στην κερδοφορία των επιχειρήσεων. Επιπλέον, μπορούν να αντλήσουν πιο εύκολα κεφάλαια από την χρηματιστηριακή αγορά, διατηρώντας το επίπεδο των ρευστών τους χαμηλό, γεγονός το οποίο είναι θετικό για την κερδοφορία. Επίσης, ο δείκτης κυκλοφοριακής ρευστότητας έχει αντίστροφη σχέση με την κερδοφορία των επιχειρήσεων.

Πίνακας 12: Ανάλυση παλινδρόμησης του κλάδου Πρώτων Υλών

	gop (1)	gop (2)	gop (3)	gop (4)
Dr	-0,2600 (0,1579)	-0,2087 (0,1251)	-0,2885 (0,1722)	-0,3156* (0,1722)
Fr	0,6559 (0,7681)	-1,1565 (0,6973)	0,3824 (0,7734)	0,3490 (0,7691)
Lr	0,0532** (0,0148)	0,0256* (0,0139)	0,0589** (0,0170)	0,0544** (0,0179)
Dar	-0,0007 (0,0005)	-	-	-
Dinv	-	0,0020*** (0,0005)	-	-
Dap	-	-	0,0005 (0,0016)	-
Ccc	-	-	-	0,0071 (0,0017)
Constant	0,0162 (0,3032)	0,3931 (0,2560)	0,0260 (0,3182)	0,0629 (0,3243)
N	32	32	32	32
ADJ R ²	0,572	0,732	0,540	0,543

*Significant at 10% level, **Significant at 5% level, ***Significant at 1% level.

Ο συντελεστής του dar είναι αρνητικός και το αποτέλεσμα είναι μη σημαντικό. Η H_{01} δεν απορρίπτεται διότι το αποτέλεσμα δεν είναι στατιστικά σημαντικό. Ο δείκτης του dinv έχει θετική και στατιστικά σημαντική σχέση με την κερδοφορία αποτέλεσμα μη αναμενόμενο. Η H_{02} απορρίπτεται και υπάρχει στατιστικά σημαντική θετική σχέση της διατήρησης των αποθεμάτων με την κερδοφορία. Ο συντελεστής του dap είναι θετικός αλλά το αποτέλεσμα είναι μη σημαντικό. Η H_{03} δεν απορρίπτεται διότι το αποτέλεσμα δεν είναι στατιστικά σημαντικό. Ο δείκτης του ccc είναι θετικός αλλά το αποτέλεσμα είναι μη σημαντικό. Η H_{04} δεν απορρίπτεται διότι το αποτέλεσμα δεν είναι στατιστικά σημαντικό. Ο δείκτης κυκλοφοριακής ρευστότητας έχει θετική στατιστικά σημαντική σχέση με την κερδοφορία των επιχειρήσεων.

Πίνακας 13: Ανάλυση παλινδρόμησης του κλάδου Τεχνολογίας

	gop (1)	gop (2)	gop (3)	gop (4)
Dr	-0,1210 (0,1716)	0,1465 (0,1912)	-0,1410 (0,2074)	0,0484 (0,2074)
Fr	0,3098* (0,1629)	0,4947* (0,2061)	0,5491* (0,2177)	0,3233 (0,2420)
Lr	0,0024 (0,0068)	-0,0012 (0,0079)	-0,0150* (0,0073)	-0,0110 (0,0085)
Dar	-0,0005*** (0,0001)	-	-	-
Dinv	-	0,0010* (0,0004)	-	-
Dap	-	-	-0,0002* (0,0000)	-
Ccc	-	-	-	0,0033 (0,0010)
Constant	0,2727*** (0,0594)	0,0242 (0,0793)	0,2415** (0,0703)	0,1512* (0,0627)
N	40	40	40	40
ADJ R ²	0,398	0,226	0,225	0,108

*Significant at 10% level, **Significant at 5% level, ***Significant at 1% level.

Η σχέση της είσπραξης των απαιτήσεων είναι στατιστικά σημαντική και αρνητική σε επίπεδο σημαντικότητας 1% όπως αναμενόταν. Αυτό σημαίνει πως οι εταιρίες του κλάδου της Τεχνολογίας πρέπει να μειώσουν την περίοδο χορήγησης πίστωσης στους πελάτες τους για να αυξηθεί η κερδοφορία. Η H_{01} απορρίπτεται διότι υπάρχει στατιστικά σημαντική αρνητική σχέση του μέσου χρόνου είσπραξης των απαιτήσεων με την κερδοφορία. Ο δείκτης του dinv έχει θετική και στατιστικά σημαντική σχέση με την κερδοφορία αποτέλεσμα μη αναμενόμενο. Η H_{02} απορρίπτεται και υπάρχει στατιστικά σημαντική θετική σχέση της διατήρησης των αποθεμάτων με την κερδοφορία. Ο συντελεστής του dap είναι αρνητικός γεγονός που σημαίνει ότι η καθυστέρηση στην εξόφληση των προμηθευτών μειώνει την κερδοφορία. Η H_{03} απορρίπτεται διότι υπάρχει στατιστικά σημαντική αρνητική σχέση του χρόνου εξόφλησης των υποχρεώσεων με την κερδοφορία. Ο δείκτης του ccc είναι θετικός αλλά το αποτέλεσμα είναι μη σημαντικό. Η H_{04} δεν απορρίπτεται διότι το αποτέλεσμα δεν είναι στατιστικά σημαντικό. Ο λόγος των πάγιων χρηματοοικονομικών στοιχείων του

ενεργητικού προς το σύνολο του ενεργητικού αποκαλύπτει κατά πόσο η σχέση της επιχείρησης με άλλες εταιρίες μπορεί να επηρεάσει την κερδοφορία. Η μεταβλητή fr έχει θετική και στατιστικά σημαντική σε επίπεδο σημαντικότητας 1% επίδραση στην κερδοφορία των επιχειρήσεων. Επιπλέον, μπορούν να αντλήσουν πιο εύκολα κεφάλαια από την χρηματιστηριακή αγορά, διατηρώντας το επίπεδο των ρευστών τους χαμηλό, γεγονός το οποίο είναι θετικό για την κερδοφορία. Σε κάθε μοντέλο το ADJ R² είναι πάνω από 10,8% που σημαίνει πως το 10,8% της κερδοφορίας μπορεί να επεξηγηθεί από τις ανεξάρτητες μεταβλητές κάθε μοντέλου.

Πίνακας 14: Ανάλυση παλινδρόμησης του κλάδου Τροφίμων και Ποτών

	gop (1)	gop (2)	gop (3)	gop (4)
Dr	-0,0801 (0,0954)	-0,1191 (0,0999)	-0,4045* (0,1738)	-0,5105*** (0,1239)
Fr	-0,3400 (0,2284)	-0,1162 (0,3167)	-0,5995* (0,2473)	-0,2849 (0,2146)
Lr	-0,0094 (0,0205)	-0,0031 (0,0249)	-0,0097 (0,0235)	0,0356 (0,0247)
Dar	-0,0015** (0,0005)	-	-	-
Dinv	-	-0,0007* (0,0004)	-	-
Dap	-	-	0,0004 (0,0002)	-
Ccc	-	-	-	-0,0007*** (0,0001)
Constant	0,8061*** (0,1435)	0,5858** (0,1804)	0,7604*** (0,1523)	0,6280*** (0,1376)
N	40	40	40	40
ADJ R ²	0,207	0,104	0,094	0,307

*Significant at 10% level, **Significant at 5% level, ***Significant at 1% level.

Η σχέση της είσπραξης των απαιτήσεων είναι στατιστικά σημαντική και αρνητική σε επίπεδο σημαντικότητας 5%. Αυτό σημαίνει πως οι εταιρίες του κλάδου του κλάδου των Τροφίμων και Ποτών πρέπει να μειώσουν την περίοδο χορήγησης πίστωσης στους πελάτες τους για να

αυξηθεί η κερδοφορία. Η H_{01} απορρίπτεται διότι υπάρχει στατιστικά σημαντική αρνητική σχέση του μέσου χρόνου είσπραξης των απαιτήσεων με την κερδοφορία. Ο δείκτης του $dinv$ έχει την αναμενόμενη αρνητική και στατιστικά σημαντική σχέση με την κερδοφορία. Η H_{02} απορρίπτεται και υπάρχει στατιστικά σημαντική αρνητική σχέση της διατήρησης των αποθεμάτων με την κερδοφορία. Ο συντελεστής του dap είναι θετικός αλλά το αποτέλεσμα είναι μη σημαντικό. Η H_{03} δεν απορρίπτεται διότι το αποτέλεσμα δεν είναι στατιστικά σημαντικό. Ο δείκτης του ccc έχει την αναμενόμενη αρνητική και στατιστικά σημαντική σχέση με την κερδοφορία. Η H_{04} απορρίπτεται και υπάρχει στατιστικά σημαντική αρνητική σχέση του κύκλου μετατροπής μετρητών με την κερδοφορία. Σχετικά με το αποτέλεσμα του συντελεστή fr , οι επενδύσεις σε άλλες εταιρίες μπορεί να έγιναν χωρίς σωστή αξιολόγηση ή να αφορούνε εταιρίες που δεν ανταπεξήλθαν στην οικονομική κρίση και επηρεάζουνε αρνητικά την κερδοφορία με ζημιές.

4 Συμπεράσματα

Στα πλαίσια της παρούσας διπλωματικής εργασίας, παρατίθενται τα κύρια συμπεράσματα των στατιστικών αναλύσεων ανά διενεργούμενη στατιστική υπόθεση. Αρχικά, τα αποτελέσματα της στατιστικής ανάλυσης έδειξαν ότι η σχέση μεταξύ της είσπραξης των απαιτήσεων και της κερδοφορίας είναι στατιστικά σημαντική και αρνητική στις επιχειρήσεις των κλάδων των Προσωπικών και Οικιακών Αγαθών, Τεχνολογίας και Τροφίμων και Ποτών, όπου για να αυξηθεί η κερδοφορία θα πρέπει να μειώσουνε την περίοδο χορήγησης πίστωσης στους πελάτες τους, αποτέλεσμα συμβατό με την οικονομική λογική. Τα αποτελέσματα που εξήχθησαν είναι συμβατά με εκείνα προηγούμενων μελετών όπως των Deloof (2003), Lazaridis και Tryfonidis (2006), Garcia-Teruel και Martinez-Solano (2007), Raheman και Nars (2007), Alipour (2011), Siriopoulos et al. (2012) και Enqvist et al. (2014).

Επίσης, ο δείκτης της διατήρησης των αποθεμάτων έχει την αναμενόμενη αρνητική και στατιστικά σημαντική σχέση με την κερδοφορία στις επιχειρήσεις των κλάδων των Βιομηχανικών Προϊόντων και Υπηρεσιών και Τροφίμων και Ποτών, όπως αναφέρεται και στην υπάρχουσα βιβλιογραφία των Deloof (2003), Lazaridis και Tryfonidis (2006), Garcia-Teruel και Martinez-Solano (2007), Raheman και Nars (2007), Raheman et al. (2010), Alipour (2011), Abuzayed (2012) και Enqvist et al. (2014). Ο δείκτης της διατήρησης των αποθεμάτων έχει θετική και στατιστικά σημαντική σχέση με την κερδοφορία αποτέλεσμα μη αναμενόμενο στις επιχειρήσεις των κλάδων Προσωπικών και Οικιακών Αγαθών, Πρώτων Υλών, Τεχνολογίας και Τροφίμων και Ποτών, όπως αποδείχθηκε και από τις μελέτες των Mathuva (2010) και Soekhoe (2012).

Επιπλέον, υπάρχει στατιστικά σημαντική αρνητική σχέση του χρόνου εξόφλησης των υποχρεώσεων με την κερδοφορία στις επιχειρήσεις των κλάδων Βιομηχανικών Προϊόντων και Υπηρεσιών, Προσωπικών και Οικιακών Αγαθών και Τεχνολογίας, που σημαίνει ότι η καθυστέρηση στην εξόφληση των προμηθευτών μειώνει την κερδοφορία. Τα αποτελέσματα βρίσκονται σε αντιστοιχία με παρόμοιες έρευνες όπου διεξήχθησαν από τους Deloof (2003), Lazaridis και Tryfonidis (2006), Raheman και Nars (2007), Sharma and Kumar (2011), Soekhoe (2012) και Enqvist et al. (2014).

Ο δείκτης του κύκλου ταμειακής μετατροπής έχει αρνητική και στατιστικά σημαντική σχέση με την κερδοφορία στις επιχειρήσεις του κλάδου των Τροφίμων και Ποτών, όπως αναφέρεται και στην υπάρχουσα βιβλιογραφία των Deloof (2003), Lazaridis και Tryfonidis (2006), Garcia-Teruel και Martinez-Solano (2007), Raheman και Nars (2007), Raheman et al. (2010),

Alipour (2011), Nobanee et al. (2011), Siriopoulos et al. (2012), Enqvist et al. (2014) και Hassan και Shrivastava (2019). Επίσης, ο δείκτης του κύκλου ταμειακής μετατροπής έχει θετική και στατιστικά σημαντική σχέση με την κερδοφορία στις επιχειρήσεις των κλάδων Βιομηχανικών Προϊόντων και Υπηρεσιών και Κατασκευών και Υλικών Κατασκευών, όπως αποδείχθηκε και από τις μελέτες των Gill et al. (2010), Sharma and Kumar (2011) και Abuzayed (2012).

Η χρηματοοικονομική μόχλευση σε όλες τις περιπτώσεις επηρεάζει αρνητικά την κερδοφορία στις επιχειρήσεις του κλάδου Βιομηχανικών Προϊόντων και Υπηρεσιών, όπου το γεγονός αυτό δείχνει ότι μία αύξηση των υποχρεώσεων συνεπάγεται μείωση των κερδών. Τα αποτελέσματα που εξήχθησαν είναι συμβατά με εκείνα προηγούμενων μελετών όπως των Lazaridis και Tryfonidis (2006), Raheman και Nars (2007), Charitou et al. (2010), Gill et al. (2010) και Soekhoe (2012).

Ο λόγος των πάγιων χρηματοοικονομικών στοιχείων του ενεργητικού προς το σύνολο του ενεργητικού έχει θετική και στατιστικά σημαντική σε επίπεδο σημαντικότητας 1% επίδραση στην κερδοφορία των επιχειρήσεων των κλάδων Προσωπικών και Οικιακών Αγαθών και Τεχνολογίας, όπως αναφέρεται και στην υπάρχουσα βιβλιογραφία των Deloof (2003), Lazaridis και Tryfonidis (2006), Dong και Su (2010) και Abuzayed (2012). Σχετικά με το αποτέλεσμα του συντελεστή *fi* για τις επιχειρήσεις του κλάδου Τροφίμων και Ποτών, οι επενδύσεις σε άλλες εταιρίες μπορεί να έγιναν χωρίς σωστή αξιολόγηση ή να αφορούνε εταιρίες που δεν ανταπεξήλθαν στην οικονομική κρίση και επηρεάζουνε αρνητικά την κερδοφορία με ζημιές, όπως αποδείχθηκε και από την μελέτη των Raheman και Nars (2007).

Ο δείκτης κυκλοφοριακής ρευστότητας έχει αντίστροφη σχέση με την κερδοφορία των επιχειρήσεων των κλάδων Κατασκευών και Υλικών Κατασκευών και Προσωπικών και Οικιακών Αγαθών, όπως αποδείχθηκε και από την μελέτη των Eljelly (2004) και Raheman και Nars (2007). Ο δείκτης κυκλοφοριακής ρευστότητας έχει θετική στατιστικά σημαντική σχέση με την κερδοφορία των επιχειρήσεων του κλάδου Πρώτων Υλών, όπως αναφέρεται και στην υπάρχουσα βιβλιογραφία των Alipour (2011) και Hayajneh και Yassine (2011).

Η έρευνα αυτή αποκαλύπτει χρήσιμα στοιχεία για τις ελληνικές εισηγμένες επιχειρήσεις που μελετήθηκαν στο δείγμα αναφορικά με το κεφάλαιο κίνησης και τον τρόπο με τον οποίο θα πρέπει να γίνεται η σωστή διαχείρισή του από τη διοίκηση ώστε να συμβάλλει στην αύξηση του εταιρικού πλούτου. Προτείνεται να εφαρμοσθεί μια πιο επιθετική πολιτική για το κεφάλαιο κίνησης, η οποία θα συμβάλλει στην επίτευξη καλύτερων αποτελεσμάτων για τις

ελληνικές εισηγμένες επιχειρήσεις. Αυτό θα μπορούσε να επιτευχθεί με τη διατήρηση του μεγαλύτερου επιπέδου τρεχουσών υποχρεώσεων ή του μικρότερου δυνατού επιπέδου κυκλοφορούντος ενεργητικού.

Επιπροσθέτως, στην παρούσα μελέτη η κερδοφορία μετρήθηκε με βάση το μικτό λειτουργικό κέρδος, καθώς αυτό θεωρήθηκε το καλύτερο μέτρο για τον έλεγχο της σχέσης του κεφαλαίου κίνησης και της κερδοφορίας. Όμως, θα μπορούσε να ερευνηθεί και με εξαρτημένη μεταβλητή το ROA, ROE, ή το Net Income τα οποία ενδεχομένως μπορούν να κριθούν ως καλύτεροι δείκτες. Επίσης, στις ανεξάρτητες μεταβλητές θα μπορούσε να προστεθεί η πολιτική της επιχείρησης, η οποία πιθανότατα να άλλαζε τα αποτελέσματα της έρευνας.

Βασικός περιορισμός της παρούσας μελέτης είναι ότι η χρησιμοποίηση ενός δείγματος εισηγμένων ελληνικών εταιριών δεν επιτρέπει τη γενικοποίηση των συμπερασμάτων αναφορικά με όλες τις υπάρχουσες εισηγμένες επιχειρήσεις. Επίσης, σημαντικός περιορισμός της έρευνας που πραγματοποιήθηκε στην παρούσα εργασία αποτελεί ο περιορισμός του δείγματος στις εταιρίες που είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών και υπάγονται στους έξι συγκεκριμένους υπερκλάδους. Θα μπορούσε να διενεργηθεί μία περαιτέρω έρευνα σε ένα δείγμα περισσότερων υπερκλάδων, για την εξαγωγή συμπερασμάτων ως προς το σύνολο της ελληνικής ιδιωτικής οικονομίας και των υπολοίπων επί μέρους υπερκλάδων αυτής. Επιπλέον, πρόταση για μελλοντική έρευνα θα μπορούσε να αποτελέσει η μελέτη ενός ευρωπαϊκού δείγματος θα μπορούσε να καταδείξει ενδιαφέροντα συμπεράσματα ως προς τις διαφοροποιήσεις των σχέσεων ανά χώρα όπως και τις σχέσεις που προκύπτουν σε διεθνές επίπεδο.

5 Βιβλιογραφία

Άρθρα

Abdussalam, A.G., and Darun, M.R. (2017). Exploring the Relationship between Working Capital Management, Profitability and Capital Structure. *Accounting and Finance Review*, Vol. 2, No. 1, pp. 38-45.

Abuzayed, B. (2012). Working capital management and firms' performance in emerging markets: the case of Jordan. *International Journal of Managerial Finance*, Vol. 8, No. 2, pp. 155-179.

Afza, T., and Nazir, M.S. (2007). Is it better to be aggressive or conservative in managing working capital? *Journal of Quality and Technology Management*, Vol. 3, No. 2, pp. 11-21.

Afza, T., and Nazir, M.S. (2008). Working Capital Management Policies of Firms: Empirical Evidence from Pakistan. *Pakistan Journal of Commerce and Social Sciences*, Vol. 1, No. 1, pp. 25-36.

Afza, T., and Nazir, M.S. (2009a). Working Capital Requirements and the Determining Factors in Pakistan. *IUP Journal of Applied Finance*, Vol. 15, No. 1, pp. 23-30.

Afza, T., and Nazir, M.S. (2009b). Impact of aggressive working capital management policy on firms' profitability. *The IUP Journal of Applied Finance*, Vol. 15, No. 8, pp. 19-30.

Afza, T., and Nazir, M.S. (2011). Working Capital Management Efficiency of Cement Sector of Pakistan. *Journal of Economics and Behavioral Studies*, Vol. 2, No. 5, pp. 223-235.

Ajibolade, S.O., and Sankay, O.C. (2013). Working Capital Management and Financing Decision: Synergetic Effect on Corporate Profitability. *International Journal of Management, Economics and Social Sciences*, Vol. 2, No. 4, pp. 233-251.

Alipour, M. (2011). Working Capital Management and Corporate Profitability: Evidence from Iran. *World Applied Sciences Journal*, Vol. 12, No. 7, pp. 1093-1099.

Al-Mwalla, M. (2012). The Impact of Working Capital Management Policies on Firm's Profitability and Value: The Case of Jordan. *International Research Journal of Finance and Economics*, Vol. 3, No. 2, pp. 147-153.

Al-Shubiri, F.N. (2011). Analysis the Relationship between Working Capital Policy and Operating Risk: An Empirical Study on Jordanian Industrial Companies. *Hebron University Research Journal*, Vol.6, No. 1, pp. 287-306.

Anagnostopoulou, S. (2014). Working Capital Management and Firm Listing Status. *Multinational Finance Journal*, Vol. 16, No. 3 / 4, pp. 261-301.

Anderson, R.W., and Carverhill, A. (2012). Corporate Liquidity and Capital Structure. *The Review of Financial Studies*, Vol. 25, No. 3, pp. 797-837.

Anser, R., and Malik, Q. (2013). Cash Conversion Cycle and Firms' Profitability – A Study of Listed Manufacturing Companies of Pakistan. *Journal of Business and Management*, Vol. 8, No. 2, pp. 83-87.

Aregbeyen, O. (2013). The Effects of Working Capital Management on the Profitability of Nigerian Manufacturing Firms. *Journal of Business Economics and Management*, Vol. 14, No. 3, pp. 520-534.

Banos-Caballero, S., Garcia-Teruel, P.J., and Martinez-Solano, P. (2010). Working Capital management in SMEs. *Accounting & Finance*, Vol. 50, No. 3, pp. 511-527.

Banos-Caballero, S., Garcia-Teruel, P.J., and Martinez-Solano, P. (2014). Working Capital management, corporate performance and financial constraints. *Journal of Business Research*, Vol. 67, No. 3, pp. 332-338.

Bhunja, A. (2007). Liquidity Management of Public Sector Iron and Steel Enterprises in India, Vidyasagar University. *Vidyasagar University Journal of Commerce*, Vol. 12, No. 1, pp. 85-98.

Charitou, S.M., Elfani, M., and Lois, P. (2010). The Effect of Working Capital Management on Firm's Profitability: Empirical Evidence from an Emerging Market. *Journal of Business & Economics Research*, Vol. 8, No. 12, pp. 63-68.

Chatterjee, S. (2010). *The Impact of Working Capital Management on the Profitability of the Listed Companies in the London Stock Exchange*. Working Paper, SSRN Electronic Library, April. [online]. Available at: <http://ssrn.com/abstract=1587249> [Accessed 16/10/2019].

Cheng, N.S., and Pike, R. (2003). The trade Credit Decision: Evidence of UK Firms. *Managerial and Decision Economics*, Vol. 24, No. 1, pp. 419-438.

Chiou, J.R., Cheng, L., and Wu, H.W. (2006). The determinants of working capital management. *Journal of American Academy of Business*, Vol. 10, No. 1, pp. 149-155.

Chowdhury, A., and Amin, M. (2007). Working Capital Management Practiced in Pharmaceutical Companies Listed in Dhaka Stock Exchange. *BRAC University Journal*, Vol. 4, No. 2, pp. 75-86.

Dalci, I., Tanova, C., Ozyapici, H., and Bein, M. (2019). The Moderating Impact of Firm Size on the Relationship between Working Capital Management and Profitability. *Prague Economic Papers*, Vol. 2019, No. 3, pp. 296-312.

Dash, M., and Hanuman, R. (2009). *A Liquidity – Profitability Trade – Off Model of Working Capital Management*. SSRN Working Paper Series. [online]. Available at: <http://ssrn.com/abstract=1408722>[Accessed 10/10/2019].

Deloof, M., and Jegers, M. (1996). Trade Credit, Product Quality, and Intragroup Trade: Some European Evidence. *Financial Management*, Vol. 25, No. 3, pp. 33-43.

Deloof, M. (2003). Does Working Capital Management Affect Profitability of Belgian Firms? *Journal of Business, Finance and Accounting*, Vol. 30, No. 3 / 4, pp. 573-587.

Ding, S., Guariglia, A., and Knight, J. (2013). Investment and financing constraints in China: Does working capital management make a difference? *Journal of Banking and Finance*, Vol. 37, No. 5, pp. 1490–1507.

Dong, H.P., and Su, J-T. (2010). The Relationship between Working Capital Management and Profitability: A Vietnam Case. *International Research Journal of Finance and Economics*, Vol. 49, No. 1, pp. 62-71.

Eljelly, A. (2004). Liquidity- profitability tradeoff: An Empirical Investigation in an Emerging Market. *International Journal of Commerce and Management*, Vol. 14, No. 2, pp. 48-61.

Enqvist, J., Graham, M., and Nikkinen, J. (2014). The impact of working capital management on firm profitability in different business cycles: Evidence from Finland. *Research in International Business and Finance*, Vol. 32, No. 3, pp. 36-49.

Falope, O.I., and Ajilore, O.T. (2009). Working Capital Management and Corporate Profitability: Evidence from Panel Data Analysis of Selected Quoted Companies in Nigeria. *Research Journal of Business Management*, Vol. 3, No. 3, pp. 73-84.

Filbeck, G., and Krueger, T. (2005). Industry Related Differences in Working Capital Management. *Mid-American Journal of Business*, Vol. 20, No. 2, pp. 11-18.

Filbeck, G., Krueger, T., and Preece, D. (2007). CFO's Working Capital Survey: Do Selected Firms Work for Shareholders? *Quarterly Journal of Business and Economics*, Vol. 46, No. 1, pp. 3-22.

Ganesan, V. (2007). An Analysis of Working Capital Management Efficiency in Telecommunication Equipment Industry. *River Academic Journal*, Vol. 3, No. 2, pp. 1-10.

Garcia-Teruel, P.J., and Martinez-Solano, P. (2007). Effects of working capital management on SME profitability. *International Journal of Managerial Finance*, Vol. 3, No. 2, pp. 164-177.

Gill, A., Biger, N., and Mathur, N. (2010). The Relationship between Working Capital Management and Profitability: Evidence from the United States. *Business and Economics Journal*, Vol. 10, No. 1, pp. 1-9.

Hassan, M., and Shrivastava, S.K. (2019). *Working Capital Management and Its Impact on the Profitability of Tata Motors, January*. [online]. Available at: <http://ssrn.com/abstract=3308602> [Accessed 20/11/2019].

Hayajneh, O.S., and Yassine, F.L.A. (2011). The impact of working capital efficiency on profitability – an empirical analysis on Jordanian manufacturing firms. *International Research Journal of Finance and Economics*, Vol. 66, No. 1, pp. 67-76.

Hill, M.D., Kelly, G.W., and Highfield, M.J. (2010). Net operating working capital behavior: a first look. *Financial Management*, Vol. 39, No. 2, pp. 783-805.

Hong, Y.C., Novazzi, A., and Gerab, F. (2011). Relationship between working capital management and profitability in Brazilian listed companies. *Journal of Global Business and Economics*, Vol. 3, No. 1, pp.23-30.

Howorth, C., and Westhead, P. (2003). The focus of Working Capital Management in UK Small Firms. *Management Accounting Research*, Vol. 14, No. 2, pp. 94-111.

Iffet, K., and Suleyman, G. (2011). The impact of the global economic crisis on working capital of real sector in Turkey. *Business and Economic Horizons*, Vol. 4, No. 1, pp. 1-18.

Jose, M.L., Lancaster, C., and Stevens, J.L. (1996). Corporate Returns and Cash Conversion Cycle. *Journal of Economics and Finance*, Vol. 20, No. 1, pp. 33-46.

Karaduman, H.A., Akbas, H.E., Ozsozgun, A., and Durer, S. (2010). Effects of Working Capital Management on Profitability: The Case for Selected Companies in the Istanbul Stock Exchange (2005-2008). *International Journal of Economics and Finance Studies*, Vol. 2, No. 2, pp.47-54.

Kayhan, A., and Titman, S. (2007). Firms histories and their capital structures. *Journal of Financial Economics*, Vol. 83, No. 1, pp. 1-32.

Kieschnick, R.L., LaPlante, M., and Moussawi, R. (2009). *Working Capital Management, Access to Financing, and Firm Value. Working Paper, SSRN Electronic Library*. [online]. Available at: <http://ssrn.com/abstract=1431165> [Accessed 10/11/2019].

Knauer, T., and Wöhrmann, A. (2013). Working capital management and firm profitability. *International Journal for Theoretical and Applied Statistics*, Vol. 24, No. 1, pp. 77-87.

Lazaridis, I., and Tryfonidis, D. (2006). Relationship between working capital management and profitability of listed companies in the Athens Stock Exchange. *Journal of Financial Management and Analysis*, Vol. 19, No. 1, pp. 26-35.

Lima, V., Martins, F.V., and Brandao, E. (2015). *The Management of Working Capital and Profitability of SMEs in the Euro Area, University of Porto, Portugal: Faculdade de Engenharia da Universidade do Porto, December*. [online]. Available at: <http://ssrn.com/abstract=2704622> [Accessed 15/10/2019].

Long, M.S., Malitz, I.B., and Ravid, S.A. (1993). Trade credit, quality guarantees, and product marketability. *Financial Management*, Vol. 22, No. 4, pp. 117 – 127.

Lyroudi, K., and Lazaridis, Y. (2000). *The Cash Conversion Cycle and Liquidity Analysis of the Food Industry in Greece. EFMA 2000, Athens*. [online]. Available at: <http://ssrn.com/abstract=236175> [Accessed 20/10/2019].

Majeed, S., Makki, M., Saleem, S., and Aziz, T. (2013). The Relationship of Cash Conversion Cycle and Profitability of Firms: An Empirical Investigation of Pakistani Firms. *Journal of Emerging Issues in Economics, Finance and Banking*, Vol. 1, No. 1, pp. 35-51.

Mansoori, E., and Muhammad, D.J. (2012). The Effect of Working Capital Management on Firm's Profitability: Evidence from Singapore. *Interdisciplinary Journal of Contemporary Research in Business*, Vol. 4, No. 5, pp. 472-86.

Marfo-Yiadom, E., and Kwaku, A.S. (2011). Working Capital Management Practices of Small Scale Enterprises in the Central Region of Ghana. *Asian Journal of Business and Management Sciences*, Vol. 1, No. 4, pp. 29-47.

Mathuva, D. (2010). The Influence of Working Capital Management Components on Corporate Profitability: A Survey on Kenyan Listed Firms. *Research Journal of Business Management*, Vol. 4, No. 1, pp. 1-11.

Mohamad, A.B., and Saad, B.M. (2010). Working Capital Management: The Effect of Market Valuation and Profitability in Malaysia. *International Journal of Business and Management*, Vol. 5, No. 11, pp.140-147.

Mojtahedzadeh, V., Tabari, S., and Mosayebi, R. (2011). The Relationship between Working Capital Management and Profitability of the Companies (Case Study: Listed Companies on TSE). *International Research Journal of Finance and Economics*, Vol. 76, No. 1, pp. 158-166.

Morawakage, P.S., and Lakshan, A.M.I. (2010). *Determinants of profitability underlining the working capital management and cost structure of Sri Lanka companies. Faculty of Commerce and Management Studies, University of Kelaniya, Sri Lanka.* [online]. Available at: <http://www.kln.ac.lk/uokr/ICBI2010/20.pdf> [Accessed 26/11/2019].

Mousavi, Z., and Jari, A. (2012). The Relationship between Working Capital Management and Firm Performance: Evidence from Iran. *International Journal of Humanities and Social Science*, Vol. 2, No. 1, pp. 43-50.

Narasimhan, M.S., and Murty, L.S. (2001). Emerging Manufacturing Industry: A Financial Perspective. *Management Review*, Vol.6, No. 1, pp.106-111.

Narware, P.C. (2004). Working Capital and Profitability - An Empirical Analysis. *The Management Accountant*, Vol. 39, No. 6, pp. 120-127.

Nobanee, H., and AlHajjar, M. (2009). *A Note on Working Capital Management and Corporate Profitability of Japanese Firms, July*. [online]. Available at: <http://ssrn.com/abstract=1433243> [Accessed 19/10/2019].

Nobanee, H., Abdullatif, M., and AlHajjar, M. (2011). Cash Conversion Cycle and Firm's Performance of Japanese Firms. *Asian Review of Accounting*, Vol. 19, No. 2, pp.147-156.

Nobanee, H., and AlHajjar, M. (2014). An Optimal Cash Conversion Cycle. *International Research Journal of Finance and Economics*, Vol. 120, No. 1, pp. 13-22.

Nzioki, P.M., Kimeli, S.K., Abudho, M.R., and Nthiwa, J.M. (2013). Management of Working Capital and its Effect on Profitability of Manufacturing Companies Listed on Nairobi Securities Exchange (NSE), Kenya. *International Journal of Business and Financial Management Research*, Vol.1, No. 1, pp. 35- 42.

Ogundipe, S.E., Idowu, A., and Ogundipe, L.O. (2012). Working Capital Management, Firms' Performance and Market Valuation in Nigeria. *World Academy of Science, Engineering and Technology*, Vol. 61, No. 1, pp. 1196-1200.

Padachi, K. (2006). Trends in Working Capital Management and its Impact on Firms Performance: An analysis of Mauritian Small Manufacturing Firms. *International Review of Business Research Papers*, Vol. 2, No. 2, pp. 45-58.

Palanisamy, A., and Sengottaiyan, A. (2015). Impact of Profitability of Working Capital Management of Selected Pharmaceutical Companies in India. *International Journal of Research in Finance and Marketing*, Vol. 5, No. 7, pp. 117-129.

Palombini, N.V.N., and Nakamura, W.T. (2012). Key factors in working capital management in the Brazilian market. *RAE – Revista de Administração de Empresas*, Vol. 52, No. 1, pp. 55-69.

Panigrahi, A. (2014). Relationship of Working Capital with Liquidity, Profitability and Solvency: A Case Study of ACC Limited. *Asian Journal of Management Research*, Vol. 4, No. 2, pp. 308-322.

Peel, M.J., Wilson, N., and Howorth, C. (2000). Late Payment and Credit Management in the Small Firm Sector: Some Empirical Evidence. *International Small Business Journal*, Vol. 18, No. 2, pp. 17-37.

Pike, R., and Cheng, N.S. (2001). Credit Management: An Examination of Policy Choices, Practices and Late Payment in UK Companies. *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol. 28, No. 7 / 8, pp. 1013-1042.

Rafuse, M.E. (1996). Working Capital Management: An Urgent Need to Refocus. *Journal of Management Decision*, Vol. 34, No. 2, pp. 59-63.

Raheman, A., and Nasr, M. (2007). Working Capital Management and Profitability – Case Of Pakistani Firms. *International Review of Business Research Papers*, Vol. 3, No. 1, pp. 279-300.

Raheman, A., Afza, T., Qayyum, A., and Bodla, M.A. (2010). Working Capital Management and Corporate Performance of Manufacturing Sector in Pakistan. *International Research Journal of Finance and Economics*, Vol. 47, No. 1, pp. 152-163.

Ramachandran, A., and Janakiraman, M. (2009). The Relationship between Working Capital Management Efficiency and EBIT. *Managing Global Transitions*, Vol. 7, No. 1, pp. 61-74.

Richards, V., and Laughlin, E. (1980). A Cash Conversion Cycle Approach to Liquidity Analysis. *Financial Management*, Vol. 9, No. 1, pp. 32-38.

Şamiloğlu, F., and Demirgüneş, K. (2008). The Effect of Working Capital Management on Firm Profitability: Evidence from Turkey. *The International Journal of Applied Economics and Finance*, Vol. 2, No. 1, pp. 44-50.

Sen, M., and Oruc, E. (2009). Relationship between Efficiency Level of Working Capital Management and Return on Total Assets in ISE. *International Journal of Business and Management*, Vol. 4, No. 10, pp. 109-114.

Sharma, A.K., and Kumar, S. (2011). Effect of Working Capital Management on Firm Profitability: Empirical Evidence from India. *Global Business Review*, Vol. 12, No. 1, pp. 159-173.

Shin, H., and Soenen, L. (1998). Efficiency of working capital management and corporate profitability. *Journal Financial Practice and Education*, Vol. 8, No. 2, pp.37- 45.

Singh, J.P., and Pandey, S. (2008). Impact of Working Capital Management in the Profitability of Hindalco Industries Limited. *ICFAI University of Journal of Financial Economics*, Vol. 6, No. 4, pp. 62-72.

Singh, K., and Asress, F.C. (2011). Determining Working Capital Solvency and its Effect on Profitability in Selected Indian Manufacturing Firms. *International Journal of Research in Commerce, Economics and Management*, Vol. 1, No. 2, pp. 52-56.

Singhania, M., Sharma, N., and Rohit, J.Y. (2014). Working Capital Management and Profitability: Evidence from Indian Manufacturing Companies. *Decision*, Vol. 41, No. 3, pp. 313–326.

Siriopoulos, C., Archavli, E., and Arvanitis, S. (2012). *Determinants of Working Capital Management, November*. [online]. Available at: <http://ssrn.com/abstract=2179907> [Accessed 18/10/2019].

Smith, M., and Begemann, E. (1997). Measuring association between working capital and return on investment. *South African Journal of Business Management*, Vol. 28, No. 1, pp. 56-60.

Soekhoe, S.G. (2012). The effects of working capital management on the profitability of Dutch listed firms. *University of Twente*.

Taghizadeh, K.V., Ghanavati, E., Akbari, K.M., and Ebrati, M. (2012). Working capital management and corporate performance: evidence from Iranian companies. *Procedia - Social and Behavioral Sciences*, Vol. 62, No. 1, pp. 1313-1318.

Talha, M., Christopher, S.B., and Kamalavalli, A.L. (2010). Sensitivity of profitability to working capital management: a study of Indian corporate hospitals. *International Journal of Managerial and Financial Accounting*, Vol. 2, No. 3, pp. 213-227.

Ukaegbu, B. (2014). The significance of working capital management in determining firm profitability: Evidence from developing economies in Africa. *Research in International Business and Finance*, Vol. 31, No. 1, pp. 1-16.

Uyar, A. (2009). The Relationship of Cash Conversion Cycle with Firm Size and Profitability: An Empirical Investigation in Turkey. *International Research Journal of Finance and Economics*, Vol. 24, No. 1, pp. 186-193.

Vahid, T.K., Mohsen, A.K., and Mohammadreza, E. (2012). The Impact of Working Capital Management Policies on Firm's Profitability and Value: Evidence from Iranian Companies. *International Research Journal of Finance and Economics*, Vol. 88, No. 1, pp. 155-162.

Vishnani, S., and Shah, B.K. (2007). Impact of Working Capital Management Policies on Corporate Performance – An Empirical Study. *Global Business Review*, Vol. 8, No. 2, pp. 267-281.

Vural, G., Sökmen, A.G., and Çetenak, E.H. (2012). Affects of Working Capital Management on Firm's Performance: Evidence from Turkey. *International Journal of Economics and Financial Issues*, Vol. 2, No. 4, pp. 488-495.

Wang, Y.J. (2002). Liquidity Management, Operating Performance and Corporate Value: Evidence from Japan and Taiwan. *Journal of Multinational Financial Management*, Vol. 12, No. 2, pp. 159-169.

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

Yazdanfar, D., and Öhman, P. (2014). The Impact of Cash Conversion Cycle on Firm Profitability: An Empirical Study Based on Swedish Data. *International Journal of Managerial Finance*, Vol. 10, No. 4, pp. 442-452.

Zariyawati, M.A., Annuar, M.N., Taufiq, H., and Abdul Rahim, A.S. (2009). Working capital management and corporate performance: Case of Malaysia. *Journal of Modern Accounting and Auditing*, Vol. 5, No. 11, pp. 47-54.

