

**ΜΑΘΗΜΑΤΙΚΗ ΠΡΟΤΥΠΟΠΟΙΗΣΗ ΣΕ ΣΥΓΧΡΟΝΕΣ
ΤΕΧΝΟΛΟΓΙΕΣ ΚΑΙ ΣΤΗΝ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ**

**ΠΡΟΣΔΙΟΡΙΣΤΙΚΟΙ ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ ΤΗΣ ΕΤΑΙΡΙΚΗΣ ΚΕΡΔΟΦΟΡΙΑΣ
ΕΛΛΗΝΙΚΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ**

**ΠΑΝΑΓΙΩΤΟΠΟΥΛΟΣ ΦΩΤΙΟΣ
09110030**

Μάρτιος, 2019

ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Στόχο της παρούσας μελέτης αποτελεί η ανάλυση των προσδιοριστικών παραγόντων που επιδρούν στην κερδοφορία σαράντα (40) εισηγμένων επιχειρήσεων στο Χρηματιστήριο Αξιών των Αθηνών (στο εξής ΧΑΑ). Το εισαγωγικό κεφάλαιο περιλαμβάνει τους βασικούς στόχους της μελέτης και την διάρθρωση των κεφαλαίων προκειμένου ο αναγνώστης να αντιληφθεί πλήρως το περιεχόμενο του πονήματος. Στο δεύτερο κεφάλαιο παρουσιάζεται η βιβλιογραφική ανασκόπηση επί του θέματος των προσδιοριστικών παραγόντων της κερδοφορίας των επιχειρήσεων όπου αναλύονται αντίστοιχες μελέτες που έχουν δημοσιευθεί σε έγκριτα επιστημονικά περιοδικά. Στο τρίτο κεφάλαιο αναλύονται ορισμένοι προσδιοριστικοί παράγοντες της κερδοφορίας οι οποίοι διαχωρίζονται σε εσωτερικούς και εξωτερικούς. Δηλαδή παράγοντες που προκύπτουν από το εσωτερικό και το εξωτερικό περιβάλλον της επιχείρησης. Στο τέταρτο κεφάλαιο παρουσιάζεται η έννοια της κερδοφορίας ενώ στην συνέχεια αναλύονται οι βασικότεροι τρόποι με τους οποίους υπολογίζεται η κερδοφορία μιας επιχείρησης από την χρηματοοικονομική σκοπιά. Στο πέμπτο κεφάλαιο γίνεται παρουσίαση του ερευνητικού δείγματος καθώς και της ερευνητικής μεθοδολογίας όπου παρατίθενται συγκεκριμένα οικονομετρικά υποδείγματα που θα χρησιμοποιηθούν για την διενέργεια της παρούσας μελέτης. Στο έκτο κεφάλαιο γίνεται παράθεση των συμπερασμάτων που προέκυψαν από την έρευνα τα οποία διαχωρίζονται ανάλογα με την σκοπιά της ανάλυσης σε περιγραφικά στατιστικά, σε οικονομετρικά και σε εκτίμηση των υποδειγμάτων. Τέλος, παρατίθενται τα συμπεράσματα από το σύνολο της μελέτης εκ των οποίων το βασικότερο είναι ότι η χρηματοοικονομική μόχλευση είναι επιζήμια για την εταιρική κερδοφορία, το επίπεδο της συνολικής ζήτησης στην οικονομία επηρεάζει την κερδοφορία αναλογικά καθώς και ότι το μέγεθος της επιχείρησης σχετίζεται θετικά με την αποδοτικότητα των ιδίων κεφαλαίων.

ABSTRACT

The aim of this study is to analyze the determinants that affect the profitability of forty (40) listed companies on the Stock Exchange market of Athens (the Athens Stock Exchange). The introductory chapter includes the main objectives of the study and the structure of the capitals in order the reader will fully understand the content of the essay. The second chapter presents a literature review on the issue of determinants of profitability analyzing relevant studies published in reviewed journals. The third chapter analyzes some determinants of profitability which are divided into internal and external. In particular, we analyze the factors arising from the inside and outside environment of the companies. The fourth chapter presents the concept of profitability and then the main cruise analyzes ways in which the profitability of a company is calculated from the financial standpoint. The fifth chapter is a presentation of the research sample and research methodology setting out specific econometric models that will be used to conduct this study. In the sixth chapter there is a presentation of the conclusions drawn from the research which are separated depending on the perspective of the analysis in descriptive statistics, in econometric and estimation models. Finally, the findings of the entire study are presented, of which the most important is that financial leverage is detrimental to corporate profitability, the level of aggregate demand in the economy affect the profitability proportionately and that firm size is positively correlated with profitability equity.

Πίνακας Περιεχομένων

1	ΕΙΣΑΓΩΓΗ.....	7
1.1	ΣΤΟΧΟΣ ΤΗΣ ΕΡΓΑΣΙΑΣ.....	8
1.2	ΔΙΑΦΩΤΙΣΗ ΤΗΣ ΕΡΓΑΣΙΑΣ.....	9
2	ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΚΗ ΑΝΑΣΚΟΠΗΣΗ.....	10
3	ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ ΕΠΙΡΡΟΗΣ ΤΗΣ ΚΕΡΔΟΦΟΡΙΑΣ.....	17
3.1.	ΕΞΩΤΕΡΙΚΟΙ ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ.....	19
3.2.	ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΙ ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ.....	22
4	Η ΕΝΝΟΙΑ ΤΗΣ ΚΕΡΔΟΦΟΡΙΑΣ.....	277
4.1	ΚΕΡΔΟΦΟΡΙΑ.....	277
4.2	ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΚΕΡΔΟΦΟΡΙΑΣ.....	288
4.2.1.	ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΗΣ ΜΕΙΚΤΟΥ ΠΕΡΙΘΩΡΙΟΥ Η ΜΙΚΤΟΥ ΚΕΡΔΟΥΣ.....	30
4.2.2.	ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΗΣ ΚΑΘΑΡΟΥ ΠΕΡΙΘΩΡΙΟΥ Η ΚΑΘΑΡΟΥ ΚΕΡΔΟΥΣ.....	30
4.2.3.	ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΗΣ ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑΣ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ.....	31
4.2.4.	ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΗΣ ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑΣ ΑΠΑΣΧΟΛΟΥΜΕΝΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ.....	33
4.2.5.	ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΗΣ ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑΣ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ.....	33
4.2.6.	ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΜΟΧΛΕΥΣΗΣ.....	34
5	ΔΕΙΓΜΑ ΚΑΙ ΜΕΘΟΔΟΙ ΑΝΑΛΥΣΗΣ.....	36
5.1	ΔΕΙΓΜΑ.....	36
5.2	ΜΕΘΟΔΟΙ ΑΝΑΛΥΣΗΣ.....	37
5.2	ΤΟ ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ ΤΩΝ ΣΤΑΘΕΡΩΝ ΕΠΙΔΡΑΣΕΩΝ ΚΑΙ Ο ΤΡΟΠΟΣ ΕΚΤΙΜΗΣΗΣ ΤΟΥΣ.....	389
5.2.2	ΤΟ ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ ΤΩΝ ΤΥΧΑΙΩΝ ΕΠΙΔΡΑΣΕΩΝ ΚΑΙ Ο ΤΡΟΠΟΣ ΕΚΤΙΜΗΣΗΣ ΤΟΥΣ.....	41
6	ΕΜΠΕΙΡΙΚΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ.....	44
6.1	ΠΕΡΙΓΡΑΦΙΚΑ ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΑ.....	44
6.1.1	Περιγραφικά Στοιχεία για το Σύνολο των Μεταβλητών.....	44
6.1.2	Διαστρωματικά και Διαχρονικά Δεδομένα.....	45
6.2	ΕΚΤΙΜΗΣΗ ΟΙΚΟΝΟΜΕΤΡΙΚΩΝ ΥΠΟΔΕΙΓΜΑΤΩΝ.....	51
6.3	Η ΕΚΤΙΜΗΣΗ ΥΠΟΔΕΙΓΜΑΤΩΝ ΔΙΑΣΤΡΩΜΑΤΙΚΩΝ ΚΑΙ ΔΙΑΧΡΟΝΙΚΩΝ ΔΕΔΟΜΕΝΩΝ	
	51	

7 ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ	54
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ	56
ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ.....	59

Λίστα Πινάκων

Πίνακας 1: Ταξινόμηση των Επιχειρήσεων του Δείγματος σε Κλάδους	36
Πίνακας 2: Περιγραφικά Στατιστικά	44
Πίνακας 3α: Περιγραφικά Στατιστικά Για Διαχρονική Ανάλυση	46
Πίνακας 3α: Περιγραφικά Στατιστικά Για Δαστρωματική Ανάλυση.....	47
Πίνακας 5: Εκτιμήσεις Υποδειγμάτων Panel για τους Παράγοντες Κερδοφορίας των Επιχειρήσεων	53

Λίστα Εξισώσεων

Εξίσωση 1	377
Εξίσωση 2	399
Εξίσωση 3	4040
Εξίσωση 4	40
Εξίσωση 5	40
Εξίσωση 6	42
Εξίσωση 7	43

Λίστα Διαγραμμάτων

Διάγραμμα 1: Ιστόγραμμα Αποδοτικότητας των Ιδίων Κεφαλαίων για όλες τις Επιχειρήσεις και Όλα τα Έτη.....	45
Διάγραμμα 2: Μέση Τιμή της Αποδοτικότητας των Ιδίων Κεφαλαίων για κάθε Επιχείρηση, 2008-2014.....	49

1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Τα εταιρικά κέρδη αντιπροσωπεύουν το σημαντικότερο ίσως στοιχείο της ετήσιας οικονομικής έκθεσης μιας επιχείρησης, καθώς η πορεία τους παρακολουθείται στενά από πολλά ενδιαφερόμενα μέρη, συμπεριλαμβανομένων των οικονομικών αναλυτών, των στελεχών, των επενδυτών και των μελών του Διοικητικού Συμβουλίου. Η εκτίμηση των παραγόντων που επηρεάζουν τη μελλοντική πορεία των κερδών των επιχειρήσεων συμβάλλει στην απόκτηση σημαντικών πληροφοριών για τη βέλτιστη οικονομική διαχείριση και μεγιστοποίηση του κέρδους. Οι διευθυντές θα πρέπει να ακολουθήσουν μία πολιτική προκειμένου να διαχειριστούν και να αντισταθμίσουν το δυνητικό ρίσκο. Ως εκ τούτου, η γνώση των καθοριστικών παραγόντων που έχουν επιπτώσεις στην κερδοφορία των επιχειρήσεων θα συμβάλουν στην καλύτερη οικονομική διαχείριση και μείωση του δυνητικού κινδύνου. Η σημασία των εταιρικών κερδών τονίζεται περαιτέρω εκ του γεγονότος ότι οι αποδόσεις της μετοχής μιας εταιρίας επηρεάζονται σε μεγάλο βαθμό από τα σωρευτικά κέρδη αυτής (Ohlson, 1995).

Επίσης, τα κέρδη έχουν σημαντική επίδραση επί του πακέτου αμοιβών των ανώτερων εκτελεστικών στελεχών της επιχείρησης. Ως εκ τούτου, τα εν λόγω στελέχη έχουν ισχυρά κίνητρα προκειμένου να διαχειριστούν τα κέρδη της εταιρείας τους αξιοποιώντας την λογιστική ευελιξία που επιτρέπουν οι Γενικά Αποδεκτές Λογιστικές Αρχές (Generally Accepted Accounting Principles ή GAAP).

Υπάρχουν πολλοί σημαντικοί παράγοντες που επηρεάζουν την κερδοφορία των επιχειρήσεων, που συνήθως διαφέρουν ανάλογα τη χώρα και τη χρονική περίοδο. Οι κυριότεροι παράγοντες που επηρεάζουν σημαντικά τη μελλοντική κερδοφορία των επιχειρήσεων είναι: το μέγεθος των επιχειρήσεων, η οικονομική τους δύναμη, οι δαπάνες για R&D, τα δεδουλευμένα και η μεταβλητότητα της κερδοφορίας. Επιπλέον, υπάρχουν πολλοί μακροοικονομικοί παράγοντες που μπορούν να επηρεάσουν τις προοπτικές των κερδών των επιχειρήσεων.

Η έρευνά μας εστιάζει στο πώς οι παραπάνω παράγοντες επηρεάζουν την κερδοφορία των ελληνικών επιχειρήσεων. Πριν ξεκινήσουμε να αναλύουμε τον τρόπο και επεκταθούμε στο πώς οι εταιρίες και τα χαρακτηριστικά της αγοράς επηρεάζουν την κερδοφορία της κάθε επιχείρησης, είναι πολύ σημαντικό να σημειωθεί ότι η πορεία της ελληνικής οικονομίας επηρεάζει την κερδοφορία των ελληνικών επιχειρήσεων με

σοβαρό και ντετερμινιστικό τρόπο. Πιο συγκεκριμένα, η οικονομία στην Ελλάδα μετά το 2008 έχει συρρικνωθεί και το ΑΕΠ της μειώθηκε περίπου κατά 20%. Αυτή η χρόνια συρρίκνωση του ελληνικού ΑΕΠ και η ύφεση της ελληνικής οικονομίας έχουν οδηγήσει στην αύξηση του κόστους δανεισμού της ελληνικής κυβέρνησης, η οποία, με τη σειρά της, έχει επηρεάσει τον τραπεζικό τομέα, τις παροχές δανείων και το κόστος δανεισμού των ελληνικών επιχειρήσεων.

Πρωτότερα εμπειρικές μελέτες έχουν εξετάσει την επίδραση αυτών των καθοριστικών παραγόντων για την κερδοφορία των επιχειρήσεων. Τα αποτελέσματα των μελετών αυτών, είτε συμφωνούν, είτε έρχονται σε αντίθεση με την οικονομική θεωρία, είτε αδυνατούν να επιβεβαιώσουν την αναμενόμενη επίδραση στα καθαρά έσοδα. Παρ' όλα αυτά, στο πλαίσιο αυτής της μελέτης, τα εμπειρικά ευρήματα της σχέσης μεταξύ των μεταβλητών που χρησιμοποιήθηκαν και της κερδοφορίας των επιχειρήσεων δείχνουν ότι η μεγιστοποίηση της κερδοφορίας των επιχειρήσεων συνδέεται στενά με την καλύτερη δημοσιονομική διαχείριση και τη βέλτιστη κατανομή των διαθέσιμων πόρων.

Γενικά παρατηρείται μια προτίμηση των επιχειρήσεων προς την εξομάλυνση της μεταβλητότητας των κερδών τους. Για παράδειγμα, οι Graham et al. (2005) διαπίστωσαν από μια έρευνα την οποία διεξήγαγαν, ως επί το πλείστον σε εταιρείες του μη-χρηματοπιστωτικού τομέα, ότι η συντριπτική πλειονότητα (96,90%) των συμμετεχόντων στην έρευνα έδειξε ότι προτιμούν μια ομαλή πορεία για τα εταιρικά κέρδη. Ο ρόλος των δεδουλευμένων για την διασφάλιση μιας χαμηλής μεταβλητότητας στα εταιρικά κέρδη έχει διερευνηθεί σε μια σειρά από μελέτες, κατά κύριο λόγο όμως σε μη χρηματοοικονομικές εταιρείες (Bowen et al, 2008, Tucker και Zarowing, 2006).

1.1 ΣΤΟΧΟΣ ΤΗΣ ΕΡΓΑΣΙΑΣ

Στόχο της παρούσας μελέτης αποτελεί η διερεύνηση των καθοριστικών παραγόντων εταιρικής κερδοφορίας με την χρήση κατάλληλων στοιχείων σαράντα (40) εισηγμένων επιχειρήσεων κατά την περίοδο 2008-2014. Στο παραπάνω πλαίσιο θα εξεταστεί ο ρόλος ορισμένων μεταβλητών που έχουν σχέση με την επιχείρηση και μεταβλητών που σχετίζονται με την οικονομία.

1.2 ΔΙΑΡΘΡΩΣΗ ΤΗΣ ΕΡΓΑΣΙΑΣ

Συνολικά, η παρούσα εργασία αποτελείται από έξι (6) κεφάλαια των οποίων των περιεχόμενο παρατίθεται συνοπτικά παρακάτω:

1. 1^ο Κεφάλαιο: Περιλαμβάνει τους βασικούς στόχους της μελέτης και την διάρθρωση των κεφαλαίων προκειμένου ο αναγνώστης να αντιληφθεί πλήρως το περιεχόμενο του πονήματος.
2. 2^ο Κεφάλαιο: Παρουσιάζεται η βιβλιογραφική ανασκόπηση επί του θέματος των προσδιοριστικών παραγόντων της κερδοφορίας των επιχειρήσεων όπου αναλύονται αντίστοιχες μελέτες που έχουν δημοσιευθεί σε έγκριτα επιστημονικά περιοδικά.
3. 3^ο Κεφάλαιο : Αναλύονται ορισμένοι προσδιοριστικοί παράγοντες της κερδοφορίας οι οποίοι διαχωρίζονται σε εσωτερικούς και εξωτερικούς. Δηλαδή παράγοντες που προκύπτουν από το εσωτερικό και το εξωτερικό περιβάλλον της επιχείρησης.
4. 4^οΚεφάλαιο: Παρουσιάζεται η έννοια της κερδοφορίας ενώ στην συνέχεια αναλύονται οι βασικότεροι τρόποι με τους οποίους υπολογίζεται η κερδοφορία μιας επιχείρησης από την χρηματοοικονομική σκοπιά.
5. 5^ο Κεφάλαιο: Παρουσίαση του ερευνητικού δείγματος καθώς και της ερευνητικής μεθοδολογίας όπου παρατίθενται συγκεκριμένα οικονομετρικά υποδείγματα που θα χρησιμοποιηθούν για την διενέργεια της παρούσας μελέτης.
6. 6^οΚεφάλαιο: Παράθεση των συμπερασμάτων που προέκυψαν από την έρευνα τα οποία διαχωρίζονται ανάλογα με την σκοπιά της ανάλυσης σε περιγραφικά στατιστικά, σε οικονομετρικά και σε εκτίμηση των υποδειγμάτων.
7. Συμπεράσματα: Παρατίθενται τα συμπεράσματα από το σύνολο της μελέτης εκ των οποίων το βασικότερο είναι ότι η χρηματοοικονομική μόχλευση είναι επιζήμια για την εταιρική κερδοφορία, το επίπεδο της συνολικής ζήτησης στην οικονομία επηρεάζει την κερδοφορία αναλογικά καθώς και ότι το μέγεθος της επιχείρησης σχετίζεται θετικά με την αποδοτικότητα των ιδίων κεφαλαίων.

2 ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΚΗ ΑΝΑΣΚΟΠΗΣΗ

Η μελέτη της βιβλιογραφίας σχετικά με τους παράγοντες που επηρεάζουν την κερδοφορία των επιχειρήσεων, όπως το μέγεθός τους, η οικονομική τους δύναμη και οι δαπάνες R&D, οδηγεί σε αμφίβολα αποτελέσματα.

Οι Johnson (1967) και Newman (1968) δεν εντόπισαν καμία στατιστικά σημαντική σχέση μεταξύ των δαπανών R&D και της κερδοφορίας των επιχειρήσεων. Ωστόσο, ο Σουγιάννης (1994) υποστήριξε ότι οι ανωτέρω διαπιστώσεις μπορεί να οφείλονται στη χρήση ενός μικρού δείγματος, τις οικονομετρικές τεχνικές που χρησιμοποιήθηκαν και την ποιότητα των δεδομένων που χρησιμοποιήθηκαν για την ολοκλήρωση της έρευνας.

Ο Storey et al. (1987) έδειξε ότι η κερδοφορία των μικρών επιχειρήσεων αυξάνεται με την αύξηση του μεγέθους, ενώ για τις μεγάλες επιχειρήσεις, η κερδοφορία μειώνεται με την αύξηση του μεγέθους. Επιπλέον, οι ερευνητές διαπίστωσαν ότι η ηλικία μιας μικρής επιχείρησης έχει σημαντική επίδραση στην απόδοση των μικρών επιχειρήσεων αλλά μικρή επίπτωση στην απόδοση των μεγάλων επιχειρήσεων.

Οι Klassen και McLaughlin (1996) μελέτησαν τη σχέση μεταξύ της περιβαλλοντικής διαχείρισης και κερδοφορίας των επιχειρήσεων και διαπίστωσε ότι οι επιχειρήσεις με ισχυρή περιβαλλοντική διαχείριση απολαμβάνουν σημαντικές θετικές αποδόσεις, ενώ οι επιχειρήσεις με ασθενή περιβαλλοντική διαχείριση δείχνουν σημαντικές αρνητικές αποδόσεις.

Οι Burgstahler και Dichev (1997) και Degeorge et al. (1999) ανέφεραν ότι είναι πιθανό η διαχείριση του κέρδους μιας εταιρείας να ανταποκρίνεται στο μέγεθος της επιχείρησης. Ως εκ τούτου, θεωρείται ότι οι μεγάλες επιχειρήσεις είναι πιο πιθανό από ό, τι οι μικρότερες επιχειρήσεις να απολαμβάνουν κέρδη. Τα ευρήματά τους φαίνεται να συμφωνούν με τον Yangseon et al. (2003), καθώς οι μεγάλες εταιρείες μπορούν να αναπτύξουν ισχυρότερα συστήματα εσωτερικού ελέγχου και να υπερασπιστούν τη φήμη τους, αποφεύγοντας τη χειραγώγηση των κερδών.

Ο Wald (1999) διαπίστωσε ότι οι πιο προηγμένες χώρες χαρακτηρίζονται από μεγάλες διαφορές στη συσχέτιση μεταξύ χρηματοοικονομικής μόχλευσης καθώς πλησιάζει την αναλογία των μακροπρόθεσμων χρεών προς το σύνολο του ενεργητικού και την

επικινδυνότητα, την κερδοφορία, το μέγεθος, και την αύξηση της επιχείρησης. Αυτές οι διαφορές οφείλονται στη διαφοροποίηση της εφαρμογής των φορολογικών πολιτικών και των προβλημάτων οργανισμού, συμπεριλαμβανομένων των διαφορών στο κόστος πτώχευσης, ασυμμετρίες πληροφόρησης, και σε συγκρούσεις μέτοχου / πιστωτή.

Ο Abor (2005) διέκρινε τις επιπτώσεις των βραχυπρόθεσμων και μακροπρόθεσμων περιόδων μόχλευσης για την κερδοφορία των επιχειρήσεων. Πιο συγκεκριμένα, ο ίδιος αποκάλυψε μια σημαντική θετική σχέση μεταξύ των βραχυπρόθεσμων περιόδων χρηματοοικονομικής μόχλευσης και της κερδοφορίας των επιχειρήσεων. Ωστόσο, ο αντίκτυπος αυτός καθίσταται αρνητικός κατά την εξέταση της επιρροής της μακροπρόθεσμης χρηματοοικονομικής μόχλευσης στην κερδοφορία των επιχειρήσεων, και η αναλογία του συνολικού χρέους προς το σύνολο του ενεργητικού δείχνει μια ισχυρή θετική επίδραση στην απόδοση των ιδίων κεφαλαίων (ROE).

Ο Eriotisetal. (2007) αναφέρει ότι υπάρχει μια αρνητική σχέση μεταξύ του χρέους των εταιρειών που είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών (ΧΑΑ) και την ανάπτυξή τους, ενώ το μέγεθος των επιχειρήσεων συνδέεται θετικά με το λόγο του χρέους προς το περιουσιακό στοιχείο. Βρήκαν επίσης ότι υπάρχει μια διαφοροποίηση στη δομή του κεφαλαίου μεταξύ των επιχειρήσεων με λόγο χρέους μεγαλύτερο από το 50 τοις εκατό και εκείνους που έχουν λόγο χρέους κάτω από 50 τοις εκατό. Τα ευρήματα αυτά επιβεβαιώθηκαν από την έρευνα του Δασκαλάκη και Ψιλλάκη (2008). Σύμφωνα με την ανάλυση τους, το μέγεθος της επιχείρησης συνδέεται θετικά με τη χρηματοοικονομική μόχλευση.

Οι MatKila και WanMansor (2008) βρήκαν ότι το μέγεθος, η ρευστότητα και ο δείκτης κάλυψης τόκων είναι σημαντικά αρνητικοί σε σχέση με την αναλογία του χρέους των επιχειρήσεων. Τα αποτελέσματα δείχνουν επίσης ότι υπάρχει μια σημαντική διαφορά στην κεφαλαιακή διάρθρωση μεταξύ υψηλών levered και χαμηλών levered επιχειρήσεων. Σε αντίθεση με τους MatKila και WanMansor, ο Sheikh et al. (2011) υποστήριξαν ότι το μέγεθος της επιχείρησης συνδέεται θετικά με την αναλογία του χρέους. Επίσης, κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι η κερδοφορία, η ρευστότητα, η αστάθεια στα κέρδη, και η περιουσιακή διάρθρωση σχετίζονται αρνητικά με την αναλογία του χρέους. Σύμφωνα με τις ανωτέρω διαπιστώσεις, Li και Hwang (2011) κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι στην περίπτωση των επιχειρήσεων με χαμηλές

αποδόσεις η αύξηση της χρηματοοικονομικής μόχλευσης έχει αρνητική επίδραση στα κέρδη. Ωστόσο, αποκάλυψαν ότι υπάρχει θετική συσχέτιση μεταξύ της χρηματοοικονομικής μόχλευσης και των εταιρικών κερδών για τις πιο κερδοφόρες επιχειρήσεις. Επίσης, διαπιστώθηκε ότι οι εταιρείες που εμφανίζουν κέρδη άνω του μέσου όρου δείχνουν μια θετική σχέση μεταξύ της κερδοφορίας και των δαπανών R&D, σε αντίθεση με τις εταιρείες που παρουσιάζουν χαμηλότερο μέσο όρο κερδών. Τελικά κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι οι μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις που εμφανίζουν κέρδη άνω του μέσου όρου δείχνουν μια αρνητική σχέση μεταξύ του μεγέθους της επιχείρησης και της ROE, και το αντίστροφο.

Ο Srinivasan κ.ά.. (2012) διαπίστωσαν ότι οι δαπάνες για R&D έχουν μια θετική και στατιστικά σημαντική επίδραση στην κερδοφορία των επιχειρήσεων. Ωστόσο, σε περιόδους ύφεσης, η επίπτωση των δαπανών για R&D στην ROE είναι αρνητική και στατιστικά σημαντική. Επιπλέον, η χρηματοοικονομική μόχλευση φαίνεται να έχει σημαντικό θετικό αντίκτυπο στην κερδοφορία των επιχειρήσεων, αλλά η έκταση της επιρροής της στη ROE είναι περιορισμένη σε περιόδους ύφεσης. Τέλος, το μέγεθος της επιχείρησης παρουσιάζει μια στατιστικά σημαντική αρνητική επίπτωση στην κερδοφορία. Τα ευρήματα του Srinivasan κ.ά.. σχετικά με τις δαπάνες για R&D είναι σύμφωνα με προηγούμενες μελέτες του Jaffe (1986) και Geroski κ.ά.. (1993).

Οι Karopoulos και Lazaretou (2006) διερεύνησαν κατά πόσον υπάρχουν ισχυρές ενδείξεις που υποστηρίζουν την άποψη ότι διαφορές μεταξύ της ιδιοκτησιακής δομής των επιχειρήσεων οδηγεί σε συστηματικές διαφορές της εταιρικής επίδοσης. Για την διερεύνηση αυτής της υπόθεσης οι συγγραφείς βασιζόμενοι σε στοιχεία για 175 ελληνικές εισηγμένες επιχειρήσεις (το 2010) αρχικά χρησιμοποίησαν την δομή του υποδείγματος ιδιοκτησίας ως ενδογενή μεταβλητή και, εν συνεχεία, εξέτασαν δύο διαφορετικά μέτρα της ιδιοκτησιακής δομής, στο πλαίσιο καταγραφής της ιδιοκτησιακής δομής σε διαφορετικές ομάδες μετόχων με αντικρουόμενα συμφέροντα.

Το πρώτο μέτρο ήταν το ποσοστό των μετοχών (μετά δικαιώματος ψήφου) που ανήκαν στους μετόχους της επιχείρησης, καθένας εκ των οποίων κατείχε τουλάχιστον το 5% των μετοχών, και δεύτερο μέτρο ήταν το ποσοστό των μετοχών που βρίσκονταν υπό τον έλεγχο των μελών του Διοικητικού Συμβουλίου της επιχείρησης, καθένας από τους οποίους θα έπρεπε κατέχει τουλάχιστον το 5% του συνόλου των μετοχών.

Ο κύριος στόχος της εργασίας ήταν να διερευνηθεί κατά πόσον τα ποσοστά ιδιοκτησίας των διαφορετικών ομάδων των μετόχων σχετίζονται συστηματικά με την εταιρική επίδοση. Για το σκοπό αυτό, οι προαναφερθείσες δύο μεταβλητές χρησιμοποιήθηκαν ως επεξηγηματικές μεταβλητές στο οικονομετρικό υπόδειγμα για τον προσδιορισμό της εταιρική επίδοσης. Ωστόσο, επειδή η εταιρική επίδοση δεν καθορίζεται μόνο από τις ιδιοκτησιακές δομές, αλλά μπορεί επίσης να επηρεάσει αυτές, οι συγγραφείς εκτίμησαν ένα οικονομετρικό υπόδειγμα αποτελούμενο από δύο εξισώσεις, όπου χρησιμοποιήθηκε ως εξαρτημένη μεταβλητή η μεν εταιρική επίδοση στην πρώτη διαθρωτική εξίσωση, η δε μεταβλητή της ιδιοκτησιακής δομής στην δεύτερη.

Τα ευρήματα της εργασίας έδειξαν ότι όσο πιο συγκεντρωμένη είναι η ιδιοκτησιακή δομή της επιχείρησης τότε υψηλότερη η εταιρική επίδοση. Για την μέτρηση της εταιρικής επίδοσης χρησιμοποιήθηκαν δυο διαφορετικές μεταβλητές, δηλαδή ο λόγος Q του Tobin και το λογιστικό περιθώριο κέρδους λογιστικής. Οι συγγραφείς εκτίμησαν τον λόγο Q του Tobin λαμβάνοντας το λόγο του αθροίσματος της αγοραίας αξίας της επιχείρησης και της λογιστικής αξίας του χρέους της προς την λογιστική αξία του ενεργητικού.

Οι Vlachvei και Notta (2008) εξέτασαν την επίδραση χαρακτηριστικών σε επίπεδο επιχείρησης επί της ανάπτυξης των Ελληνικών επιχειρήσεων. Η μελέτη βασίστηκε σε οικονομικά στοιχεία 178, εισηγμένων στην Ελληνική Χρηματιστηριακή αγορά, επιχειρήσεων του μεταποιητικού κλάδου και του κλάδου εμπορίας, για την περίοδο 1995-2000. Οι συγγραφείς όρισαν τον ρυθμό μεγέθυνσης της επιχείρησης είτε ως την ποσοστιαία μεταβολή του αριθμού των εργαζομένων που απασχολεί η επιχείρηση είτε ως την αντίστοιχη μεταβολή των πωλήσεων της. Τα αποτελέσματά της έρευνας έδειξαν ότι η σχέση μεταξύ της εταιρικής μεγέθυνσης, του μεγέθους και της ηλικίας των επιχειρήσεων είναι πολύ ευαίσθητη σε σχέση με τις μεθόδους εκτίμησης και τους ορισμούς της ανάπτυξης και του μεγέθους. Παρόλο που υπάρχει μια ευρεία ομοφωνία σχετικά με την οικονομική και κοινωνική σημασία της ανταγωνιστικότητας, είναι λιγότερο σαφές τι ακριβώς είναι η ανταγωνιστικότητα και ποιοι οι καθοριστικοί παράγοντες της.

Σε αυτό το ερώτημα προσπάθησε να απαντήσει η μελέτη των Notta et al. (2010), οι οποίες μελέτησαν την ανταγωνιστικότητα 300 Ελληνικών επιχειρήσεων του κλάδου στην τροφίμων και ποτών, συγκρίνοντας το μέσο ύψος μεγέθυνσης και κερδοφορίας σε καθέναν από τους δέκα τομείς με αντίστοιχες μέσες τιμές μεγέθυνσης και κερδοφορίας για το σύνολο των κλάδων της ελληνικής οικονομίας, κατά την περίοδο 2003-2007. Επίσης, στους βασικούς δείκτες ανταγωνιστικότητας χρησιμοποιήθηκαν στοιχεία της εταιρικής κερδοφορίας και μεγέθυνσης, προκειμένου να διερευνηθεί η σχετική σημασία συγκεκριμένων τόσο εταιρικών χαρακτηριστικών, όπως για παράδειγμα το μέγεθος της επιχείρησης, η παρελθούσα εταιρική κερδοφορία, και άλλοι εταιρικοί αριθμοδείκτες, όσο χαρακτηριστικών του κλάδου, όπως για παράδειγμα η ανάπτυξη του.

Στο υπόδειγμα των σταθερών επιδράσεων που χρησιμοποιήθηκε για την διερεύνηση των προσδιοριστικών παραγόντων της εταιρικής κερδοφορίας, οι ερμηνευτικές μεταβλητές περιλάμβαναν το μερίδιο αγοράς (που κατείχε η επιχείρηση), το τετράγωνο του μεριδίου αγοράς, η ένταση της διαφημιστικής δαπάνης, η ηλικία της επιχείρησης, ο δείκτης μόχλευσης, η μεγέθυνση της επιχείρησης, και ο ρυθμός μεγέθυνσης του κλάδου.

Τα αποτελέσματα της έρευνας έδειξαν ότι οι καθοριστικοί παράγοντες προσδιορισμού της εταιρικής κερδοφορίας είναι το μερίδιο αγοράς, η ηλικία της επιχείρησης, το επίπεδο μόχλευσης, και η ανάπτυξη της επιχείρησης. Συγκεκριμένα, διαπιστώθηκε ότι το μερίδιο αγοράς επηρεάζει θετικά την εταιρική κερδοφορία, καθώς, κατά τους συγγραφείς, οι μεγαλύτερες επιχειρήσεις έχουν συνήθως στρατηγικά και ανταγωνιστικά πλεονεκτήματα που οδηγούν σε υψηλότερα κέρδη. Ακόμη και το τετράγωνο της αξίας του μεριδίου αγοράς βρέθηκε να έχει θετικό πρόσημο, το οποίο σημαίνει ότι, στην περίπτωση των ελληνικών επιχειρήσεων του κλάδου τροφίμων και ποτών, η αύξηση στο μέγεθος της επιχείρησης πάντοτε θα οδηγεί σε υψηλότερα κέρδη.

Η ηλικία της επιχείρησης διαπιστώθηκε ότι ασκεί μια θετική επιρροή στην εταιρική κερδοφορία, καθώς οι παλαιότερες επιχειρήσεις επωφελούνται από τις δυναμικές οικονομίες κλίμακας και από τις επιδράσεις της φήμης, πράγμα που τους επιτρέπει να επιτύχουν υψηλότερα κέρδη. Η επίδραση της μόχλευσης βρέθηκε να είναι αρνητική,

καθότι όσο υψηλότερη η τιμή του δείκτη μόχλευσης, τόσο μεγαλύτεροι και οι κίνδυνοι που συνδέονται με την πιθανότητα αθέτησης των εταιρικών υποχρεώσεων. Τέλος, η επίδραση της μεγέθυνσης της εταιρείας στην κερδοφορία ήταν αρνητική.

Μια άλλη μελέτη για την εταιρική κερδοφορία των Ελληνικών επιχειρήσεων διενεργήθηκε κατά την περίοδο πριν από την ένταξη της Ελλάδος στην Οικονομική Νομισματική Ένωση (ONE). Συγκεκριμένα, οι Asimakopoulos et al. (2009) εξέτασαν τους καθοριστικούς παράγοντες εταιρικής κερδοφορίας σε ένα δείγμα Ελληνικών εισηγμένων επιχειρήσεων στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών, , προερχομένων από τον μη χρηματοπιστωτικό τομέα, κατά την περίοδο 1995-2003.

Τα ευρήματα της έρευνας έδειξαν ότι η κερδοφορία των υπό εξέταση επιχειρήσεων επηρεάστηκε θετικά από το μέγεθος της επιχείρησης, την αύξηση των πωλήσεων και των επενδύσεων και αρνητικά από το επίπεδο της χρηματοοικονομικής μόχλευσης και του ύψους του κυκλοφορούντος ενεργητικού. Επιπλέον, βρέθηκε ότι η συμμετοχή Ελλάδος στην ONE και η υιοθέτηση του ευρώ επηρέασε αρνητικά την εταιρική κερδοφορία.

Οι Liargovas και Skandalis (2010) εξέτασαν τους προσδιοριστικούς παράγοντες διαμόρφωσης της ανταγωνιστικότητας 102 ελληνικών, εισηγμένων στο Χρηματιστήριο Αθηνών, επιχειρήσεων του βιομηχανικού τομέα, προερχομένων από 14 κλάδους, κατά την περίοδο 1997-2004. Οι συγγραφείς μελέτησαν την επίδραση τόσο οικονομικών όσο και μη οικονομικών παραγόντων επί της εταιρικής ανταγωνιστικότητας.

Για την μέτρηση της εταιρικής ανταγωνιστικότητας, οι συγγραφείς χρησιμοποίησαν τρεις αριθμοδείκτες. Ο πρώτος ήταν το περιθώριο κέρδους, δηλαδή ο λόγος των καθαρών κερδών προς ύψος των πωλήσεων. Αυτό το μέτρο καταγράφει την ικανότητα της επιχείρησης να αντιμετωπίζει τον ανταγωνισμό και τυχόν δυσμενείς αυξήσεις κόστους, πτώση των τιμών ή μείωση των πωλήσεων στο μέλλον. Ο δεύτερος δείκτης ήταν η αποδοτικότητα του ενεργητικού (ROA), ένας αριθμοδείκτης δηλαδή που καταγράφει την ικανότητα μιας επιχείρησης να χρησιμοποιεί τα περιουσιακά της στοιχεία προκειμένου να παράγει κέρδη. Τέλος, ο τρίτος δείκτης καταγραφής της εταιρικής ανταγωνιστικότητας ήταν η αποδοτικότητα των ιδίων κεφαλαίων (ROE), δηλαδή η απόδοση των επενδυτών για τις επενδύσεις τους στην επιχείρηση.

Τα ευρήματα της εργασίας έδειξαν ότι η χρηματοοικονομική μόχλευση, η εξαγωγική δραστηριότητα της επιχείρησης, η θέση, το μέγεθος της, και η ικανότητα των διοικητικών στελεχών της επηρεάζουν σημαντικά την εταιρική ανταγωνιστικότητα. Για την μέτρηση της μόχλευσης οι συγγραφείς χρησιμοποίησαν τον λόγο του συνολικού χρέους προς το ύψος των ιδίων κεφαλαίων.

Για την καταγραφή της επίδρασης της τοποθεσίας, οι συγγραφείς βασίστηκαν σε μια συμμεταβλητή προκειμένου να εξετάσουν εάν η γεωγραφική τοποθεσία της έδρας της επιχείρησης σε μια από τις δύο μεγαλύτερες ελληνικές πόλεις (Αθήνα και Θεσσαλονίκη) επηρεάζει την εταιρική ανταγωνιστικότητά. Η συμμεταβλητή αυτή λάμβανε την τιμή 1 για την Αθήνα και Θεσσαλονίκη και 0 σε διαφορετική περίπτωση. Τέλος για την καταγραφή της εξαγωγικής δραστηριότητας, οι συγγραφείς χρησιμοποίησαν μια συμμεταβλητή, η οποία λάμβανε την τιμή 1 εάν η επιχείρηση είχε εξαγωγική δραστηριότητα και 0 σε διαφορετική περίπτωση.

Επιπλέον, διαπιστώθηκε ότι η σχέση μεταξύ των δεικτών εταιρικής ανταγωνιστικότητας και των προσδιοριστικών παραγόντων εξαρτάται από την διοικητική αποτελεσματικότητα της επιχείρησης. Πιο συγκεκριμένα, η διοικητική αποτελεσματικότητα προσδιορίστηκε ως η επίδραση που είχαν οι αποφάσεις της διοίκησης στην κερδοφορία της επιχείρησης. Όσο μεγαλύτερα ήταν τα κέρδη από μια απόφαση της διοίκησης τόσο πιο αυξημένη φαινόταν η αποτελεσματικότητά της (Liargovas & Skandalis, 2010).

3 ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ ΕΠΙΡΡΟΗΣ ΤΗΣ ΚΕΡΔΟΦΟΡΙΑΣ

Η κερδοφορία των επιχειρήσεων, είτε αυτές είναι εισηγμένες σε οργανωμένη αγορά είτε όχι, αποτελεί τον πρωταρχικό στόχο που καλούνται να εκπληρώσουν μέσα από τον οποίο εξασφαλίζεται τελικά η επιτυχημένη πορεία τους με το πέρασμα των χρόνων. Η πορεία της επιχείρησης συνδέεται στενά με την πορεία της κερδοφορίας, εφόσον είναι από τα μοναδικά στοιχεία που μπορεί να δράσουν υποστηρικτικά στην συνέχιση των δραστηριοτήτων της. Άλλωστε σκοπός κάθε οικονομικής μονάδας είναι να μπορεί να έχει κέρδη από τις δραστηριότητές της, τα οποία να μπορούν να χρηματοδοτούν και την συνέχιση της λειτουργίας της. Χωρίς τα κέρδη αυτά μια επιχείρηση δεν μπορεί να συντηρηθεί, η θα μπορέσει να συντηρηθεί για ένα περιορισμένο χρονικό διάστημα. Η επίτευξη κέρδους είναι ο πρωταρχικός στόχος κάθε δραστηριότητας που εμπεριέχει χρηματικές συναλλαγές με αγοραπωλησία προϊόντων ή υπηρεσιών (Ξανθάκης & Αλεξάκης, 2011).

Όπως προκύπτει και από την βιβλιογραφική ανασκόπηση, επί του θέματος των παραγόντων επιρροής της κερδοφορίας των επιχειρήσεων που είναι εισηγμένες σε οργανωμένη αγορά, οι προσδιοριστικοί παράγοντες της κερδοφορίας ποικίλουν ανάλογα με την σκοπιά που παρακολουθούνται. Ειδικότερα, η οικονομική σκοπιά εξετάζει σε πολλές περιπτώσεις την επιρροή που δύναται να έχουν οι χρηματοοικονομικοί δείκτες της επιχείρησης ενώ η διοικητική σκοπιά εξετάζει άλλους παράγοντες όπως για παράδειγμα η αποτελεσματικότητα της διοίκησης και η διαχείριση της ανταγωνιστικότητας. Σαφώς οι δυο παραπάνω κατηγορίες εμπεριέχουν μια πληθώρα υποκατηγοριών οι οποίες προσδιορίζουν τα κέρδη της επιχείρησης και παράλληλα εξετάζονται επισταμένως έτσι ώστε να μπορέσει να υπολογιστεί ο βαθμός επιρροής τους στο σύνολο της κερδοφορίας (Novy-Marx, 2013).

Σε κάθε περίπτωση είναι σαφές ότι μια επιχείρηση που είναι εισηγμένη σε κάποια οργανωμένη αγορά έρχεται συνεχώς αντιμέτωπη με μια πληθώρα μεταβολών που δύναται να γίνουν και παράγοντες προσδιορισμού της κερδοφορίας της. Οι παράγοντες αυτοί μπορεί να απορρέουν είτε από το εξωτερικό είτε από το εσωτερικό της περιβάλλον ενώ ο βαθμός επιρροής τους εξαρτάται κάθε φορά από την ένταση του φαινομένου, την

ικανότητα άμεσης και αποτελεσματικής αντίδρασης των εισηγμένων καθώς και από την ανθεκτικότητα της ίδιας της επιχείρησης σε αλλαγές. Γενικότερα όμως είναι σημαντικό να επισημάνουμε ότι το ακριβές μέγεθος της επίδρασης που μπορεί να έχει ένα γεγονός στην κερδοφορία της επιχείρησης ή στην τιμή της μετοχής δεν μπορεί να προσδιοριστεί με απόλυτη ακρίβεια. Το πιο σύνηθες είναι να αποτυπώνεται η τάση, δηλαδή εάν θα αυξηθούν ή θα μειωθούν τα κέρδη εάν επέλθει κάποιο γεγονός ενώ αρκετές είναι οι προσπάθειες αποτίμησης της θέσης μιας επιχείρησης εάν συμβεί κάποια μεταβολή στα οικονομικά της στοιχεία (Zhang, Yang, Li, & Li, 2015).

Πιο συγκεκριμένα, η οικονομική επιστήμη σε συνδυασμό με την στατιστική χρησιμοποιεί ορισμένα εργαλεία στα οποία εισάγονται πιθανά σενάρια μεταβολής βασικών οικονομικών δεδομένων και στην συνέχεια μπορεί να εκτιμηθεί η συμπεριφορά των κερδών της επιχείρησης. Τα μοντέλα αυτά αποτελούν ένα συνδυασμό στατιστικής και οικονομικής γνώσης και λειτουργούν βάση σεναρίων τα οποία κάθε φορά έχουν διαφορετικά δεδομένα και παράγουν αναλόγως τα αποτελέσματα. Ωστόσο, παρά την ακρίβεια και την αξιοπιστία των παραπάνω εργαλείων είναι γεγονός ότι δεν μπορεί να αποτυπωθεί με ακρίβεια το μέγεθος της επίδρασης που θα έχει ένα γεγονός σε μια επιχείρηση αλλά σίγουρα μπορεί να προβλεφθεί η τάση και σε ένα γενικό πλαίσιο το μέγεθος της τάσης αυτής (Fuertes, Kalotychou, & Todorovic, 2016).

Όπως αναφέραμε και προηγουμένως, οι παράγοντες που μπορεί να επηρεάσουν την κερδοφορία της επιχείρησης μπορεί να προέρχονται είτε από το εξωτερικό είτε από το εσωτερικό της περιβάλλον. Οι εσωτερικοί παράγοντες προέρχονται από το εσωτερικό περιβάλλον της επιχείρησης και είναι όλες εκείνες οι αιτίες που μπορεί να οφείλονται στην ίδια την λειτουργία της επιχείρησης συμπεριλαμβανομένων και των αγορών-κλάδων στους οποίους συμμετέχει. Στους εσωτερικούς παράγοντες εντάσσονται και οι χρηματοοικονομικοί, φυσικοί και τεχνολογικοί πόροι οι οποίοι μπορεί να επηρεάσουν είτε με άμεσο είτε με έμμεσο τρόπο την κερδοφορία μιας επιχείρησης (Daft, 2015).

Οι εξωτερικοί παράγοντες σχετίζονται με το εξωτερικό προς την επιχείρηση περιβάλλον και μπορεί να συνδέονται από πολιτικούς, οικονομικούς και κοινωνικούς παράγοντες μέχρι και διαφόρων ειδών καταστροφής -φυσικές ή μη-. Οι εξωτερικοί

παράγοντες δύνανται να επηρεάσουν την κερδοφορία είτε με έμμεσο είτε με άμεσο τρόπο και για τον λόγο αυτό θα αναλυθούν ενδελεχώς στην επόμενη ενότητα (Kaplan, 1994).

3.1. Εξωτερικοί παράγοντες

Οι εξωτερικοί παράγοντες, όπως αναφέρθηκε, προέρχονται από το εξωτερικό περιβάλλον της επιχείρησης, δηλαδή δεν συνδέονται άμεσα με την λειτουργία της και κατ' επέκταση με το εσωτερικό της. Ωστόσο όμως οι παράγοντες αυτοί μπορεί να επηρεάσουν την κερδοφορία της επιχείρησης και να έχουν συχνά ως αποτέλεσμα την απροσδόκητη αντιμετώπιση ισχυρών επιπτώσεων. Σε γενικές γραμμές οι εξωτερικοί παράγοντες μπορούν να προέρχονται από το ευρύτερο οικονομικό περιβάλλον μέσα στο οποίο δραστηριοποιείται μια επιχείρηση (π.χ. η οικονομία της χώρας στην οποία δρα) καθώς και το πολιτικό περιβάλλον το οποίο αποτελεί ένα κατεξοχήν σημαντικό παράγοντα για την λειτουργία των επιχειρήσεων. Όπως θα δούμε και στην συνέχεια, υπάρχει πληθώρα εξωτερικών παραγόντων που μπορεί να επηρεάσουν την κερδοφορία μιας επιχείρησης κι ως εκ τούτου θα αναφερθούμε στην συνέχεια σε περισσότερες επιμέρους κατηγορίες.

Η εγχώρια οικονομία και η πορεία της αποτελεί έναν από τους σημαντικότερους εξωτερικούς παράγοντες που μπορεί να επηρεάσουν την κερδοφορία των επιχειρήσεων. Επίσης, και η παγκόσμια οικονομία είναι σε θέση να ασκήσει επιρροή σε επιχειρήσεις που μπορεί να μη δραστηριοποιούνται στις ίδιες χώρες. Ένα ιδιαίτερα γνωστό παράδειγμα αποτελεί η οικονομική κρίση που ξεκίνησε στις ΗΠΑ το 2008 και συνεχίζεται μέχρι και σήμερα στην Ελλάδα και σε ορισμένες χώρες της Ευρώπης είναι ένας καίριος παράγοντας επιρροής της εταιρικής κερδοφορίας των Ελληνικών επιχειρήσεων (Liargovas & Skandalis, 2010). Όπως είναι ευρέως διαδεδομένο η οικονομική κρίση σε συνδυασμό με την αποδοχή από την Ελλάδα των προγραμμάτων στήριξης, έχει επιφέρει μια σειρά από αρνητικές συνέπειες για τις ελληνικές επιχειρήσεις που έχουν δει την κερδοφορία τους να μειώνεται σταδιακά κατά τα τελευταία χρόνια της οικονομικής κρίσης (Pagoulatos&Triantopoulos, 2009).

Σαφώς θα πρέπει να τονίσουμε ότι η οικονομική κρίση δεν έχει επηρεάσει όλες τις επιχειρήσεις ανεξαιρέτως εφόσον υπάρχουν αρκετές οικονομικές μονάδες που έχουν διατηρήσει ή αυξήσει την κερδοφορία τους. Γενικότερα, η πορεία της οικονομίας είναι ένας από τους σημαντικότερους προσδιοριστικούς παράγοντες της εταιρικής κερδοφορίας εφόσον η υψηλή ανάπτυξη αυξάνει την ζήτηση και συνεπώς τα επίπεδα πωλήσεων και κερδοφορίας των επιχειρήσεων. Επίσης, άλλοι όροι όπως το διαθέσιμο εισόδημα, το επίπεδο των επιτοκίων, οι τιμές των προϊόντων καθώς και ευρύτερη αναπτυξιακή πορεία μιας χώρας είναι σε θέση να επηρεάσουν τα κέρδη των επιχειρήσεων κι αυτό είναι απολύτως αναμενόμενο εάν αναλογιστεί κανείς ότι όλες οι οικονομικές μονάδες δραστηριοποιούνται στο εξωτερικό και εσωτερικό περιβάλλον τους από το οποίο τους ασκείται επιρροή αλλά παράλληλα ασκούν κι αυτές επιρροή σε αυτό. Με τα παραπάνω δεδομένα λοιπόν η πορεία της οικονομίας αποτελεί έναν από τους σημαντικότερους προσδιοριστικούς παράγοντες της κερδοφορίας των επιχειρήσεων (Caves, 1996).

Όπως αναφέραμε οι αιτίες που επηρεάζουν την κερδοφορία μιας επιχείρησης και προέρχονται από το εξωτερικό της περιβάλλον ενώ συχνά μπορεί μια αιτία να επιφέρει μια σειρά από μεταβολές σε άλλους τομείς και να επηρεαστεί και πάλι η κερδοφορία μιας επιχείρησης. Για παράδειγμα, η έλευση της οικονομικής κρίσης δεν επέφερε για τις επιχειρήσεις μόνο μείωση της καταναλωτικής ζήτησης, αλλά και αύξηση της φορολογίας, νομοθετικές αλλαγές για τις επιχειρήσεις αλλά και ευρύτερες κοινωνικές μεταβολές. Έτσι, παρά το γεγονός ότι η γενεσιουργός αιτία για την μείωση της κερδοφορίας είναι η οικονομική κρίση γεννώνται στην συνέχεια και άλλες επιπτώσεις σε πολλούς τομείς του εξωτερικού περιβάλλοντος της επιχείρησης.

Ανάλογα με τον κλάδο στον οποίο δραστηριοποιείται μια επιχείρηση δύναται να υπάρχουν διαφορετικοί παράγοντες που επηρεάζουν την κερδοφορία της και σχετίζονται με τις μεταβολές στο εξωτερικό της περιβάλλον. Για παράδειγμα, μια επιχείρηση που παράγει ή εμπορεύεται τεχνολογικά προϊόντα θα αντιμετωπίζει μείωση της κερδοφορίας της εάν δεν καταφέρει να εναρμονίσει τα προϊόντα της με τα νέα τεχνολογικά χαρακτηριστικά. Σαφώς η παραπάνω διαπίστωση ισχύει και για επιχειρήσεις που δεν

ανήκουν στον τεχνολογικό κλάδο εφόσον ο παράγοντας της τεχνολογικής εξέλιξης και προσαρμογής είναι ένα στοιχείο που επηρεάζει σχεδόν όλες τις σύγχρονες επιχειρήσεις.

Το νομικό περιβάλλον αποτελεί ακόμα μια παράμετρο που δύναται να επηρεάσει στις περισσότερες περιπτώσεις με έμμεσο τρόπο την κερδοφορία των επιχειρήσεων. Οι νομοθετικές αλλαγές ανάλογα με το πεδίο εφαρμογής τους μπορεί να μεταβάλλουν ή ακόμα και να διακόψουν την λειτουργία μιας επιχείρησης με αποτέλεσμα να υπάρχει άμεση επιρροή της κερδοφορίας της επιχείρησης. Άλλωστε η ελληνική επιχειρηματικότητα περιβάλλεται από ένα πολύπλοκο και συνεχώς μεταβαλλόμενο νομικό περιβάλλον με αποτέλεσμα ένας μεγάλος αριθμός επιχειρήσεων να είναι αναγκασμένος να προσαρμόζεται συνεχώς σε νομικές αλλαγές.

Τα επίπεδα του ανταγωνισμού στον κλάδο που δραστηριοποιείται μια επιχείρηση είναι ένας ακόμα παράγοντας που δύναται να επηρεάσει την κερδοφορία της. Ειδικότερα, εάν μια επιχείρηση έχει μονοπωλιακή δύναμη, τότε έχει σαφώς λιγότερο ανταγωνισμού με αποτέλεσμα η ζήτηση για τα προϊόντα και τις υπηρεσίες της να είναι περισσότερο ανελαστική. Συνεπώς, δίνεται η δυνατότητα στην εν λόγω επιχείρηση να μπορεί να αυξάνει τα κέρδη της, εάν αποφασίσει να αυξήσει τις τιμές. Ωστόσο όμως μια αύξηση στην τιμή των προϊόντων ή των υπηρεσιών μιας μονοπωλιακής επιχείρησης μπορεί να συμβεί μέχρι ένα βαθμό, εφόσον οι ρυθμιστικές αρχές συχνά παρεμβαίνουν στις μονοπωλιακές δυνάμεις που καταχρώνται την εξουσία τους.

Στην αντίθετη περίπτωση που μια επιχείρηση δραστηριοποιείται σε μια αγορά με υψηλά επίπεδα ανταγωνισμού τα περιθώρια κέρδους, και κατ' επέκταση τα κέρδη, είναι πιο περιορισμένα. Το παραπάνω φαινόμενο οφείλεται στο γεγονός ότι οι καταναλωτές θα προτιμήσουν πάντα την αγορά φθηνότερων προϊόντων στην περίπτωση που τα ανταγωνιστικά προϊόντα φέρουν τα ίδια χαρακτηριστικά. Έτσι η επιχείρηση που πουλά ακριβότερα προϊόντα δεν θα προτιμάται από τους καταναλωτές με αποτέλεσμα να μειώνεται η κερδοφορία της και να οδηγηθεί τελικά στην μείωση των τιμών.

Η ισχύς της ζήτησης για ένα συγκεκριμένο προϊόν ή υπηρεσία είναι ένας ακόμα καθοριστικός παράγοντας που μπορεί να συμβάλλει στη μείωση ή την αύξηση της εταιρικής κερδοφορίας. Συχνά, τα προϊόντα που απολαμβάνου παροδική αυξημένη

ζήτηση προσφέρουν στις επιχειρήσεις που τα παράγουν ή τα εμπορεύονται υψηλά κέρδη τα οποία μπορεί να μεταβληθούν ανάλογα με την ισχύ της ζήτησης. Ειδικότερα, τα προϊόντα που θεωρούνται «μόδα» για το καταναλωτικό κοινό αυξάνουν παροδικά ή μόνιμα την κερδοφορία των επιχειρήσεων ανάλογα βέβαια με το χρονικό διάστημα που θα διαρκέσει η μόδα αυτή.

Χαρακτηριστικό παράδειγμα της παραπάνω διαπίστωσης αποτελούν τα κινητά τηλέφωνα, τα οποία όταν πρωτοεμφανίστηκαν είχαν μεγάλη ισχύ σε ότι αφορά την ζήτησή τους με αποτέλεσμα οι επιχειρήσεις του κλάδου να απολάμβαναν υψηλά κέρδη. Σήμερα, με την αύξηση των επιχειρήσεων στον κλάδο και δεδομένης της σημερινής ζήτησης τα κέρδη κατανέμονται σε περισσότερες επιχειρήσεις, πράγμα που σαφώς σημαίνει ότι μειώθηκαν σε σχέση με την περίοδο που πρωτοεμφανίστηκαν τα κινητά τηλέφωνα.

Τέλος, στα πλαίσια της διεθνοποιημένης κοινωνίας στην οποία δραστηριοποιούνται οι ελληνικές επιχειρήσεις είναι ιδιαίτερα σύνηθες να έρχονται αντιμέτωπες με μεταβολές της κερδοφορίας τους όταν συμβαίνουν σημαντικά γεγονότα σε διεθνές επίπεδο. Οι μελέτες σχετικά με τους διεθνείς παράγοντες που επηρεάζουν την κερδοφορία των επιχειρήσεων ποικίλουν ανάλογα με τα συμβάντα που παρατηρούνται ενώ ενδεικτικά να αναφερθεί ότι οι τρομοκρατικές επιθέσεις, οι φυσικές καταστροφές και οι πολιτικές αποφάσεις είναι ορισμένα από τα διεθνή γεγονότα που μεταβάλλουν την κερδοφορία των επιχειρήσεων (Charles&Darne, 2006).

3.2. Εσωτερικοί παράγοντες

Από την βιβλιογραφική ανασκόπηση που προηγήθηκε παρατηρούμε ότι για τον προσδιορισμό των παραγόντων που επηρεάζουν την εταιρική κερδοφορία οι ερευνητές επικεντρώθηκαν σε παράγοντες που προέρχονται από το εσωτερικό του περιβάλλον των υπό μελέτη επιχειρήσεων όπως για παράδειγμα η ιδιοκτησιακή δομή, ο ρυθμός μεγέθυνσης, το μερίδιο αγοράς, η ηλικία της επιχείρησης, το επίπεδο μόχλευσης και άλλα (Pasiouras&Kosmidou, 2007). Σύμφωνα με τους παραπάνω παράγοντες τα ερευνητικά υποδείγματα συσχέτισαν την κερδοφορία των επιχειρήσεων ανάλογα με τις μεταβολές που παρατηρούνταν.

Οι εσωτερικοί παράγοντες που δύναται να επηρεάσουν την κερδοφορία των επιχειρήσεων είναι ιδιαίτερα σημαντικοί εφόσον προέρχονται από το εσωτερικό της επιχείρησης και δεν αποτελούν μια αιφνίδια μεταβολή, όπως συμβαίνει συνήθως με τους εξωτερικούς παράγοντες επιρροής. Έτσι στα παραπάνω πλαίσια, οι εσωτερικοί παράγοντες είναι περισσότερο συγκεκριμένοι ως προς την πηγή από την οποία προέρχονται ενώ η μεταβολή τους μπορεί να οδηγήσει με βεβαιότητα στα αποτελέσματα που θα φέρει. Αντίθετα, οι εξωτερικοί παράγοντες παρά το γεγονός ότι μπορούν σε γενικές γραμμές να ανιχνευθούν, δεν μπορούν οι επιπτώσεις τους να μετρηθούν πριν την έλευση των συμβάντων (Leidecker&Bruno, 1984).

Το ιδιοκτησιακό καθεστώς της επιχείρησης, όπως παρατηρήθηκε και στην ανασκόπηση της βιβλιογραφίας αποτελεί ένα κρίσιμο παράγοντα για την κερδοφορία των επιχειρήσεων. Ειδικότερα, όπως έδειξαν οι σχετικές μελέτες όσο πιο συγκεντρωμένη είναι η ιδιοκτησιακή δομή της επιχείρησης τόσο υψηλότερη είναι η εταιρική επίδοση. Το φαινόμενο αυτό μπορεί να εξηγηθεί εάν αναλογιστεί κανείς την αποτελεσματικότητα που μπορεί να έχει η ιδιοκτησία όταν αυτή μοιράζεται σε λίγα άτομα αντί σε πολλά. Το ιδιοκτησιακό καθεστώς αφορά κυρίως στις σχέσεις που αναπτύσσονται μέσα στις λειτουργίες της εταιρίας οι οποίες κατευθύνονται τις περισσότερες φορές από την ιδιοκτησία της εκάστοτε οικονομικής μονάδας (Baker&Sinkula, 2009).

Επίσης, άλλος ένας παράγοντας που μπορεί να θεωρηθεί κρίσιμος για την κερδοφορία της επιχείρησης είναι και η διοικητική δομή και το κατά πόσον αυτή συνδέεται με την ιδιοκτησιακή δομή. Πιο συγκεκριμένα, όταν η διοίκηση είναι διαχωρισμένη από την ιδιοκτησία τότε τα αντικρουόμενα συμφέροντα εμφανίζονται σε μεγαλύτερο βαθμό σε σχέση με την περίπτωση που η διοίκηση με την ιδιοκτησία απαρτίζονται από πρόσωπα με παρόμοια συμφέροντα. Γενικότερα, η σύγκρουση συμφερόντων στο εσωτερικό της επιχείρησης αποτελεί ένα κρίσιμο παράγοντα που συχνά συμβάλλει στην μεταβολή της εταιρικής κερδοφορίας. Άλλωστε δεν είναι λίγες οι περιπτώσεις των επιχειρήσεων που επειδή η διοίκηση είχε αντικρουόμενα συμφέροντα και μη κοινούς στόχους δεν μπορούσαν να ληφθούν οι πιο συμφέρουσες αποφάσεις για την οικονομική μονάδα κι ως εκ τούτου μειώνονταν τα κέρδη και η αποδοτικότητά της (Venter, Boshoff, &Maas, 2005).

Η αποτελεσματικότητα της διοίκησης είναι ένας ακόμα καθοριστικός παράγοντας της εταιρικής κερδοφορίας, ο οποίος όμως δεν μπορεί να μετρηθεί με ακρίβεια εάν δεν γίνει συνολική μελέτη της εταιρικής πορείας. Η ικανότητα της διοίκησης να ανταπεξέρχεται στους επιχειρηματικούς στόχους που έχουν τεθεί σε συνδυασμό με την ικανότητά της να διαχειρίζεται κρίσιμες καταστάσεις είναι ορισμένα από τα στοιχεία που μπορεί να συντελέσουν στην αύξηση ή την μείωση της κερδοφορίας ανάλογα με τον βαθμό κατά τον οποίο επιτυγχάνονται. Επίσης, η αποτελεσματική διοίκηση δύναται να συμβάλλει στην ικανότητα της επιχείρησης να διαφοροποιηθεί και να αποκτήσει ανταγωνιστικό πλεονέκτημα, γεγονός που τις περισσότερες περιπτώσεις μπορεί να αυξήσει την κερδοφορία της οικονομικής μονάδας. Σε γενικές γραμμές, η χάραξη μιας αποτελεσματικής στρατηγικής που σχετίζεται με τα παραπάνω αποτελεί παράγοντα που μετά βεβαιότητας αυξάνει την κερδοφορία (Rumelt, 1982) (Mikel, 1998) (Casadesus-Masanell&Ricart, 2010).

Η διοίκηση που είναι ικανή να διαχειριστεί με αποτελεσματικό τρόπο πιθανές μεταβολές στην επιχείρηση, συγκρούσεις αλλά και τις καθημερινές αντιξοότητες θα είναι σε θέση να συμβάλει στην διατήρηση ή ακόμα και στην αύξηση της εταιρικής κερδοφορίας. Στην αντίθετη περίπτωση που υπάρχει κακή διαχείριση της επιχειρηματικής οντότητας παρατηρείται συνολική πτώση των βασικών μεγεθών όπως για παράδειγμα η αποδοτικότητα των εργαζομένων, η εξυπηρέτηση των πελατών και των πιστωτών με τελικό αποτέλεσμα την πτώση της εταιρικής κερδοφορίας (Μπουραντάς, 2002). Οπότε, η επιτυχής διαχείριση μιας επιχείρησης από την σκοπιά των διοικητικών στελεχών είναι ένας κρίσιμος παράγοντας που μπορεί να καθορίσει είτε με θετικό είτε με αρνητικό τρόπο την κερδοφορία των επιχειρήσεων. Και αυτό διότι όταν μια οικονομική μονάδα μπορεί να λειτουργεί συντονισμένα προς την επίτευξη των στόχων της και υπάρχει η κατάλληλη διοικητική δομή για να ξεπερνούνται πιθανά εμπόδια τότε είναι δεδομένο ότι μπορεί να υπάρχει αποδοτική λειτουργία και το κέρδος θα επιτυγχάνεται ευκολότερα. Ωστόσο όμως δεν θα πρέπει να παραλείψουμε να αναφέρουμε ότι η ικανή διοίκηση δεν είναι το μοναδικό στοιχείο που μπορεί να συμβάλλει στην ύπαρξη και διατήρηση της κερδοφορίας αλλά υπάρχουν κι άλλα, εξίσου σημαντικά στοιχεία που μπορούν να ασκήσουν επιρροή στα κέρδη (Pignanelli&Csillag, 2008).

Οι στόχοι που τίθενται από την σκοπιά των διοικητικών και ιδιοκτησιακών στελεχών αποτελούν σημαντικό παράγοντα για την πορεία της κερδοφορίας. Για παράδειγμα, υπάρχουν επιχειρήσεις που δεν έχουν ως βασικό στόχο την αύξηση της κερδοφορίας αλλά την αύξηση του μεριδίου του στην αγορά πράγμα που τελικά θα θυσιάσει για ένα μικρό ή μεγάλο διάστημα την κερδοφορία της επιχείρησης. Τελικά είναι σαφές ότι η κατάκτηση ενός μεγάλου μεριδίου στην αγορά θα επιφέρει και αυξημένα κέρδη, ωστόσο όμως μέχρι το μερίδιο αυτό να κατακτηθεί η κερδοφορία θυσιάζεται.

Τέλος, ένας ακόμα σημαντικός παράγοντας που δύναται να αυξήσει την εταιρική κερδοφορία είναι η ύπαρξη οικονομιών κλίμακας που δημιουργούν οφέλη στις περιπτώσεις που υπάρχουν υψηλά σταθερά κόστη (Fraquelli, 2005). Οι οικονομίες κλίμακας μπορούν να αποδοθούν σε δύο βασικούς παράγοντες. Ο Adam Smith ανέλυσε πρώτος το κομμάτι της κατανομής της εργασίας και της εξειδίκευσης ως έναν από τους σημαντικότερους παράγοντες για τη μείωση του κόστους σε μια επιχείρηση. Όταν το μέγεθος της επιχείρησης αυξηθεί τότε η επιχείρηση θα μπορέσει να αξιοποιήσει αποτελεσματικά όλους τους διαθέσιμους παραγωγικούς συντελεστές της.

Πιο συγκεκριμένα, οι πιο πολλές θέσεις εργασίας που θα δημιουργηθούν θα καλυφθούν από άτομα με προσόντα κατάλληλα για την συγκεκριμένη εργασία. Τελικά, το κάθε άτομο θα γίνει πιο αποδοτικό και επαγωγικά το κατά μονάδα κόστος της επιχείρησης θα μειωθεί. Συνεπώς, ο πρώτος βασικός παράγοντας που συντέλεσε στην δημιουργία οικονομιών κλίμακας είναι η προσπάθεια για μεγαλύτερη εξειδίκευση αλλά και η σωστή κατανομή της εργασίας. Οι οικονομίες κλίμακας μπορούν να ανιχνευθούν στην πιο προσφιλή καθημερινότητα από το γεγονός ότι συχνά οι παραγωγικές επιχειρήσεις προσφέρουν καλύτερες τιμές πώλησης των προϊόντων τους όταν η ποσότητα ξεπερνά έναν αριθμό τεμαχίων. Από εκεί καθίσταται αντιληπτή η έννοια της οικονομίας κλίμακας κατά την οποία η επιχείρηση μπορεί να πουλήσει σε χαμηλότερη τιμή όταν προσφέρει περισσότερη ποσότητα προϊόντων.

Ο δεύτερος παράγοντας είναι αυτός της χρήσης πιο αποδοτικής τεχνολογίας για την μείωση του ανά μονάδα κόστους. Οι επιχειρήσεις μεγάλου μεγέθους μπορούν να προβαίνουν σε δαπάνες μηχανικού εξοπλισμού τεχνολογικά εξελιγμένων έτσι ώστε να

μειώσουν το ανά μονάδα κόστος. Είναι γεγονός ότι η τεχνολογία και η ραγδαία ταχύτητα με την οποία εξελίσσεται αποτελεί ένα ζήτημα που συμβάλλει στην λειτουργία των επιχειρήσεων, δηλαδή διευκολύνει τον τρόπο με τον οποίο εκτελούνται οι διάφορες επιχειρησιακές δραστηριότητες. Σε γενικές γραμμές είναι αποδεκτό ότι η χρήση της τεχνολογίας προς όφελος της επιχείρησης αποτελεί ένα παράγοντα που μπορεί να αυξήσει την κερδοφορία της επιχείρησης, να ενισχύσει την λειτουργικότητα της και την να της αυξάνει την αποδοτική της λειτουργία (Polkinghorn, 2016).

4 Η ΕΝΝΟΙΑ ΤΗΣ ΚΕΡΔΟΦΟΡΙΑΣ

4.1 Κερδοφορία

Σύμφωνα με την οικονομική θεωρία, ο όρος κέρδος έχει δύο συναφείς, αλλά διακριτές σημασίες. Το κανονικό κέρδος αντιπροσωπεύει το συνολικό κόστος ευκαιρίας (άμεσο και έμμεσο) μιας επιχείρησης για έναν επενδυτή ή επιχειρηματία, ενώ το οικονομικό κέρδος (ή απλώς κέρδος) είναι η διαφορά μεταξύ των συνολικών εσόδων της επιχείρησης και όλων των εξόδων, συμπεριλαμβανομένων των κανονικών κερδών (Begg, Fischer, & Dornbusch, 2006). Για την λογιστική πρακτική η κερδοφορία είναι το μέτρο της διαφοράς μεταξύ της τιμής αγοράς και του κόστους του να εισέλθει στην αγορά δηλαδή ότι τα έσοδα μια εταιρείας προέρχονται από τις εργασίες της, μείον όλα τα άμεσα έξοδα (Patton, 1992). Για παράδειγμα, αν τα έσοδα της εταιρείας είναι 100.000 ευρώ και τα συνολικά γενικά της έξοδα είναι 70.000 ευρώ, το λογιστικό κέρδος είναι 30.000 ευρώ. Σε αντίθεση με οικονομικά κέρδη, τα λογιστικά κέρδη δεν συμπεριλαμβάνουν και το κόστος ευκαιρίας μιας δραστηριότητας (Σαρσέντης, 2008).

Το γενικότερο πλαίσιο ορίζει ότι η κερδοφορία προκύπτει όταν τα έσοδα από μια δραστηριότητα είναι περισσότερα από τα έξοδα για τη διενέργειά της. Και σύμφωνα με την πρακτική αυτή μπορεί να θεωρηθεί μια επιχείρηση κερδοφόρα. Στα πλαίσια του βασικού στόχου των επιχειρηματικών οντοτήτων, που είναι η επίτευξη κέρδους, μπορούμε εύλογα να συμπεράνουμε ότι όσο περισσότερα είναι τα κέρδη μιας οικονομικής μονάδας τόσο μεγαλύτερη είναι και η αποδοτικότητά της. Άλλωστε, η αποδοτικότητα αποτελεί μέτρο καθορισμού της επίτευξης των βασικών στόχων κι ως τέτοιο δεν μπορεί παρά να συνδέεται με την κερδοφορία στην περίπτωση των επιχειρήσεων.

Παράλληλα θα πρέπει να επισημάνουμε ότι η συνολική σκοπιά που θα αναλυθεί η κερδοφορία στην παρούσα μελέτη είναι αυτή της χρηματοοικονομικής επιστήμης η οποία επικεντρώνεται στις χρηματαγορές, τις κεφαλαιαγορές και τις επιχειρήσεις. Πιο συγκεκριμένα, η χρηματοοικονομική των επιχειρήσεων (corporate finance) εξετάζει την επιχείρηση ως εταιρία, δηλαδή ως ένα χρηματοοικονομικό οργανισμό ο οποίος λαμβάνει αποφάσεις που ικανοποιούν τα αιτήματα των μετόχων. Σαφώς στην παραπάνω ανάλυση

δεν θα πρέπει να παραλείψουμε να συμπεριλάβουμε το γεγονός ότι σημαντικό ρόλο στην λειτουργία των επιχειρήσεων καταλαμβάνει και η γενική λειτουργία της αγοράς δηλαδή όλες εκείνες οι επιχειρήσεις και οι οργανισμοί που μπορούν να μεταβάλλουν τις εταιρικές αποφάσεις.

4.2 Υπολογισμός κερδοφορίας

Ο υπολογισμός της κερδοφορίας ακολουθεί συγκεκριμένες πρακτικές οι οποίες έχουν σχεδιαστεί σύμφωνα με τις επιταγές της χρηματοοικονομικής επιστήμης. Η κατάσταση αποτελεσμάτων χρήσης είναι μια λογιστική κατάσταση που δείχνει αν και πόσο πλούτισε η επιχείρηση μέσα σε μία χρήση και πόσο μεταβλήθηκε η καθαρή θέση. Η επιχείρηση χρησιμοποιεί τα μέσα δράσης που έχει για τις δραστηριότητές της. Ανάλογα με το πόσο αποτελεσματικά τα χρησιμοποιεί θα έχει θετικό οικονομικό, λογιστικό αποτέλεσμα, δηλαδή κέρδος, ή αρνητικό, δηλαδή ζημιά. Άρα, πρέπει να συγκρίνω έσοδα που προήλθαν από τις δραστηριότητες της επιχείρησης και τα έξοδα που συνδέονται με αυτές τις δραστηριότητες. Πέραν από την λογιστική απεικόνιση των κερδών που φαίνεται στην κατάσταση αποτελεσμάτων χρήσης και στον ισολογισμό των επιχειρήσεων, το στοιχείο της κερδοφορίας μπορεί να υπολογιστεί και μέσω κατάλληλων οικονομικών δεικτών (Σαρσέντης, 2008). Επειδή η κερδοφορία της επιχείρησης είναι μέρος της αποδοτικότητάς της, οι αριθμοδείκτες που υποδηλώνουν την γενικότερη κερδοφορία ανήκουν στην κατηγορία των δεικτών αποδοτικότητας (Βασιλείου & Ηρειώτης, 2008). Η αποδοτικότητα της οικονομικής μονάδας αντανακλά την ικανότητα της τελευταίας να πραγματοποιεί κέρδη.

Οι δείκτες αποδοτικότητας μιας επιχείρησης μετρούν την δυναμικότητα των κερδών της καθώς και την ικανότητά της διοίκησης της εν λόγω επιχείρησης να παράγει κέρδη. Στην μέτρηση της αποδοτικότητας το βασικό κριτήριο είναι το κέρδος το οποίο όμως από μόνο του δεν μπορεί να αποδώσει μια χρήσιμη εικόνα. Δηλαδή, το κριτήριο του κέρδους είναι απαραίτητο να συνδυαστεί και με άλλα μεγέθη προκειμένου να αποκτήσει μεγαλύτερη σημασία και να πραγματοποιηθούν χρήσιμοι συσχετισμοί για την επιχείρηση και τα ενδιαφερόμενα μέρη της. Οπότε το κριτήριο του κέρδους για να

αποκτήσει ουσιαστική σημασία θα πρέπει να συσχετιστεί και με άλλα μεγέθη όπως είναι για παράδειγμα οι πωλήσεις.

Πιο συγκεκριμένα, μια αύξηση των πωλήσεων με παράλληλη αύξηση των κερδών έχει οικονομική σημασία και είναι ένα επιθυμητό γεγονός αλλά εάν υπάρχει αύξηση των κερδών για κάποιο λόγο που δεν σχετίζεται με τον σκοπό της επιχείρησης τότε θα πρέπει να πραγματοποιηθούν άλλες διερευνήσεις και σαφώς δεν είναι επιθυμητό να συμβεί κάτι τέτοιο. Τέλος, είναι σημαντικό να επισημάνουμε ότι οι μεταβολές στα κέρδη θα πρέπει να εξετάζονται σε συνάρτηση με τα κεφάλαια που απασχολεί η επιχείρηση προκειμένου να πραγματοποιηθούν καθώς μεμονωμένα τα μεγέθη δεν παρουσιάζουν κάποιο σημαντικό οικονομικό γεγονός (Ξανθάκης & Αλεξιάκης, 2011, σσ. 136-137).

Οι δείκτες αποδοτικότητας που αναλύονται παρακάτω μετρούν την αποδοτικότητα μιας επιχείρησης δηλαδή το κατά πόσο δυναμικό είναι το κέρδος μιας επιχείρησης αλλά και η ικανότητα της ίδιας της επιχείρησης να παράξει κάποιο κέρδος (Νιάρχος, 2004). Στην μέτρηση της αποδοτικότητας λαμβάνονται υπόψη τα κέρδη, που για να αποκτήσει αξία η ανάλυση θα πρέπει το κέρδος να συσχετιστεί και με άλλα οικονομικά στοιχεία όπως για παράδειγμα οι πωλήσεις, τα στοιχεία του ενεργητικού καθώς και τα ίδια κεφάλαιά της. Όλες οι επιχειρήσεις έχουν σκοπό το κέρδος και κατά συνέπεια οι ενδιαφερόμενοι δίνουν μεγάλη σημασία στο πόσο αποδοτική υπήρξε αυτή, ώστε να εξαχθούν συμπεράσματα για το ποιες είναι οι προοπτικές της για το μέλλον.

Οι κυριότεροι αριθμοδείκτες αποδοτικότητας είναι οι εξής:

Ο αριθμοδείκτης μικτού περιθωρίου ή μικτού κέρδους, ο αριθμοδείκτης καθαρού περιθωρίου ή καθαρού κέρδους, ο αριθμοδείκτης αποδοτικότητας ιδίων κεφαλαίων, ο αριθμοδείκτης αποδοτικότητας απασχολουμένων κεφαλαίων, ο αριθμοδείκτης αποδοτικότητας ενεργητικού, ο αριθμοδείκτης οικονομικής μόχλευσης.

4.2.1. Αριθμοδείκτης μικτού περιθωρίου ή μικτού κέρδους

Ο αριθμοδείκτης μικτού κέρδους δείχνει το κατά πόσο είναι αποτελεσματική η επιχείρηση σε ότι αφορά τον λειτουργικό της τομέα. Ο δείκτης αυτός υπολογίζεται σύμφωνα με τον παρακάτω τύπο (Ξανθάκης & Αλεξιάκης, 2011):

$$\text{Αριθμοδείκτης μικτού περιθωρίου} = \frac{\text{Μεικτά κέρδη}}{\text{Καθαρές πωλήσεις}}$$

Όπου,

$$\text{Μεικτά Κέρδη} = \text{Καθαρές πωλήσεις} - \text{Κόστος πωληθέντων}$$

και

$$\text{Καθαρές πωλήσεις} = \text{Συνολικές πωλήσεις} - \text{Εκπτώσεις \& Επιστροφές} - \text{Ειδικά έξοδα}$$

Με τον υπολογισμό του παραπάνω τύπου προκύπτει το μικτό κέρδος της οικονομικής μονάδας το οποίο προκύπτει από την πώληση των αγαθών ή των υπηρεσιών της. Θα πρέπει να επισημάνουμε βέβαια ότι για τον υπολογισμό του παραπάνω δείκτη είναι απαιτούμενο να δημοσιεύεται το κόστος πωληθέντων έτσι ώστε να προκύψουν οι καθαρές πωλήσεις.

Ο δείκτης αυτός, από την σκοπιά του μεγέθους ερμηνεύεται με την απλή αναλογική. Δηλαδή, όσο πιο μεγάλος είναι ο δείκτης μικτού κέρδους τόσο πιο επιτυχημένη θεωρείται μια επιχείρηση εφόσον επιτυγχάνει μεγαλύτερο μικτό κέρδος. Ωστόσο όμως θα πρέπει να επισημάνουμε ότι υπάρχουν και οι περιπτώσεις επιχειρήσεων που σκόπιμα έχουν χαμηλό περιθώριο κέρδους για λόγους αυξήσεις του όγκου των πωληθέντων (Σαρσέντης, 2008). Με τον τρόπο αυτό μια επιχείρηση μπορεί να πετύχει την διεύρυνση του μεριδίου της στην αγορά γεγονός που συχνά παρατηρείται σε κλάδους επιχειρήσεων με υψηλό ανταγωνισμό.

4.2.2. Αριθμοδείκτης καθαρού περιθωρίου ή καθαρού κέρδους

Ο αριθμοδείκτης καθαρού κέρδους δείχνει το ποσοστό του καθαρού κέρδους που επιτυγχάνει η επιχείρηση από τις πωλήσεις που πραγματοποιεί, δηλαδή είναι επί της

ουσίας το καθαρό κέρδος από τις δραστηριότητες της. Προκειμένου να υπολογιστεί ο αριθμοδείκτης καθαρού περιθωρίου πρέπει να γίνει διαίρεση των καθαρών λειτουργικών κερδών με το σύνολο των πωλήσεων, όπως φαίνεται στον παρακάτω τύπο (Ξανθάκης & Αλεξιάκης, 2011):

$$\text{Αριθμοδείκτης καθαρού περιθωρίου} = \frac{\text{Καθαρά λειτουργικά κέρδη}}{\text{Καθαρές πωλήσεις}}$$

Όπου

$$\text{Καθαρά λειτουργικά κέρδη} = \text{Κέρδη χρήσεως} - \text{Φόροι}$$

Επί της ουσίας ο δείκτης αυτός πραγματοποιεί τον ίδιο υπολογισμό με αυτόν του μικτού περιθωρίου απλώς αντί για τα μικτά κέρδη στον αριθμητή τοποθετούνται τα καθαρά λειτουργικά κέρδη. Ωστόσο όμως, ο υπολογισμός του παραπάνω δείκτη θα πρέπει να γίνεται με ιδιαίτερη προσοχή προκειμένου να αναδειχθεί το πραγματικό καθαρό περιθώριο καθώς στα καθαρά λειτουργικά κέρδη δεν μπορούν να συμπεριληφθούν μη λειτουργικά έσοδα ή έξοδα τα οποία όμως εάν συμπεριλαμβάνονταν θα επηρέαζαν αρκετά το αποτέλεσμα.

Και στην περίπτωση της ερμηνείας του παραπάνω δείκτη ισχύει ότι όσο πιο μεγάλος είναι ο αριθμοδείκτης καθαρού περιθωρίου τόσο πιο επικερδής είναι η επιχείρηση γιατί επιτυγχάνει μεγαλύτερο κέρδος από την πώληση των αγαθών ή των υπηρεσιών της. Οι περισσότεροι αναλυτές λαμβάνουν σοβαρά υπόψη τους τον δείκτη αυτό καθώς μπορεί να γίνει ακόμα και πρόβλεψη των μελλοντικών κερδών και των μελλοντικών πωλήσεων εφόσον το καθαρό περιθώριο δεν αποτυπώνει μόνο το ποσοστό των κερδών αλλά και την συνολικότερη στρατηγική ανάπτυξη μιας επιχείρησης (Θεοφανίδης, 1995).

4.2.3. Αριθμοδείκτης αποδοτικότητας ιδίων κεφαλαίων

Ο αριθμοδείκτης αποδοτικότητας ιδίων κεφαλαίων (ROE: Returns On Equity) δείχνει το κατά πόσο μια επιχείρηση χρησιμοποιεί αποδοτικά τα κεφάλαια της και

υπολογίζεται από την διαίρεση των καθαρών λειτουργικών κερδών με τα ίδια κεφάλαια της επιχείρησης, όπως φαίνεται στον παρακάτω τύπο (Σαρσέντης, 2008):

$$\text{Αριθμοδείκτης αποδοτικότητας ιδίων κεφαλαίων} = \frac{\text{Καθαρά λειτουργικά κέρδη}}{\text{Ίδια κεφάλαια}}$$

Όπου

Προκύπτει αν διαιρέσουμε τα καθαρά λειτουργικά κέρδη χρήσης (ή κέρδη εκμετάλλευσης) με το σύνολο των ιδίων κεφαλαίων της επιχείρησης (μετοχικό κεφάλαιο και αποθεματικά). Αν δε γνωρίζουμε πότε έγινε η μεταβολή των ιδίων κεφαλαίων χρησιμοποιούμε τη μέθοδο μέσου ύψους ιδίων κεφαλαίων:

$$\text{Μέσο ύψος ιδίων κεφαλαίων} = \frac{\text{Ίδια κεφάλαια αρχής} + \text{Ίδια κεφάλαια τέλους}}{2}$$

Αν γνωρίζουμε πότε έγινε η μεταβολή των ιδίων κεφαλαίων χρησιμοποιούμε τη μέθοδο πραγματικού ύψους ιδίων κεφαλαίων:

Πραγματικό ύψος ιδίων κεφαλαίων

=

(Αρχικό ύψος ιδίων κεφαλαίων)

+

*Μεταβολή συνολικών κεφαλαίων * Αριθμός μηνών ή ημερών μέχρι το τέλος χρήσης*
(12 μήνες) ή (360 ημέρες)

Ο παραπάνω δείκτης είναι ευρέως γνωστός στον τομέα της χρηματοοικονομικής ανάλυσης καθώς υποδηλώνει την αποδοτικότητα με την οποία χρησιμοποιούνται τα ίδια κεφάλαια μιας οικονομικής μονάδας. Τα ίδια κεφάλαια επειδή αποτελούνται από ιδιαίτερα σημαντικά οικονομικά μεγέθη όπως είναι το μετοχικό κεφάλαιο και αποθεματικά κεφάλαια είναι κρίσιμο να μπορούν να αξιοποιούνται με αποδοτικό τρόπο για την διασφάλιση της υγιούς ανάπτυξης μιας επιχείρησης (Αθιανός & Κωνσταντινούδης, 2011).

Σχετικά με τον τρόπο ερμηνείας του δείκτη αυτού θα πρέπει να επισημάνουμε ότι όταν είναι χαμηλός, δηλαδή είναι χαμηλή η αποδοτικότητα των ιδίων κεφαλαίων, τότε η επιχείρηση δεν αξιοποιεί σωστά τα ίδια κεφάλαια της. Το παραπάνω μπορεί να οφείλεται σε μια σειρά από παράγοντες όπως είναι για παράδειγμα η μη ικανή διαχείριση των κεφαλαίων από την διοίκηση ή την παραγωγή. Πάντως, από την χρηματοοικονομική ανάλυση δεν μπορεί να προκύψει ο τομέας εκείνος της επιχείρησης που πάσχει καθώς κάτι τέτοιο απαιτεί περισσότερο την χρήση διοικητικών εργαλείων μέτρησης της αποδοτικότητας (Αλεξανδρίδης, 2004).

Στην αντίθετη περίπτωση που ο δείκτης αυτός είναι υψηλός τότε μπορούμε να συμπεράνουμε ότι η επιχείρηση έχει μια καλή οικονομική εικόνα, αλλά σαφώς δεν είναι και το μοναδικό στοιχείο το οποίο θα πρέπει να διερευνά κανείς.

4.2.4. Αριθμοδείκτης αποδοτικότητας απασχολούμενων κεφαλαίων

Ο αριθμοδείκτης αποδοτικότητας απασχολούμενων κεφαλαίων αποτελεί το άθροισμα ιδίων και ξένων κεφαλαίων. Μας δείχνει την αποδοτικότητα μίας οικονομικής μονάδας, ανεξάρτητα από τις πηγές προελεύσεως των κεφαλαίων της. Ορίζεται ως εξής:

$$\begin{aligned} \text{Αριθμοδείκτης αποδοτικότητας απασχολούμενων κεφαλαίων} &= \\ &= \frac{\text{Καθαρά κέρδη εκμετάλλευσης} + \text{Χρηματοοικονομικά έξοδα}}{\text{Σύνολο απασχολούμενων κεφαλαίων}} \end{aligned}$$

4.2.5. Αριθμοδείκτης αποδοτικότητας ενεργητικού

Ο αριθμοδείκτης αποδοτικότητας του ενεργητικού (ROA: Returns On Assets) μετρά την απόδοση των συνολικών περιουσιακών στοιχείων που έχει στην κατοχή της η επιχείρηση ενώ αποτελεί παράλληλα ένα δείκτη που μετρά την αποτελεσματικότητα της λειτουργίας της. Ο δείκτης αυτός υπολογίζεται εάν διαιρέσουμε τα καθαρά κέρδη της χρήσης με το σύνολο των στοιχείων του ενεργητικού.

Αριθμοδείκτης αποδοτικότητας ενεργητικού

$$= \frac{\text{Καθαρά κέρδη εκμετάλλευσης} + \text{Χρηματοοικονομικά έξοδα}}{\text{Σύνολο ενεργητικού}}$$

Στο σύνολο των περιουσιακών στοιχείων δεν συμπεριλαμβάνονται οι συμμετοχές καθώς και άλλες παρόμοιες επενδύσεις, αφού αυτές δεν συντελούν στη δημιουργία λειτουργικών κερδών. Στην περίπτωση που κατά τη διάρκεια της λογιστικής χρήσης μεταβληθεί η συνολική αξία των περιουσιακών στοιχείων της οικονομικής μονάδας, θα πρέπει να λαμβάνεται υπόψη ο μέσος όρος του ενεργητικού (δηλαδή ο μέσος όρος ενεργητικού αρχής και τέλους χρήσης).

Όσο πιο ψηλός είναι ο δείκτης αυτός τόσο πιο ικανή είναι η επιχείρηση σε ότι αφορά την διαχείριση των περιουσιακών της στοιχείων και έτσι είναι σε θέση να προσελκύσει επενδύσεις. Η απόδοση του ενεργητικού αποτελεί επίσης ένα μέγεθος το οποίο μπορεί να αποτυπώσει και την ικανότητα της επιχείρησης να επιζήσει οικονομικά και δηλαδή συχνά αποτελεί ένα μέγεθος που όταν βρίσκεται σε υψηλά επίπεδα η χρηματοοικονομική επιστήμη θεωρεί ότι θα μπορέσει να ανταπεξέλθει σε οικονομικές διακυμάνσεις που κανονικά μπορεί να της προκαλούσαν ζημιές (Burton, Lauridsen, & Obel, 2002).

4.2.6. Αριθμοδείκτης οικονομικής μόχλευσης

Ο αριθμοδείκτης οικονομικής μόχλευσης μετρά την επίδραση που έχουν τα ξένα, δανειακά, κεφάλαια στα κέρδη μίας οικονομικής μονάδας. Προκύπτει διαιρώντας την αποδοτικότητα των ιδίων κεφαλαίων της επιχείρησης με την αποδοτικότητα του συνόλου των απασχολούμενων στην οικονομική μονάδα κεφαλαίων.

Αριθμοδείκτης οικονομικής μόχλευσης

$$= \frac{\text{Αριθμοδείκτης αποδοτικότητας ιδίων κεφαλαίων}}{\text{Αριθμοδείκτης αποδοτικότητας συνολικών απασχολούμενων κεφαλαίων}}$$

Η επίδραση των δανειακών κεφαλαίων στα κέρδη μίας επιχείρησης είναι θετική και επωφελής, όταν η αποδοτικότητα των ιδίων κεφαλαίων είναι μεγαλύτερη από την

αποδοτικότητα του συνόλου των απασχολούμενων κεφαλαίων. Μέσα από τη διαφορά αυτή βλέπουμε την επίδραση που ασκεί η χρησιμοποίηση των δανειακών κεφαλαίων επάνω στην αποδοτικότητα των ιδίων κεφαλαίων της επιχείρησης. Όταν ο συγκεκριμένος αριθμοδείκτης είναι μεγαλύτερος από τη μονάδα η χρησιμοποίηση των ξένων κεφαλαίων είναι επωφελής για την επιχείρηση. Στην αντίθετη περίπτωση που είναι μικρότερος της μονάδας η επίδραση των ξένων κεφαλαίων στα κέρδη της είναι αρνητική, που σημαίνει ότι η επιχείρηση δανείζεται με επαχθείς όρους. Τέλος όταν είναι ίσος με τη μονάδα η επίδραση των ξένων κεφαλαίων στα κέρδη είναι μηδενική.

Στο σημείο αυτό πρέπει να τονιστεί ότι, μέσα από την μελέτη δύο παραπάνω αριθμοδεικτών τον αριθμοδείκτη μικτού κέρδους και τον αριθμοδείκτη καθαρού κέρδους ο αναλυτής μπορεί να εμβαθύνει περισσότερο στην εσωτερική λειτουργία της επιχείρησης. Εάν ο αριθμοδείκτης μικτού κέρδους παρουσιάζει κάμψη διαχρονικά, ενώ ο αριθμοδείκτης καθαρού κέρδους παραμένει σταθερός, παρέχεται η πληροφορία ότι το κόστος πωληθέντων αυξάνεται δυσανάλογα σε σχέση με τα έσοδα πωλήσεων. Κάτι τέτοιο μπορεί να οφείλεται σε συμπίεση των τιμών πώλησης ή σε μείωση της παραγωγικότητας των συντελεστών που συμμετέχουν στην παραγωγική διαδικασία. Εάν ο αριθμοδείκτης μικτού παραμένει σταθερός, ενώ ο αριθμοδείκτης καθαρού κέρδους παρουσιάζει κάμψη, παρέχεται η πληροφορία ότι τα έξοδα λειτουργίας της επιχείρησης αυξάνονται δυσανάλογα σε σχέση με τις πωλήσεις της.

Όσο πιο ψηλός είναι ο δείκτης αυτός τόσο πιο ικανή είναι η επιχείρηση σε ότι αφορά την διαχείριση των περιουσιακών της στοιχείων και έτσι είναι σε θέση να προσελκύσει επενδύσεις. Η απόδοση του ενεργητικού αποτελεί επίσης ένα μέγεθος το οποίο μπορεί να αποτυπώσει και την ικανότητα της επιχείρησης να επιζήσει οικονομικά και δηλαδή συχνά αποτελεί ένα μέγεθος που όταν βρίσκεται σε υψηλά επίπεδα η χρηματοοικονομική επιστήμη θεωρεί ότι θα μπορέσει να ανταπεξέλθει σε οικονομικές διακυμάνσεις που κανονικά μπορεί να της προκαλούσαν ζημιές (Burton, Lauridsen, & Obel, 2002).

5 ΔΕΙΓΜΑ ΚΑΙ ΜΕΘΟΔΟΙ ΑΝΑΛΥΣΗΣ

5.1 Δείγμα

Το δείγμα της εργασίας περιλαμβάνει 40 εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αθηνών επιχειρήσεις κατά τη διάρκεια της περιόδου 2008-2014. Τα δεδομένα για τις παραπάνω επιχειρήσεις αντλήθηκαν από την βάση δεδομένων της Worldscope.

Οι μόνοι περιορισμοί που ελήφθησαν υπ' όψη για την συγκρότηση του δείγματος ήταν αφ' ενός μεν η αφαίρεση των επιχειρήσεων του χρηματοπιστωτικού τομέα (δηλαδή τράπεζες, ασφαλιστικές εταιρείες, επενδυτικές και χρηματιστηριακές εταιρείες), αφ' ετέρου δε η προϋπόθεση να υπάρχουν τουλάχιστον 3 επιχειρήσεις ανά κλάδο ανά έτος.

Πίνακας 1: Ταξινόμηση των Επιχειρήσεων του Δείγματος σε Κλάδους

A.A.	Κλάδος	Πλήθος Επιχειρήσεων
1	Κλάδος ακίνητης περιουσίας	3
2	Βιομηχανικά προϊόντα	8
3	Εμπόριο	5
4	Κατασκευές & Υλικά Κατασκευών	8

5	Μέσα Ενημέρωσης	3
6	Πετρέλαιο & Αέριο	3
7	Προσωπικά & Οικιακά αγαθά	4
8	Πρώτες Ύλες	3
9	Τεχνολογία	3

5.2 Μέθοδοι ανάλυσης

Εφ' όσον στόχο μας αποτελεί αρχικά να εκτιμήσουμε τους προσδιοριστικούς παράγοντες της εταιρικής κερδοφορίας θα εκτιμήσουμε στο ακόλουθο υπόδειγμα την αποδοτικότητα των ιδίων κεφαλαίων.

Εξίσωση 1 (Υπόδειγμα 1)

$$ROE_{it} = \alpha_0 + \mathbf{X}'_{it}\boldsymbol{\beta} + \mathbf{Z}'_t\boldsymbol{\gamma} + \varepsilon_{it}$$

Όπου:

ROE_{it} : Η αποδοτικότητα των ιδίων κεφαλαίων της επιχείρησης i κατά το έτος t (για $t = 1, 2, \dots, T$), είναι η εξαρτημένη μεταβλητή.

ε_{it} : Ο διαταρακτικός όρος ή το σφάλμα της επιχείρησης i κατά το έτος t .

Η εξίσωση αυτή είναι ένα γραμμικό μοντέλο μικτών επιδράσεων (Linear Mixed Model ή LMM). Δηλαδή ένα μοντέλο γραμμικής παλινδρόμησης το οποίο εκτός απ' το κλασικό ντετερμινιστικό κομμάτι περιέχει κι ένα στοχαστικό κομμάτι. Το ντετερμινιστικό κομμάτι είναι το $\alpha_0 + \mathbf{X}'_{it}\boldsymbol{\beta}$ και το στοχαστικό κομμάτι είναι το $\mathbf{Z}'_t\boldsymbol{\gamma} + \varepsilon_{it}$.

\mathbf{X}'_{it} : είναι ο $(N \times K)$ πίνακας σχεδιασμού που περιέχει τις σταθερές συμμεταβλητές (ερμηνευτικές μεταβλητές).

\mathbf{Z}'_t : είναι ο $(N \times q)$ πίνακας σχεδιασμού που περιέχει τις τυχαίες συμμεταβλητές.

Οι πίνακες αυτοί θεωρούνται γνωστοί απ' τα δεδομένα μας απ' τη δειγματοληψία.

$\boldsymbol{\beta}$: είναι το $(K \times 1)$ διάνυσμα των προς εκτίμηση παραμέτρων σταθερών επιδράσεων.

$\boldsymbol{\gamma}$: είναι το $(q \times 1)$ διάνυσμα των προς πρόβλεψη παραμέτρων τυχαίων επιδράσεων.

α_0 : σταθερός όρος (intercept term), είναι μία παράμετρος που αφορά και τις 40 επιχειρήσεις.

Παρατήρηση : Τα \mathbf{X}'_{it} , \mathbf{Z}'_t είναι γνωστά και σταθερά, τα α_0 , $\boldsymbol{\beta}$ είναι άγνωστα (προς εκτίμηση) και σταθερά. Ενώ τα ROE_{it} , $\boldsymbol{\gamma}$ και ε_{it} είναι στοχαστικά στη φύση τους (το κάθε ένα απ' αυτά ακολουθεί κάποιου είδους κανονική κατανομή). Το \mathbf{Z}'_t ονομάζεται πίνακας στοχαστικών συμμεταβλητών επειδή ο συντελεστής του $\boldsymbol{\gamma}$ είναι στοχαστικός.

Τα α_0 , $\boldsymbol{\beta}$ θα εκτιμηθούν με τη συνήθη μέθοδο ελαχίστων τετραγώνων (Ordinary Least Squares ή OLS) και θα βρούμε τις αντίστοιχες εκτιμήτριες ελαχίστων τετραγώνων $\widehat{\alpha}_0$, $\widehat{\boldsymbol{\beta}}$ ενώ θα βρούμε την αντίστοιχη πρόβλεψη του $\boldsymbol{\gamma}$ την $\widehat{\boldsymbol{\gamma}}$. Τα ROE_{it} προβλέπονται από το μοντέλο

$$\widehat{ROE}_{it} = \widehat{\alpha}_0 + \mathbf{X}'_{it}\widehat{\boldsymbol{\beta}} + \mathbf{Z}'_t\widehat{\boldsymbol{\gamma}}$$

5.2.1 Το Υπόδειγμα των Σταθερών Επιδράσεων και ο Τρόπος Εκτίμησης τους

Το βασικό πρόβλημα της μεθόδου των ελαχίστων τετραγώνων με τις συμμεταβλητές για την εκτίμηση του υποδείγματος των σταθερών επιδράσεων έγκειται στο ότι ο αριθμός των μεταβλητών που απαιτούνται για την εκτίμηση του εν λόγω υποδείγματος είναι μεγάλος, οδηγώντας έτσι σε απώλεια βαθμών ελευθερίας. Επίσης, όπως έχει επισημανθεί στόχος της εκτίμησης του υποδείγματος των σταθερών επιδράσεων είναι να εξαλειφθούν οι εν λόγω επιδράσεις α_i έτσι ώστε να μπορούμε να επικεντρωθούμε στην καθαρή επίδραση των ερμηνευτικών μεταβλητών επί της ενδογενούς μεταβλητής (αποκριτικής μεταβλητής δηλαδή το ROE_{it}).

Εξίσωση 2 (Υπόδειγμα 2)

$$ROE_{it} = \alpha_i + \mathbf{X}'_{it}\boldsymbol{\beta} + \mathbf{Z}'_t\boldsymbol{\gamma} + \varepsilon_{it}$$

Όπου:

α_i : Μια παράμετρος αναφορικά με την επιχείρηση i

Το μοντέλο αυτό ονομάστηκε καταχρηστικά μοντέλο σταθερών επιδράσεων διότι τα α_i είναι σταθερά στη φύση τους.

Στο παραπάνω υπόδειγμα αυτό που έχει σημασία κυρίως είναι η εύρεση των εκτιμητριών $\hat{\beta}_k$ αναφορικά με τις παραμέτρους στον πληθυσμό β_k για $k = 1, 2, \dots, K$, οι οποίες αποτυπώνουν την επίδραση που έχει η μεταβολή της ερμηνευτικής μεταβλητής X_k , κατά μια μονάδα επί της ενδογενούς μεταβλητής, δηλαδή της αποδοτικότητας των ιδίων κεφαλαίων. Θα πρέπει δε να επισημάνουμε ότι η παράμετρος β_k , είναι η ίδια για όλες τις επιχειρήσεις (οι οποίες στην περίπτωση της εργασίας μας είναι 40) και όλες τις χρονικές περιόδους $t = 1, 2, \dots, T$.

Αντίθετα, οι παράμετροι α_i , για $i = 1, 2, \dots, N$, γνωστές και ως διαστρωματικές (ή σταθερές) παράμετροι, αντιπροσωπεύουν τα διαφορετικά χαρακτηριστικά των στρωμάτων (δηλαδή των επιχειρήσεων εν προκειμένω), τα οποία παραμένουν αμετάβλητα διαχρονικά και είναι μη παρατηρήσιμα. Με άλλα λόγια η παράμετρος α_i αποτυπώνει την επίδραση κάποιας μη-παρατηρούμενης μεταβλητής στην διαμόρφωση της αποδοτικότητας των ιδίων κεφαλαίων της επιχείρησης i (κατά το έτος t).

Επίσης θα πρέπει να επισημάνουμε ότι στο υπόδειγμα των σταθερών επιδράσεων η παράμετρος α_i επιτρέπεται να συσχετίζεται με τις ερμηνευτικές μεταβλητές του υποδείγματος X_k .

Για την εκτίμηση του υποδείγματος (2) λαμβάνοντας τον διαχρονικό μέσο της αποδοτικότητας των ιδίων κεφαλαίων της επιχείρησης i (για κάθε επιχείρηση i) προκύπτει η ακόλουθη σχέση:

Εξίσωση 3

$$\overline{ROE}_i = \alpha_i + \bar{\mathbf{X}}'_t \boldsymbol{\beta} + \bar{\mathbf{Z}}'_t \boldsymbol{\gamma} + \bar{\varepsilon}_i$$

Και αφαιρώντας Εξ. (3) από την Εξ. (2) λαμβάνουμε:

Εξίσωση 4

$$ROE_{it} - \overline{ROE}_i = \boldsymbol{\beta}'(\mathbf{X}_{it} - \bar{\mathbf{X}}_t) + \boldsymbol{\gamma}'(\mathbf{Z}_{it} - \bar{\mathbf{Z}}_t) + \varepsilon_{it} - \bar{\varepsilon}_i$$

Εναλλακτικά, θα μπορούσαμε να γράψουμε τα εξής:

Εξίσωση 5 (Υπόδειγμα 5)

$$\ddot{Y}_{it} = \beta_1 \ddot{X}_{1,it} + \beta_2 \ddot{X}_{2,it} + \ddot{\varepsilon}_{it}$$

Όπου $\check{Y}_{it} = Y_{it} - \bar{Y}_i$, $\check{X}_{1,it} = X_{1,it} - \bar{X}_{1,i}$, $\check{X}_{2,it} = X_{2,it} - \bar{X}_{2,i}$ και $\check{\varepsilon}_{it} = \varepsilon_{it} - \bar{\varepsilon}_i$ είναι προσαρμοσμένες μεταβλητές ως προς τον μέσο κάθε διαστρωματικού στοιχείου i .

Σε αυτό το σημείο θα πρέπει να κάνουμε ορισμένες επισημάνσεις αναφορικά με το υπόδειγμα (5). Στο υπόδειγμα αυτό έχουμε δύο προς εκτίμηση παραμέτρους τις β_1 και β_2 (όσες είναι και οι ερμηνευτικές μεταβλητές). Οπότε προκύπτουν οι παρακάτω παρατηρήσεις:

Πρώτον, η εκτίμηση του εν λόγω υποδείγματος γίνεται με βάση τις $N \cdot T$ παρατηρήσεις για τις $K = 6$ ερμηνευτικές μεταβλητές. Λογικά λοιπόν θα έπρεπε να έχουμε $N \cdot T - K$ βαθμούς ελευθερίας. Ωστόσο, αυτός ο υπολογισμός είναι λανθασμένος, διότι για κάθε διαστρωματικό στοιχείο i χάνουμε ένα βαθμό ελευθερίας λόγω του διενεργηθέντος μετασχηματισμού.

Δεύτερον στο οικονομετρικό υπόδειγμα (5) δεν υπάρχει σταθερός όρος, και αυτό συμβαίνει λόγω του διενεργηθέντος μετασχηματισμού. Τρίτον, να μην υπάρχουν πλέον οι σταθερές επιδράσεις α_i , οπότε δε θα εκτιμηθούν, ωστόσο (εν αντιθέσει προς το υπόδειγμα ελαχίστων τετραγώνων με συμμεταβλητές) παραμένουν ανεκτίμητες.

Τέλος, το υπόδειγμα (5) μπορεί να εκτιμηθεί με την συγκεντρωτική μέθοδο των ελαχίστων τετραγώνων (pooled OLS), υπό την προϋπόθεση βέβαια οι δυο μετασχηματισμένες ερμηνευτικές μεταβλητές $\check{X}_{1,it}$ και $\check{X}_{2,it}$ να μην συσχετίζονται με την τιμή του νέου διαταρακτικού όρου $\check{\varepsilon}_{it}$ σε κάθε χρονική περίοδο t (ορισμός της αυστηρής εξωγένειας). Επίσης, η χρήση της συγκεντρωτικής μεθόδου των ελαχίστων τετραγώνων για το υπόδειγμα (5) προϋποθέτει και την διόρθωση στα τυπικά σφάλματα και τις στατιστικές ελέγχου.

5.2.2 Το Υπόδειγμα των Τυχαίων Επιδράσεων και ο Τρόπος Εκτίμησης τους

Είδαμε ότι στο υπόδειγμα των σταθερών επιδράσεων οι παράμετροι α_i είναι προκαθορισμένες και άρα σταθερές για κάθε διαστρωματικό στοιχείο i (και για όλες τις χρονικές περιόδους), δηλαδή είναι ανεξάρτητες από τον χρόνο. Στο υπόδειγμα των τυχαίων επιδράσεων οι παράμετροι α_i αποτελούν τυχαίες μεταβλητές.

Εν αντιθέσει προς το υπόδειγμα των σταθερών επιδράσεων, στο υπόδειγμα των τυχαίων επιδράσεων (random effects, RE model) η παράμετρος α_i αποτελεί πλέον μια τυχαία μεταβλητή, η οποία δεν συσχετίζεται με τις ερμηνευτικές μεταβλητές του υποδείγματος. Το υπόδειγμα των τυχαίων επιδράσεων θα πρέπει να χρησιμοποιείται όταν τα διαστρωματικά στοιχεία του δείγματος επιλέγονται τυχαία και θεωρούνται ως αντιπροσωπευτικό κομμάτι του ευρύτερου πληθυσμού. Συγκεκριμένα, η δομή του υποδείγματος των τυχαίων επιδράσεων είναι η ακόλουθη:

Εξίσωση 6 (Υπόδειγμα 3)

$$ROE_{it} = \alpha_0 + \tau_i + \mathbf{X}'_{it}\boldsymbol{\beta} + \mathbf{Z}'_t\boldsymbol{\gamma} + \varepsilon_{it}$$

Όπου:

τ_i : Η τυχαία μεταβλητή αναφορικά με την επιχείρηση i

Το μοντέλο αυτό ονομάστηκε καταχρηστικά μοντέλο τυχαίων επιδράσεων διότι τα τ_i είναι τυχαία στη φύση τους.

Οπότε από την παραπάνω οικονομετρική υλοποίηση ορίζουμε τον σύνθετο διαταρακτικό όρο $u_{it} = \tau_i + \varepsilon_{it}$ με τα εξής χαρακτηριστικά:

$$E(u_{it}) = E(\tau_i + \varepsilon_{it}) = E(\tau_i) + E(\varepsilon_{it}) = 0$$

και

$$\begin{aligned} \text{var}(u_{it}) &= \text{var}(\tau_i + \varepsilon_{it}) = \text{var}(\tau_i) + \text{var}(\varepsilon_{it}) + 2\text{cov}(\tau_i, \varepsilon_{it}) = \text{var}(\tau_i) + \\ \text{var}(\varepsilon_{it}) &= \sigma_\tau^2 + \sigma_\varepsilon^2, \end{aligned}$$

διότι τα τ_i, ε_{it} θεωρούνται ανεξάρτητα άρα και ασυσχέτιστα. Βάσει λοιπόν των προαναφερθέντων χαρακτηριστικών ο πίνακας διακύμανσης-συνδιακύμανσης για την επιχείρηση i , Φ_{ii} (δηλαδή ο πίνακας που περιέχει τις διασπορές και τις συνδιασπορές των u_{it}), έχει ως εξής :

Εξίσωση 7

$$\Phi_{ii} = \sigma_{\tau}^2 \mathbf{i}_T \mathbf{i}'_T + \sigma_{\varepsilon}^2 \mathbf{I}_T$$

Όπου \mathbf{i}_T ένα διάνυσμα στήλης διαστάσεων $T \times 1$ που περιέχει 1, και \mathbf{I}_T η μοναδιαία μήτρα διαστάσεων $T \times T$.

Για τη μέτρηση της μόχλευσης θα χρησιμοποιηθεί ο λόγος του συνολικού χρέους προς το ύψος των ιδίων κεφαλαίων. Ο δείκτης αυτός δείχνει τον βαθμό στον οποίο μια επιχείρηση χρησιμοποιεί δανειακά κεφάλαια στην κεφαλαιακή της διάρθρωση. Οι εταιρείες που έχουν υψηλή μόχλευση μπορεί να βρεθούν σε κίνδυνο χρεοκοπίας, εφόσον δεν είναι σε θέση καταβάλουν τις πληρωμές για το χρέος τους, ενώ μπορεί επίσης να είναι σε θέση να βρουν νέους δανειστές στο μέλλον. Βέβαια, η μόχλευση δεν είναι πάντα κακή, καθώς μπορεί να αυξήσει την απόδοση των μετόχων στις επενδύσεις τους και να συμβάλει στη χρήση των φορολογικών πλεονεκτημάτων που συνδέονται με τον δανεισμό.

Λογικά οι επιχειρήσεις με έδρα την Αθήνα ή την Θεσσαλονίκη θα μπορούσαν να είναι σε καλύτερη θέση (δηλαδή πλησιέστερα στις αγορές τους) προκειμένου να επωφεληθούν από τις αλλαγές στις συνθήκες της αγοράς.

6 ΕΜΠΕΙΡΙΚΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ

6.1 ΠΕΡΙΓΡΑΦΙΚΑ ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΑ

6.1.1 Περιγραφικά Στοιχεία για το Σύνολο των Μεταβλητών

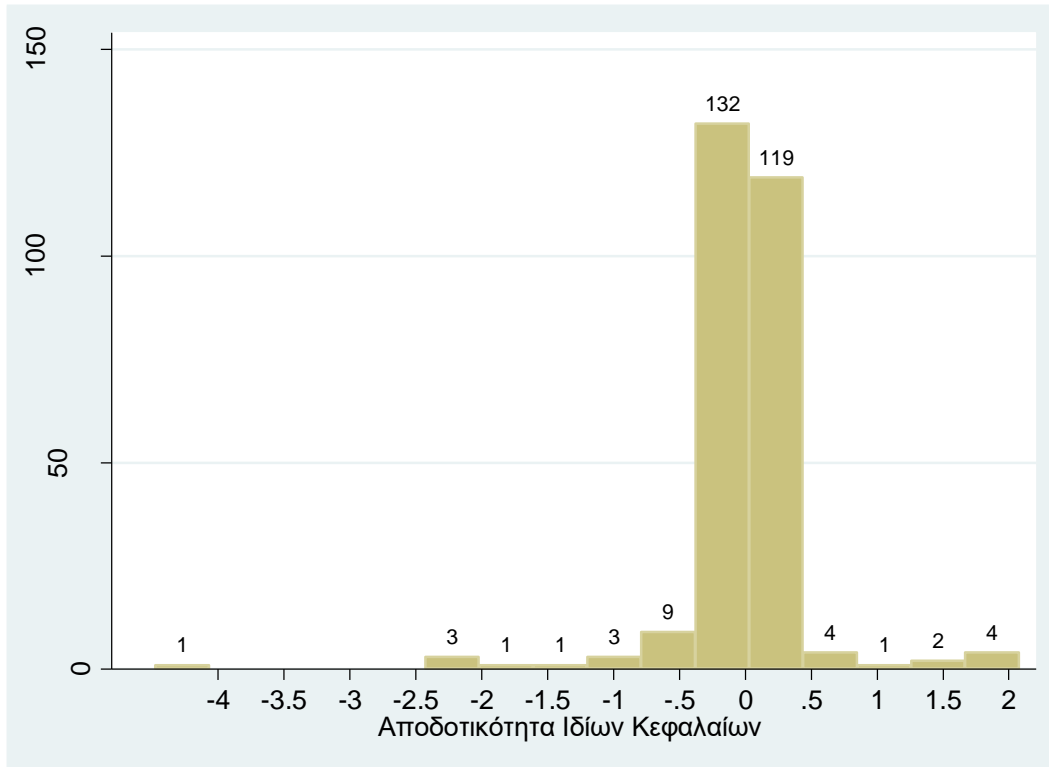
Ο Πίνακας 3 παρέχει μια επισκόπηση των περιγραφικών στατιστικών από τις κύριες μεταβλητές που χρησιμοποιούνται στην μελέτη μας.

Στον πίνακα 2 φαίνεται ότι η αποδοτικότητα των ιδίων κεφαλαίων (ROE) έχει μια μέση τιμή περίπου -1,58% ανά επιχείρηση με πολύ μεγάλη τυπική απόκλιση της τάξεως του 50,83%, λόγω της πολύ μεγάλης διακύμανσης μεταξύ της ελάχιστης τιμής (-447%) και μέγιστης τιμής (207%).

Πίνακας 2: Περιγραφικά Στατιστικά¹

Μεταβλητή	Παρατ.	Μέση Τιμή	Τυπ. Απόκλιση	Ελάχιστη Τιμή	Μέγιστη Τιμή
ROE	280	-0,0158	0,5083	-4,47	2,07
Debt	274	5,6725	83,6833	-0,17	1395,85
Lnasset	274	18,9405	1,8361	9,90	23,37
Accrual	274	-0,7668	-0,3538	-4,80	-0,92
Ogap	274	-0,4771	7,4244	-8,75	10,96
Yield	274	10,6128	5,9545	4,80	22,5

¹ Ο πίνακας 2 παρουσιάζει βασικά στοιχεία περιγραφικής στατιστικής για τις μεταβλητές αναφορικά με το σύνολο των 40 Επιχειρήσεων κατά την περίοδο 2008-2014.



Διάγραμμα 1: Ιστόγραμμα Αποδοτικότητας των Ιδίων Κεφαλαίων (ROE) για όλες τις επιχειρήσεις και όλα τα έτη.

6.1.2 Διαστρωματικά και Διαχρονικά Δεδομένα

Κατόπιν, προκειμένου να εξετάσουμε την μεταβλητότητα των δεδομένων σε διαστρωματική και διαχρονική βάση εξετάζουμε τα στοιχεία του Πίνακα 3 αναφορικά με τις $N = 40$ επιχειρήσεις του δείγματος. Ουσιαστικά ο προαναφερθείς πίνακας αποσυνθέτει τη συνολική μεταβλητότητα της κάθε υπό εξέταση μεταβλητής X_{it} σε δύο συνιστώσες.

Η πρώτη συνιστώσα της μεταβλητότητας αφορά την εντός των διαστρωματικών στοιχείων (δηλαδή επιχειρήσεις) μεταβλητότητα (intra-cluster variability ή διαχρονική μεταβλητότητα), η οποία για μια συγκεκριμένη μεταβλητή (π.χ. ROE) βασίζεται σε 7 χρονικές παρατηρήσεις (της περιόδου 2008-2014, $t = 2008, \dots, 2014$) για κάθε στρώμα εξετάζοντας την θέση κάθε επιχείρησης σε κάθε χρονική περίοδο σε σχέση με το μέσο όρο της μεταβλητής

για ολόκληρη την περίοδο 2008-2014. Η δεύτερη συνιστώσα αφορά, τη μεταξύ των στρωμάτων μεταβλητότητα (inter-cluster variability ή διαστρωματική μεταβλητότητα), η οποία αποτυπώνει τις μόνιμες (σταθερές) διαφορές μεταξύ των 40 υπό εξέταση επιχειρήσεων.

Πίνακας 3α: Περιγραφικά Στατιστικά Για Διαχρονική Ανάλυση

Μεταβλητή/ Μεταβλητότητα	Μέση Τιμή	Τυπική Απόκλιση	Ελάχιστη Τιμή	Μέγιστη Τιμή	Παρατηρήσεις
ROE	-0,015	0,50	-4,47	2,07	$N \cdot T = 280$
Εντός		0,48	-4,02	2,28	$N = 40$ $T = 7$
Debt	5,67	83,68	-0,17	1395,85	$N \cdot T - K = 274$
Εντός		77,35	-196,27	1197,60	$N = 40$ $T = 7, K = 6$
Inasset	18,94	1,83	9,90	23,37	$N \cdot T - K = 274$
Εντός		0,43	14,05	20,83	$N = 40$ $T = 7, K = 6$
Accrual	-0,76	0,35	-4,80	0,92	$N \cdot T - K = 274$
Εντός		0,31	-3,64	1,77	$N = 40$ $T = 7, K = 6$
Ogap	-0,47	7,42	-8,75	10,96	$N \cdot T - K = 274$
Εντός		7,42	-8,75	10,96	$N = 40$ $T = 7, K = 6$
Yield	10,61	5,95	4,80	22,50	$N \cdot T - K = 274$
Εντός		5,95	4,80	22,5	$N = 40$ $T = 7, K = 6$

Πίνακας 4β: Περιγραφικά Στατιστικά Για Διαστρωματική Ανάλυση

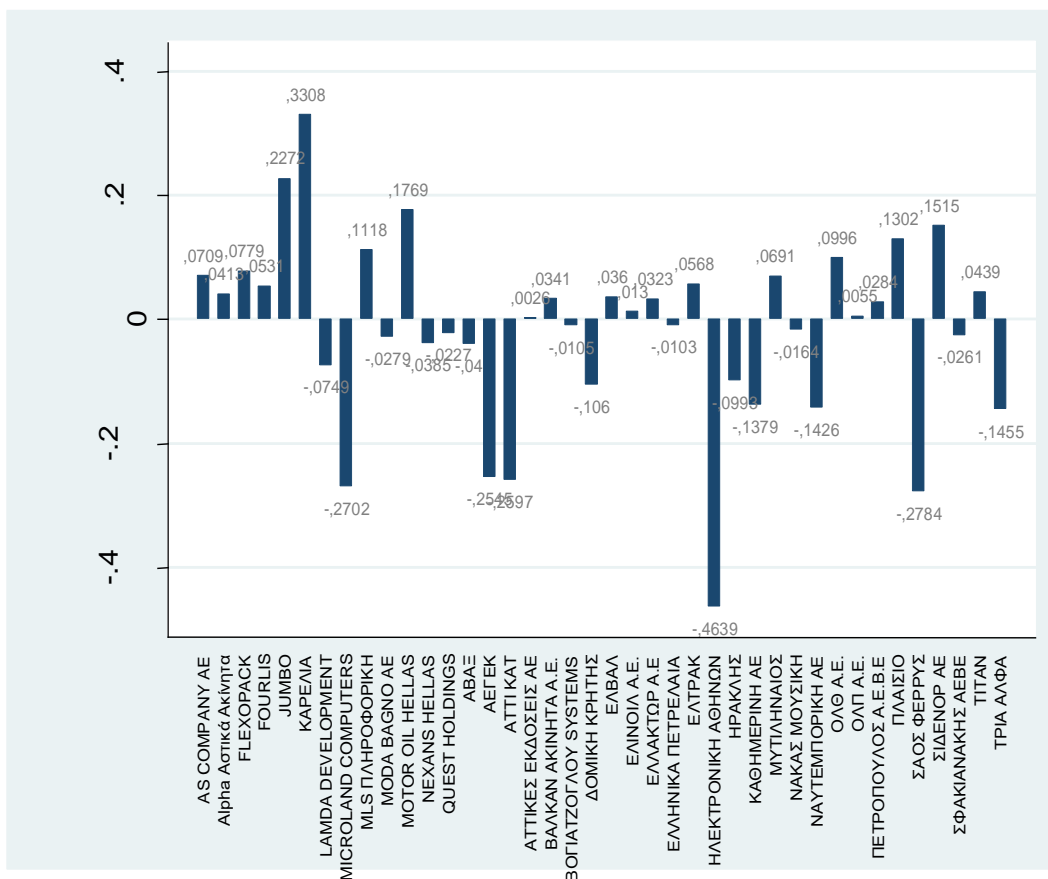
Μεταβλητή/ Μεταβλητότητα	Μέση Τιμή	Τυπική Απόκλιση	Ελάχιστη Τιμή	Μέγιστη Τιμή	Παρατηρήσεις
ROE	-0,015	0,50	-4,47	2,07	$N \cdot T = 280$
Μεταξύ		0,14	-4,46	0,33	$N = 40$ $T = 7$
Debt	5,67	83,68	-0,17	1395,85	$N \cdot T - K = 274$
Μεταξύ		32,15	0,04	203,92	$N = 40$ $T = 7, K = 6$
Inasset	18,94	1,83	9,90	23,37	$N \cdot T - K = 274$
Μεταξύ		1,79	14,78	22,62	$N = 40$ $T = 7, K = 6$
Accrual	-0.76	0,35	-4,80	0,92	$N \cdot T - K = 274$
Μεταξύ		0,15	-0,93	0,52	$N = 40$ $T = 7, K = 6$
Ogap	-0,47	7,42	-8,75	10,96	$N \cdot T - K = 274$
Μεταξύ		0	-0,47	-0,47	$N = 40$ $T = 7, K = 6$
Yield	10,61	5,95	4,80	22,50	$N \cdot T - K = 274$
Μεταξύ		0	10,61	10,61	$N = 40$ $T = 7, K = 6$

Για παράδειγμα, εξετάζουμε την μεταβλητή (ROE) η οποία αφορά στην αποδοτικότητα των ιδίων κεφαλαίων. Παρατηρούμε λοιπόν ότι χρησιμοποιώντας όλες τις $n \times T = 40 \times 7 = 280$ διαθέσιμες παρατηρήσεις (αναφορικά με την αποδοτικότητα των ιδίων κεφαλαίων) βρίσκουμε ότι η

συνολική μέση τιμή του ROE για όλες τις υπό εξέταση επιχειρήσεις ήταν -1,58% με τυπική απόκλιση 50,83%. Αυτή η συνολική μέση τιμή του ROE κυμάνθηκε μεταξύ του -447% (στην περίπτωση Ηλεκτρονικής Αθηνών το 2012) και 207% (στην περίπτωση της Σφακιανιάκης ΑΕΒΕ το 2013).

Τα στοιχεία που παρουσιάζονται στην γραμμή με τίτλο "μεταξύ" του Πίνακα 3β, αναφορικά με τη μεταβλητή ROE (και κατά συνέπεια για όλες τις υπόλοιπες μεταβλητές) μας δείχνουν ότι η μέση τιμή της αποδοτικότητας των ιδίων κεφαλαίων (ROE) για κάθε επιχείρηση κατά την περίοδο 2008-2014 κυμάνθηκε μεταξύ μιας ελάχιστης και μέγιστης τιμής της τάξεως του -46,39% και 33,07%, αντίστοιχα ενώ η τυπική απόκλιση σε αυτές τις 40 μέσες τιμές του ROE ήταν 14,89%.

Προκειμένου να εντοπίσουμε τις επιχειρήσεις με την μέγιστη και την ελάχιστη μέση αποδοτικότητα των ιδίων κεφαλαίων στο Διάγραμμα 2 παρουσιάζουμε την εν λόγω αποδοτικότητα κάθε επιχείρησης, κατά την περίοδο 2008-2014. Βλέπουμε λοιπόν ότι κατά τη διάρκεια της προαναφερθείσας περιόδου, ο Καρέλιας παρουσίασε την υψηλότερη μέση αποδοτικότητα των ιδίων κεφαλαίων (33,07%), ενώ η Ηλεκτρονική Αθηνών τη χαμηλότερη (-46,39%).



Διάγραμμα 2: Μέση Τιμή της Αποδοτικότητας των Ιδίων Κεφαλαίων για κάθε Επιχείρηση, 2008-2014

Η γραμμή με τίτλο "εντός" (αναφορικά με την μεταβλητή ROE) αναφέρεται στις αποκλίσεις της αποδοτικότητας των ιδίων κεφαλαίων κάθε επιχείρησης από τη μέση τιμή της εν λόγω μεταβλητής κατά την περίοδο 2008-2014. Αναφορικά με την υψηλότερη αρνητική απόκλιση, η αποδοτικότητα των ιδίων κεφαλαίων ήταν χαμηλότερη από το μέσο όρο της περιόδου 2008-2014 κατά 48,64 ποσοστιαίες μονάδες.

Πρόκειται για την περίπτωση της Ηλεκτρονικής Αθηνών το 2012, όταν και η αποδοτικότητα των ιδίων κεφαλαίων της διαμορφώθηκε στο -447%, ενώ κατά την περίοδο 2008-2014 η μέση τιμή της αντίστοιχης αποδοτικότητας της συγκεκριμένης επιχείρησης ήταν -46,39%. Συνεπώς, η ελάχιστη απόκλιση από την μέση τιμή ήταν -4,02 :

$$\begin{aligned}
\text{Ελάχιστη απόκλιση} &= (ro_{\text{Ηλεκ},2012} - \overline{ro}_{\text{Ηλεκ.}}) + \overline{ro} \\
&= (-4,473 - (-0,4639)) + (-0,0158) \\
&= -4,02
\end{aligned}$$

Κατά την αυτή λογική, αναφορικά με την υψηλότερη θετική απόκλιση, η αποδοτικότητα των ιδίων κεφαλαίων ήταν υψηλότερη από το μέσο όρο της περιόδου 2008-2014 κατά 228 ποσοστιαίες μονάδες. Πρόκειται και πάλι για την περίπτωση της Ηλεκτρονικής, όταν το 2013 η αποδοτικότητα στα ίδια κεφάλαια της συγκεκριμένης επιχείρησης διαμορφώθηκε στο 183%, ενώ κατά την περίοδο 2008-2014 η μέση τιμή της εν λόγω αποδοτικότητας ήταν 46,39%.

Συνεπώς, η μέγιστη απόκλιση από την μέση τιμή εκτιμάται ως εξής:

$$\begin{aligned}
\text{Μέγιστη απόκλιση} &= (ro_{\text{Ηλεκ},2013} - \overline{ro}_{\text{Ηλεκ.}}) + \overline{ro} \\
&= (1,83 - (-0,4639)) + (-0,0158) \\
&= 2,28
\end{aligned}$$

Μεταξύ λοιπόν της μέγιστης και της ελάχιστης απόκλισης υπάρχουν και άλλες ενδιάμεσες αποκλίσεις, οπότε η τυπική απόκλιση $s = \sqrt{\frac{\sum_{i=1}^T (\text{απόκλιση})_i^2}{T-1}}$ (η οποία είναι η τετραγωνική ρίζα του κλάσματος με αριθμητή το άθροισμα των τετραγώνων όλων των αποκλίσεων και παρονομαστή το πλήθος των παρατηρήσεων μείον 1) όλων των αποκλίσεων ήταν 48,64%, αριθμός ο οποίος φαίνεται στην γραμμή με τίτλο "εντός".

Τέλος βλέπουμε ότι οι μεταβλητές yield και ogap, δηλαδή για τα μακροπρόθεσμα επιτόκια στην Ελλάδα και το παραγωγικό κενό, αντίστοιχα, δεν παρουσιάζουν εντός των διαστρωματικών στοιχείων μεταβλητότητα διότι τα δεδομένα αναφορικά με τις παραπάνω μεταβλητές παραμένουν τα ίδια για κάθε επιχείρηση αλλά μεταβάλλονται διαχρονικά. Για παράδειγμα, η απόδοση των μακροπρόθεσμων ομολόγων κυμάνθηκε από μια ελάχιστη τιμή της τάξεως του 4.8% μέχρι την μέγιστη τιμή του 22,5%.

6.2 Εκτίμηση Οικονομετρικών Υποδειγμάτων

Προκειμένου να διερευνηθεί η επίδραση των προσδιοριστικών παραγόντων επί της εταιρικής κερδοφορίας εκτιμούμε το υπόδειγμα των σταθερών και τυχαίων επιδράσεων. Σε αυτό το σημείο θα πρέπει να επισημάνουμε ότι σε όλα τα υποδείγματα έχει γίνει πρόβλεψη για την διόρθωση τυχόν θεμάτων ετεροσκεδαστικότητας ή αυτοσυσχέτισης του διαταρακτικού όρου.

6.3 Η Εκτίμηση Υποδειγμάτων Διαστρωματικών και Διαχρονικών Δεδομένων

Ο Πίνακας 4 παρουσιάζει τα αποτελέσματα της εκτίμησης των υποδειγμάτων (1), (2) και (3).

Στο Υπόδειγμα 1 δεν λαμβάνονται υπ' όψη οι διαφορές μεταξύ των επιχειρήσεων. Το Υπόδειγμα 2 είναι το υπόδειγμα, των σταθερών επιδράσεων και το Υπόδειγμα 3 είναι το υπόδειγμα των τυχαίων επιδράσεων. Παρατηρούμε ότι και τα τρία υποδείγματα μας δίνουν παρόμοια p-values των παραμέτρων των ερμηνευτικών μεταβλητών.

Υπόδειγμα 1

$$(ROE)_{it} = \alpha_0 + \beta_1 Debt_t + \beta_2 LnAsset_t + \beta_3 Accrual_{t-1} + \beta_4 Ogap_t + \beta_5 Yield_{t-1} + \beta_6 Dum_crisis_t + \varepsilon_{it}$$

Υπόδειγμα 2 (Σταθερών επιδράσεων)

$$(ROE)_{it} = \alpha_i + \beta_1 Debt_t + \beta_2 LnAsset_t + \beta_3 Accrual_{t-1} + \beta_4 Ogap_t + \beta_5 Yield_{t-1} + \beta_6 Dum_crisis_t + \varepsilon_{it}$$

Υπόδειγμα 3 (Τυχαίων επιδράσεων)

$$(ROE)_{it} = \alpha_0 + \tau_i + \beta_1 Debt_t + \beta_2 LnAsset_t + \beta_3 Accrual_{t-1} + \beta_4 Ogap_t + \beta_5 Yield_{t-1} + \beta_6 Dum_crisis_t + \varepsilon_{it}$$

Ερχόμαστε τώρα στον σχολιασμό των εκτιμήσεων των παραμέτρων των ερμηνευτικών μεταβλητών. Όπως παρατηρούμε τα αποτελέσματα από πλευράς στατιστικής σημαντικότητας είναι τα ίδια και στα τρία υποδείγματα.

Κατ' αρχάς, η επίδραση της χρηματοοικονομικής μόχλευσης (debt), όπως αυτή αποτυπώνεται από τον λόγο των συνολικών υποχρεώσεων προς το ενεργητικό είναι αρνητική και στατιστικά σημαντική, γεγονός που υποδηλώνει ότι η αύξηση της χρηματοοικονομικής μόχλευσης μειώνει την εταιρική κερδοφορία, όπως αυτή καταγράφεται από την αποδοτικότητα των ιδίων κεφαλαίων.

Η δεύτερη στατιστικά σημαντική μεταβλητή είναι αυτή του φυσικού λογαρίθμου του ενεργητικού (lnasset). Βλέπουμε ότι ο συντελεστής της συγκεκριμένης μεταβλητής είναι θετικός και στατιστικά σημαντικός στα δυο υποδείγματα, πράγμα που σημαίνει ότι όσο μεγαλύτερο το ενεργητικό της επιχείρησης τόσο υψηλότερη και η αποδοτικότητα της.

Η τρίτη στατιστικά σημαντική μεταβλητή είναι αυτή της συνολικής ζήτησης στην οικονομία, όπως αυτή καταγράφεται από την διαφορά μεταξύ του ΑΕΠ και του δυνητικού ΑΕΠ, ως ποσοστό του τελευταίου (ogap). Ο συντελεστής της συγκεκριμένης μεταβλητής είναι θετικός και στατιστικά σημαντικός και στα τρία υποδείγματα, πράγμα που σημαίνει ότι η αύξηση του ΑΕΠ σε σχέση με το δυνητικό επίπεδο του συμβάλει στην βελτίωση της εταιρικής κερδοφορίας.

Τέλος, η τέταρτη στατιστικά σημαντική μεταβλητή είναι αυτή των μακροπρόθεσμων επιτοκίων (yield). Ο συντελεστής της συγκεκριμένης μεταβλητής είναι θετικός και στατιστικά σημαντικός και στα τρία υποδείγματα, πράγμα που σημαίνει ότι αύξηση του κόστους δανεισμού σχετίζεται με κάποιο τρόπο με βελτίωση της αποδοτικότητας των ιδίων κεφαλαίων.

Οι υπόλοιπες ερμηνευτικές μεταβλητές, δηλαδή η πρώτη υστέρηση των δεδουλευμένων (accrual), καθώς και συμμεταβλητή για την επίδραση της κρίσης χρέους στην Ελλάδα (dum_crisis) δεν βρέθηκαν να ασκούν κάποια στατιστικά σημαντική επίδραση επί της αποδοτικότητας των ιδίων κεφαλαίων των υπό εξέταση επιχειρήσεων.

Πίνακας 4: Εκτιμήσεις Υποδειγμάτων Panel για τους Παράγοντες Κερδοφορίας των Επιχειρήσεων²

Μεταβλητή	Υπόδειγμα 1	Υπόδειγμα 2	Υπόδειγμα 3
Debt _t	-0.0012*	-0.0012*	-0,0012*
lnasset _t	0,0219*	0,0198	0,0218*
Accrual _{t-1}	-0,2309	-0,2961	-0,2309
Ogap _t	0,0259*	0,0269*	0,0259*
Yield _{t-1}	0,0159*	0,0158*	0,0158*
Dum_crisis _t	0,1444	0,1577	0,1444
Παρατηρήσεις	274	274	
Στρώματα (N)	40		

²Σε όλα τα υποδείγματα η ενδογενής μεταβλητή είναι η αποδοτικότητα των ιδίων κεφαλαίων (ROE).

*Στατιστικά σημαντική εκτίμηση σε επίπεδο σημαντικότητας 5%.

7 ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Σε αυτή την εργασία ασχοληθήκαμε με τους προσδιοριστικούς παράγοντες της εταιρικής κερδοφορίας για ένα σύνολο 40 ελληνικών επιχειρήσεων προερχομένων από οκτώ διαφορετικούς κλάδους κατά την περίοδο 2008-2014. Η κερδοφορία αποτελεί ίσως το βασικότερο μέγεθος με το οποίο επιχειρούν οι αναλυτές να εξάγουν συμπεράσματα σχετικά με την πορεία μιας επιχείρησης ενώ οι επίδοξοι επενδυτές σαφώς λαμβάνουν ιδιαίτερα υπόψιν τους τον παράγοντα της εταιρικής κερδοφορίας για να αποφασίσουν σχετικά με την επένδυση σε μια επιχείρηση.

Θα πρέπει να επισημάνουμε ότι η εταιρική κερδοφορία αποτελεί μια πολυδιάστατη έννοια της οποίας οι παράγοντες επιρροής δεν περιορίζονται μόνο στα όσα αναλύθηκαν στην παρούσα μελέτη. Δηλαδή, οι διακυμάνσεις των εταιρικών κερδών πολλές φορές σχετίζονται και με άλλους, μη οικονομικούς, παράγοντες όπως είναι για παράδειγμα οι φυσικές καταστροφές, οι πολεμικές ενέργειες, οι τρομοκρατικές ενέργειες καθώς και άλλα αναπάντεχα γεγονότα που μπορεί να συντρέξουν. Έτσι είναι ιδιαίτερα χρήσιμο να αποσαφηνίσουμε στα πλαίσια των συμπερασμάτων ότι δεν μελετήθηκαν όλοι οι πιθανοί παράγοντες που μπορεί να επηρεάσουν την εταιρική κερδοφορία, αλλά μόνο οι παράγοντες εκείνοι που σχετίζονται με την μέτρηση της κερδοφορίας από την οικονομική και χρηματοοικονομική σκοπιά.

Τα εμπειρικά ευρήματα της εργασίας μας βοηθούν να καταλήξουμε σε ορισμένα βασικά συμπεράσματα τα οποία σχετίζονται με τους παράγοντες που επηρεάζουν την εταιρική κερδοφορία όπως αυτοί διαμορφώνονται σύμφωνα με τα οικονομικά στοιχεία που αναλύθηκαν από το δείγμα των σαράντα (40) επιχειρήσεων που είναι εισηγμένες στο

ΧΑΑ. Αρχικά το πρώτο και ιδιαίτερα βασικό συμπέρασμα από την εμπειρική μελέτη είναι ότι η χρηματοοικονομική μόχλευση είναι επιζήμια για την εταιρική κερδοφορία. Αυτό το εύρημα έρχεται σε αντίθεση με το αντίστοιχο της εργασίας των Katsamproxakis, Basdekisetal. (2014), οι οποίοι διαπίστωσαν θετική επίδραση της μόχλευσης επί της εταιρικής αποδοτικότητας.

Δεύτερον, όσο υψηλότερο το επίπεδο της συνολικής ζήτησης στην οικονομία, τόσο υψηλότερη είναι και η εταιρική αποδοτικότητα. Αυτό το εύρημα είναι σύμφωνο με το αντίστοιχο της εργασίας των Katsamproxakis, Basdekisetal. (2014), οι οποίοι διαπίστωσαν θετική επίδραση του ΑΕΠ επί της εταιρικής κερδοφορίας.

Τρίτον, το μέγεθος της επιχείρησης σχετίζεται θετικά με την αποδοτικότητα των ιδίων κεφαλαίων. Και αυτό το εύρημα έρχεται σε αντίθεση με το αντίστοιχο της εργασίας των Katsamproxakis, Basdekisetal. (2014), οι οποίοι δεν διαπίστωσαν κάποια στατιστικά σημαντική σχέση μεταξύ των δυο προαναφερθεισών μεταβλητών. Τέλος, η ελληνική κρίση χρέους (για την οποία υποθέτουμε ότι άρχισε να επηρεάζει τις επιχειρήσεις από την χρήση του 2010), δεν φάνηκε να έχει κάποια στατιστικά σημαντική επίδραση επί της αποδοτικότητας.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

- Anderson, E. (1997). Customer Satisfaction, Productivity, and Profitability: Differences Between Goods and Services. *Journal of Marketing Science*, 16(2), 129-145.
- Asimakopoulos, I., Samitas, A., & Papadogonas, T. (2009). Firm-specific and economy wide determinants of firm profitability: Greek evidence using panel data. *Managerial Finance*, 35(11), σσ. 930-993.
- Baker, W., & Sinkula, J. (2009). The Complementary Effects of Market Orientation and Entrepreneurial Orientation on Profitability in Small Businesses. *Journal of Small Business Management*, 47(4), 443-464.
- Begg, D., Fischer, S., & Dornbusch, R. (2006). *Εισαγωγή στην Οικονομική*. Αθήνα: Κριτική.
- Burton, R., Lauridsen, J., & Obel, B. (2002). Return on Assets Loss from Situational and Contingency Misfits. *Journal of Management Science*, 48(11), 1461-1485.
- Casadesus-Masanell, R., & Ricart, J. (2010). From Strategy to Business Models and onto Tactics. *Journal of Long Range Planning*, 43(2-3), 195-215.
- Caves, R. (1996). *Multinational Enterprise and Economic Analysis*. Cambridge: Cambridge University Press.
- Charles, A., & Darne, O. (2006, July). Large shocks and the September 11th terrorist attacks on international stock markets. *Economic Modelling*, 23(4), σσ. 683-698.
- Daft, R. (2015). *Management*. Boston,MA: Cengage Learning, Inc.
- Fraquelli, G. (2005, June). Cost efficiency and economies of scale. The Italian Water Industry. *Herms Css*.
- Fuertes, A., Kalotychou, E., & Todorovic, N. (2016). Daily volume, intraday and overnight returns for volatility prediction: profitability or accuracy? *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 45(2), 251-278.
- Kaplan, R. (1994). Management Accounting: development of new practice and theory. *Management Accounting Research*, 5(3-4), 247-260.
- Leidecker, J., & Bruno, A. (1984). Identifying and using critical success factors. *Journal of Long Range Planning*, 17(1), 23-32.

- Liargovas, P. G., & Skandalis, K. (2010). Global Business & Management Research. 2(2/3), σσ. 184-197.
- Mikel, H. (1998). Six sigma: A breakthrough strategy for profitability. *Journal of Quality Progress*, 31(5), 60-64.
- Novy-Marx, R. (2013). The other side of value: The gross profitability premium. *Journal of Financial Economics*, 108(1), 1-28.
- Pagoulatos, G., & Triantopoulos, C. (2009). The Return of the Greek Patient: Greece and the 2008 Global Financial Crisis. *Journal of South European Society and Politics*, 14(01), 35-54.
- Pasiouras, F., & Kosmidou, K. (2007). Factors influencing the profitability of domestic and foreign commercial banks in the European Union. *Research in International Business and Finance*, 21(2), 222-237.
- Patton, W. (1992). *Accounting Theory, with special reference to Corporate Enterprise*. New York: The Ronald Press Company.
- Pignanelli, A., & Csillag, J. (2008). The Impact of Quality Management on Profitability: An Empirical Study. *The Flagship Journal of International Conference of the production and operations management society*, 1(1), 66-77.
- Polkinghorn, A. (2016). Economies of Scale. *British Journal of General Practice*, 351.
- Rumelt, R. (1982). Diversification strategy and profitability. *Strategic Management Journal Explore this journal*, 3(4), 359-369.
- Venter, E., Boshoff, C., & Maas, G. (2005). The Influence of Successor-Related Factors on the Succession Process in Small and Medium-Sized Family Businesses. *Journal of the family firm institute*, 18(4), 283-303.
- Vlachvei, A., & Notta, O. (2009). 2Firm Growth, Size and Age in Greek firms. *International Conference on Applied Economics*, σσ. 915-921.
- Zhang, H., Yang, F., Li, Y., & Li, H. (2015). Predicting profitability of listed construction companies based on principal component analysis and support vector machine—Evidence from China. *Automation in Construction*, 53(May 2015), 22-28.
- Αθανός, Σ., & Κωνσταντινούδης, Κ. (2011). *Ανάλυση χρηματοοικονομικών καταστάσεων*. Αθήνα: Γερμανός.

- Αλεξανδρίδης, Μ. Α. (2004). *Χρηματοδοτική Διαχείριση*. Αθήνα: Εκδόσεις Σύγχρονη Εκδοτική.
- Βασιλείου, Δ., & Ηρειώτης, Ν. (2008). *Χρηματοοικονομική Διοίκηση: Θεωρία και Πρακτική, Εκδόσεις, 2008*. Αθήνα: Rosili.
- Θεοφανίδης, Σ. (1995). *Θεωρία και τεχνική της κοινωνικής λογιστικής*. Αθήνα: Παπαζήση.
- Μπουραντάς, Δ. (2002). *Μάνατζμεντ*. Αθήνα: Εκδόσεις Μπένου.
- Νιάρχος, Ν. (2004). *Χρηματοοικονομική ανάλυση λογιστικών καταστάσεων*. Αθήνα: Εκδόσεις Σταμούλη.
- Ξανθάκης, Μ., & Αλεξάκης, Χ. (2011). *Χρηματοοικονομική Ανάλυση Επιχειρήσεων*. Αθήνα: Εκδόσεις Σταμούλη.
- Σαρσέντης, Β. (2008). *Χρηματοοικονομική Λογιστική (Τόμ. Τόμος Α')*. Αθήνα: Καραμπερόπουλου.

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ

	Company Name (i)	Year (t)	Ίδια Κεφάλαια	Ενεργητικό	Συνολικές Υποχρεώσεις	Καθαρά Κέρδη	Ταμειακές Ροές από Λειτουργ. Δραστ.
ΑΚΙΝΗΤΗ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑ	Alpha Αστικά Ακίνητα	2008	108.362.000	112.641.000	4.280.000	5.987.000	7.093.000
	Alpha Αστικά Ακίνητα	2009	110.152.000	115.760.000	5.608.000	4.061.000	4.578.000
	Alpha Αστικά Ακίνητα	2010	111.601.000	119.112.000	7.511.000	3.649.000	6.485.000
	Alpha Αστικά Ακίνητα	2011	108.007.000	111.461.000	3.454.000	3.618.000	-1.439.000
	Alpha Αστικά Ακίνητα	2012	121.956.000	127.650.000	5.694.000	7.241.000	3.231.000
	Alpha Αστικά Ακίνητα	2013	126.454.000	132.783.000	6.329.000	4.566.000	2.680.000
	Alpha Αστικά Ακίνητα	2014	129.926.622	133.630.565	3.703.943	3.948.943	2.845.406
	ΒΑΛΚΑΝ ΑΚΙΝΗΤΑ Α.Ε.	2008	57.140.000	66.484.000	9.344.000	14.267.000	886.000
	ΒΑΛΚΑΝ ΑΚΙΝΗΤΑ Α.Ε.	2009	44.204.000	53.273.000	9.069.000	-12.326.000	-574.000
	ΒΑΛΚΑΝ ΑΚΙΝΗΤΑ Α.Ε.	2010	45.161.000	54.522.000	9.361.000	13.000	312.000
	ΒΑΛΚΑΝ ΑΚΙΝΗΤΑ Α.Ε.	2011	39.336.000	57.715.000	18.379.000	-5.499.000	-8.519.000
	ΒΑΛΚΑΝ ΑΚΙΝΗΤΑ Α.Ε.	2012	38.432.000	59.143.000	20.711.000	-771.000	-90.000
	ΒΑΛΚΑΝ ΑΚΙΝΗΤΑ Α.Ε.	2013	54.820.000	76.968.000	22.148.000	17.797.000	-183.000
	ΒΑΛΚΑΝ ΑΚΙΝΗΤΑ Α.Ε.	2014	0	0	0	0	0
	LAMDA DEVELOPMENT	2008	467.860.000	1.183.153.000	715.293.000	65.617.000	18.047.000
	LAMDA DEVELOPMENT	2009	486.719.000	1.207.986.000	721.267.000	12.659.000	-24.403.000
	LAMDA	2010	403.129.000	1.091.348.000	688.219.000	-27.848.000	-4.732.000

DEVELOPMENT						
LAMDA						
DEVELOPMENT	2011	354.541.000	1.002.661.000	648.120.000	-29.582.000	2.518.000
LAMDA						
DEVELOPMENT	2012	300.784.000	894.354.000	593.570.000	-98.265.000	-7.100.000
LAMDA						
DEVELOPMENT	2013	249.555.000	844.430.000	594.875.000	-48.631.000	-4.112.000
LAMDA						
DEVELOPMENT	2014	387.523.000	802.937.000	415.415.000	-23.501.000	-2.912.000
NEXANS HELLAS	2008	31.674.000	56.773.000	25.099.000	2.369.000	16.401.000
NEXANS HELLAS	2009	28.755.000	51.783.000	23.028.000	-1.999.000	3.762.000
NEXANS HELLAS	2010	30.473.000	68.618.000	38.145.000	1.718.000	-9.808.000
NEXANS HELLAS	2011	26.856.000	61.617.000	34.761.000	-2.962.000	-1.604.000
NEXANS HELLAS	2012	25.865.000	59.868.000	34.004.000	-627.000	9.957.000
NEXANS HELLAS	2013	23.419.000	42.184.000	18.765.000	-2.823.000	3.228.000
NEXANS HELLAS	2014	21.258.000	55.818.000	34.560.000	-2.105.000	-6.994.000
ΒΟΓΙΑΤΖΟΓΛΟΥ SYSTEMS	2008	27.664.000	50.452.000	22.788.000	2.830.000	2.669.000
ΒΟΓΙΑΤΖΟΓΛΟΥ SYSTEMS	2009	27.744.000	43.791.000	16.047.000	-584.000	1.653.000
ΒΟΓΙΑΤΖΟΓΛΟΥ SYSTEMS	2010	26.655.000	43.476.000	17.091.000	920.000	32.000
ΒΟΓΙΑΤΖΟΓΛΟΥ SYSTEMS	2011	24.072.000	38.320.000	14.248.000	-356.000	3.671.000
ΒΟΓΙΑΤΖΟΓΛΟΥ SYSTEMS	2012	21.168.000	33.246.000	12.078.000	-1.473.000	3.156.000
ΒΟΓΙΑΤΖΟΓΛΟΥ SYSTEMS	2013	20.333.000	30.111.000	9.778.000	-2.441.000	2.253.000
ΒΟΓΙΑΤΖΟΓΛΟΥ SYSTEMS	2014	13.024.000	20.542.000	7.518.000	134.000	11.489.000
ΕΛΤΡΑΚ	2008	57.923.000	166.660.000	108.737.000	10.097.000	-13.831.000
ΕΛΤΡΑΚ	2009	60.322.000	156.500.000	96.178.000	7.493.000	-8.534.000
ΕΛΤΡΑΚ	2010	60.157.000	144.099.000	83.942.000	1.946.000	16.853.000
ΕΛΤΡΑΚ	2011	60.399.000	133.987.000	73.588.000	1.211.000	12.607.000
ΕΛΤΡΑΚ	2012	57.557.000	110.617.000	53.060.000	-2.132.000	19.101.000
ΕΛΤΡΑΚ	2013	58.166.000	107.217.000	49.051.000	766.000	6.217.000
ΕΛΤΡΑΚ	2014	62.003.000	109.700.000	47.697.000	4.031.000	395.000
ΟΛΘ Α.Ε.	2008	114.265.000	133.181.000	18.915.000	5.303.190	-3.890.000
ΟΛΘ Α.Ε.	2009	116.797.000	131.515.000	14.715.000	4.479.000	3.696.000
ΟΛΘ Α.Ε.	2010	120.675.000	138.408.000	17.732.263	9.288.000	10.421.000
ΟΛΘ Α.Ε.	2011	129.724.000	145.859.000	16.134.000	15.328.000	9.417.000
ΟΛΘ Α.Ε.	2012	145.704.000	160.694.000	14.989.000	18.443.000	20.932.844
ΟΛΘ Α.Ε.	2013	148.454.000	164.458.000	16.003.000	18.187.000	19.143.000
ΟΛΘ Α.Ε.	2014	128.768.712	146.210.566	17.441.853	21.300.404	23.347.646

ΟΛΠ Α.Ε.	2008	177.265.000	299.885.000	122.620.000	5.593.278	5.049.633
ΟΛΠ Α.Ε.	2009	299.885.000	375.507.000	233.549.000	-33.557.000	74.304.715
ΟΛΠ Α.Ε.	2010	149.084.000	392.740.000	243.656.000	7.047.000	-22.085.309
ΟΛΠ Α.Ε.	2011	155.046.000	390.032.000	234.986.000	6.466.153	10.859.842
ΟΛΠ Α.Ε.	2012	159.753.000	387.308.000	227.555.000	4.957.000	13.563.000
ΟΛΠ Α.Ε.	2013	166.014.000	386.519.000	220.504.000	8.045.000	20.720.000
ΟΛΠ Α.Ε.	2014	168.585.628	382.515.347	213.929.719	-1.192.674	17.256.969
FLEXORACK	2008	34.098.000	60.270.000	26.172.000	3.157.000	5.273.000
FLEXORACK	2009	36.682.000	57.456.000	20.774.000	3.228.000	6.094.000
FLEXORACK	2010	38.455.000	64.769.000	26.314.000	2.420.000	3.025.000
FLEXORACK	2011	40.414.000	64.293.000	23.879.000	3.084.000	3.871.000
FLEXORACK	2012	42.831.000	68.519.000	25.688.000	3.512.000	8.136.000
FLEXORACK	2013	44.077.000	71.932.000	27.855.000	2.320.000	5.140.000
FLEXORACK	2014	46.559.000	76.260.000	29.701.000	3.684.000	8.149.000
ΠΕΤΡΟΠΟΥΛΟΣ Α.Ε.Β.Ε	2008	38.345.000	95.101.000	56.755.000	5.658.000	15.175.000
ΠΕΤΡΟΠΟΥΛΟΣ Α.Ε.Β.Ε	2009	39.708.000	96.566.000	56.857.000	4.552.000	-18.666.000
ΠΕΤΡΟΠΟΥΛΟΣ Α.Ε.Β.Ε	2010	42.860.000	98.681.000	55.821.000	3.212.000	-8.389.000
ΠΕΤΡΟΠΟΥΛΟΣ Α.Ε.Β.Ε	2011	40.333.000	93.310.000	52.978.000	-1.803.000	-1.083.000
ΠΕΤΡΟΠΟΥΛΟΣ Α.Ε.Β.Ε	2012	30.696.000	76.123.000	45.427.000	-5.854.000	3.503.000
ΠΕΤΡΟΠΟΥΛΟΣ Α.Ε.Β.Ε	2013	30.884.000	74.246.000	43.361.000	612.000	10.234.000
ΠΕΤΡΟΠΟΥΛΟΣ Α.Ε.Β.Ε	2014	32.150.000	71.352.000	39.202.000	1.425.000	2.749.000
ΣΑΟΣ ΦΕΡΡΥΣ	2008	21.929.000	71.399.000	49.470.000	-30.052.000	-4.429.000
ΣΑΟΣ ΦΕΡΡΥΣ	2009	10.936.000	63.319.000	52.383.000	-10.992.000	-3.722.000
ΣΑΟΣ ΦΕΡΡΥΣ	2010	19.991.000	38.888.000	18.898.000	9.056.000	1.622.000
ΣΑΟΣ ΦΕΡΡΥΣ	2011	14.079.000	26.624.000	12.545.000	-5.946.000	-53.000
ΣΑΟΣ ΦΕΡΡΥΣ	2012	17.574.000	28.726.000	11.152.000	-584.000	13.000
ΣΑΟΣ ΦΕΡΡΥΣ	2013	12.122.000	23.006.000	10.884.000	-4.692.000	-21.000
ΣΑΟΣ ΦΕΡΡΥΣ	2014	2.658.718	13.373.361	10.714.644	1.530.299	1.780.910
AS COMPANY AE	2008	17.929.000	32.893.000	14.965.000	3.144.000	650.000
AS COMPANY AE	2009	18.309.000	31.010.000	12.701.000	2.125.000	3.122.000
AS COMPANY AE	2010	17.560.000	31.163.795	13.603.126	345.000	1.384.000
AS COMPANY AE	2011	18.234.555	27.799.731	9.565.000	990.000	4.048.000
AS COMPANY AE	2012	18.425.000	25.936.000	7.510.000	212.874	3.219.000
AS COMPANY AE	2013	18.916.000	25.813.000	6.897.000	437.000	-178.000
AS COMPANY AE	2014	20.730.679	26.858.339	6.127.661	1.867.226	1.440.085

ΗΛΕΚΤΡΟΝΙΚΗ ΑΘΗΝΩΝ	2008	32.011.000	121.151.000	89.240.000	6.787.000	5.087.000
ΗΛΕΚΤΡΟΝΙΚΗ ΑΘΗΝΩΝ	2009	21.289.000	108.311.000	87.022.000	-6.373.000	-13.907.000
ΗΛΕΚΤΡΟΝΙΚΗ ΑΘΗΝΩΝ	2010	19.065.000	107.510.000	88.444.000	-14.898.000	-13.755.000
ΗΛΕΚΤΡΟΝΙΚΗ ΑΘΗΝΩΝ	2011	7.539.000	88.072.000	80.534.000	-11.541.000	-14.134.000
ΗΛΕΚΤΡΟΝΙΚΗ ΑΘΗΝΩΝ	2012	-3.060.000	78.072.000	81.132.000	-10.019.000	-9.297.000
ΗΛΕΚΤΡΟΝΙΚΗ ΑΘΗΝΩΝ	2013	-6.135.000	68.984.000	75.119.000	-8.451.000	-8.079.000
ΗΛΕΚΤΡΟΝΙΚΗ ΑΘΗΝΩΝ	2014	-17.345.792	63.723.364	81.069.156	-11.989.548	-4.209.830
MICROLAND COMPUTERS	2008	-13.701.000	14.015.000	27.716.000	1.799.000	-11.139.000
MICROLAND COMPUTERS	2009	-23.044.000	4.786.000	27.830.000	-689.000	9.319.000
MICROLAND COMPUTERS	2010	-23.328.000	4.501.000	27.829.000	-284.000	-7.000
MICROLAND COMPUTERS	2011	-23.949.000	3.910.000	27.858.000	-620.000	0
MICROLAND COMPUTERS	2012	-27.832.000	10.877.000	27.843.000	-3.611.709	7.671
MICROLAND COMPUTERS	2013	-27.816.000	3.505.000	27.820.934	15.000	-7.377
MICROLAND COMPUTERS	2014	27.897.000	20.000	27.917.000	-80.000	16.000
ΣΦΑΚΙΑΝΑΚΗΣ ΑΕΒΕ	2008	112.068.000	671.224.000	559.156.000	6.128.000	-34.880.000
ΣΦΑΚΙΑΝΑΚΗΣ ΑΕΒΕ	2009	112.325.000	618.324.000	505.999.000	765.000	90.670.000
ΣΦΑΚΙΑΝΑΚΗΣ ΑΕΒΕ	2010	81.876.000	518.014.000	436.138.000	-29.226.000	18.456.000
ΣΦΑΚΙΑΝΑΚΗΣ ΑΕΒΕ	2011	44.683.000	424.690.000	380.007.000	-36.818.000	35.229.000
ΣΦΑΚΙΑΝΑΚΗΣ ΑΕΒΕ	2012	531.000	363.601.000	363.070.000	-46.327.000	19.730.000
ΣΦΑΚΙΑΝΑΚΗΣ ΑΕΒΕ	2013	-28.478.000	335.851.000	364.328.000	-29.038.000	12.199.000
ΣΦΑΚΙΑΝΑΚΗΣ ΑΕΒΕ	2014	-48.263.574	300.123.407	348.386.981	-23.398.401	17.990.413
ΝΑΚΑΣ ΜΟΥΣΙΚΗ	2008	22.058.000	37.303.000	15.245.000	1.072.000	1.086.000
ΝΑΚΑΣ ΜΟΥΣΙΚΗ	2009	21.341.000	35.108.000	13.767.000	199.000	2.565.000
ΝΑΚΑΣ ΜΟΥΣΙΚΗ	2010	21.170.000	32.734.000	11.564.000	-45.000	2.047.000
ΝΑΚΑΣ ΜΟΥΣΙΚΗ	2011	20.416.000	31.805.000	11.389.000	-740.000	1.556.000
ΝΑΚΑΣ ΜΟΥΣΙΚΗ	2012	17.502.000	27.827.000	10.325.000	-2.075.000	-337.000
ΝΑΚΑΣ ΜΟΥΣΙΚΗ	2013	16.659.000	26.791.000	10.131.000	-635.000	1.108.000

ΝΑΚΑΣ ΜΟΥΣΙΚΗ	2014	16.688.685	27.369.062	10.680.377	198.994	756.906
ΑΒΑΞ	2008	254.991.000	1.288.991.000	1.034.000.000	24.747.000	20.195.000
ΑΒΑΞ	2009	274.706.000	137.815.000	1.103.449.000	27.124.000	36.556.000
ΑΒΑΞ	2010	342.729.000	1.335.275.000	992.546.000	6.347.000	33.415.000
ΑΒΑΞ	2011	323.096.000	1.291.650.000	968.554.000	-3.715.000	-33.205.000
ΑΒΑΞ	2012	306.589.000	1.300.617.000	994.028.000	-13.784.000	-25.567.000
ΑΒΑΞ	2013	238.573.000	1.286.717.000	1.048.144.000	-72.865.000	-24.168.000
ΑΒΑΞ	2014	216.796.000	1.391.628.000	1.174.832.000	-40.554.000	-28.963.000
ΑΕΓΕΚ	2008	32.217.000	77.483.000	45.266.000	-38.073.000	1.032.000
ΑΕΓΕΚ	2009	36.178.000	50.815.000	14.637.000	4.583.000	1.621.000
ΑΕΓΕΚ	2010	36.405.000	48.539.000	12.134.000	227.000	753.000
ΑΕΓΕΚ	2011	34.784.000	45.442.000	10.658.000	-1.621.000	128.000
ΑΕΓΕΚ	2012	27.762.000	40.907.000	13.145.000	-70.220.000	-3.526.000
ΑΕΓΕΚ	2013	-78.013.000	265.661.000	343.674.000	-36.845.000	511.000
ΑΕΓΕΚ	2014	-84.841.668	251.054.425	335.896.092	-6.878.531	-10.239.066
ΑΤΤΙ ΚΑΤ	2008	129.828.000	434.737.000	304.910.000	-5.515.000	9.072.000
ΑΤΤΙ ΚΑΤ	2009	100.737.000	380.524.000	279.788.000	-29.091.000	3.672.000
ΑΤΤΙ ΚΑΤ	2010	50.830.000	222.786.000	171.956.000	-49.907.000	-9.443.000
ΑΤΤΙ ΚΑΤ	2011	18.023.000	173.839.000	155.816.000	-32.807.000	-1.398.000
ΑΤΤΙ ΚΑΤ	2012	-1.602.000	165.223.000	166.826.000	-19.918.000	-238.000
ΑΤΤΙ ΚΑΤ	2013	-23.050.000	159.144.000	182.193.000	-21.537.000	-124.000
ΑΤΤΙ ΚΑΤ	2014	-53.656.087	138.498.009	192.154.096	-29.416.530	-281.350
ΔΟΜΙΚΗ ΚΡΗΤΗΣ	2008	29.672.000	62.312.000	32.640.000	192.000	990.000
ΔΟΜΙΚΗ ΚΡΗΤΗΣ	2009	28.872.000	55.523.000	26.651.000	632.000	477.000
ΔΟΜΙΚΗ ΚΡΗΤΗΣ	2010	22.692.000	44.695.000	22.003.000	-3.470.000	2.817.000
ΔΟΜΙΚΗ ΚΡΗΤΗΣ	2011	17.816.000	36.878.000	19.063.000	-3.651.000	-2.209.000
ΔΟΜΙΚΗ ΚΡΗΤΗΣ	2012	11.072.000	27.899.000	16.827.000	-6.733.000	977.000
ΔΟΜΙΚΗ ΚΡΗΤΗΣ	2013	11.545.000	27.356.000	15.810.000	121.000	863.000
ΔΟΜΙΚΗ ΚΡΗΤΗΣ	2014	0	0	0	0	0
ΕΛΛΑΚΤΩΡ Α.Ε	2008	1.182.443.000	3.880.187.000	2.697.744.000	138.774.000	9.698.000
ΕΛΛΑΚΤΩΡ Α.Ε	2009	1.258.927.000	4.095.550.000	2.836.623.000	98.816.000	13.640.000
ΕΛΛΑΚΤΩΡ Α.Ε	2010	1.239.713.000	4.306.788.000	3.067.075.000	19.878.000	40.258.000
ΕΛΛΑΚΤΩΡ Α.Ε	2011	1.315.013.000	4.358.581.000	3.043.568.000	72.881.000	44.732.000
ΕΛΛΑΚΤΩΡ Α.Ε	2012	1.253.714.000	4.352.251.000	3.098.537.000	32.272.000	114.613.000
ΕΛΛΑΚΤΩΡ Α.Ε	2013	1.150.376.000	4.162.763.000	3.012.387.000	-48.980.000	159.991.000
ΕΛΛΑΚΤΩΡ Α.Ε	2014	1.116.228.000	14.169.522.000	3.053.294.000	-33.275.000	23.384.000
ΗΡΑΚΛΗΣ	2008	694.793.000	1.010.936.000	316.143.000	59.959.000	81.329.000
ΗΡΑΚΛΗΣ	2009	710.484.000	1.002.352.000	291.868.000	15.364.000	104.214.000

ΗΡΑΚΛΗΣ	2010	646.409.000	902.894.000	256.485.000	-45.861.000	-26.800.000
ΗΡΑΚΛΗΣ	2011	591.257.000	837.579.000	246.322.000	-55.864.000	9.332.000
ΗΡΑΚΛΗΣ	2012	446.689.000	663.291.000	216.602.000	-76.602.000	-9.466.000
ΗΡΑΚΛΗΣ	2013	313.376.000	549.336.000	235.960.000	-136.278.000	-44.781.000
ΗΡΑΚΛΗΣ	2014	271.312.000	537.506.000	266.194.000	-40.713.000	-17.936.000
ΤΙΤΑΝ	2008	1.434.134.000	3.194.090.000	1.759.956.000	210.023.000	369.759.000
ΤΙΤΑΝ	2009	1.460.188.000	3.005.620.000	1.545.432.000	121.901.000	374.250.000
ΤΙΤΑΝ	2010	1.710.824.000	3.082.910.000	1.372.086.000	112.090.000	277.544.000
ΤΙΤΑΝ	2011	1.700.448.000	3.277.653.000	1.577.205.000	21.680.000	203.561.000
ΤΙΤΑΝ	2012	1.659.941.000	3.032.042.000	1.372.101.000	-18.828.000	165.030.000
ΤΙΤΑΝ	2013	1.538.810.000	2.701.056.000	1.162.246.000	-28.996.000	170.842.000
ΤΙΤΑΝ	2014	1.627.595.000	2.811.249.000	1.183.654.000	35.717.000	153.332.000
MODA BAGNO ΑΕ	2008	31.801.000	60.226.000	31.894.000	4.084.000	3.409.000
MODA BAGNO ΑΕ	2009	28.332.000	57.792.000	28.199.000	1.924.000	14.000
MODA BAGNO ΑΕ	2010	28.258.000	54.569.000	26.311.000	-872.000	-568.000
MODA BAGNO ΑΕ	2011	25.795.000	52.018.000	26.223.000	-2.525.000	-925.000
MODA BAGNO ΑΕ	2012	23.382.000	49.986.000	26.604.000	-2.413.000	-421.000
MODA BAGNO ΑΕ	2013	20.149.000	47.852.000	27.703.000	-3.004.000	-171.000
MODA BAGNO ΑΕ	2014	20.893.012	46.175.164	16.802.686	-558.905	13.828.000
ΑΤΤΙΚΕΣ ΕΚΔΟΣΕΙΣ ΑΕ	2008	11.852.000	58.584.000	46.731.000	2.222.000	-5.901.000
ΑΤΤΙΚΕΣ ΕΚΔΟΣΕΙΣ ΑΕ	2009	10.247.000	56.085.000	45.838.000	-393.000	5.667.000
ΑΤΤΙΚΕΣ ΕΚΔΟΣΕΙΣ ΑΕ	2010	7.390.000	51.430.000	44.040.000	-2.230.000	-51.000
ΑΤΤΙΚΕΣ ΕΚΔΟΣΕΙΣ ΑΕ	2011	2.346.000	47.950.000	45.604.000	-1.958.000	-1.746.000
ΑΤΤΙΚΕΣ ΕΚΔΟΣΕΙΣ ΑΕ	2012	2.304.000	45.491.000	43.187.000	-119.000	2.429.000
ΑΤΤΙΚΕΣ ΕΚΔΟΣΕΙΣ ΑΕ	2013	3.637.000	42.367.000	38.730.000	1.228.000	-663.000
ΑΤΤΙΚΕΣ ΕΚΔΟΣΕΙΣ ΑΕ	2014	3.971.606	40.068.364	36.096.758	604.603	1.311.333
ΚΑΘΗΜΕΡΙΝΗ ΑΕ	2008	128.742.000	202.278.000	73.536.000	-6.449.000	-3.287.000
ΚΑΘΗΜΕΡΙΝΗ ΑΕ	2009	111.421.000	191.139.000	79.718.000	-2.372.000	-1.266.000
ΚΑΘΗΜΕΡΙΝΗ ΑΕ	2010	109.905.000	186.054.000	76.149.000	-6.313.000	-1.347.000
ΚΑΘΗΜΕΡΙΝΗ ΑΕ	2011	95.623.000	189.479.000	93.856.000	-16.120.000	-5.400.000
ΚΑΘΗΜΕΡΙΝΗ ΑΕ	2012	58.093.000	197.792.000	139.699.000	-37.337.000	-6.771.000
ΚΑΘΗΜΕΡΙΝΗ ΑΕ	2013	44.000.000	181.202.000	137.201.000	-15.495.000	-7.630.000
ΚΑΘΗΜΕΡΙΝΗ ΑΕ	2014	65.084.314	202.764.354	137.680.039	5.866.682	909.249
ΝΑΥΤΕΜΠΟΡΙΚΗ	2008	24.641.000	31.126.000	6.484.000	636.000	39.000

ΑΕ						
ΝΑΥΤΕΜΠΟΡΙΚΗ ΑΕ	2009	23.579.000	31.079.000	7.499.000	224.000	-2.210.000
ΝΑΥΤΕΜΠΟΡΙΚΗ ΑΕ	2010	22.336.000	29.900.000	7.564.000	-1.242.000	131.000
ΝΑΥΤΕΜΠΟΡΙΚΗ ΑΕ	2011	18.630.000	27.824.000	9.194.000	-2.549.000	-592.000
ΝΑΥΤΕΜΠΟΡΙΚΗ ΑΕ	2012	15.097.000	23.220.762	8.122.000	-3.565.000	186.000
ΝΑΥΤΕΜΠΟΡΙΚΗ ΑΕ	2013	11.146.000	19.208.617	8.061.000	-2.593.000	-1.732.000
ΝΑΥΤΕΜΠΟΡΙΚΗ ΑΕ	2014	7.081.757	17.564.111	10.482.354	-4.064.903	2.673.740
ΕΛΙΝΟΙΑ Α.Ε.	2008	35.024.000	139.648.000	104.624.000	1.329.000	14.768.000
ΕΛΙΝΟΙΑ Α.Ε.	2009	49.700.000	140.027.000	90.237.000	4.709.000	8.302.000
ΕΛΙΝΟΙΑ Α.Ε.	2010	49.533.000	146.449.000	96.916.000	1.447.000	3.093.000
ΕΛΙΝΟΙΑ Α.Ε.	2011	48.483.000	146.319.000	97.837.000	-1.044.000	-7.305.000
ΕΛΙΝΟΙΑ Α.Ε.	2012	46.332.000	131.965.000	85.633.000	-2.163.000	3.154.000
ΕΛΙΝΟΙΑ Α.Ε.	2013	44.354.000	137.790.000	93.436.000	-2.141.000	6.367.000
ΕΛΙΝΟΙΑ Α.Ε.	2014	45.376.000	126.369.000	80.993.000	1.203.000	6.327.000
ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΠΕΤΡΕΛΑΙΑ	2008	2.473.666.000	5.145.990.000	2.672.324.000	29.033.000	632.489.000
ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΠΕΤΡΕΛΑΙΑ	2009	2.508.540.000	5.763.225.000	3.254.685.000	176.262.000	291.626.000
ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΠΕΤΡΕΛΑΙΑ	2010	2.531.618.000	6.864.875.000	433.257.000	187.419.000	632.090.000
ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΠΕΤΡΕΛΑΙΑ	2011	2.529.990.000	7.188.827.000	4.658.837.000	117.666.000	714.005.000
ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΠΕΤΡΕΛΑΙΑ	2012	2.496.231.000	7.403.408.000	4.907.177.000	81.226.000	523.916.000
ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΠΕΤΡΕΛΑΙΑ	2013	2.214.466.000	7.177.402.000	4.962.936.000	-272.465.000	492.598.000
ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΠΕΤΡΕΛΑΙΑ	2014	1.618.142.000	7.719.288.000	5.990.742.000	-368.590.000	852.782.000
MOTOR OIL HELLAS	2008	309.586.000	1.350.276.000	1.040.690.000	78.406.000	274.872.000
MOTOR OIL HELLAS	2009	352.176.000	1.582.633.000	1.230.457.000	107.957.000	275.721.000
MOTOR OIL HELLAS	2010	427.234.000	2.402.040.000	1.974.806.000	142.988.000	257.561.000
MOTOR OIL HELLAS	2011	548.276.000	2.566.099.000	2.017.823.000	164.670.000	-242.828.000
MOTOR OIL HELLAS	2012	570.827.000	2.569.551.000	1.988.724.000	78.205.000	313.407.000
MOTOR OIL HELLAS	2013	523.649.000	2.342.083.000	1.821.434.000	-4.547.000	169.131.000
MOTOR OIL HELLAS	2014	413.499.000	1.856.070.000	1.821.434.000	-83.180.000	163.747.000

JUMBO	2008	284.630.000	524.816.000	240.186.000	110.734.000	57.060.000
JUMBO	2009	355.665.000	663.869.000	308.204.000	123.277.000	85.427.000
JUMBO	2010	452.473.000	736.077.000	283.604.000	73.242.000	103.947.000
JUMBO	2011	522.950.000	795.195.000	272.245.000	94.604.000	92.446.000
JUMBO	2012	592.912.000	856.686.000	263.774.000	97.305.000	95.860.000
JUMBO	2013	639.116.000	894.001.000	254.885.000	73.962.000	59.797.000
JUMBO	2014	744.510.358	1.033.937.011	289.426.653	101.249.161	122.145.579
FOURLIS	2008	202.698.000	639.633.000	436.935.000	55.642.000	19.173.000
FOURLIS	2009	215.463.000	598.030.000	382.567.000	32.154.000	98.523.000
FOURLIS	2010	188.412.000	487.217.000	295.805.000	14.587.000	-29.399.000
FOURLIS	2011	187.680.000	491.075.000	303.395.000	1.716.000	50.748.000
FOURLIS	2012	176.889.000	461.974.000	285.085.000	-11.700.000	22.210.000
FOURLIS	2013	168.989.000	434.603.000	265.614.000	-5.840.000	22.319.000
FOURLIS	2014	158.433.000	447.484.000	289.050.000	-6.514.000	9.341.000
ΚΑΡΕΛΙΑ	2008	20.870.000	316.070.000	107.370.000	28.118.000	22.209.000
ΚΑΡΕΛΙΑ	2009	206.991.000	367.854.000	160.863.000	16.327.000	29.143.000
ΚΑΡΕΛΙΑ	2010	218.158.000	289.817.000	71.659.000	23.583.000	7.535.000
ΚΑΡΕΛΙΑ	2011	238.311.000	362.650.000	124.339.000	37.685.000	53.904.000
ΚΑΡΕΛΙΑ	2012	264.047.000	338.295.000	73.248.000	47.780.000	12.304.000
ΚΑΡΕΛΙΑ	2013	281.353.000	366.884.000	85.531.000	39.940.000	26.206.000
ΚΑΡΕΛΙΑ	2014	321.256.000	407.139.000	85.883.000	63.912.000	113.206.000
ΤΡΙΑ ΑΛΦΑ	2008	1.862.000	5.854.000	3.991.000	-704.000	-688.000
ΤΡΙΑ ΑΛΦΑ	2009	1.652.000	3.907.000	2.255.000	-210.000	1.309.000
ΤΡΙΑ ΑΛΦΑ	2010	1.461.000	4.496.000	3.034.000	-191.038	-822.956
ΤΡΙΑ ΑΛΦΑ	2011	871.815	3.800.000	2.928.000	-589.666	-68.352
ΤΡΙΑ ΑΛΦΑ	2012	343.565	2.730.000	-488.156	-189.837	559.600
ΤΡΙΑ ΑΛΦΑ	2013	1.172.112	2.367.000	-298.179	559.603	-189.831
ΤΡΙΑ ΑΛΦΑ	2014	849.833	2.030.264	1.180.431	-322.280	-13.946
ΕΛΒΑΛ	2008	50.764.500	101.705.800	50.941.300	-14.710.000	58.991.000
ΕΛΒΑΛ	2009	55.739.300	989.382.000	43.199.000	-11.362.000	64.783.000
ΕΛΒΑΛ	2010	56.116.200	103.257.300	47.141.200	7.275.000	-2.651.000
ΕΛΒΑΛ	2011	57.469.200	105.119.500	47.650.200	14.796.000	72.054.000
ΕΛΒΑΛ	2012	59.146.200	102.839.900	43.693.700	21.114.000	61.906.000
ΕΛΒΑΛ	2013	58.629.900	102.723.300	44.093.400	-3.166.000	56.162.000
ΕΛΒΑΛ	2014	82.669.821	136.260.755	53.590.934	3.973.490	6.685.485
ΜΥΤΙΑΗΝΑΙΟΣ	2008	901.309.000	1.685.614.000	784.305.000	31.347.000	65.915.000
ΜΥΤΙΑΗΝΑΙΟΣ	2009	763.840.000	1.988.502.000	1.224.662.000	20.162.000	60.850.000
ΜΥΤΙΑΗΝΑΙΟΣ	2010	844.253.000	2.618.595.000	1.774.342.000	90.631.000	129.281.000
ΜΥΤΙΑΗΝΑΙΟΣ	2011	900.805.000	2.683.753.000	1.782.948.000	85.901.000	130.033.000

ΜΥΤΙΛΗΝΑΙΟΣ	2012	976.216.000	2.724.407.000	1.748.191.000	45.327.000	3.120.000
ΜΥΤΙΛΗΝΑΙΟΣ	2013	1.097.695.000	2.664.286.000	1.566.591.000	67.118.000	162.742.000
ΜΥΤΙΛΗΝΑΙΟΣ	2014	1.161.226.000	2.680.746.000	1.519.520.000	113.667.000	171.059.000
ΣΙΔΕΝΟΡ ΑΕ	2008	696.761.000	1.615.242.000	918.481.000	32.054.000	105.773.000
ΣΙΔΕΝΟΡ ΑΕ	2009	686.810.000	1.307.981.000	681.171.000	-74.839.000	11.969.200
ΣΙΔΕΝΟΡ ΑΕ	2010	600.493.000	1.359.529.000	759.037.000	-26.474.000	26.376.000
ΣΙΔΕΝΟΡ ΑΕ	2011	540.167.000	1.404.932.000	864.765.000	955.899.000	-77.754.000
ΣΙΔΕΝΟΡ ΑΕ	2012	469.363.000	1.249.580.000	780.217.000	-75.456.000	38.523.000
ΣΙΔΕΝΟΡ ΑΕ	2013	380.810.000	1.184.401.000	803.591.000	-86.191.000	40.082.000
ΣΙΔΕΝΟΡ ΑΕ	2014	313.559.707	1.274.929.365	961.369.657	-55.588.285	-32.741.020
MLS						
ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΚΗ	2008	13.507.000	18.521.000	5.013.000	1.820.000	4.860.000
MLS						
ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΚΗ	2009	14.494.000	20.494.000	6.000.000	2.403.000	7.540.000
MLS						
ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΚΗ	2010	16.586.000	21.916.000	5.329.000	1.639.000	1.945.000
MLS						
ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΚΗ	2011	17.287.000	25.644.000	8.357.000	1.332.000	-3.362.000
MLS						
ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΚΗ	2012	1.767.000	23.652.000	5.981.000	942.000	2.224.000
MLS						
ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΚΗ	2013	19.462.000	28.834.000	9.372.668	1.170.000	-638.000
MLS						
ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΚΗ	2014	21.116.821	30.129.896	9.013.074	1.686.796	3.948.044
ΠΛΑΙΣΙΟ	2008	54.449.000	141.280.000	86.831.000	2.491.000	-6.968.000
ΠΛΑΙΣΙΟ	2009	49.859.000	142.474.000	92.615.000	593.000	946.000
ΠΛΑΙΣΙΟ	2010	51.383.000	139.682.000	88.299.000	2.585.000	20.957.000
ΠΛΑΙΣΙΟ	2011	56.859.000	132.389.000	75.530.000	6.423.000	11.019.000
ΠΛΑΙΣΙΟ	2012	65.139.000	133.170.000	68.031.000	13.097.000	16.103.000
ΠΛΑΙΣΙΟ	2013	76.779.000	137.894.000	61.115.000	19.448.000	12.256.000
ΠΛΑΙΣΙΟ	2014	88.461.000	141.794.000	53.333.000	16.149.000	2.339.000
QUEST HOLDINGS	2008	193.291.000	377.742.000	187.451.000	-26.955.000	-24.055.000
QUEST HOLDINGS	2009	198.666.000	350.406.000	151.740.000	3.254.000	56.689.000
QUEST HOLDINGS	2010	200.479.000	330.883.000	130.404.000	-1.272.000	26.217.000
QUEST HOLDINGS	2011	195.433.000	331.120.000	135.687.000	1.161.000	8.017.000
QUEST HOLDINGS	2012	177.398.000	303.058.000	125.660.000	-5.856.000	31.338.000
QUEST HOLDINGS	2013	162.374.000	300.314.000	137.940.000	-2.789.000	12.578.000
QUEST HOLDINGS	2014	167.569.000	291.486.000	123.197.000	2.025.000	16.665.000

