

**ΤΕΧΝΟΛΟΓΙΚΟ ΕΚΠΑΙΔΕΥΤΙΚΟ ΙΔΡΥΜΑ ΔΥΤΙΚΗΣ ΕΛΛΑΔΑΣ**

**ΣΧΟΛΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΚΑΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ**

**ΤΜΗΜΑ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗΣ**

**ΠΤΥΧΙΑΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ**

**ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ ΚΙΝΗΣΗΣ  
ΘΕΩΡΙΑ ΜΕΛΕΤΕΣ ΠΕΡΙΠΤΩΣΗΣ ΚΑΙ  
ΔΗΜΙΟΥΡΓΙΑ ΑΝΑΛΟΓΗΣ ΕΦΑΡΜΟΓΗΣ  
ΣΤΟ EXCEL**

**ΠΑΓΙΔΑΣ ΔΗΜΗΤΡΙΟΣ**

**ΚΑΠΠΑΣ ΘΕΟΔΩΡΟΣ**

**ΠΑΝΑΓΙΩΤΑΚΟΠΟΥΛΟΣ ΙΩΑΝΝΗΣ**

**ΕΠΟΠΤΕΥΩΝ ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ: ΖΑΧΟΥΡΗΣ ΠΑΡΗΣ**

**ΠΑΤΡΑ 2016**



## ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

ΕΙΣΑΓΩΓΗ.....	4
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1 .....	5
ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΚΙΝΗΣΗΣ.....	5
1.1 Η έννοια του κεφαλαίου κίνησης.....	5
1.2 Διακρίσεις του κεφαλαίου κίνησης.....	6
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2 .....	9
ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ ΚΙΝΗΣΗΣ .....	9
2.1 Διοίκηση κεφαλαίου κίνησης.....	9
2.2 Κατάσταση Ταμειακών Ροών .....	10
2.3 Σκοπός και χρησιμότητα καταστάσεων ταμειακής ροής.....	11
2.4 Οφέλη από τις πληροφορίες των ταμειακών ροών.....	12
2.5 Σημαντικοί ορισμοί στις καταστάσεις ταμειακών ροών .....	13
2.6 Πολιτικές χρηματοδότησης του κυκλοφορούντος ενεργητικού....	14
2.7 Η κυκλοφορία των αγαθών και των κεφαλαίων μέσα στην επιχείρηση .....	17
2.7.1 Το κύκλωμα μιας βιομηχανικής επιχείρησης.....	17
2.7.2 Το κύκλωμα μιας εμπορικής επιχείρησης .....	18
2.8 Ροή Κεφαλαίων και ταμειακά διαθέσιμα.....	18
2.9 Οι μεταβολές στο κεφάλαιο κίνησης.....	19
2.10 Επίδραση των συναλλαγών στο κεφάλαιο κίνησης .....	22
2.11 Παραδείγματα συναλλαγών που επηρεάζουν ή όχι το κεφάλαιο κίνησης.....	23
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3 .....	25
ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗ ΚΑΙ ΜΕΘΟΔΟΙ ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΥ ΤΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ ΚΙΝΗΣΗΣ.....	25
3.1 Αρχές Διαχείρισης Κεφαλαίου Κίνησης.....	25
3.2 Ταμειακός Κύκλος .....	26
3.3 Μετασχηματισμός του Κεφαλαίου Κίνησης στη Διάρκεια του Ταμειακού Κύκλου.....	27
3.4 Πρόβλεψη Χρηματοδοτικών Αναγκών.....	28
3.4.1 Μέθοδος του ποσοστού πωλήσεων .....	29
3.4.2 Μέθοδος της παλινδρόμησης.....	30

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4 .....	32
ΠΗΓΕΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ ΚΙΝΗΣΗΣ.....	32
4.1 Πηγές κεφαλαίου κίνησης.....	32
4.1.1 Συνήθειες (τρέχουσες) επιχειρηματικές συναλλαγές.....	32
4.1.2 Η πώληση των μη κυκλοφοριακών στοιχείων .....	40
4.1.3 Μακροπρόθεσμος δανεισμός.....	43
4.1.4 Αύξηση μετοχικού κεφαλαίου.....	43
4.2 Χρήσεις κεφαλαίου κίνησης .....	44
4.3 Συνήθειες (τρέχουσες) επιχειρηματικές συναλλαγές .....	45
4.4 Αγορά μη κυκλοφοριακών στοιχείων.....	45
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5 .....	52
ΣΥΣΤΑΤΙΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΤΟΥ ΚΑΘΑΡΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ ΚΙΝΗΣΗΣ..	52
5.1 Αποθέματα .....	52
3.1 Απαιτήσεις.....	56
5.2 Διαθέσιμα και Χρεόγραφα.....	61
5.3 Υποδείγματα διοίκησης διαθεσίμων .....	64
5.4 Εμπορεύσιμα χρεόγραφα .....	65
5.5 Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις .....	67
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6 .....	71
ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΚΙΝΗΣΗΣ ΚΑΙ ΚΕΡΔΟΦΟΡΙΑ .....	71
6.1 Γενικά στοιχεία .....	71
6.2 Έρευνες σχετικά με την επίδραση του κεφαλαίου κίνησης στην κερδοφορία.....	73
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7 .....	85
ΠΡΑΚΤΙΚΗ ΕΦΑΡΜΟΓΗ ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ ΚΙΝΗΣΗΣ	85
7.1 Παρουσίαση εφαρμογής .....	85
7.2 Υπολογισμός πωλήσεων νεκρού σημείου .....	85
7.3 Υπολογισμός κεφαλαίου κίνησης.....	87
7.4 Ενδεικτικός ισολογισμός.....	91
ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ .....	92
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ.....	94

## **ΕΙΣΑΓΩΓΗ**

Η διοίκηση του κεφαλαίου κίνησης αποτελεί μία από τις σημαντικότερες αρμοδιότητες του χρηματοοικονομικού μάνατζερ. Ειδικά τα τελευταία χρόνια, μετά το ξέσπασμα της κρίσης των Η.Π.Α. στα μέσα του έτους 2007 και της κρίσης χρέους στη χώρα μας στα μέσα του έτους 2010, η έλλειψη ρευστότητας και η αβεβαιότητα που επικρατούν στις αγορές έχουν καταστήσει πιο επιτακτική την ανάγκη για αποτελεσματική διοίκηση του κεφαλαίου κίνησης.

Σκοπός της παρούσας εργασίας είναι να προσδιορίσει την επίδραση της διοίκησης κεφαλαίου κίνησης στην κερδοφορία των επιχειρήσεων. Επιπλέον με την δημιουργία της εφαρμογής μας θέλουμε να αναδείξουμε αναλυτικά τον σημαντικό ρόλο που παίζει το κεφάλαιο κίνησης για την βιωσιμότητα και ανάπτυξη μιας επιχείρησης.

# ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΚΙΝΗΣΗΣ

### 1.1 Η έννοια του κεφαλαίου κίνησης

Το κεφάλαιο κίνησης όπως ορίζεται από το Ελληνικό Γενικό Λογιστικό Σχέδιο είναι το καθαρό κυκλοφορούν ενεργητικό και προσδιορίζεται λογιστικά με δύο τρόπους:

#### Α' τρόπος

Από το άθροισμα του Κυκλοφορούντος Ενεργητικού (ΕΔ) και των μεταβατικών λογαριασμών του ενεργητικού (ΕΕ), αφαιρώντας το άθροισμα των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων (ΠΓΠ) και των μεταβατικών λογαριασμών του παθητικού (ΠΔ) δηλαδή:

(ΕΔ) Κυκλοφορούν Ενεργητικό:

(ΔΙ) Αποθέματα

(ΔΙΙ) Απαιτήσεις (μειωμένες κατά το ποσό του εισπρακτέου την επόμενη χρήση κεφαλαίου)

(ΔΙΙΙ) Χρεόγραφα

(ΔΙΥ) Διαθέσιμα

Πλέον: (ΕΕ) Μεταβατικοί λογαριασμοί Ενεργητικού

ΜΕΙΟΝ: (ΠΓΠ) Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις

Πλέον: (ΠΔ) Μεταβατικοί λογαριασμοί παθητικού

## **Β' τρόπος**

Από το άθροισμα των ίδιων κεφαλαίων (ΠΑ), των προβλέψεων(ΠΒ) και των μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων (ΠΓΙ) αφαιρώντας το άθροισμα του πάγιου ενεργητικού (ΕΓ) και των εξόδων εγκατάστασης(ΕΒ), αφού προηγουμένως από τα ίδια κεφάλαια έχει αφαιρεθεί τυχόν οφειλόμενο κεφάλαιο (Α) και το κεφάλαιο που είναι εισπρακτέο την επόμενη χρήση (ΔΠ 4) δηλαδή:

Ίδια κεφάλαια (ΠΑ)

Προβλέψεις (ΠΒ)

Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις (ΠΓΙ)

ΜΕΙΟΝ

Πάγιο Ενεργητικό (ΕΓ)

Έξοδα εγκατάστασης (ΕΒ)

Με οποιοδήποτε τρόπο και αν υπολογίσουμε το “κεφάλαιο κίνησης” καταλήγουμε στο ίδιο αριθμητικό αποτέλεσμα.

### **1.2 Διακρίσεις του κεφαλαίου κίνησης**

Το κεφάλαιο κίνησης διακρίνεται με δύο τρόπους. Ο πρώτος τρόπος διάκρισης πραγματοποιείται βασιζόμενος στην ερμηνεία (concept) του κεφαλαίου κίνησης ενώ ο δεύτερος βασιζόμενος στο χρόνο (time).

Αναφορικά με την πρώτη διάκριση, στη βιβλιογραφία συναντούμε την ερμηνεία του όρου κεφαλαίου κίνησης το οποίο δίνει έμφαση στη ρευστότητα (liquidity), καθώς επίσης και την ερμηνεία η οποία τονίζει τη δημιουργία εισοδήματος – κέρδους (profitability). (Λαζαρίδης και

Παπαδόπουλος, 2005, σελ. 399-400)

Η πρώτη ερμηνεία είναι ευρέως διαδεδομένη. Στα πλαίσια αυτής συναντάμε τους όρους μεικτό κεφάλαιο κίνησης (grossworking capital) και καθαρό κεφάλαιο κίνησης (networking capital).

Το μικτό κεφάλαιο κίνησης ή απλά κεφάλαιο κίνησης είναι ίσο με το σύνολο των κυκλοφορούντων περιουσιακών στοιχείων (currentassets). Το καθαρό κεφάλαιο κίνησης είναι ίσο με το σύνολο των κυκλοφορούντων περιουσιακών στοιχείων αν αφαιρέσουμε το σύνολο των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων. (currentliabilities).

Τα κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία (ή κυκλοφορούν ενεργητικό) αποτελούνται από τα αποθέματα, τις απαιτήσεις, τα χρεόγραφα και τα διαθέσιμα. Οι βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις αποτελούνται από τους πληρωτέους λογαριασμούς και τα βραχυπρόθεσμης διάρκειας δάνεια.

Μικτό κεφάλαιο κίνησης =Κυκλοφορούν Ενεργητικό

ή

$MKK = \text{Αποθέματα} + \text{Απαιτήσεις} + \text{Χρεόγραφα} + \text{Διαθέσιμα}$

Καθαρό κεφάλαιο κίνησης = Κυκλοφορούν Ενεργητικό- Βραχυπρόθεσμες  
Υποχρεώσεις , ή,

$KKK = \text{Αποθέματα} + \text{Απαιτήσεις} + \text{Χρεόγραφα} + \text{Διαθέσιμα} -$   
 $\text{Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις}$

Βασιζόμενοι στη δεύτερη ερμηνεία ως κεφάλαιο κίνησης ορίζουμε τα κεφάλαια (funds) τα οποία χρησιμοποιούνται κατά τη διάρκεια μιας λογιστικής χρήσης προκειμένου να δημιουργήσουν (induce) ένα εισόδημα – κέρδος της μορφής που να είναι συνεπές με το κύριο αντικείμενο



δραστηριότητας της επιχείρησης. (Λαζαρίδης και Παπαδόπουλος,2005,σελ.400).

Συνεπώς σε αυτή την περίπτωση δύναται κατά τον υπολογισμό του κεφαλαίου κίνησης να μη συμπεριληφθούν ορισμένα στοιχεία του κυκλοφορούντος ενεργητικού και να συμπεριληφθούν κάποια πάγια περιουσιακά στοιχεία .

Πάντως σε γενικές γραμμές η ρευστότητα και κερδοφορία αποτελούν δύο από τους στόχους της διοίκησης κεφαλαίου κίνησης που έρχονται σε σύγκρουση μεταξύ τους .Ο Smith (1980) ήταν ο πρώτος ο οποίος αντιλήφθηκε αυτή τη “διαμάχη” τονίζοντας ότι οι αποφάσεις που έχουν ως τάση να μεγιστοποιούν την κερδοφορία έχουν επίσης ως τάση να μην μεγιστοποιούν την πιθανότητα επαρκούς ρευστότητας αλλά και το αντίστροφο.

Αναφορικά με και δεύτερη διάκριση, το κεφάλαιο κίνησης κατηγοριοποιείται σε σταθερό ή μόνιμο (fixed or permanent) και σε μεταβλητό ή προσωρινό (variable or temporary). Το ύψος των στοιχείων του κυκλοφορούντος ενεργητικού και των βραχυχρόνιων υποχρεώσεων στην πρώτη περίπτωση παραμένει αμετάβλητο για μεγάλη χρονική περίοδο, ενώ στη δεύτερη περίπτωση παρουσιάζει βραχυπρόθεσμες διακυμάνσεις.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2

### ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ ΚΙΝΗΣΗΣ

#### 2.1 Διοίκηση κεφαλαίου κίνησης

Η *διοίκηση του κεφαλαίου κίνησης* (working capital management) αναφέρεται σε δύο βασικά ερωτήματα:

(1) Ποιο είναι το κατάλληλο επίπεδο-ύψος του κεφαλαίου κίνησης τόσο συνολικά όσο και για κάθε συστατικό στοιχείο του;

(2) Πώς πρέπει να χρηματοδοτηθεί το κεφάλαιο κίνησης; (Brigham and Ehrhardt, 2008, σελ. 775)

Η πρώτη ερώτηση σχετίζεται με το κυκλοφορούν ενεργητικό και η δεύτερη με τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις. Η αποδοτική διοίκηση του κεφαλαίου κίνησης σχεδιάζει καθώς και ελέγχει αυτά τα δύο στοιχεία κατά τρόπο τέτοιο ούτως ώστε από τη μία πλευρά να εξαλείφεται ο κίνδυνος της επιχείρησης, να μην μπορεί να ανταποκριθεί στις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της, ενώ από την άλλη πλευρά να αποφεύγεται η υπερβολική επένδυση σε κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία. (Eljelly, 2004, σελ. 48).

Σύμφωνα με τους Filbeck and Krueger (2005), η διοίκηση του κεφαλαίου κίνησης πρέπει να έχει ως στόχο τη διατήρηση του άριστου επιπέδου κάθε στοιχείου του κεφαλαίου κίνησης. Πρέπει να τονιστεί ωστόσο ότι ο εντοπισμός του άριστου επιπέδου του κεφαλαίου κίνησης είναι αρκετά δύσκολος να επιτευχθεί για τους managers.

Σημαντικό στοιχείο επίσης αποτελεί όπως προαναφέραμε, ότι η διοίκηση του κεφαλαίου κίνησης έχει δύο στόχους οι οποίοι έρχονται σε σύγκρουση

μεταξύ τους την ρευστότητα και την κερδοφορία.

Οι Raheman και Nasr (2007) συνιστούν οι επιχειρήσεις να προσδιορίζουν ένα σημείο ισορροπίας ανάμεσα σε αυτούς τους δύο στόχους. Εάν μια επιχείρηση δεν δείχνει ενδιαφέρον για την κερδοφορία το πιθανότερο είναι ότι δεν θα επιβιώσει, ενώ αντίθετα αν ενδιαφέρεται μόνο για τη ρευστότητα είναι αρκετά πιθανό να αντιμετωπίσει προβλήματα αφερεγγυότητας ή και πτώχευσης (Raheman and Nasr, 2007, σελ. 280)

## **2.2 Κατάσταση Ταμειακών Ροών**

Η κατάσταση ταμειακών ροών βασίζεται τόσο στον ισολογισμό όσο και στην κατάσταση αποτελεσμάτων χρήσεως. Η κατάρτιση της καταστάσεως ταμειακής ροής είναι απαραίτητη, προκειμένου να υπάρξει συνολική εικόνα των ταμειακών ροών σε μια λογιστική χρήση ή περίοδο, τόσο αυτών που προέρχονται από τις εργασίες όσο και από άλλες δραστηριότητες χρηματοοικονομικής ή επενδυτικής φύσεως.

Η χρησιμότητα της κατάρτισης καταστάσεως ταμειακών ροών οφείλεται στο ότι ούτε ο ισολογισμός αλλά ούτε και τα αποτελέσματα χρήσης απεικονίζουν την πραγματική κατάσταση της επιχείρησης σε δεδομένη χρονική στιγμή. Ο ισολογισμός από την μία, αν και δείχνει τα χρηματοοικονομική θέση μιας επιχείρησης, δεν λαμβάνει υπόψη του τις μεταβολές στο επίπεδο των τιμών, οι οποίες σε περιόδους πληθωρισμού είναι πολλές φορές σημαντικές. Από την άλλη η κατάσταση αποτελεσμάτων χρήσεως ενώ μας δείχνει πώς τα κέρδη από τις δραστηριότητες της επιχειρήσεως επηρεάζουν τη χρηματοοικονομική κατάσταση αυτής στην περίοδο που αναφέρεται ο ισολογισμός, συχνά δεν ερμηνεύει τη συνολική μεταβολή στα παρακρατούμενα κέρδη καθώς και άλλα γεγονότα τα οποία μπορεί να επηρεάζουν τα καθαρά κέρδη. Επί πλέον

δεν αντανακλά μεταβολές στα άλλα στοιχεία της καθαρής θέσεως όπως μια αύξηση κεφαλαίου με έκδοση νέων μετοχών κατά τη διάρκεια της χρήσης.

Τέτοιου είδους μεταβολές εμπεριέχονται στην κατάσταση ταμειακής ροής καθώς παρουσιάζει τις ταμειακές εισροές και εκροές μιας επιχειρήσεως κατά την ίδια περίοδο και ερμηνεύει τις μεταβολές στα επιμέρους στοιχεία του ενεργητικού και του παθητικού. Έτσι η κατάσταση αυτή συνδέεται με τη ρευστότητα της επιχείρησης και ταυτόχρονα παρέχει πληροφορίες για τις συναλλακτικές, επενδυτικές και χρηματοοικονομικές δραστηριότητες της κατά την ίδια περίοδο.

### **2.3 Σκοπός και χρησιμότητα καταστάσεων ταμειακής ροής**

Σκοπός της καταστάσεως ταμειακών ροών είναι η παροχή πληροφοριών σχετικά με τις ταμειακές εισπράξεις και πληρωμές κατά τη διάρκεια μιας διαχειριστικής περιόδου. Η εν λόγω κατάσταση, αν και βασίζεται στα στοιχεία που περιέχονται στους ισολογισμούς και στην κατάσταση αποτελεσμάτων χρήσεως, δεν στοχεύει στην υποκατάσταση των παραπάνω λογιστικών καταστάσεων. Αντίθετα παρακολουθεί τις μεταβολές που επήλθαν στα μεγέθη του ενεργητικού, του παθητικού και των ίδιων κεφαλαίων και αποσκοπεί στο να βοηθήσει τους επενδυτές, τους πιστωτές, τη διοίκηση της επιχειρήσεως και οποιονδήποτε άλλο ενδιαφερόμενο να αποκτήσει καλύτερη αντίληψη των χρηματοοικονομικών και επενδυτικών δραστηριοτήτων της επιχειρήσεως εντός μιας χρονικής περιόδου.

Οι εισπράξεις και οι πληρωμές στην κατάσταση ταμειακών ροών εμφανίζονται σε τρεις μεγάλες κατηγορίες:

α) Τις καθαρές χρηματοροές από τις λειτουργικές δραστηριότητες που αφορούν το κύριο αντικείμενο λειτουργίας της επιχείρησης.

β) Τις καθарές χρηματοροές για επενδυτικές δραστηριότητες, που αφορούν τις χρηματοροές από αγορές και πωλήσεις μακροπρόθεσμων επενδυτικών αγαθών.

γ) Τις καθарές χρηματοροές για χρηματοδοτικές δραστηριότητες, που αφορούν τις λοιπές πηγές από τις οποίες χρηματοδοτείται η επιχείρηση και είναι κυρίως οι ιδιοκτήτες και τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα.

#### **2.4 Οφέλη από τις πληροφορίες των ταμειακών ροών**

Οι κατάσταση ταμειακών ροών, όταν χρησιμοποιείται σε συνδυασμό με τις λοιπές οικονομικές καταστάσεις, παρέχει πληροφορίες που επιτρέπουν στους χρήστες να εκτιμούν τις μεταβολές στην καθарή περιουσία μιας επιχείρησης.

Δηλαδή, οι καταστάσεις ταμειακών ροών, δίνουν εξηγήσεις για το είδος των οικονομικών συναλλαγών, που επηρεάζουν τα ρευστά διαθέσιμα μιας επιχείρησης και βοηθούν τους επενδυτές, πιστωτές και λοιπούς ενδιαφερόμενους να αξιολογήσουν:

α) Την ικανότητα της επιχειρήσεως να δημιουργεί καθарή ροή κεφαλαίων στο μέλλον.

β) Την ικανότητα να ανταποκρίνεται στην εξόφληση υποχρεώσεων και πληρωμή μερισμάτων.

γ) Την ανάγκη της επιχείρησης για χρηματοδότησή της από εξωτερικές πηγές.

δ) Τις αιτίες υφιστάμενων διαφορών μεταξύ των καθарών κερδών, όπως εμφανίζονται στην κατάσταση αποτελεσμάτων και της καθарής ταμειακής ροής από τις εργασίες της επιχείρησης.

ε) Τις ταμειακές και μη ταμειακές συναλλαγές μιας επιχείρησης από τις επενδυτικές και χρηματοοικονομικές της δραστηριότητες.

στ) Τους λόγους μεταβολής των μετρητών και των εξομοιωμένων με μετρητά στοιχείων μεταξύ της αρχής και του τέλους της περιόδου.

## **2.5 Σημαντικοί ορισμοί στις καταστάσεις ταμειακών ροών**

Οι σημαντικότεροι ορισμοί που χρησιμοποιούνται συνηθέστερα στις καταστάσεις ταμειακών ροών είναι οι ακόλουθοι:

*Ταμειακά διαθέσιμα:* Είναι αυτά που αποτελούνται από μετρητά στο ταμείο της επιχείρησης και από καταθέσεις, που μπορεί να αναληφθούν άμεσα.

*Ταμειακά ισοδύναμα:* Είναι οι βραχυπρόθεσμες, υψηλής ρευστότητας επενδύσεις, που είναι άμεσα μετατρέψιμες σε συγκεκριμένα ποσά ταμειακών διαθεσίμων και οι οποίες υπόκεινται σε ασήμαντο κίνδυνο μεταβολής της αξίας τους.

*Ταμειακά διαθέσιμα και ταμειακά ισοδύναμα:* Τα ταμειακά ισοδύναμα κατέχονται για το σκοπό της αντιμετώπισης βραχυπρόθεσμων ταμειακών αναγκών μάλλον παρά για επένδυση ή για άλλους σκοπούς. Μια επένδυση, για να χαρακτηριστεί ως ταμειακό ισοδύναμο, πρέπει να είναι άμεσα μετατρέψιμη σε συγκεκριμένο ποσό ταμειακών διαθεσίμων και να υπόκεινται σε ένα ασήμαντο κίνδυνο μεταβολής της αξίας της. Συνεπώς, μια επένδυση κανονικά χαρακτηρίζεται ως ταμειακό ισοδύναμο μόνο όταν έχει σύντομη λήξη π.χ. τριών μηνών ή λιγότερο από την ημερομηνία απόκτησής της. Συμμετοχές στο κεφάλαιο άλλων επιχειρήσεων αποκλείονται από τα ταμειακά ισοδύναμα, εκτός αν αποτελούν στην ουσία ταμειακά ισοδύναμα (όπως για παράδειγμα στην περίπτωση των προνομιούχων μετοχών που αγοράστηκαν σε σύντομο χρόνο από τη λήξη τους και σε

*συγκεκριμένη ημερομηνία εξαγοράς τους από τον εκδότη).*

*Ταμειακές ροές:* Είναι τόσο οι εισροές όσο και οι εκροές ταμειακών διαθεσίμων και ταμειακών ισοδύναμων.

*Επιχειρηματικές δραστηριότητες:* Είναι οι κύριες δραστηριότητες δημιουργίας εσόδων της επιχείρησης και άλλες δραστηριότητες που δεν είναι επενδυτικές ή χρηματοοικονομικές.

*Επενδυτικές δραστηριότητες:* Είναι η απόκτηση και η διάθεση μακροπρόθεσμων περιουσιακών στοιχείων και άλλων επενδύσεων, οι οποίες δεν συμπεριλαμβάνονται στα ταμειακά διαθέσιμα.

*Χρηματοοικονομικές δραστηριότητες:* Είναι οι δραστηριότητες που καταλήγουν σε μεταβολές στο μέγεθος και στη συγκρότηση του μετοχικού κεφαλαίου και του δανεισμού της επιχείρησης.

## **2.6 Πολιτικές χρηματοδότησης του κυκλοφορούντος ενεργητικού**

Ως πηγές χρηματοδότησης του κυκλοφορούντος ενεργητικού διακρίνονται οι τρεις ακόλουθες:

(1) *Μακροπρόθεσμη ή μόνιμη* (long-term or permanent). Περιλαμβάνει τα ίδια κεφάλαια και τα μακροπρόθεσμα ξένα κεφάλαια.

(2) *Βραχυπρόθεσμη ή προσωρινή* (short-term or temporary). Περιλαμβάνει τμήμα των βραχυπρόθεσμων ξένων κεφαλαίων.

(3) *Αυτόματη* (spontaneous). Περιλαμβάνει το τμήμα των βραχυπρόθεσμων ξένων κεφαλαίων που σχετίζεται με το επίπεδο των πωλήσεων, όπως οι πιστώσεις που λαμβάνει η επιχείρηση από τους προμηθευτές της, οι μισθοί πληρωτέοι, οι οφειλόμενοι φόροι κλπ.

Οι πολιτικές χρηματοδότησης του κυκλοφορούντος ενεργητικού είναι οι εξής τρεις:

(1) *Μετριοπαθής* (moderate). Σε αυτήν την περίπτωση ακολουθούμε την αρχή της αντιστάθμισης ή της αντιστοίχισης ληκτότητας ή της αυτο-ρευστοποίησης (hedging, or maturity matching, or self-liquidating, approach).

Ουσιαστικά προσπαθούμε να αντιστοιχίσουμε τη ληκτότητα των επενδύσεων με αυτή του χρέους, δηλαδή να χρηματοδοτήσουμε τα βραχυχρόνια στοιχεία –το προσωρινό κυκλοφορούν ενεργητικό– με βραχυχρόνια κεφάλαια και τα μακροχρόνια στοιχεία–το μόνιμο κυκλοφορούν ενεργητικό και τα πάγια περιουσιακά στοιχεία– με μακροχρόνια κεφάλαια.<sup>8</sup>

Μια ακραία περίπτωση θα αποτελούσε η επακριβής χρονική συσχέτιση χρέους και επένδυσης. Η χρηματοδότηση λόγω χάριν της αγοράς ενός μηχανήματος που αναμένεται να λειτουργήσει για δέκα έτη με την έκδοση μίας δεκαετούς ομολογίας, η χρηματοδότηση αποθεμάτων που περιμένουμε μετά να πωληθούν σε 15 ημέρες με ένα τραπεζικό δάνειο 15 ημερών. Στην πράξη κάτι τέτοιο βέβαια δεν μπορεί να πραγματοποιηθεί καθώς πρώτον υπάρχει αβεβαιότητα για την ωφέλιμη ζωή του εκάστοτε περιουσιακού στοιχείου και δεύτερον οφείλουμε να χρησιμοποιήσουμε σε κάποια έκταση και ίδια κεφάλαια τα οποία ωστόσο δεν έχουν ληκτότητα.

(2) *Συντηρητική* (conservative). Σε αυτήν την περίπτωση, τα πάγια περιουσιακά στοιχεία, το μόνιμο κυκλοφορούν ενεργητικό και τμήματων προσωρινών κυκλοφορούντων περιουσιακών στοιχείων χρηματοδοτούνται με μακροπρόθεσμα κεφάλαια και την αυτόματη χρηματοδότηση.

Η επιχείρηση αντιμετωπίζει τις εποχιακές κορυφώσεις (peaks) των κεφαλαιακών της αναγκών, με προσωρινή ξένη χρηματοδότηση, αλλά και



«αποθηκεύοντας ρευστότητα» (storing liquidity) με τη μορφή των εμπορεύσιμων χρεογράφων κατά τη διάρκεια της εκτός αιχμής περιόδου (off- season).

Η πολιτική αυτή ενέχει τον μικρότερο κίνδυνο, αλλά είναι και η λιγότερο κερδοφόρα.

(3)*Επιθετική* (aggressive). Σε αυτήν την περίπτωση τα πάγια περιουσιακά στοιχεία και τμήμα των μόνιμων κυκλοφορούντων περιουσιακών στοιχείων χρηματοδοτούνται με μακροπρόθεσμα κεφάλαια και την αυτόματη χρηματοδότηση, ενώ τα υπόλοιπα μαζί με τα προσωρινά κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία χρηματοδοτούνται με βραχυπρόθεσμα κεφάλαια.

Η πολιτική αυτή έχει την μεγαλύτερη αναμενόμενη απόδοση, αλλά ενέχει τον μεγαλύτερο κίνδυνο. (Besley and Brigham, 2008, σελ. 580-582)

Επομένως, η επιθετική πολιτική χρησιμοποιεί κυρίως βραχυπρόθεσμα κεφάλαια, η συντηρητική πολιτική χρησιμοποιεί κυρίως μακροπρόθεσμα κεφάλαια και η μετριοπαθής πολιτική βρίσκεται στο ενδιάμεσο. Το ερώτημα που τίθεται σε αυτό το σημείο είναι: *Ποια είναι η καλύτερη πολιτική χρηματοδότησης του κυκλοφορούντος ενεργητικού;*

Προκειμένου να δώσουμε μια απάντηση στο παραπάνω ερώτημα εξετάζουμε τα ακόλουθα χαρακτηριστικά των πηγών χρηματοδότησης :

(1)*Κόστος*. Το βραχυπρόθεσμο χρέος είναι συνήθως φθηνότερο από το μακροπρόθεσμο, επειδή η καμπύλη απόδοσης έχει ανοδική κλίση (upward-sloping).

(2)*Κίνδυνος*. Το βραχυπρόθεσμο χρέος ενέχει μεγαλύτερο κίνδυνο από το μακροπρόθεσμο για τους εξής δύο λόγους:

i. Εάν μία επιχείρηση δανείζεται σε μακροχρόνια βάση, τότε τα επιτόκια

δανεισμού της θα είναι σχετικά σταθερά διαχρονικά. Εάν, όμως, δανείζεται σε βραχυχρόνια βάση, τότε τα επιτόκια δανεισμού της είναι δυνατό να μεταβάλλονται διαχρονικά.

ii. Εάν μία επιχείρηση στηρίζεται κυρίως στο βραχυπρόθεσμο δανεισμό αντιμετωπίζει τον κίνδυνο μία προσωρινή ύφεση να την καταστήσει αδύναμη να ανταποκριθεί στις υποχρεώσεις. Ως αποτέλεσμα, είναι πιθανό, ο δανειστής της να μην της ανανεώσει το δάνειο, γεγονός που θα μπορούσε να την οδηγήσει στην πτώχευση.

(3) *Ταχύτητα*. Οι διαπραγματεύσεις για τα βραχυπρόθεσμα δάνεια είναι ταχύτερες σε σχέση με αυτές των μακροπρόθεσμων δανείων, διότι συνήθως εξετάζονται λιγότερα στοιχεία και ζητούνται λιγότερες εγγυήσεις.

(4) *Ευελιξία*. Το βραχυπρόθεσμο χρέος χαρακτηρίζεται συνήθως από μεγαλύτερη ευελιξία σε σύγκριση με το μακροπρόθεσμο. Θα πρέπει να προτιμάται εάν οι χρηματοδοτικές ανάγκες είναι εποχιακές ή κυκλικές. Σε περίπτωση, ακόμη, που η επιχείρηση θεωρεί ότι τα τρέχοντα επιτόκια είναι υπερβολικά υψηλά, επιλέγει κάποια βραχυπρόθεσμη πηγή χρηματοδότησης, ώστε να έχει την ευελιξία να αλλάξει το συμβόλαιο. (Brigham and Houston, 2009, σελ. 494)

## **2.7 Η κυκλοφορία των αγαθών και των κεφαλαίων μέσα στην επιχείρηση**

### **2.7.1 Το κύκλωμα μιας βιομηχανικής επιχείρησης**

Η επιχείρηση αγοράζει τις πρώτες και βοηθητικές ύλες τις οποίες χρησιμοποιεί για την παράγωγή των προϊόντων που θα πωλήσει. Για την μετατροπή αυτών των υλών σε προϊόντα απαιτείται μια συγκεκριμένη εργασία, δηλαδή εργατικά χέρια και συνεπώς χρήμα για την εξόφληση

μισθών και ημερομισθίων. Εν συνεχεία τα παραγόμενα προϊόντα πωλούνται είτε με μετρητά είτε με πίστωση.

Στη δεύτερη περίπτωση έχουμε δημιουργία απαιτήσεων δηλαδή αναφερόμαστε σε εισπρακτέους λογαριασμούς. Η ρευστοποίηση αυτή των λογαριασμών, που σημαίνει εισπράξεις δηλαδή αύξηση των ταμιακών διαθεσίμων (ταμείου) της επιχείρησης, παρέχει την δυνατότητα σε αυτή να πληρώσει τις πρώτες και βοηθητικές ύλες, τους μισθούς, τα ημερομίσθια και τα λοιπά βιομηχανικά έξοδα.

### **2.7.2 Το κύκλωμα μιας εμπορικής επιχείρησης**

Η επιχείρηση αγοράζει εμπορεύματα με πίστωση. Δηλαδή δημιουργούνται για αυτήν υποχρεώσεις προς τους προμηθευτές της και συνεπώς πληρωτέοι λογαριασμοί.

Εν συνεχεία πωλεί τα εμπορεύματα με πίστωση στους πελάτες της δηλαδή δημιουργούνται εισπρακτέοι λογαριασμοί. Μετά τη ρευστοποίηση των εισπρακτέων λογαριασμών, εξοφλεί τους προμηθευτές της και έτσι έχουμε μια συνεχή κυκλοφορία.

## **ΧΡΗΜΑ – ΑΓΑΘΑ – ΧΡΗΜΑ**

### **2.8 Ροή Κεφαλαίων και ταμειακά διαθέσιμα**

Η ρευστότητα είναι ένας σημαντικός παράγοντας για τη σωστή πορεία των εργασιών της επιχείρησης. Η ρευστότητα των κεφαλαίων διαφέρει από τη ρευστότητα των ταμιακών διαθεσίμων και δεν ταυτίζονται.

Η Ροή των κεφαλαίων, αναφέρεται στα καθαρά κέρδη χρήσης που πραγματοποίησε η επιχείρηση μετά την αφαίρεση των φόρων, αλλά προσαυξημένων με τις αποσβέσεις.

Αυτή η ροή του κεφαλαίου χαρακτηρίζεται ως καθαρή.

Η Ροή των ταμιακών διαθεσίμων, διαφέρει υπολογιστικά από τη ροή των κεφαλαίου επειδή δε λαμβάνονται υπόψη οι μεταβολές των στοιχείων του Κυκλοφορούντος Ενεργητικού (με την ευρύτερή του έννοια) και του βραχυπρόθεσμου παθητικού, που επηρεάζουν την κίνηση του ταμείου.

## 2.9 Οι μεταβολές στο κεφάλαιο κίνησης

Το κεφάλαιο κίνησης προσδιορίζεται από τις παρακάτω δύο εξισώσεις:

$$\alpha) \text{Κεφάλαιο κίνησης} = \text{ΕΔ} + \text{ΕΕ} - \text{ΠΓΠ} - \text{ΠΔ}$$

$$\beta) \text{Κεφάλαιο κίνησης} = \text{ΠΑ} + \text{ΠΒ} + \text{ΠΓΙ} - \text{ΕΒ} - \text{ΕΓ}$$

Παρατηρώντας τους δύο τύπους προσδιορισμού του κεφαλαίου κίνησης στην προηγούμενη παράγραφο, διαπιστώνουμε ότι αν μεταβληθεί ένας από τους όρους των εξισώσεων θα μεταβληθεί και το κεφάλαιο κίνησης.

Θεωρώντας τους όρους της πρώτης εξίσωσης ότι αφορούν το Κυκλοφορούν Ενεργητικό και το Βραχυπρόθεσμο Παθητικό και τους όρους της δεύτερης εξίσωσης ότι αφορούν τα μηκυκλοφοριακά στοιχεία, τις μητρέχουσες υποχρεώσεις και τα ίδια κεφάλαια, οι μεταβολές στο κεφάλαιο κίνησης θα έχουν ως εξής:

• Όταν έχουμε (Χρέωση) αύξηση του κυκλοφορούν ενεργητικού ή και των μεταβατικών λογαριασμών του ενεργητικού ή μείωση των λογαριασμών των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων ή και των μεταβατικών λογαριασμών του παθητικού, οι λογαριασμοί αυτοί χρεώνονται, με πίστωση οποιουδήποτε ή οποιαδήποτε από τους λογαριασμούς που αναφέραμε θα έχουμε:

<b>Χρέωση</b>	<b>Πίστωση</b>	<b>Αποτέλεσμα</b>
<ul style="list-style-type: none"> <li>Κυκλοφοριακά στοιχεία</li> <li>Τρέχουσες υποχρεώσεις</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Κυκλοφοριακά στοιχεία</li> <li>Τρέχουσες υποχρεώσεις</li> </ul>	Καμία επιρροή στο κεφάλαιο κίνησης

ü Όταν έχουμε (Χρέωση) αύξηση του κυκλοφορούν ενεργητικού ή και των μεταβατικών λογαριασμών του ενεργητικού ή μείωση των λογαριασμών των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων ή και των μεταβατικών λογαριασμών του παθητικού, οι λογαριασμοί αυτοί χρεώνονται, με πίστωση (μείωση) των λογαριασμών εξόδων εγκατάστασης, παγίου ενεργητικού ή με πίστωση (αύξηση) των λογαριασμών μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων, των προβλέψεων ή των ίδιων κεφαλαίων θα έχουμε:

<b>Χρέωση</b>	<b>Πίστωση</b>	<b>Αποτέλεσμα</b>
<ul style="list-style-type: none"> <li>Κυκλοφοριακά στοιχεία</li> <li>Τρέχουσες υποχρεώσεις</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Μη Κυκλοφοριακά στοιχεία</li> <li>Μη Τρέχουσες υποχρεώσεις</li> </ul>	Αύξηση στο κεφάλαιο κίνησης

ü Όταν έχουμε (Χρέωση) αύξηση των λογαριασμών εξόδων εγκατάστασης ή και του παγίου ενεργητικού ή μείωση των μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων ή και των προβλέψεων ή και των ίδιων κεφαλαίων, οι λογαριασμοί αυτοί χρεώνονται, με πίστωση του κυκλοφορούντος ενεργητικού ή και των μεταβατικών λογαριασμών του ενεργητικού αφού μειωθούν ή με πίστωση των βραχυπρόθεσμων

υποχρεώσεων ή και των μεταβατικών λογαριασμών του παθητικού αφού αυξηθούν θα έχουμε:

<b>Χρέωση</b>	<b>Πίστωση</b>	<b>Αποτέλεσμα</b>
<ul style="list-style-type: none"> <li>Μη Κυκλοφοριακά στοιχεία</li> <li>Μη Τρέχουσες υποχρεώσεις</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Κυκλοφοριακά στοιχεία</li> <li>Τρέχουσες υποχρεώσεις</li> </ul>	Μείωση στο κεφάλαιο κίνησης

ü Όταν έχουμε (Χρέωση) αύξηση των λογαριασμών εξόδων εγκατάστασης ή και του παγίου ενεργητικού ή μείωση των μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων ή και των προβλέψεων ή και των ιδίων κεφαλαίων, οι λογαριασμοί αυτοί χρεώνονται, με πίστωση οποιουδήποτε ή οποιονδήποτε από τους λογαριασμούς που αναφέραμε θα έχουμε:

<b>Χρέωση</b>	<b>Πίστωση</b>	<b>Αποτέλεσμα</b>
<ul style="list-style-type: none"> <li>Μη Κυκλοφοριακά στοιχεία</li> <li>Μη Τρέχουσες υποχρεώσεις</li> <li>Ίδια κεφάλαια</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Μη Κυκλοφοριακά στοιχεία</li> <li>Μη Τρέχουσες υποχρεώσεις</li> <li>Ίδια κεφάλαια</li> </ul>	Καμία επιρροή στο κεφάλαιο κίνησης

Ο παρακάτω πίνακας μας βοηθάει να κατανοήσουμε καλύτερα πότε έχουμε αύξηση και πότε έχουμε μείωση του κεφαλαίου κίνησης:

<b>Κεφάλαιο κίνησης</b>	<b>Χρέωση</b>	<b>Πίστωση</b>
<b><u>Αύξηση</u></b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Κυκλοφοριακά Στοιχεία</li> <li>• Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Μη κυκλοφοριακά στοιχεία</li> <li>• Μη βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις</li> </ul>
<b><u>Μείωση</u></b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Μη κυκλοφοριακά στοιχεία</li> <li>• Μη βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Κυκλοφοριακά στοιχεία</li> <li>• Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις</li> </ul>

## 2.10 Επίδραση των συναλλαγών στο κεφάλαιο κίνησης

Όσον αφορά τις συναλλαγές που γίνονται μέσα στην επιχείρηση, η συναλλαγή που αυξάνει το κεφάλαιο κίνησης θεωρείται και ως πηγή αυτού ενώ αντίθετα, η συναλλαγή που μειώνει το κεφάλαιο κίνησης θεωρείται ως χρήση του κεφαλαίου κίνησης.

Στον παρακάτω πίνακα μπορούμε να δούμε ακριβώς πότε υπάρχει πηγή και πότε υπάρχει χρήση του κεφαλαίου κίνησης σε μια επιχείρηση:

<b>Λογαριασμοί</b>	<b>Χρέωση*</b>	<b>Πίστωση**</b>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Κυκλοφορούν ενεργητικό</li> <li>• Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις</li> </ul>		

\*πιστώνοντας άλλον ή άλλους εκτός των εντός του πίνακα λογαριασμών.

\*\* χρεώνοντας άλλον ή άλλους εκτός των εντός του πίνακα λογαριασμών.

## **2.11 Παραδείγματα συναλλαγών που επηρεάζουν ή όχι το κεφάλαιο κίνησης**

I. Όταν υπάρχει μια συναλλαγή όπως για παράδειγμα η έκδοση ενός ομολογιακού δανείου , το κεφάλαιο κίνησης επηρεάζεται καθώς αυξάνεται αφού χρεώνω το λογαριασμό στο κυκλοφορούντος ενεργητικού και πιστώνεται λογαριασμός της μακροπρόθεσμης υποχρέωσης.

II. Όταν αναφερόμαστε σε αγορά εμπορευμάτων το κεφάλαιο κίνησης δεν μεταβάλλεται: παραμένει σταθερό. Δεν επηρεάζεται δηλαδή, και αυτό φαίνεται λογιστικά από το γεγονός ότι χρεώνεται λογαριασμός του κυκλοφορούντος ενεργητικού τα αποθέματα δηλαδή και πιστώνεται άλλος ένας λογαριασμός του κυκλοφορούντος ενεργητικού δηλαδή το ταμείο ή οι προμηθευτές, ανάλογα με το αν η αγορά πραγματοποιήθηκε



με μετρητά ή επί πιστώσει .

Είναι αυτονόητο όσον αφορά τουλάχιστον τις συναλλαγές, ότι όλες οι συναλλαγές που αποδίδουν έσοδα στην επιχείρηση αποτελούν πηγή του κεφαλαίου κίνησης ενώ όσες από αυτές δημιουργούν έξοδα για την εκάστοτε επιχείρηση αποτελούν χρήση του κεφαλαίου. Υπάρχουν σαφέστατα και κάποια έξοδα τα οποία εξαιρούνται από αυτόν τον κανόνα καθώς δεν επηρεάζουν και δεν μεταβάλλουν μειωτικά το κεφάλαιο κίνησης όπως είναι για παράδειγμα οι αποσβέσεις των παγίων ενεργητικού.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3

### ΔΙΑΧΕΙΡΗΣΗ ΚΑΙ ΜΕΘΟΔΟΙ ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΥ ΤΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ ΚΙΝΗΣΗΣ

#### 3.1 Αρχές Διαχείρισης Κεφαλαίου Κίνησης

Είναι φανερό ότι όσο περισσότερα κεφάλαια δεσμεύει η επιχείρηση σε κεφάλαιο κίνησης, τόσο λιγότερα κεφάλαια θα έχει διαθέσιμα για επενδύσεις σε πάγια περιουσιακά στοιχεία, δηλαδή σε στοιχεία τα οποία κυρίως παράγουν τα έσοδα της επιχείρησης. Κατ' αρχή θα μπορούσαμε να σκεφτούμε ότι ο στόχος της επιχείρησης θα έπρεπε να είναι η ελαχιστοποίηση του κεφαλαίου κίνησης. Αυτό θα μπορούσε να γίνει με την ελαχιστοποίηση των αποθεμάτων, των εισπρακτέων λογαριασμών και των μετρητών ή με τη μεγιστοποίηση των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων. Όμως, μια τέτοια πολιτική θα είχε επικίνδυνες συνέπειες.

Π.χ. εάν τα αποθέματα περιορίζονταν, τότε ενδεχομένως να μην υπήρχαν πρώτες ύλες για την απαιτούμενη παραγωγή των προϊόντων. Εάν οι πελάτες πιεσθούν να εξοφλήσουν τα τιμολόγια νωρίτερα, τότε πιθανόν να προτιμήσουν να αγοράσουν από άλλες επιχειρήσεις, που προσφέρουν όμοια προϊόντα και καλύτερους πιστωτικούς όρους. Εάν δεν υπάρχουν επαρκή ταμειακά διαθέσιμα για την κάλυψη απρόβλεπτων ταμειακών αναγκών, τότε η επιχείρηση πιθανόν να αναγκαστεί να συνάψει βραχυπρόθεσμα δάνεια με δυσμενείς όρους. Από την άλλη πλευρά, εάν η επιχείρηση προσπαθήσει να επεκτείνει την περίοδο εξόφλησης των πληρωτέων λογαριασμών της, τότε οι προμηθευτές πιθανόν να μην δεχθούν να συνεχίσουν τις πωλήσεις τους προς την επιχείρηση ή η γενική πιστοληπτική ικανότητα της επιχείρησης πιθανόν να μειωθεί με αποτέλεσμα, μεταξύ άλλων, και την αύξηση του κόστους δανεισμού της.

Από τα παραπάνω γίνεται σαφές, ότι ο στόχος της διαχείρισης του κεφαλαίου κίνησης θα πρέπει να είναι ο προσδιορισμός του άριστου και όχι του ελάχιστου επιπέδου του κεφαλαίου κίνησης. Ειδικότερα, σχετικά με τη διαχείριση του κεφαλαίου κίνησης θα πρέπει να εξετάζει ο υπεύθυνος χρηματοοικονομικής λειτουργίας της επιχείρησης και να διαμορφώνει άριστες λύσεις στα εξής τρία θέματα:

I. Ποιο είναι το ύψος των κεφαλαίων, που πρέπει να επενδυθούν στα διάφορα στοιχεία του κυκλοφορούντος ενεργητικού;

II. Με ποιο τρόπο πρέπει η χρηματοδότηση των στοιχείων αυτών να διαιρεθεί μεταξύ βραχυπρόθεσμων και μακροπρόθεσμων κεφαλαίων;

III. Ποιο ποσοστό του συνολικού ενεργητικού θα πρέπει να αντιπροσωπεύουν τα στοιχεία του κυκλοφορούντος ενεργητικού;

Είναι φανερό εξ' άλλου ότι η εξέταση και επίλυση των θεμάτων αυτών πρέπει να γίνεται μέσα στο γενικότερο πλαίσιο χρηματοοικονομικής λειτουργίας, όπως αυτό διαμορφώνεται από τη γενική επιδίωξη της επιχείρησης για υψηλή οικονομική απόδοση των επενδυμένων κεφαλαίων με συνθήκες αποδεκτού λειτουργικού και χρηματοοικονομικού κινδύνου.

### **3.2 Ταμειακός Κύκλος**

Ο ταμειακός κύκλος είναι το χρονικό διάστημα μεταξύ των χρηματικών εκροών της επιχείρησης, για την κάλυψη των δαπανών παραγωγής, και των χρηματικών εισροών, που πραγματοποιούνται από την πώληση των προϊόντων της.

Ο ταμειακός κύκλος μετριέται σε αριθμό ημερών και με αναφορά σε μια βιομηχανική εταιρία είναι το άθροισμα των εξής χρόνων:

I. του μέσου χρόνου παραμονής των πρώτων υλών σε αποθέματα μείον τον μέσο χρόνο πίστωσης που χορηγούν οι προμηθευτές,

II. του χρόνου που απαιτείται για την παραγωγή των προϊόντων,

III. του \_μέσου χρόνου παραμονής των έτοιμων προϊόντων,

IV. του μέσου χρόνου πίστωσης που χορηγεί η επιχείρηση στους πελάτες της.

Θα πρέπει να σημειωθεί ότι ο ταμειακός κύκλος δίνει το σε ημέρες χρονικό διάστημα, που μεσολαβεί μεταξύ των πληρωμών των στοιχείων κόστους παραγωγής και των εισπράξεων από τις πωλήσεις του προϊόντος. Δεν λέει τίποτα για το ύψος του κεφαλαίου κίνησης το οποίο απαιτείται. Εάν η επιχείρηση προβλέπει μια επέκταση στην παραγωγή και συνεπώς στις πωλήσεις και χρειάζεται να εκτιμήσει τις αυξημένες ανάγκες της σε κεφάλαιο κίνησης, τότε ένας αριθμός τεχνικών μπορούν να χρησιμοποιηθούν. Το απαιτούμενο πρόσθετο κεφάλαιο κίνησης μπορεί να εκτιμηθεί χρησιμοποιώντας την ιστορική σχέση μεταξύ της αξίας των πωλήσεων και των συνθετικών μερών του κεφαλαίου κίνησης.

### **3.3 Μετασχηματισμός του Κεφαλαίου Κίνησης στη Διάρκεια του Ταμειακού Κύκλου**

Από αυτά που λέχθηκαν προηγουμένως προκύπτει ότι ένα σημαντικό πρόβλημα διαχείρισης του κεφαλαίου κίνησης είναι η εξεύρεση χρηματοδότησης για την αύξηση των κυκλοφορούντων στοιχείων, που απαιτούνται καθώς διευρύνονται οι πωλήσεις της επιχείρησης. Πράγματι, μια επιχείρηση, της οποίας οι πωλήσεις αυξάνονται με γρήγορο ρυθμό, χρειάζεται πρόσθετα κεφάλαια για άμεσες επενδύσεις σε εισπρακτέους λογαριασμούς, αποθέματα και άλλα κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία. Καθώς δε εξαντλείται η παραγωγική δυναμικότητα των εγκαταστάσεων

δημιουργείται επιπλέον η ανάγκη για επενδύσεις σε παραγωγικό εξοπλισμό και σε λοιπές εγκαταστάσεις. Οι νέες επενδύσεις πρέπει να χρηματοδοτηθούν.

Η νέα χρηματοδότηση συνεπάγεται δεσμεύσεις και υποχρεώσεις εξυπηρέτησης των κεφαλαίων που θα αποκτηθούν. Αυτό σημαίνει ότι μια αναπτυσσόμενη επιχείρηση μπορεί να έχει πρόβλημα στην εξασφάλιση επαρκών χρηματικών πόρων. Η φύση του προβλήματος αυτού καθώς και η σχέση μεταξύ αιτίας και αποτελέσματος με αναφορά στα διάφορα περιουσιακά στοιχεία και στις πωλήσεις θα εξηγηθούν παρακάτω, όταν εξετάζουμε τις διαδοχικές επιπτώσεις μιας σειράς επιχειρηματικών δραστηριοτήτων.

### **3.4 Πρόβλεψη Χρηματοδοτικών Αναγκών**

Οι επιχειρήσεις για να παράγουν και να διαθέσουν στην αγορά τα προϊόντα τους, προκειμένου να ικανοποιήσουν την υφιστάμενη ζήτηση γι' αυτά, χρειάζονται ένα μεγάλο αριθμό από πάγια και κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία. Η δυνατότητα ικανοποίησης μεγαλύτερης ζήτησης για τα προϊόντα των επιχειρήσεων απαιτεί νέες επενδύσεις σε κυκλοφορούντα και ενδεχομένως σε πάγια στοιχεία. Είναι φανερό ότι οι επενδύσεις αυτές θα πρέπει να χρηματοδοτηθούν. Αυτό επιβάλλει στις επιχειρήσεις την ανάγκη σωστής πρόβλεψης των χρηματοδοτικών τους αναγκών προκειμένου να μην αντιμετωπίσουν προβλήματα λόγω μη έγκαιρης εξασφάλισης και διάθεσης των κεφαλαίων για τις απαιτούμενες επενδύσεις σε αποθέματα, εισπρακτέους λογαριασμούς, μηχανικό εξοπλισμό, κ.λ.π. Με άλλα λόγια, οι επιχειρήσεις, παράλληλα με την κατάρτιση των προγραμμάτων παραγωγής και πωλήσεων για το επόμενο ή τα επόμενα χρόνια, θα πρέπει να εκτιμούν και τις συνολικές κεφαλαιακές ανάγκες, που η υλοποίηση των προγραμμάτων αυτών δημιουργεί.

Για την πρόβλεψη των χρηματοδοτικών αναγκών οι επιχειρήσεις χρησιμοποιούν συνήθως τις εξής δύο μεθόδους:

I. τη μέθοδο του ποσοστού πωλήσεων,

II. τη μέθοδο της παλινδρόμησης.

Και οι δύο μέθοδοι βασίζονται στην παραδοχή ότι η αξία των πωλήσεων αποτελεί τον κύριο προσδιοριστικό παράγοντα των κεφαλαιακών αναγκών της επιχείρησης. Όμως, θα πρέπει να ληφθούν υπόψη τα εξής δύο θέματα:

*Πρώτον*, ότι η σχέση αυτή δεν είναι άμεση. Πράγματι, θα πρέπει να ληφθούν υπόψη οι υφιστάμενοι ετεροχρονισμοί μεταξύ των δύο αυτών μεταβλητών. Π.χ. για να πραγματοποιηθούν οι πωλήσεις απαιτείται προηγουμένως παραγωγή. Για να γίνει η παραγωγή αυτή θα πρέπει να έχουν αποκτηθεί τα πάγια στοιχεία και επίσης οι πρώτες ύλες, τα υλικά, κ.λπ., δηλαδή θα πρέπει να έχουν γίνει προηγουμένως οι επενδύσεις σε πάγια και κυκλοφορούντα στοιχεία, ώστε να πραγματοποιηθούν οι πωλήσεις σε κάποιο επόμενο χρονικό σημείο. Από την άλλη πλευρά, οι επενδύσεις σε εισπρακτέους λογαριασμούς λαμβάνουν χώρα μετά την πραγματοποίηση των πωλήσεων.

*Δεύτερον*, ότι για την κατάρτιση των προβλέψεων απαιτείται η πιστοποίηση μιας συστηματικής σχέσης μεταξύ της αξίας πωλήσεων και των χρηματοδοτικών αναγκών της επιχείρησης. Όπως δείχνεται παρακάτω, οι δύο μέθοδοι προβλέψεων διαφέρουν μεταξύ τους ως προς τη μορφή της σχέσης, στην οποία βασίζεται η εφαρμογή τους.

### **3.4.1 Μέθοδος του ποσοστού πωλήσεων**

Η μεταβλητή που προσδιορίζει τις χρηματοδοτικές ανάγκες της επιχείρησης για δεδομένη χρονική περίοδο είναι η προβλεπόμενη για την περίοδο αυτή

αξία των πωλήσεων. Επομένως, η καλή πρόβλεψη της αξίας των πωλήσεων αποτελεί τη βάση για την σωστή εκτίμηση των χρηματοδοτικών αναγκών της επιχείρησης. Η μέθοδος βασίζεται στην παραδοχή ότι η σχέση μεταξύ των στοιχείων του ισολογισμού και των πωλήσεων είναι αναλογική. Είναι λογικό βέβαια, να υποθέσουμε ότι ορισμένα στοιχεία του ενεργητικού και ιδίως τα πάγια στοιχεία και οι μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις δεν επηρεάζονται άμεσα από τις πωλήσεις. Στην περίπτωση αυτή, η πρόβλεψη των χρηματοδοτικών αναγκών στα στοιχεία αυτά θα πρέπει να γίνεται ξεχωριστά.

### **3.4.2 Μέθοδος της παλινδρόμησης**

Η συγκεκριμένη μέθοδος βασίζεται στην παραδοχή ότι η σχέση μεταξύ των στοιχείων του ισολογισμού και της αξίας των πωλήσεων είναι γραμμική με σταθερό όρο. Για κάθε στοιχείο του ισολογισμού αυτού του είδους η σχέση δύναται να προσδιοριστεί εφαρμόζοντας τη μέθοδο των ελάχιστων τετράγωνων σε χρονολογικές σειρές τα οποία αφενός δείχνουν την αξία του στοιχείου και αφετέρου την αξία των πωλήσεων.

Οφείλουμε να σημειώσουμε ότι η μέθοδος της παλινδρόμησης είναι η γενικότερη και ακριβέστερη συγκριτικά με τη μέθοδο του ποσοστού πωλήσεων. Η βασική τους διαφορά έγκειται στο γεγονός ότι η μέθοδος της παλινδρόμησης δεν είναι απαραίτητη για τη διέλευση της γραμμής από την αρχή των αξόνων.

Είναι αξιοσημείωτο επίσης ότι για προβλέψεις μεγάλων χρονικών περιόδων η μέθοδος της παλινδρόμησης είναι ακριβέστερη καθώς επιτρέπει να λαμβάνονται υπόψη μεταβολές στις σχέσεις μεταξύ των στοιχείων του ισολογισμού και της αξίας των πωλήσεων, ενώ η μέθοδος του ποσοστού πωλήσεων απαιτεί σχέσεις σταθερές. Αυτός είναι και ο κυριότερος λόγος

για τον οποίο η τελευταία μέθοδος είναι επαρκής για προβλέψεις βραχυχρόνιες , στις οποίες οι μεταβολές σημειώνεται πως είναι μικρές.



## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4**

### **ΠΗΓΕΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ ΚΙΝΗΣΗΣ**

#### **4.1 Πηγές κεφαλαίου κίνησης**

Οι κυριότερες πηγές κεφαλαίου κίνησης είναι:

- Οι συνήθειες (τρέχουσες) επιχειρηματικές συναλλαγές
- Η πώληση μη κυκλοφοριακών στοιχείων
- Ο μακροπρόθεσμος δανεισμός
- Η αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου

##### **4.1.1 Συνήθειες (τρέχουσες) επιχειρηματικές συναλλαγές**

Τα έσοδα και τα έξοδα της εκάστοτε επιχείρησης αποτελούν απόρροια των συναλλαγών της. Έσοδα τα οποία προκύπτουν από τις πωλήσεις με κάθε τρόπο είτε πρόκειται για μετρητά είτε για πίστωση, αποτελούν πηγή κεφαλαίου κίνησης. Εν αντιθέσει, έξοδα τα οποία προέρχονται από το κόστος των πωλήσεων, αυξάνουν τις υποχρεώσεις συνήθως τις βραχυπρόθεσμες ή μειώνουν τα αποθέματα και συνεπώς αποτελούν χρήση του κεφαλαίου κίνησης. Διαπιστώνουμε επομένως πως όταν η επιχείρηση σημειώνει κέρδος έχει παράλληλα και εισροή κεφαλαίου ενώ όταν έχει ζημιά έχει εκροή κεφαλαίου.

## ΠΑΡΑΔΕΙΓΜΑ

Κατάσταση λογαριασμού αποτελεσμάτων χρήσεων της	Ποσά σε ευρώ			Αυξομειώσεις κεφαλαίου κίνησης σε	
<b>I. Αποτελέσματα Εκμετάλλευσης</b>					
Πωλήσεις			1000		1000
- Κόστος πωλήσεων			<u>800</u>		<u>(800)</u>
Μικτά αποτελέσματα (κέρδη)			200		200
+ Άλλα έσοδα εκμετάλλευσης			<u>50</u>		<u>50</u>
<b>Σύνολο</b>			250		250
- Έξοδα διοικητικής λειτουργίας			20	(20)	
Έξοδα λειτουργίας ερευνών			10	(10)	
Έξοδα λειτουργίας διαθέσεως			20	(20)	50
<b>Μερικά αποτελέσματα (κέρδη)</b>			<b>200</b>		<b>200</b>
Πλέον ή μείον					
Έσοδα συμμετοχών					
Έσοδα χρεογράφων		10		10	
<b>Σύνολο</b>		<u>50</u>		<u>50</u>	
Μείον					
Διαφορές αποτιμήσεως συμμετοχών - χρεογράφων				0 (5)	
Έξοδα και ζημίες συμμετοχών - χρεογράφων	0			(5)	
<b>Σύνολο</b>		<u>10</u>	40		40

<b>Ολικά αποτελέσματα (κέρδη)</b>			<b>240</b>		<b>240</b>
<b>II. Πλέον ή μείον: Έκτακτα αποτελέσματα</b>					
Έκτακτα και ανόργανα έσοδα		8		8	
Έκτακτα κέρδη		2		2	
Έσοδα προηγούμενων χρήσεων		4		4	
Έσοδα από προβλέψεις		0		0	
<b>Σύνολο</b>		14		14	
Μείον:					
Έκτακτα και ανόργανα έξοδα				(3)	
Έκτακτες ζημίες	3			(1)	
				(2)	
				0	
<b>Σύνολο</b>		<u>6</u>	8		8
<b>Οργανικά και έκτακτα αποτελέσματα(κέρδη)</b>			<b>248</b>		<b>248</b>
Μείον: Σύνολο αποσβέσεων		100			
Μείον: Ενσωματωμένες στο λειτουργικό κόστος		100	0		100
<b>Καθαρά αποτελέσματα (κέρδη)</b>			<b>248</b>		<b>348</b>

Οι αυξομειώσεις στο κεφάλαιο κίνησης προσδιορίστηκαν σε αναλυτικό βαθμό βασιζόμενες στα αριθμητικά δεδομένα των επιμέρους αποτελεσμάτων χρήσης. Αυτή η μέθοδος καλείται ευθεία ή άμεση. Αν και φαίνεται εύκολο δεν είναι, καθώς η πολυπλοκότητα των κονδυλίων από τα οποία συνθέτονται τα αποτελέσματα χρήσης δημιουργεί σοβαρές δυσκολίες κατά την εφαρμογή της μεθόδου αυτής. Γι' αυτό λοιπόν υπάρχει μία άλλη μέθοδος η βραχεία ή αλλιώς έμμεση κατά την οποία οι αυξομειώσεις και το κεφάλαιο κίνησης προσδιορίζονται βασιζόμενα στα καθαρά αποτελέσματα και τα κονδύλια των εσόδων και των εξόδων τα οποία δεν αποτελούν πηγή ή

δεν απαιτούν κεφάλαιο κίνησης. Στο παραπάνω παράδειγμα ο προσδιορισμός της αύξησης του κεφαλαίου κίνησης δύναται να πραγματοποιηθεί με τη βραχεία μέθοδο:

Καθαρά κέρδη χρήσης 248

πλέον: Έξοδα που δεν αποτελούν χρήση

κεφαλαίου (αποσβέσεις παγίου ενεργητικού) 100

Σύνολο αύξησης κεφαλαίου κίνησης 348

Οι αποσβέσεις δείχνουν ότι είναι αρκετές για το κεφάλαιο κίνησης όμως στην πραγματικότητα προστίθενται στα καθαρά κέρδη της χρήσης και ο λόγος είναι διότι πρέπει να αποκατασταθούν τα έσοδα από τις επιχειρηματικές δραστηριότητες. Άλλωστε οι αποσβέσεις επηρεάζουν τους λογαριασμούς οι οποίοι δεν ξεπερνούν το κεφάλαιο κίνησης. Σε γενικές γραμμές διακρίνουμε πως με τη βραχεία ή έμμεση μέθοδο αποφεύγονται οι αναλύσεις των επιμέρους λογαριασμών των αποτελεσμάτων. Επιπρόσθετα οφείλουμε να αναφέρουμε ότι οι αποσβέσεις των σωμαίων παγίων στοιχείων, η απόσβεση των φυσικών πόρων και οι πωλήσεις παγίων στοιχείων επιδρούν στη διαμόρφωση του κεφαλαίου κίνησης.

Υπάρχει περίπτωση να κατέχουμε αρνητικό κεφάλαιο κίνησης δηλαδή αρνητικό κονδύλι των πηγών κεφαλαίου κίνησης ή αυξητικό των χρήσεων κεφαλαίων κίνησης. Αυτό πραγματοποιείται σε περίπτωση που το καθαρό των αποτελεσμάτων επιχειρηματικών δραστηριοτήτων μίας χρήσης είναι ζημίες και μάλιστα μεγαλύτερες από τα έξοδα τα οποία δεν αποτελούν χρήση κεφαλαίου. Πέρα από τις αποσβέσεις, υπάρχουν κονδύλια που δεν επηρεάζουν την αύξηση ή τη μείωση του κεφαλαίου κίνησης. Για τα κονδύλια αυτά σημειώνουμε τα εξής:

A. Έξοδα τα οποία επηρεάζουν τα αποτελέσματα χρήσης τη μείωση των κερδών ή την αύξηση των ζημιών χωρίς να επηρεάζουν μειωτικά το κεφάλαιο κίνησης. Τέτοιου είδους έξοδα είναι οι αποσβέσεις εξόδων εγκατάστασης, οι αποσβέσεις παγίων στοιχείων ενσώματων και άυλων, οι αποσβέσεις διαφοράς έκδοσης ομολογιών υπό το άρτιο , και απόσβεσης διαφοράς αγοράς ομολογιών υπέρ το άρτιο .

**Παράδειγμα:** την 01/01/2014 συστήθηκε και άρχισε αμέσως τη λειτουργία της μια επιχείρηση με μετοχικό κεφάλαιο 300.000€ που καταβλήθηκε όλο το ποσό σε μετρητά η επιχείρηση αγόρασε πάγια στοιχεία αξίας 150.000€ με μετρητά και με αυτά άρχισε να παρέχει υπηρεσίες στους πελάτες της. Όλα τα έσοδα αυτής της χρήσης ανήλθαν σε 400.000€ενώ τα έξοδα στο ποσό των 350.000 € Όλα τα έσοδα και έξοδα πραγματοποιήθηκαν με μετρητά. Οι αποσβέσεις των παγίων στοιχείων ανήλθαν στο ποσό των 30.000€ Οπότε το καθαρό αποτέλεσμα θα είναι:  $400.000 - 350.000 - 30.000 = 20.000€$  Όμως το ταμείο της επιχείρησης 31/12/2014 παρουσιάζει: αρχικό υπόλοιπο (20.000) + εισπράξεις  $50.000(400.000 - 350.000) = 70.000€$

Βλέπουμε λοιπόν ότι το κεφάλαιο κίνησης δεν επηρεάστηκε από τις αποσβέσεις παρόλο που το καθαρό κέρδος μειώθηκε λόγω των αποσβέσεων ισόποσα.

Συνεπώς αν θελήσουμε να προσδιορίσουμε τη καθαρή εισροή ή εκροή κεφαλαίου κίνησης με βάση το καθαρό αποτέλεσμα της χρήσης, πρέπει να αναμορφώσουμε το τελευταίο κατά το ποσό των εξόδων που δεν απαιτούν κεφάλαιο κίνησης, δηλαδή δεν προκαλούν εκροή κεφαλαίου κίνησης.

B. Αλλά κονδύλια τα οποία ενώ μπορεί να αυξάνουν ή να μειώνουν τα καθαρά κέρδη της ζημιές δεν αυξάνουν ή μειώνουν κατά αντίστοιχο τρόπο

το κεφάλαιο κίνησης, δηλαδή δεν δημιουργούν αντίστοιχη εισροή είτε εκροή κεφαλαίου όπως είναι για παράδειγμα τα εξής:

1) Απόσβεση διαφοράς έκδοσης ομολογιών υπέρ το άρτιο

2) Έκτακτα αποτελέσματα (κέρδη ή ζημίες από πώληση, απόσυρση κ.λ.π. παγίων στοιχείων, ζημία από πυρκαγιά, ζημία από εξαγορά ομολογιών, προβλέψεις για υποτιμήσεις και απαξιώσεις παγίων στοιχείων, προβλέψεις για έκτακτους κινδύνους, έσοδα από προβλέψεις προηγούμενων χρήσεων).

Με βάση τα παραπάνω εκτεθέντα δημιουργήσαμε τον παρακάτω πίνακα οδηγό ανάλυσης των λογαριασμών αποτελεσμάτων χρήσης:

<b>Χρέωση</b>	Λογαριασμού Δαπάνης ή Ζημίας	<b>Πίστωση</b>	Λογαριασμού Εσόδου, Κέρδους ή Δαπάνης
<b>Πίστωση</b>	Κατωτέρω λογαριασμών	<b>Χρέωση</b>	Κατωτέρων λογαριασμών
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Κυκλοφορούν Ενεργητικό</li> <li>• Βραχυπρ. Υποχρεώσεις</li> <li>• Μεταβατικοί λογαριασμοί (ενεργητικού– παθητικού)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Λοιπών λογαριασμών</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Κυκλοφορούν Ενεργητικό</li> <li>• Βραχυπρ. Υποχρεώσεις</li> <li>• Μεταβατικοί λογαριασμοί (ενεργητικού– παθητικού)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Λοιπών λογαριασμών</li> </ul>
//	//	//	//

Χρήση κεφαλαίου κίνησης	Δεν απαιτεί χρήση κεφαλαίου κίνησης.  Συνεπώς: <b>Δαπάνη ή Ζημία προσθετέα στο αποτέλεσμα για τον προσδιορισμό του κεφαλαίου κίνησης</b>	Πηγή κεφαλαίου κίνησης	Δεν απαιτεί πηγή κεφαλαίου κίνησης.  Συνεπώς:  <b>Έσοδο, Κέρδος ή Δαπάνη αφαιρετέα Από το αποτέλεσμα για τον προσδιορισμό του κεφαλαίου κίνησης</b>
----------------------------	---	---------------------------	--

Με βάση τον παραπάνω πίνακα – οδηγό σημειώνουμε το εξής: κάθε δαπάνη ή ζημιά, η οποία περιλαμβάνεται στο λογαριασμό των αποτελεσμάτων χρήσης ως χρεωστικό βέβαια κονδύλι και προϋποθέτει αντίστοιχη πίστωση ενός ή περισσοτέρων λογαριασμών οι οποίοι δεν απαιτούν χρήση κεφαλαίων κίνησης οφείλει να προσαυξάνει το θετικό της χρήσης αποτέλεσμα και να μειώνει αντίστοιχα το τυχόν αρνητικό ούτως ώστε βασιζόμενοι στο αποτέλεσμα της χρήσης της να αναπροσδιοριστεί η εισροή κεφαλαίου κίνησης.

Κάθε έσοδο, κέρδος ή και δαπάνη, που περιλαμβάνεται στο λογαριασμό αποτελεσμάτων, ως πιστωτικά βέβαια κονδύλια και προϋποθέτουν αντίστοιχη χρέωση ενός ή περισσότερων λογαριασμών (λοιποί λογαριασμοί στον πίνακα), που δεν αποτελούν πηγή κεφαλαίου κίνησης, πρέπει να μειώνουν το θετικό της χρήσης αποτέλεσμα ή να προσαυξάνουν το αρνητικό προκειμένου με βάση το αποτέλεσμα να προσδιοριστεί η καθαρή εισροή ή εκροή κεφαλαίου κίνησης.

Πρέπει επίσης να αναφερθούμε σε θέματα που προκύπτουν από την εφαρμογή της μεθόδου αναβολής των φόρων, των πιστωτικών φόρων λόγω επενδύσεων, των εξόδων και των πιστώσεων όπως και από την ενοποίηση των οικονομικών καταστάσεων.

Έτσι λοιπόν εφαρμόζεται η μέθοδος της αναβολής για τους φόρους εισοδήματος και για τους πιστωτικούς φόρους λόγω των επενδύσεων, τότε για τον προσδιορισμό της καθαρής εισροής ή εκροής κεφαλαίου κίνησης, σε προσαύξηση του θετικού της χρυσής αποτελέσματος ή σε μείωση του αρνητικού, οφείλουμε να λαμβάνονται υπόψη τα παρακάτω:

Η αύξηση των σε αναβολή πληρωτέων φόρων εισοδήματος.

Προσθήκες στους πιστωτικούς φόρους λόγω επενδύσεων.

Εν αντιθέσει, σε μείωση του θετικού της χρήσης αποτελέσματος είσαι αύξηση του αρνητικού, για τον προσδιορισμό της καθαρής εισροής οι εκροές του κεφαλαίου της κίνησης, πρέπει να λαμβάνουμε υπόψη μας τα εξής:

Η απόσβεση των σωρευμένων πιστωτικών φόρων λόγω επενδύσεων.

Η μείωση τους σε αναβολή πληρωτέων φόρων εισοδήματος.

Παρεμφερές χειρισμός πραγματοποιείται και για τις δαπάνες και πιστώσεις σε αναβολή και ειδικότερα:

Σε βελτίωση των αποτελεσμάτων χρήσης όπου πρέπει να θεωρείται η απόσβεση των σε αναβολή δαπανών.

Σε μείωση των αποτελεσμάτων χρήσης όπου πρέπει να θεωρείται η απόσβεση των σε αναβολή πιστώσεων.



Για τις ενοποιημένες καταστάσεις αναφορικά με την ενοποιημένη κατάσταση πηγών και χρήση κεφαλαίων με βάση το κεφάλαιο κίνησης σημειώνουμε τα παρακάτω: σε επαύξηση του ενοποιημένου θετικού αποτελέσματος της χρήσης είσαι μείωση του αρνητικού για τον προσδιορισμό της καθαρής εισροής ή εκροής κεφαλαίου κίνησης οφείλουν να λαμβάνονται υπόψη τα δικαιώματα μειοψηφίας στα καθαρά κέρδη των ενοποιημένων εξαρτημένων επιχειρήσεων.

Σε μείωση του ενοποιημένου θετικού αποτελέσματος της κρίσης είσαι επαύξηση του αρνητικού για τον προσδιορισμό της καθαρής εισροής ή εκροής κεφαλαίου κίνησης πρέπει να λαμβάνουμε υπόψη τα δικαιώματα της υποχρεώσεως δηλαδή της μειοψηφίας στη ζημιές των ενοποιημένων εξαρτημένων επιχειρήσεων.

Θα πρέπει ωστόσο να αναφερθούμε και στις εξαρτημένες επιχειρήσεις οι οποίες δεν ενοποιούνται (συγγενείς επιχειρήσεις) αλλά απεικονίζονται στα βιβλία της μητρικής οι συμμετοχές σε αυτές με τη μέθοδο της καθαρής θέσης. Σε αυτές τις περιπτώσεις απεικονίζονται τα αναλογούντα στις συμμετοχές κέρδη ή ζημιές στα βιβλία της μητρικής.

Έτσι τα κέρδη ή ζημιές τα οποία έχουν κατοχυρωθεί στα αποτελέσματα της μητρικής, αλλά δεν αντιστοιχούν σε πράγματα και συναλλαγές, οφείλουν να λαμβάνονται υπόψη για τον προσδιορισμό της καθαρής εισροής ή εκροής του κεφαλαίου κίνησης με βάση το αποτέλεσμα της χρήσης.

#### **4.1.2 Η πώληση των μη κυκλοφοριακών στοιχείων**

Σύμφωνα με όσα σημειώθηκαν στις παραπάνω παραγράφους έχουμε αύξηση κεφαλαίου κίνησης από την χρέωση λογαριασμών του κυκλοφορούντος ενεργητικού, των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων και

των μεταβατικών λογαριασμών ενεργητικού και παθητικού με πίστωση άλλου ή άλλων λογαριασμών

Επιπλέον και με την πώληση των κυκλοφοριακών στοιχείων έχουμε πηγή κεφαλαίου. Όταν έχουμε λοιπόν να κάνουμε με πώληση του μη κυκλοφοριακού στοιχείου, ανεξάρτητα από τον τρόπο διακανονισμού του αντίτιμου της πώλησης, έχουμε αύξηση της πηγής του κεφαλαίου κίνησης καθώς αυξάνεται το κυκλοφορούν ενεργητικό και μειώνεται το πάγιο ενεργητικό. Αυτό διαφαίνεται και στους παραπάνω πίνακες στους οποίους έχουμε προαναφέρει .

Ως μη κυκλοφοριακά στοιχεία θεωρούνται τα εξής:

1. **Έξοδα εγκατάστασης:** α) έξοδα ίδρυσης και εγκατάστασης της εκάστοτε επιχείρησης, β) συναλλαγματικές διαφορές δανείων για κτίσεις πάγιων στοιχείων, γ) τόκοι δανείων κατασκευαστικής περιόδου και δ) τα λοιπά έξοδα εγκατάστασης.

2. **Ασώματες ακινητοποιήσεις:** α) έξοδα ερευνών και ανάπτυξης, β) παραχωρήσεις και δικαιώματα βιομηχανικής ιδιοκτησίας, γ) υπεραξία επιχειρήσεως, δ) προκαταβολές κτήσης ασώματων ακινητοποιήσεων και ε) λοιπές ακινητοποιήσεις,

3. **Ενσώματες ακινητοποιήσεις:** εδώ αρκεί να πούμε πως σημασία έχει το ύψος του αντίτιμου της πώλησης το οποίο θα αυξήσει ανάλογα με την τιμή πώλησης το κεφαλαίο κίνησης. Το αν υπάρχει κέρδος ή ζημιά που η οποία δύναται να προκύπτει από την πώληση την απόσυρση του πάγιου στοιχείου δεν επηρεάζει το κεφάλαιο της κίνησης

4. **Συμμετοχές και άλλες μακροπρόθεσμες χρηματοοικονομικές απαιτήσεις:** α) πάσης φύσης συμμετοχές σε άλλες επιχειρήσεις, β) οι

τίτλοι με χαρακτήρα ακινητοποιήσεων γ) μακροπρόθεσμες απαιτήσεις, δ) γραμμάτια εισπρακτέα μακροπρόθεσμης λήξης. Και εδώ το αντίτιμο της πώλησης είναι αυτό που αποτελεί πηγή κεφαλαίου ανεξάρτητα από το αποτέλεσμα της πώλησης (κέρδος ή ζημιά).

## **Αριθμητικά παραδείγματα**

### **1<sup>η</sup> περίπτωση**

Πώληση μηχανημάτων σε τρίτους συνολικής αξίας κτίσης 1.500€ Μέχρι την πώληση οι αποσβέσεις ανέρχονται στα ποσά των 800€ και τα μηχανήματα πωλήθηκαν στην τιμή των 900€ Έχουμε:

Αξία κτήσης-αποσβέσεις

$$1500-800= 700€$$

Τιμή πώλησης-διαφορά (αξίας κτήσης & αποσβέσεων)

$$900-700= 200€(\text{κέρδος})$$

Όμως ο λογαριασμός του ταμείου που ανήκει στο κυκλοφορούν ενεργητικό χρεώθηκε (αυξήθηκε) κατά 900€ Άρα το κεφάλαιο κίνησης αυξήθηκε κατά 900€

### **2<sup>η</sup> περίπτωση**

Πώληση μηχανημάτων σε τρίτους συνολικής αξίας κτήσης 2.000€ Μέχρι την πώληση οι αποσβέσεις ανέρχονται στα ποσά των 1.200€ και τα μηχανήματα πωλήθηκαν στην τιμή των 600€ Έχουμε:

Αξία κτήσης-αποσβέσεις

$$2000-1200= 800\text{€}$$

Τιμή πώλησης-διαφορά (αξίας κτήσης & αποσβέσεων)

$$600-800=200\text{€(ζημιά)}$$

Και σ' αυτή την περίπτωση ο λογαριασμός του ταμείου που ανήκε στο κυκλοφορούν ενεργητικό χρεώθηκε (αυξήθηκε) κατά 600 € άσχετα εάν είχαμε ζημιά. Αλλά το κεφάλαιο κίνησης αυξήθηκε κατά 600 €

### **4.1.3 Μακροπρόθεσμος δανεισμός**

Μία άλλη πηγή κεφαλαίου κίνησης αποτελεί ο μακροχρόνιος δανεισμός ο οποίος πραγματοποιείται υπό τη μορφή ομολογιακού δανείου είτε με μακροχρόνιο δανεισμό από τράπεζα.

Ότι αυξάνει τα ταμιακά διαθέσιμα και τις καταθέσεις της επιχείρησης αποτελεί πηγή κεφαλαίου κίνησης. Εκδίδοντας λοιπόν η επιχείρηση ένα ομολογιακό δάνειο, έχουμε αύξηση του κυκλοφορούντος ενεργητικού οπότε το ομολογιακό δάνειο αποτελεί πηγή κεφαλαίου.

Είναι σκόπιμο να αναφέρουμε ότι στην περίπτωση ενός βραχυπρόθεσμου δανεισμού δεν επιζητούμε αύξηση του κεφαλαίου κίνησης. Δύναται να αυξάνεται το κυκλοφορούν ενεργητικό ωστόσο συγχρόνως αυξάνεται και οι βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις ούτως ώστε να έχουμε εξουδετέρωσή της αύξηση του κυκλοφορούντος ενεργητικού. Μόνο στην περίπτωση μετατροπής του βραχυπρόθεσμου δανεισμού σε μακροπρόθεσμο έχουμε αύξηση του κεφαλαίου κίνησης.

### **4.1.4 Αύξηση μετοχικού κεφαλαίου**

Αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου σημειώνεται όταν πραγματοποιείται

με εισφορές σε μετρητά, με εισφορές σε είδος των κυκλοφοριακών στοιχείων όχι των παγίων, και όταν κεφαλαιοποιούνται μερίσματα. Σε αυτού του είδους τις περιπτώσεις έχουμε αύξηση στα Της κίνησης. Υπάρχουν ωστόσο και περιπτώσεις αύξησης του μετοχικού κεφαλαίου που δεν έχουμε και αύξηση του κεφαλαίου κίνησης. Μια τέτοια περίπτωση αποτελεί η εισφορά σε είδος παγίων στοιχείων μη κυκλοφοριακών και αυτό σημαίνει μηδενική αύξηση του κεφαλαίου κίνησης. Μία άλλη περίπτωση είναι όταν έχουμε αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου με κεφαλαιοποίηση των αποθεματικών ή μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων. Ούτε και εδώ ωστόσο σημειώνεται αύξηση του κεφαλαίου κίνησης.

## 4.2 Χρήσεις κεφαλαίου κίνησης

Σύμφωνα με τα προαναφερόμενα τα έσοδα των συναλλαγών μίας επιχείρησης αποτελούν την κύρια πηγή του κεφαλαίου κίνησης. Σε αντίθεση τα έξοδα αποτελούν τη χρήση κεφαλαίου της κίνησης. Ο παρακάτω πίνακας εμφανίζει τις αλλαγές στο κεφάλαιο κίνησης από το αποτέλεσμα της διαφοράς των εσόδων και των εξόδων.

	Αποτέλεσμα	Μεταβολές στο κεφάλαιο κίνησης
Εσοδα > Έξοδα	Κέρδος	Αύξηση (πηγή)
Εσοδα < Έξοδα	Ζημιά	Μείωση (χρήση)

Ως χρήσεις κεφαλαίου αναφέρονται:

- Οι συνήθεις (τρέχουσες) επιχειρηματικές συναλλαγές

- Û Η αγορά μη κυκλοφοριακών στοιχείων
- Û Η εξόφληση μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων
- Û Η εξαγορά μετοχών που έχει εκδώσει η ίδια εταιρία
- Û Η διανομή μερισμάτων

#### **4.3 Συνήθειες (τρέχουσες) επιχειρηματικές συναλλαγές**

Το παραπάνω παράδειγμα το οποίο αναφέρεται στις πηγές κεφαλαίου κίνησης καθώς και η ανάλυση που πραγματοποιείται για τη συνήθης τις τρέχουσες δηλαδή επιχειρηματικές συναλλαγές παρέχουν πλήρη εικόνα σχετικά με τις συνήθειες χρήσης του κεφαλαίου.

#### **4.4 Αγορά μη κυκλοφοριακών στοιχείων**

Η αγορά των μη κυκλοφοριακών στοιχείων αποτελεί πράγματι χρήση του κεφαλαίου κίνησης καθώς με αυτό το λογιστικό γεγονός πιστώνεται το κυκλοφορούν ενεργητικό ή οι βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις ή οι μεταβατικοί λογαριασμοί ενεργητικού ή παθητικού ανάλογα με την περίπτωση. Με χρέωση λοιπόν κάποιου άλλου λογαριασμού και σύμφωνα πάντα με τους κανόνες, η αγορά των μη κυκλοφοριακών στοιχείων αποτελεί χρήση κεφαλαίου.

Εξαίρεση σε αυτή την περίπτωση αποτελεί η αγορά με κυκλοφοριακών στοιχείων με ανταλλαγή άλλων μη κυκλοφοριακών στοιχείων ή με αύξηση των μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων όταν τα μη κυκλοφοριακά στοιχεία προσφέρονται ως μετοχικό κεφάλαιο.

Ειδικότερα διακρίνουμε:

##### **1. Έξοδα εγκατάστασης**

**α) Έξοδα ίδρυσης και πρώτης εγκατάστασης:** Τα έξοδα αυτά έχουν ως

προϋπόθεση την ανάλωση των κυκλοφοριακών στοιχείων για την αύξηση των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων. Ορισμένα από αυτά είναι η δημόσια προβολή ίδρυσης της επιχείρησης, η κατάρτιση και δημοσίευση του καταστατικού, τα έξοδα για την κάλυψη του μετοχικού κεφαλαίου κλπ. Επομένως αποτελούν χρήση του κεφαλαίου κίνησης.

**β) Συναλλαγματικές διαφορές δάνειων για κτήση παγίων στοιχείων:** οι συναλλαγματικές διαφορές που προκύπτουν από την πληρωμή για την αποτίμηση σε ευρώ των πιστώσεων ή δανείων σε ξένο νόμισμα, τα οποία συνάπτονται μόνο και μόνο για αγορά, κατασκευή, η εγκατάσταση παγίων στοιχείων της επιχείρησης, απεικονίζονται μεταξύ των εξόδων της εγκατάστασης και αποσβένονται τμηματικά αναλογικά με τη διάρκεια του δανείου ή της πίστωσης.

**γ) Τόκοι κατασκευαστικής περιόδου:** Όταν οι τόκοι της κατασκευαστικής περιόδου καταβάλλονται μέσα στη χρήση, έχουμε μείωση των κυκλοφοριακών στοιχείων η αύξηση των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων και αποτελούν αναμφισβήτητα χρήση κεφαλαίου κίνησης. Αντίθετα όταν προσαυξάνουν τις μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις τους λόγω κεφαλαιοποίησής τους, δεν αποτελούν χρήση κεφαλαίου κίνησης.

**δ) Λοιπά έξοδα εγκατάστασης:** Λοιπά έξοδα εγκατάστασης δύνανται να αποτελέσουν τα έξοδα αύξησης κεφαλαίου και τα έξοδα ομολογιακών δανείων που είναι εξωπραγματικά και όχι υπολογιστικά. Αντιλαμβανόμαστε λοιπόν πως προϋποθέτουν ανάλωση των κυκλοφοριακών στοιχείων η μείωση βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων και μεταβολιτών μεταβατικών λογαριασμών και έτσι αποτελούν χρήση του κεφαλαίου. Τα έξοδα κτήσης κινητοποιήσεων αποτελούν χρήση κεφαλαίου κίνησης όπως και τα παραπάνω. Διαφορές έκδοσης και εξόφλησης ομολογιών με την καταχώρισή τους στους λογαριασμούς των

εξόδων εγκατάστασης και με παράλληλη αύξηση των μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων, οπότε δεν αποτελούν χρήση κεφαλαίου κίνησης και τα έξοδα αναδιοργάνωσης τα οποία αποτελούν χρήση κεφαλαίου. Είναι πραγματικά έξοδα, μειώνουν το κυκλοφοριακά στοιχεία ή αυξάνουν αντίστοιχα τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις.

## **2. Ασώματες ακινητοποιήσεις**

Τα έξοδα ερευνών και ανάπτυξης, οι παραχωρήσεις και τα δικαιώματα βιομηχανικής ιδιοκτησίας, η υπεραξία της επιχείρησης, οι προκαταβολές κτίσης ασωμάτων κινητοποιήσεων και οι λοιπές ασώματες ακινητοποίησης περιλαμβάνονται στην κατηγορία των ασωμάτων κινητοποιήσεων. Στη συγκεκριμένη περίπτωση δύναται να έχουμε αγορά άλλων περιουσιακών στοιχείων και αυτό αποτελεί χρήση κεφαλαίου κίνησης καθώς δύναται να μειώσει τα κυκλοφοριακά στοιχεία είναι αυξήσει τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις ή να μεταβάλλει τους μεταβατικούς λογαριασμούς. Δεν έχουμε χρήση κεφαλαίου κίνησης στην περίπτωση αγοράς με ανταλλαγή άλλων κυκλοφοριακών στοιχείων η αύξηση μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων όπως και στην περίπτωση εισφοράς άλλων στοιχείων για την κάλυψη του μετοχικού κεφαλαίου της επιχείρησης.

## **3. Ενσώματες ακινητοποιήσεις**

Σε αυτή την κατηγορία περιλαμβάνονται τα γήπεδα, τα ορυχεία – μεταλλεία – λατομεία – αγάπη – δάση – φυτείες, κτίρια – τεχνικά έργα, μηχανήματα και τεχνικές εγκαταστάσεις, μεταφορικά μέσα έπιπλα και λοιπός εξοπλισμός, ακινητοποιήσεις υπό εκτέλεση και προκαταβολές. Και στη συγκεκριμένη περίπτωση έχουμε χρήση κεφαλαίου κίνησης μόνο στην αγορά του ασώματος να κινητοποιήσεων όταν έχουμε μείωση



των κυκλοφοριακών στοιχείων η αύξηση των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων ή και μεταβολιτών μεταβατικών λογαριασμών ενεργητικού και παθητικού: αντίστοιχα αύξηση και μείωση. Στις περιπτώσεις αλλαγής και εισφορά σε είδος δεν σημειώνεται χρήση κεφαλαίου κίνησης.

#### **4. Συμμετοχές και άλλες μακροπρόθεσμες χρηματοοικονομικές απαιτήσεις**

Χρήση κεφαλαίου κίνησης αποτελεί η απόκτηση συμμετοχών ή τίτλων με χαρακτήρα κινητοποιήσεων η οποία πραγματοποιείται με τους ίδιους κανόνες, όπως και των παγίων. Στη χρήση κεφαλαίου περιλαμβάνεται το κονδύλιο της τιμής κτήσης χωρίς τις τυχόν οφειλόμενες δόσεις, τους μη δουλεμένους τόκους και φυσικά τα ειδικά έξοδα απόκτησης των τίτλων συμμετοχών και χρεογράφων. Πρέπει να πούμε ότι τυχόν διαφορές αναπροσαρμογής της αξίας των συμμετοχών με τις οποίες έχουμε προσαύξηση δεν αποτελούν χρήση κεφαλαίου. Χρήση κεφαλαίου διακρίνεται στις μακροπρόθεσμες απαιτήσεις αλλά και στα εισπρακτέα γραμμάτια μακροπρόθεσμης λήξης και μόνο κατά το ποσό αύξησής τους κατά τη χρήση .

#### **5. Εξόφληση μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων**

Όταν μειώνονται τα ταμειακά διαθέσιμα σε γενικές γραμμές για την εξόφληση μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων , αυτό αποτελεί χρήση κεφαλαίου κίνησης. Ωστόσο οφείλουμε να σημειώσουμε ότι είδος των μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων οι οποίες είναι απλήρωτες την επόμενη χρήση μεταφέρονται συνήθως τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις. Αυτή η μεταφορά δύναται να χαρακτηριστεί ως χρήση κεφαλαίου. Σύμφωνα με αυτά τα οποία έχουν αναφερθεί δεν αποτελεί χρήση κεφαλαίου η εξόφληση των βραχυπρόθεσμων

υποχρεώσεων αφού υπάρχει μείωση των κυκλοφοριακών στοιχείων με παράλληλη μείωση των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων. Κατ' αυτό τον τρόπο διαπιστώνουμε ότι η επίδραση που έχει στο κεφάλαιο κίνησης είναι μηδενική.

## **6.Εξαγορά μετοχών που έχει εκδώσει η εταιρία**

Μείωση του μετοχικού κεφαλαίου και επιστροφή αυτού στους μετόχους δύναται να πραγματοποιηθεί όταν τα μετοχικά κεφάλαια της επιχείρησης κρίνονται υπερβολικά μεγάλα συγκριτικά με τις ανάγκες που αυτή έχει. Οι τρόποι μείωσης του μετοχικού κεφαλαίου είναι η εξής παρακάτω:

- Με μείωση του αριθμού μετοχών
- Με μείωση της ονομαστικής αξίας της μετοχής
- Με εξαγορά των μετοχών.

Γενικότερα σε περίπτωση μείωσης του μετοχικού κεφαλαίου χρεώνεται ο λογαριασμός του μετοχικού κεφαλαίου και πιστώνεται ο λογαριασμός των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων. Η αύξηση των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων αποτελεί χρήση κεφαλαίου κίνησης ενώ οι ταμειακές εξόφληση των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων δεν αποτελεί χρήση κεφαλαίου κίνησης.

Εξαγορά μετοχών δύναται να υπάρξει και στην περίπτωση απόσβεσης του μετοχικού κεφαλαίου. Αυτό του είδους η εξαγορά δύναται να επιτευχθεί με τη διάθεση σχηματισμένου αποθεματικού είτε με τη διάθεση ορισμένου ποσού από ετήσια καθαρά κέρδη.

Και στις δύο προαναφερθείσες περιπτώσεις το προοριζόμενο ποσό για την απόδοση στους μετόχους μεταφέρεται σε πίστωση των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων. Αυτή η μεταφορά αποτελεί χρήση

κεφαλαίου αλλά η ταμειακή εξόφληση των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων δεν αποτελεί χρήση του κεφαλαίου κίνησης.

## **7.Διανομή μερισμάτων**

Η πληρωμή των μερισμάτων στους μετόχους δεν αποτελεί χρήση κεφαλαίου αλλά εξόφληση βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις. Ωστόσο η αύξηση των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων και ειδικότερα η αύξηση του λογαριασμού «μερίσματα πληρωτέα» με χρέωση της διανομής καθαρών κερδών αποτελεί χρήση κεφαλαίου.

## **8.Συναλλαγές ανταλλαγών**

Οι συναλλαγές που δεν επηρεάζουν το κεφάλαιο κίνησης είναι:

- Απόκτηση μη κυκλοφοριακών στοιχείων είτε με εισφορά αυτών σε κάλυψη μετοχικού κεφαλαίου είτε με τη σύναψη μακροπρόθεσμου δανείου
- Πώληση μη κυκλοφοριακών στοιχείων με εξόφληση μακροπρόθεσμης υποχρέωσης
- Απόκτηση κυκλοφοριακών στοιχεία με τη δημιουργία βραχυπρόθεσμης υποχρέωσης
- Πώληση κυκλοφοριακών στοιχείων με εξόφληση βραχυπρόθεσμης υποχρέωσης π.χ.

1. Έκδοση ομολογιακού δανείου με το προϊόν του οποίου αγοράζονται πάγια περιουσιακά στοιχεία ή και για την απόκτηση συμμετοχής σε κάποια επιχείρηση.

2. Σύναψη μακροπρόθεσμου δανείου για την απόκτηση μη κυκλοφοριακών

στοιχείων.

3.Μετατροπήμακροπρόθεσμωνυποχρεώσεωνσεμετοχικό κεφάλαιο ή ομολογιών δανείου σε μετοχές.

4.Μετατροπήπρονομιούχωνμετοχώνσεκοινές.

5.Άλλες συναλλαγές με μη νομισματικά στοιχεία (πάγια, αποθέματα κ.τ.λ.)

Υπάρχει η άποψη η οποία υποστηρίζει ότι σημαντικότερης τουλάχιστον αλλαγές δύνανται να θεωρηθούν ως διπλές συναλλαγές, επομένως εμφανίζονται ως πηγές και χρήσης κεφαλαίου κίνησης συγχρόνως για παράδειγμα η ανάγκη ενός μακροπρόθεσμου δανείου για την αγορά μηχανημάτων ισάξιας με αυτή του δανείου απεικονίζεται ως πηγή κεφαλαίου κίνησης λόγω του δανείου, αλλά και ως χρήση κεφαλαίου κίνησης λόγω της αγοράς. Έτσι στις ηνωμένες πολιτείες της Αμερικής επιβλήθηκε η άποψη να εμφανίζονται στην κατάσταση μεταβολών χρηματοοικονομικής θέσης οι πιο σημαντικές ανταλλαγές ως πηγές δικαίως χρήσης του κεφαλαίου.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5

### ΣΥΣΤΑΤΙΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΤΟΥ ΚΑΘΑΡΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ ΚΙΝΗΣΗΣ

#### 5.1 Αποθέματα

Με τον όρο *αποθέματα* (inventory) καλούνται τα υλικά αγαθά μίας επιχειρηματικής οντότητας, τα οποία:

- i. κατέχονται προς πώληση κατά τη συνήθη πορεία των εργασιών της,
- ii. βρίσκονται στο στάδιο της παραγωγικής διαδικασίας για τέτοια πώληση,
- iii. έχουν τη μορφή υλών ή υλικών που θα αναλωθούν κατά την παραγωγή των προϊόντων ή κατά την παροχή υπηρεσιών,
- iv. προορίζονται να αναλωθούν για την καλή λειτουργία, τη συντήρηση ή επισκευή, αλλά και την ιδιοπαραγωγή πάγιων στοιχείων,
- v. πρόκειται να χρησιμοποιηθούν ως υλικά συσκευασίας.

Τα αποθέματα τα οποία κρατά μία επιχείρηση ταξινομούνται σε τρεις κατηγορίες:

(1) *Αποθέματα πρώτων υλών* (raw materials inventory). Ως τέτοια ορίζονται τα υλικά αγαθά τα οποία αποκτά η επιχείρηση έχοντας ως στόχο την επεξεργασία ή συναρμολόγησή τους για την παραγωγή του προϊόντος της.

(2) *Αποθέματα ημιέτοιμων ή ημικατεργασμένων προϊόντων* (working progress inventory). Πρόκειται για τα υλικά αγαθά που κατά τη διάρκεια

που χρησιμοποιούνται ή στο τέλος της χρήσης (κατά την απογραφή) δεν είναι ολοκληρωμένα, αλλά βρίσκονται ακόμη σε διαδικασία παραγωγής.

(3) *Αποθέματα έτοιμων προϊόντων* (finished goods inventory). Πρόκειται για τα υλικά αγαθά που η παραγωγική της διαδικασία έχει διεκπεραιωθεί και είναι έτοιμα προς πώληση.

Αρκετοί είναι οι λόγοι για τους οποίους οι επιχειρήσεις διατηρούν αποθέματα. Οι κυριότεροι εκ των οποίων είναι οι κάτωθι:

i. *Εξασφάλιση απρόσκοπτης παραγωγής*. Η επιχείρηση ενδεχομένως να χάσει πελάτες, καθώς δεν είναι σε θέση να παράξει το προϊόν της εξαιτίας της έλλειψης πρώτων υλών.

ii. *Μείωση κόστους παραγγελίας*. Η παραγγελία αποθεμάτων σχετίζεται με κάποιο κόστος. Κατά συνέπεια, όσο λιγότερο πραγματοποιείται ο ανεφοδιασμός της επιχείρησης τόσο λιγότερα κεφάλαια χρησιμοποιούνται.

Παρόλα αυτά, η διατήρηση ιδιαίτερα υψηλής ποσότητας αποθεμάτων χαρακτηρίζεται και από μειονεκτήματα. Δύο είναι τα ουσιαστικότερα μειονεκτήματα:

i. Το *κόστος διατήρησης* των αποθεμάτων και το *κόστος ευκαιρίας* του κεφαλαίου το οποίο είναι επενδυμένο στα αποθέματα.

ii. Ο *κίνδυνος απαξίωσης ή καταστροφής* των αποθεμάτων.

Τα κόστη τα οποία έχουν σχέση με τα αποθέματα κατηγοριοποιούνται στις τρεις παρακάτω ομάδες:

(1) *Κόστος διατήρησης αποθεμάτων* (carrying cost). Περιλαμβάνει κάθε κόστος αναφορικά με τη διατήρηση του προϊόντος στην αποθήκη της

επιχείρησης, δηλαδή από όταν θα εισέλθει στην αποθήκη, η επιχείρηση το παίρνει από τον προμηθευτή— έως ότου έρθει η ώρα για την έξοδο του από την αποθήκη –αναλώνεται μέσω της επιχείρησης στην παραγωγική διαδικασία ή πωλείται σε κάποιον πελάτη της.

(2) *Κόστος παραγγελίας αποθεμάτων* (ordering cost). Περιλαμβάνει κάθε κόστος το οποίο σχετίζεται με την παραγγελία των αποθεμάτων. Η παραγγελία δύναται να πραγματοποιηθεί προς εξωτερικό προμηθευτή της επιχείρησης είτε να διεκπεραιωθεί προς κάποιο άλλο, εσωτερικό τμήμα της επιχείρησης.

(3) *Κόστος έλλειψης αποθεμάτων* (cost of stock out ή out-of-stock cost ή cost of running short). Περιλαμβάνει κάθε κόστος το οποίο έχει συνδυαστεί με την έλλειψη των αποθεμάτων. Πρόκειται σε γενικές γραμμές για κάθε κόστος που παρουσιάζεται σε περίπτωση που τα αποθέματα δεν είναι προς διάθεση όταν η επιχείρηση τα χρειάζεται.

Το συνολικό κόστος αποθεμάτων (total inventory cost) ισούται με το άθροισμα των τριών επιμέρους στοιχείων κόστους, δηλαδή:

Συνολικό κόστος αποθεμάτων

=

Συνολικό κόστος διατήρησης αποθεμάτων

+

Συνολικό κόστος παραγγελίας αποθεμάτων

+

Συνολικό κόστος έλλειψης αποθεμάτων

Ως στόχος της επιχείρησης ορίζεται η επίτευξη του ελάχιστου συνολικού κόστους αποθεμάτων. Ως αρωγός της σε αυτό έγκειται το *υπόδειγμα οικονομικής ποσότητας παραγγελίας* (Economic Order Quantity –EOQ), που πρόκειται για ένα λιτό ωστόσο ευρέως γνωστό τρόπο διαχείρισης των αποθεμάτων. Ο εν λόγω τρόπος αναπτύχθηκε από τον Ford Whitman Harris (1913).

Το υπόδειγμα κάνει προσπάθεια ώστε κατά κύριο λόγο να καταστήσει προσδιοριστέα την άριστη οικονομική ποσότητα παραγγελίας, έστω  $Q^*$ , που μειώνει στο ελάχιστο το ολικό κόστος των αποθεμάτων και επομένως και το βέλτιστο χρόνο τοποθέτησης της παραγγελίας.

δηλαδή η *άριστη ποσότητα παραγγελίας είναι ίση με την τετραγωνική ρίζα του λόγου του διπλάσιου γινομένου του κόστους ανά παραγγελία ( $\Sigma$ ) επί τη ζήτηση ( $D$ ) προς το κόστος διατήρησης ανά μονάδα αποθέματος ( $C$ ).*

Έχουν αναπτυχθεί διάφορα συστήματα ελέγχου των αποθεμάτων (inventory control systems). Κάποια από αυτά είναι απλά, και άλλα πιο σύνθετα. Μερικά παραδείγματα συστημάτων ελέγχου των αποθεμάτων είναι τα εξής:

- *Οπτική επισκόπηση* (Visual review).
- *Μέθοδος της κόκκινης γραμμής* (Red-linemethod).
- *Μέθοδος των δύο αποθηκευτικών χώρων* (Two-binmethod).
- *Ανάλυση ABC* (ABC analysis).
- *Προγραμματισμός Απαιτήσεων Υλικών* (Material Requirements Planning MRP ή MRP I).



- *Τη στιγμή-που-χρειάζεται* (Just-In-Time –JIT).

## 5.2 Απαιτήσεις

Όταν μια επιχείρηση πουλά τα προϊόντα της ή παρέχει τις υπηρεσίες της με πίστωση καθυστερεί κατά κύριο λόγο την είσπραξη των μετρητών από τους πελάτες για ένα συγκεκριμένο χρονικό διάστημα. Κατά τη διάρκεια αυτού του διαστήματος δημιουργείται ένας εισπρακτέος λογαριασμός (account receivable) η μια απαίτηση έναντι του πελάτη.

Κάθε επιχείρηση η οποία παρέχει πίστωση στους πελάτες της οφείλει να καταστήσει σαφή τρία βασικά συστατικά στοιχεία της πιστωτικής πολιτικής (credit policy), τα οποία ακολουθούν παρακάτω:

(1) *Όροι των πωλήσεων* (terms of sale). Αφορούν την πιστωτική περίοδο, το ποσοστό της έκπτωσης που παρέχεται και την περίοδο για την οποία ισχύει, καθώς και το είδος του πιστωτικού εγγράφου των πωλήσεων.

Η *πιστωτική περίοδος* (credit period) εκφράζει τη χρονική διάρκεια η οποία μεσολαβεί από την υλοποίηση της πώλησης έως και την είσπραξη της οφειλής από τον εκάστοτε πελάτη. Αν η επιχείρηση παρέχει έκπτωση (cash discount), τότε η πιστωτική περίοδος ταξινομείται σε δύο μέρη: α) στην *καθαρή πιστωτική περίοδο* (net credit period) κατά την διάρκεια της οποίας ο πελάτης οφείλει να τακτοποιήσει την οφειλή του και β) στην *περίοδο έκπτωσης* (cash discount period) εντός της οποίας τίθεται σε ισχύ η έκπτωση.

Ο όρος πίστωσης *2/10, καθαρό 30* (2/10, net 30) λόγου χάρη, σημαίνει πως η επιχείρηση προσφέρει έκπτωση της τάξεως του 2% εφόσον οι πελάτες τακτοποιήσουν τις οφειλές τους, εντός του πρώτου δεκαημέρου από την πώληση (περίοδος έκπτωσης), καθώς σε κάθε περίπτωση

υποχρεούνται να εξοφλήσουν την οφειλή τους σε χρονικό διάστημα 30 ημερών (καθαρή πιστωτική περίοδος).

Η παροχή έκπτωσης είναι μία προσπάθεια της εκάστοτε επιχείρησης να ελαχιστοποιήσει την πιστωτική περίοδο, να πραγματοποιήσει δηλαδή την εισροή χρημάτων γρηγορότερα μειώνοντας τον κύκλο μετρητών της. Εν αντιθέσει, κατά τη διάρκεια της προσφερόμενης πίστωσης τα χρήματα δεσμεύονται στο λειτουργικό κύκλο και έτσι η επιχείρηση είναι υποχρεωμένη να τα αντλήσει από άλλους πόρους και πηγές.

(2) *Ανάλυση της πίστωσης (credit analysis)*. Επικεντρώνεται σε τεχνικές και μεθόδους υπολογισμού, οι οποίες υπολογίζονται βασιζόμενες σε πιθανότητες, των επισφαλών απαιτήσεων, δηλαδή με αυτόν τον τρόπο διακρίνονται οι πελάτες που θα είναι σε θέση να αποπληρώσουν την οφειλή τους καθώς και ποιοι όχι.

Επιπροσθέτως, έτσι καθορίζονται τα *πιστωτικά πρότυπα (credit standards)*, δηλαδή η πιστοληπτική ικανότητα που οφείλει να κατέχει κάθε πελάτης, ώστε να του παραχωρηθεί πίστωση.

(3) *Εισπρακτική πολιτική (collection policy)*. Η επιχείρηση δύναται να αποφασίσει πως θα εισπράττει τις απαιτήσεις της καθώς και με ποιον τρόπο θα αντιμετωπίσει πιθανά μελλοντικά προβλήματα είσπραξης.

Οι επιχειρήσεις είναι σε θέση να προσαρμόσουν την πιστωτική πολιτική τους, μεταβάλλοντάς την ώστε να γίνει είτε πιο «αυστηρή» (stringent) είτε πιο «χαλαρή» (lenient).

Ακολουθώντας μία πιο χαλαρή πιστωτική πολιτική, η επιχείρηση προσφέρει μεγαλύτερη περίοδο πίστωσης και μεγαλύτερη έκπτωση, κάνει λιγότερο αυστηρά τα πιστωτικά της πρότυπα παρέχοντας πίστωση

σε περισσότερους πελάτες της και γίνεται λιγότερο πειστική στην είσπραξη των απαιτήσεων.

Μία αλλαγή στα πιστωτικά πρότυπα είναι φορέας αρκετών μεταβολών α) στον όγκο των πωλήσεων, β) στις επενδύσεις σε εισπρακτέους λογαριασμούς και γ) στα έξοδα των επισφαλών απαιτήσεων. Ένα πρότυπο χαλαρής πιστωτικής πολιτικής είναι υπεύθυνο για την αύξηση και των τριών μεταβλητών. Η αύξηση του όγκου των πωλήσεων σηματοδοτεί μια θετική επίδραση κερδών, ενώ η αύξηση των άλλων δύο στοιχείων μια αρνητική. 14

Προκειμένου να προσδιοριστεί η *άριστη πιστωτική πολιτική* (optimal credit policy) ή το *άριστο ποσό της πίστωσης* (optimal amount of credit), οφείλουμε να εντοπίσουμε το *άριστο πιστωτικό πρότυπο*. Πρόκειται για εκείνο το ύψος της πίστωσης στο οποίο τα επιπρόσθετα στοιχεία του κόστους της πίστωσης είναι ίσα με τα επιπρόσθετα οφέλη που προκύπτουν από την αύξηση των πωλήσεων. Με άλλα λόγια, πρόκειται για εκείνο το σημείο στο οποίο οι οριακές εισροές από την αύξηση των πωλήσεων εξισώνονται με τις οριακές εκροές από την αύξηση των επενδύσεων στους εισπρακτέους λογαριασμούς.

Η επιχείρηση δύναται να επιλέξει αν θα προσφέρει πίστωση ή όχι. Στην πρώτη περίπτωση επωμίζεται τα *κόστη διατήρησης* (carrying costs) των εισπρακτέων λογαριασμών, ενώ στη δεύτερη περίπτωση επωμίζεται τα *κόστη ευκαιρίας* (opportunity costs), δηλαδή τα κέρδη που χάνει από τις πωλήσεις επί πιστώσει που απορρίπτει.

Το άθροισμα των δύο στοιχείων του κόστους ονομάζεται *συνολική καμπύλη πιστωτικού κόστους* (total credit cost curve) και πρόκειται για το

σημείο εκείνο στο οποίο μειώνεται η συνολική καμπύλη πιστωτικού κόστους και αντιστοιχεί το άριστο ποσό της πίστωσης.

Οι επιχειρήσεις χρησιμοποιούν διάφορες μεθόδους για τον έλεγχο των εισπρακτέων λογαριασμών. Οι παραδοσιακές μέθοδοι ελέγχου των απαιτήσεων είναι οι ακόλουθες:

(1) Η μέση περίοδος εισπραξης των απαιτήσεων (Average Collection Period –ACP) ή μέσος αριθμός ημερών που οι πωλήσεις είναι ανείσπρακτες (Day's Sales Outstanding– DSO). Προσδιορίζει τον μέσο αριθμό των ημερών που χρειάζονται ώστε να εισπραχθούν οι πωλήσεις της εταιρίας. Με άλλα λόγια, δείχνει πόσες ημέρες πρέπει να περιμένει μία εταιρία μετά την πραγματοποίηση μίας πώλησης, για να εισπράξει την αξία της πώλησης.

(2) Η ιεράρχηση ή κατάταξη των απαιτήσεων με βάση την ηλικία ή λήξη τους (aging of accounts receivables or aging schedule). Κατατάσσει τους εισπρακτέους λογαριασμούς με βάση το χρονικό διάστημα που παραμένουν ανείσπρακτοι από την ημέρα που δημιουργήθηκε η απαίτηση μέχρι σήμερα.

Αυτοί οι μέθοδοι θέτουν μία προειδοποίηση – ένδειξη σχετικά με το αν τα πρότυπα τα οποία έχει θέσει η επιχείρηση παραβιάζονται ή όχι και συνεπώς εάν πρέπει να μεταβληθεί η πιστωτική πολιτική της ή όχι.

Η χρήση παραδοσιακών μεθόδων ωστόσο οφείλει να διεκπεραιώνεται προσεκτικά καθώς τα αποτελέσματα τα οποία παρέχονται είναι σε άμεση εξάρτηση με την μεταβλητότητα των πωλήσεων και τη χρονική περίοδο που επιλέγεται. Τα αποτελέσματα δύνανται να τροποποιηθούν λόγω μιας αλλαγής στον όγκο των πωλήσεων ακόμα και αν δεν έχει μεταβληθεί η συμπεριφορά των πελατών αναφορικά με τις πληρωμές τους. Οι

Lewellen and Johnson (1972) και έπειτα ο Stone (1976), εντόπισαν τα προβλήματα αυτά και απέδειξαν ότι οι παραδοσιακές μέθοδοι είναι παραπλανητικές και κάποιες φορές λανθασμένες.

Τα μειονεκτήματα των παραδοσιακών μεθόδων αντιμετωπίστηκαν με την ανάπτυξη των «σύγχρονων» μεθόδων. Σε αυτές εντάσσονται η μέθοδος του ποσοστού των πωλήσεων μίας χρονικής περιόδου που παραμένει ανείσπρακτο στην ίδια και τις επόμενες χρονικές περιόδους και το υπόδειγμα ανάλυσης της απόκλισης.

Η πρώτη μέθοδος είναι βασισμένη στην προσπάθεια ανάλυσης των μοτίβων (patterns) συμπεριφοράς των πελατών σχετικά με το ποσοστό, υποχρεώσεων που εξοφλούν, αφενός στο μήνα που διεκπεραιώνεται η πώληση όσο και στους μήνες που ακολουθούν έως ότου εξοφληθεί εντελώς η οφειλή. (Λαζαρίδης και Παπαδόπουλος, 2005, σελ. 541)

Όσον αφορά τη δεύτερη μέθοδο, οι Carpenter and Miller (1979) παρουσίασαν μία θεωρία, η οποία συσχέτιζε τις μεταβολές στους εισπρακτέους λογαριασμούς με το μοτίβο (pattern) των πωλήσεων ή / και με την επίδραση της εισπρακτικής εμπειρίας (collection experience). Η θεωρία τους στηριζόταν στη χρησιμοποίηση ενός σχήματος σταθμικού μέσου *DSO* (weighted *DSO* scheme).

Οι Gentry and DeLaGarza (1985) επέκτειναν τη θεωρία των Carpenter and Miller (1979) και πρόσθεσαν ακόμη έναν παράγοντα, το *joint effect*. Το στοιχείο αυτό κατά κύριο λόγο αποτελεί την μεταβολή στους εισπρακτέους που οφείλεται στο γεγονός ότι οι δύο προηγούμενοι παράγοντες ενέχουν ίδια επίπτωση στους εισπρακτέους λογαριασμούς είτε αναφερόμαστε σε αύξηση είτε σε μείωση.

Το 1986 οι George W. Gallinger και A. James Ifflander πρότειναν το *Υπόδειγμα Ανάλυσης της Απόκλισης* (Variance Analysis Model) για τον έλεγχο των απαιτήσεων. 16 Ουσιαστικά αυτό που κάνουμε είναι να συγκρίνουμε το πραγματικό ύψος των απαιτήσεων με το προϋπολογισθέν ύψος τους.

Οι ενδεχόμενες αποκλίσεις στα δύο μεγέθη οφείλονται:

(1) στην εμπειρία της είσπραξης, οπότε κάνουμε λόγο για την *Απόκλιση Εισπρακτικής Εμπειρίας* (Collection Experience Variance –CEV) και

(2) στη μεταβολή των πωλήσεων, οπότε κάνουμε λόγο για την *Απόκλιση λόγω μεταβολής των ημερήσιων πωλήσεων εκφρασμένων σε χρηματικές μονάδες* (Sales Pattern Variance –SPV).

### **5.3 Διαθέσιμα και Χρεόγραφα**

Τα μετρητά (cash) είναι ουσιαστικά χαρτονομίσματα αλλά και κέρματα τα οποία η επιχείρηση κατέχει. Υπάρχουν και τα ισοδύναμα των μετρητών (cashequivalents), τα οποία είναι βραχυπρόθεσμες επενδύσεις (με λήξη έως και τριών μηνών) εύκολα μετατρέψιμες σε μετρητά και αντιμετωπίζουν κίνδυνο ελάχιστο αναφορικά με τις μεταβολές των τιμών οι οποίες οφείλονται με τη σειρά τους σε μεταβολές του επιτοκίου. (Λαζαρίδης και Παπαδόπουλος, 2005, σελ.615). Ισοδύναμα μετρητών αποτελούν λόγω χάρη, τα έντοκα γραμμάτια δημοσίου, τα εμπορικά χρεόγραφα, τα πιστοποιητικά κατάθεσης.

Το 1936 ο John Maynard Keynes στο βιβλίο του *The General Theory of Employment, Interest, and Money* προσδιόρισε τρία κίνητρα διατήρησης ρευστών:

(1) Το *κίνητρο συναλλαγών* (transactions- motive). Τα άτομα κρατούν ρευστά, για να ανταποκριθούν στις προσωπικές και επιχειρηματικές συναλλαγές τους.

(2) Το *κίνητρο προφύλαξης* (precautionary-motive). Αναφέρεται στη διατήρηση μετρητών για την αντιμετώπιση έκτακτων και απρόβλεπτων αναγκών.

(3) Το *κίνητρο κερδοσκοπίας* (speculative-motive). Τα άτομα διατηρούν χρήματα σε ρευστό ούτως ώστε να μπορούν να εκμεταλλευθούν μελλοντικές ευκαιρίες οι οποίες ίσως παρουσιαστούν όπως είναι για παράδειγμα τα χαμηλά επιτόκια και οι χαμηλές τιμές των αγαθών.

Ωστόσο, υπάρχουν και άλλοι λόγοι για τους οποίους οι επιχειρήσεις διατηρούν ρευστά, όπως οι αντισταθμιστικές καταθέσεις (compensating balance) 18 , η εκμετάλλευση εκπτώσεων από τους προμηθευτές, η εμφάνιση υψηλών δεικτών ρευστότητας.

Στόχος της διοίκησης μετρητών (cashmanagement) είναι η επιχείρηση να διαθέτει επαρκή ποσότητα διαθεσίμων, ώστε να μπορεί να ανταποκριθεί στις ανάγκες της, χωρίς, όμως, αυτή να είναι υπερβολική, διότι τότε αυξάνει το κόστος ευκαιρίας, δηλαδή η απόδοση που χάνει η επιχείρηση από άλλες επενδύσεις.

Η διοίκηση μετρητών χρησιμοποιεί διάφορες τεχνικές, οι οποίες έχουν ως στόχο:

(1) να επιταχύνουν τις διαδικασίες είσπραξης των απαιτήσεων και

(2) να επιβραδύνουν τις διαδικασίες πληρωμών των υποχρεώσεων.

Οι επιχειρήσεις οφείλουν να λαμβάνουν υπόψη τους το χρηματικό ποσό είσπραξης το οποίο εκκρεμεί (collection float) καθώς και το χρηματικό ποσό πληρωμής το οποίο εκκρεμεί (disbursement, orpayment, float). Σε γενικές γραμμές ως ποσό το οποίο εκκρεμεί η επιπλέει (float) καλείται η διαφορά του υπολοίπου, η οποία παρουσιάζεται στα λογιστικά βιβλία της επιχείρησης (firm'sbook, orledger, balance) και του υπόλοιπου που εμφανίζεται στο τραπεζικό της λογαριασμό (available, orcollected, balance).

Η επιχείρηση ενδιαφέρεται για το καθαρό ποσό που εκκρεμεί (net flow), δηλαδή για τη διαφορά μεταξύ των χρηματικών ποσών πληρωμής και είσπραξης που επιπλέουν. Εάν το καθαρό ποσό που εκκρεμεί είναι θετικό, τότε το χρηματικό ποσό πληρωμής που εκκρεμεί είναι μεγαλύτερο από το χρηματικό ποσό είσπραξης που εκκρεμεί και το αντίστροφο.

Το συνολικό ποσό που εκκρεμεί είτε λόγω είσπραξης είτε λόγω πληρωμής μίας επιταγής διακρίνεται σε τρία μέρη, στο χρηματικό ποσό που εκκρεμεί λόγω: α) ταχυδρομείου (mail float or mailing time or mail delay), β) επεξεργασίας (processing float or processing delay) και γ) λόγω εκκαθάρισης (availability, orclearing, floator availability delay).

Προς επίτευξη του αρχικού στόχου: την επιτάχυνση των διαδικασιών είσπραξης των απαιτήσεων, επιχείρηση οφείλει να ελαχιστοποιήσει τουλάχιστον ένα από τα ήδη προεγγραφόμενα μέρη. Εν αντιθέσει, προς ικανοποίηση Του δεύτερου στόχου: την επιβράδυνση δηλαδή των διαδικασιών πληρωμής των υποχρεώσεων, η επιχείρηση πρέπει να αυξήσει τουλάχιστον ένα από τα προαναφερόμενα μέρη



## 5.4 Υποδείγματα διοίκησης διαθεσίμων

Σε αυτήν την ενότητα θα παρουσιάσουμε συνοπτικά τα πιο γνωστά υποδείγματα διοίκησης διαθεσίμων, το υπόδειγμα του Baumol και το υπόδειγμα των Miller – Orr.

Υπάρχουν και άλλα υποδείγματα, όπως η μέθοδος του δείκτη της προβολής (ratio projection method) και η μέθοδος των προσαρμοσμένων κερδών (adjusted-earningsmethod) .

Το 1952 ο William J. Baumol δημοσίευσε ένα άρθρο στο οποίο προσάρμοσε το υπόδειγμα EOQ 22, ώστε να προσδιορίζεται το άριστο ύψος μετρητών που πρέπει να διατηρεί μία επιχειρηματική οντότητα. 23

Συνοπτικά, ο Baumol (1952) αναφέρει ότι η άριστη ποσότητα μετρητών που πρέπει να κρατά μία επιχείρηση ή το άριστο ύψος μετατροπής  $C^*$  είναι:

### ΤΥΠΟΣ

όπου:

- $b$  είναι το σταθερό κόστος μετατροπής των χρεογράφων σε μετρητά ανά συναλλαγή,
- $T$  είναι το ποσό νέων μετρητών που χρειάζεται η επιχείρηση και
- $i$  είναι το επιτόκιο των χρεογράφων που αναφέρονται στην υπό εξέταση χρονική περίοδο.

Το 1966 οι Merton H. Miller και Daniel Orr πρότειναν ένα στοχαστικό υπόδειγμα (stochastic model) διοίκησης των διαθεσίμων στο οποίο τα

υπόλοιπα των διαθεσίμων κυμαίνονται τυχαία και η μέση μεταβολή ισούται με το μηδέν.

Συνοπτικά, οι Miller and Orr (1966) αναφέρουν ότι τα μετρητά μπορούν να κυμαίνονται σε ένα επιτρεπτό διάστημα με ανώτερο όριο (upperlimit) την ποσότητα  $U^*$  και κατώτερο όριο (lowerlimit) την ποσότητα  $L$ . Μεταξύ αυτών των ποσοτήτων υπάρχει η άριστη ποσότητα – στόχος  $C^*$ . Όταν το υπόλοιπο των διαθεσίμων φτάσει στο άνω όριο  $U^*$ , τότε η επιχείρηση αγοράζει εμπορεύσιμα χρεόγραφα αξίας  $U^* - C^*$ . Αντίθετα, όταν το υπόλοιπο των διαθεσίμων φτάσει στο κάτω όριο, τότε η επιχείρηση πουλά εμπορεύσιμα χρεόγραφα αξίας  $C^* - L$ . Σε αμφότερες τις περιπτώσεις, το ταμειακό υπόλοιπο εξισώνεται με τη βέλτιστη ποσότητα  $C^*$ . (Rossetal., 2002, σελ. 702-703)

Οι τύποι υπολογισμού της άριστης ποσότητας  $C^*$ , της ποσότητας του άνω ορίου  $U^*$  και της μέσης ποσότητας μετρητών (average cash balance) είναι οι κάτωθι:

## ΤΥΠΟΣ

όπου:

- $L$  η ποσότητα του κατώτερου ορίου που καθορίζεται από την επιχείρηση,
- $\sigma^2$  η διακύμανση του της καθαρής ταμειακής ροής ανά περίοδο και
- $b$  και  $i$  όπως στη σχέση (2). (Rossetal., 2002, σελ. 702-703)

## 5.5 Εμπορεύσιμα χρεόγραφα

Τα εμπορεύσιμα χρεόγραφα (marketables securities) τίθεται προς εξέταση μαζί με τα μετρητά καθώς το ένα λειτουργεί ως συμπλήρωμα και

υποκατάστατο του άλλου. Αν μια επιχείρηση έχει πλεόνασμα ρευστών, επενδύει σε χρεόγραφα ούτως ώστε να λάβει μία απόδοση ενώ όταν έχει έλλειμμα ρευστών ρευστοποιεί τα χρεόγραφα. Συνεπώς, η διαχείριση των μετρητών συμπίπτει αλλά και εξαρτάται με τη διαχείριση των χρεογράφων.

Παρόλο που τα χρεόγραφα προσφέρουν χαμηλές αποδόσεις σχετικά με άλλα περιουσιακά στοιχεία (Besley and Brigham, 2008, σελ. 607), οι επενδύσεις των επιχειρήσεων τείνουν να είναι περισσότερο υπέρ τους, καθώς δύνανται να μετατραπούν εύκολα και γρήγορα σε μετρητά έχοντας χαμηλό κόστος. Αυτά τα μετρητά μπορούν και χρησιμοποιηθούν για λόγους προφύλαξης, κερδοσκοπίας είτε συναλλακτικούς όπως έχει ήδη αναφερθεί. Επιπλέον με την επένδυση σε χρεόγραφα οι επιχειρήσεις δεν δανείζονται τόσο συχνά από τράπεζες ούτως ώστε να αντλούν μετρητά, γεγονός το οποίο μειώνει το συναλλακτικό κόστος αλλά και τον κίνδυνο.

Τα κριτήρια που εξετάζουν οι μάνατζερ ώστε να επιλέξουν σε ποιο χρεόγραφο θα επενδύσουν είναι κυρίως τα ακόλουθα:

(1) *Ληκτότητα* (Maturity). Όσο μεγαλύτερη είναι η διάρκεια ενός τίτλου, τόσο μεγαλύτερη είναι η μεταβολή της τιμής του εξαιτίας μίας δεδομένης μεταβολής των επιτοκίων. Επομένως, η επένδυση σε πιο μακροπρόθεσμα χρεόγραφα συνεπάγεται περισσότερο κίνδυνο από ό,τι η επένδυση σε πιο βραχυπρόθεσμα χρεόγραφα. Ο κίνδυνος αυτός καλείται *κίνδυνος επιτοκίων* (interest rate risk).

(2) *Κίνδυνος Αθέτησης* (Default Risk). Αναφέρεται στην πιθανότητα ο αντισυμβαλλόμενος, δηλαδή ο εκδότης του τίτλου, να μην ανταποκριθεί

στις υποχρεώσεις του, να μην καταβάλλει τους συμφωνηθέντες τόκους και το αρχικό κεφάλαιο της επένδυσης.

(3) *Απόδοση (Yield or Return)*. Όσο υψηλότερος είναι ο κίνδυνος, τόσο μεγαλύτερη θα είναι η αναμενομένη απόδοση. Σύμφωνα με τη θεωρία χαρτοφυλακίου του Markowitz , για δεδομένο επίπεδο κινδύνου οι επιχειρήσεις θα επιλέξουν εκείνη την επένδυση που έχει την μεγαλύτερη αναμενομένη απόδοση. Πρέπει ακόμη να υπογραμμίσουμε ότι, δεδομένων των λόγων που οι επιχειρήσεις επενδύουν στα εμπορεύσιμα χρεόγραφα, συνήθως επιλέγουν χαμηλού κινδύνου τίτλους.

(4) *Εμπορευσιμότητα ή Ρευστότητα (Marketability or Liquidity)*. Αναφέρεται στη δυνατότητα μετατροπής του τίτλου σε μετρητά.

(5) *Φορολόγηση (Taxes)*. Εξετάζουμε εάν οι αποδόσεις των τίτλων φορολογούνται είτε άμεσα είτε έμμεσα.

## **5.6 Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις**

Η διαχείριση των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων έχει ως κέντρο ενδιαφέροντος κατά κύριο λόγο τις πηγές της βραχυπρόθεσμης χρηματοδότησης . Αυτές οι πηγές δύνανται να ταξινομηθούν σε δύο κατηγορίες βασιζόμενες στο αν η χρηματοδότηση είναι αυτόματη ή όχι

Στην πρώτη κατηγορία εντάσσονται οι πληρωτέοι λογαριασμοί (accounts payable) αλλά και οι δεδουλευμένες υποχρεώσεις (accrued liabilities), καθώς προκύπτουν αυτόματα φυσικά (naturally) από την καθημερινή δραστηριότητα της επιχείρησης. Στη δεύτερη κατηγορία ταξινομούμε της διαπραγματεύσιμες (negotiated) ή εξωτερικές (external) πηγές βραχυπρόθεσμης χρηματοδότησης. (VanHorne and Wachowicz, 2005, σελ. 278)

Οι πληρωτέοι λογαριασμοί αναφέρονται στην εμπορευματική πίστωση (tradecredit) την οποία λαμβάνει η επιχείρηση από τους προμηθευτές της. Σε αυτήν την περίπτωση τίθεται σε ισχύ ότι ακριβώς αναφέρθηκε για την πίστωση που παρέχεται από μία επιχείρηση προς τους πελάτες της, δηλαδή και πάλι εξετάζονται οι όροι των πωλήσεων: η πιστωτική περίοδος, το ποσοστό της παρεχόμενης έκπτωσης καθώς και η περίοδος για την οποία τίθεται σε ισχύ αλλά και το είδος του πιστωτικού εγγράφου των πωλήσεων.

Η διαφορά τίθεται και πάλι στο ότι τώρα η παροχή της πίστωσης συνιστά λήψη δανείου για την επιχείρηση και όχι μια απλή χορήγηση. Επιπροσθέτως, αντίθετα με τους εισπρακτέους, στους πληρωτέους λογαριασμούς είναι επιθυμητό η πίστωση που λαμβάνουμε είναι όσο το δυνατόν μεγαλύτερη. Με άλλα λόγια, γίνεται προσπάθεια όσο το δυνατόν περισσότερης καθυστέρησης για την αποπληρωμή των προμηθευτών . Θα πρέπει ωστόσο, να εξετάζεται και το πρόσθετο όφελος σχετικά με την επιμήκυνση των πληρωμών και το πρόσθετο κόστος από αυτήν (για παράδειγμα, χαμένη έκπτωση, τόκοι, κακή φήμη κλπ.).

Οι δεδουλευμένες υποχρεώσεις αφορούν έξοδα τα οποία έχουν διεκπεραιωθεί ωστόσο δεν έχουν ακόμη πληρωθεί. Τέτοιου είδους έξοδα δύναται να είναι μισθοί, φόροι, τόκοι, μερίσματα. Η μη καταβολή των μισθών καθώς και των μερισμάτων δεν ενέχει κάποιο επιτοκιακό κόστος, ωστόσο δύναται να μειώσει την αποτελεσματικότητα των εργαζομένων και να δυσαρεστήσει τους μετόχους. Η καθυστέρηση της καταβολής των φόρων αλλά και των τόκων δύναται να επιφέρει κάποιο πρόστιμο.

Οι *διαπραγματεύσιμες* ή *εξωτερικές* πηγές βραχυπρόθεσμης χρηματοδότησης διακρίνονται σε *εγγυημένες* (secured) και *μη εγγυημένες* (unsecured).

Στις μη εγγυημένες πηγές χρηματοδότησης εντάσσονται ο *τραπεζικός δανεισμός* (bankloan), οι *πιστωτικές επιστολές* (letters of credit) και τα *εμπορικά ομόλογα* (commercial papers).

Όταν αναφερόμαστε σε τραπεζικό δανεισμό εννοούμε τα δάνεια χωρίς εμπράγματα εξασφαλίσεις καθώς και τη γραμμή ή το όριο πίστωσης (line of credit). Το όριο πίστωσης αποτελεί μια μη συμβατική συμφωνία ανάμεσα στην τράπεζα και την επιχείρηση, η οποία καθορίζει ένα συγκεκριμένο ποσό, που η επιχείρηση δύναται να δανειστεί για ένα βραχυπρόθεσμο χρονικό διάστημα. Αυτό το διάστημα καλείται περίοδος εκκαθάρισης (cleanup period) και συνήθως είναι δύο μήνες (Rossetal., 2002, σελ. 659) 27

Η πιστωτική επιστολή χρησιμοποιείται στο εμπόριο. Πρόκειται ουσιαστικά για ένα έγγραφο το οποίο εγγυάται την αποπληρωμή των αγαθών που αποστέλλονται από τον εξαγωγέα αφού τα λάβει ο εισαγωγέας. Η τράπεζα του εισαγωγέα εκδίδει την επιστολή και με αυτή καθορίζει το μέγιστο ποσό που αναλαμβάνει να χορηγήσει εφόσον πληρούνται κάποιες προϋποθέσεις. (Rossetal., 2002, σελ. 660)

Τα εμπορικά ομόλογα είναι βραχυπρόθεσμης διάρκειας τίτλοι που εκδίδονται από μεγάλες επιχειρήσεις με υψηλή πιστοληπτική ικανότητα. Στις Η.Π.Α. η διάρκειά τους κυμαίνεται από 1 ημέρα έως 270 ημέρες και η μέση διάρκειά τους ισούται περίπου με πέντε μήνες. (Brigham and Ehrhardt, 2008, σελ. 803)

Στις εγγυημένες πηγές χρηματοδότησης εντάσσονται τα *εγγυημένα δάνεια* (secured loans), δηλαδή τα δάνεια που χορηγούνται από κάποια τράπεζα ή κάποια χρηματοδοτική εταιρία με κάποια εμπράγματη εξασφάλιση. Η

εξασφάλιση αυτή συνίσταται σε εισπρακτέους λογαριασμούς (accounts receivable financing), σε αποθέματα (inventory financing) ή και στα δύο.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6

### ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΚΙΝΗΣΗΣ ΚΑΙ ΚΕΡΔΟΦΟΡΙΑ

#### 6.1 Γενικά στοιχεία

Εξετάζοντας τη διεθνή βιβλιογραφία και με βάση την εργασία των Viskari, Lukkari and Kärrri (2011) 28, καταλήγουμε ότι τα άρθρα που σχετίζονται με το κεφάλαιο κίνησης μπορούν να ομαδοποιηθούν στις ακόλουθες τρεις κατηγορίες 29:

- i. Πρακτικές της Διοίκησης Κεφαλαίου Κίνησης (Working capital management practices).
- ii. Η επίδραση της Διοίκησης Κεφαλαίου Κίνησης στην κερδοφορία ή η σχέση μεταξύ της Διοίκησης Κεφαλαίου Κίνησης και της κερδοφορίας (the impact of working capital management on profitability or relation between working capital management and profitability).
- iii. Μέθοδοι για τη Διοίκηση Κεφαλαίου Κίνησης (methods for working capital management).

Στην πρώτη κατηγορία εντάσσονται, για παράδειγμα, οι εργασίες των BeltandSmith(1991), Khouryetal. (1999), Howorth and Westhead (2003), Meszek and Polewski(2006), Salawu (2006), Noreen et al. (2009), Baños-Caballero et al. (2010), Hill et al.(2010), Raheman et al (2010).

Στην τρίτη κατηγορία εντάσσονται, για παράδειγμα, οι εργασίες των ReillyandReilly (2002), Hsiehetal. (2006), Chenetal. (2009), KaiserandYoung (2009).Στη δεύτερη κατηγορία εντάσσονται, ενδεικτικά, οι εργασίες των Joseetal. (1996),Deloof (2003), Amir Shah and Sana (2006), García-Teruel and Martínez-Solano (2007),Falope and Ajilore



(2009), Dong and Su (2010) και Mathuva (2010). Η εξέταση της σχέσης του κεφαλαίου κίνησης με την κερδοφορία των επιχειρήσεων αποτελεί το βασικόσκοπό της παρούσας εργασίας και για αυτό το λόγο γίνεται αναλυτικότερη επισκόπηση της βιβλιογραφίας που εντάσσεται στη δεύτερη ομάδα.

Σύμφωνα με τους Lazaridis and Tryfonidis (2006), η καλύτερη περιγραφή για τη διοίκηση κεφαλαίου κίνησης είναι ο κύκλος μετατροπής μετρητών (Lazaridis and Tryfonidis, 2006, σελ. 3). Ο Hager (1976) κατέληξε ότι ο μικρότερος κύκλος μετατροπής μετρητών συνεπάγεται καλύτερη λειτουργική επίδοση για τις επιχειρήσεις και μεγαλύτερη παρούσα αξία των ελεύθερων ταμειακών ροών, διότι ελαχιστοποιείται η ποσότητα μη κερδοφόρων στοιχείων, όπως είναι τα μετρητά.

Ο Kamath (1989) κατέληξε επίσης ότι υπάρχει αρνητική σχέση ανάμεσα στη διάρκεια του κύκλου μετατροπής μετρητών και την κερδοφορία των επιχειρήσεων.

Συγκεκριμένα, εξετάζοντας μεγάλες επιχειρήσεις των Η.Π.Α. που δραστηριοποιούνταν σε έξι κλάδους λιανικής κατά τη χρονική περίοδο 1970-1984, ο Kamath (1989) έλεγξε τη σχέση του κύκλου μετατροπής μετρητών με τους αριθμοδείκτες κυκλοφοριακής (ή γενικής) και άμεσης ρευστότητας και τον κύκλο καθαρού εμπορίου (net trade cycle) 30, καθώς και τη σχέση των ανωτέρω δεικτών με την κερδοφορία. Τα συμπεράσματά του ήταν τα ακόλουθα: α) οι αριθμοδείκτες κυκλοφοριακής και άμεσης ρευστότητας σχετίζονται αρνητικά με τον κύκλο μετατροπής μετρητών, β) ο κύκλος καθαρού εμπορίου δίνει περίπου την ίδια πληροφόρηση με τον κύκλο μετατροπής μετρητών, γ) οι αριθμοδείκτες γενικής και άμεσης ρευστότητας δε σχετίζονται αρνητικά

με την κερδοφορία και δ) τόσο ο κύκλος μετατροπής μετρητών όσο και ο κύκλος καθαρού εμπορίου σχετίζονται αρνητικά με την κερδοφορία.

Λίγα χρόνια μετά, ο Soenen (1993) εξέτασε τη σχέση του κύκλου καθαρού εμπορίου με την κερδοφορία επιχειρήσεων των Η.Π.Α. διαφόρων κλάδων και κατέληξε ότι αυτή διαφέρει από κλάδο σε κλάδο. Οι Shinand Soenen (1998), εξετάζοντας και πάλι τη σχέση του κύκλου καθαρού εμπορίου με την κερδοφορία, χρησιμοποίησαν ένα δείγμα 58.985 επιχειρήσεων εισηγμένων στο χρηματιστήριο των Η.Π.Α. κατά το χρονικό διάστημα 1974-1994 και απέδειξαν ότι η σχέση αυτή είναι αντίστροφη, δηλαδή η κερδοφορία αυξάνει εάν μειωθεί η διάρκεια του κύκλου καθαρού εμπορίου και αντίστροφα.

## **6.2 Έρευνες σχετικά με την επίδραση του κεφαλαίου κίνησης στην κερδοφορία**

Οι Joseetal. (1996) χρησιμοποίησαν στοιχεία 2.718 επιχειρήσεων κατά την περίοδο 1974-1993, για να προσδιορίσουν την επίπτωση μίας επιθετικής πολιτικής κεφαλαίου κίνησης στα κέρδη. Με βάση τα ευρήματά τους, οι Joseetal. (1996) υποστήριξαν ότι η κερδοφορία αυξάνει όσο πιο επιθετική είναι η επιχείρηση στη διοίκηση του κεφαλαίου κίνησης, δηλαδή όσο μικρότερος είναι σε διάρκεια ο κύκλος μετατροπής μετρητών.

Οι Smith and Begemann (1997) χρησιμοποιώντας ως δείγμα βιομηχανικές επιχειρήσεις που ήταν εισηγμένες στο Χρηματιστήριο του Γιοχάνεσμπουργκ εξέτασαν τη σχέση του ROI με παραδοσιακές και εναλλακτικές μονάδες μέτρησης του κεφαλαίου κίνησης. Τα αποτελέσματά τους έδειξαν ότι οι αριθμοδείκτες της κυκλοφοριακής και

της άμεσης ρευστότητας δεν έχουν στατιστικά σημαντική σχέση με την κερδοφορία.

Οι Lyroudi and Lazaridis (2000) χρησιμοποιώντας ως δεδομένα τα στοιχεία των μεγαλύτερων εταιριών του κλάδου τροφίμων και ποτών στην Ελλάδα το έτος 1997 απέδειξαν ότι υπάρχει μία θετική και στατιστικά σημαντική σχέση ανάμεσα στον κύκλο μετατροπής μετρητών και τους αριθμοδείκτες κυκλοφοριακής και άμεσης ρευστότητας.

Επιπλέον, απέδειξαν ότι ο κύκλος μετατροπής μετρητών σχετίζεται θετικά με τις ημέρες παραμονής των αποθεμάτων στην αποθήκη και τις ημέρες είσπραξης των απαιτήσεων, ενώ σχετίζεται αρνητικά με τις ημέρες εξόφλησης των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων.

Ο Wang (2002) χρησιμοποιώντας ως δείγμα τα στοιχεία 1.555 και 379 επιχειρήσεων από την Ιαπωνία και την Ταϊβάν αντίστοιχα για το χρονικό διάστημα 1985-1996 βρήκε ότι ο κύκλος μετατροπής μετρητών σχετίζεται αρνητικά με τους δείκτες ROA και ROE, ενώ οι σχέσεις αυτές επηρεάζονται από κλαδικούς παράγοντες.

Ένα σημαντικό άρθρο είναι αυτό του Deloof (2003). Ο καθηγητής Marc Deloof ανέλυσε ένα δείγμα 1.009 εταιριών του Βελγίου κατά τη χρονική περίοδο 1992-1996 και απέδειξε ότι ο τρόπος διοίκησης του κεφαλαίου κίνησης επιδρά στην κερδοφορία. Όπως οι Lyroudi and Lazaridis (2000), ο Deloof (2003) εξετάζοντας τη συσχέτιση της κερδοφορίας με κάθε ένα από τα συστατικά στοιχεία του κύκλου μετατροπής των μετρητών ανακάλυψε ότι η κερδοφορία είχε αρνητική και στατιστικά σημαντική σχέση με τα τρία στοιχεία . Ωστόσο και αυτή η εργασία επιβεβαίωσε την αντίστροφη σχέση μεταξύ της διάρκειας του κύκλου μετατροπής των μετρητών και της κερδοφορίας των επιχειρήσεων.

Ο Eljelly (2004) εξέτασε τη σχέση ανάμεσα στην κερδοφορία και τη ρευστότητα έχοντας ως δείγμα εταιρίες της Σαουδικής Αραβίας που ήταν εισηγμένες στο χρηματιστήριο της χώρας κατά το χρονικό διάστημα 1996-2000. Απέδειξε ότι ο αριθμοδείκτης της κυκλοφοριακής ταχύτητας και ο κύκλος μετατροπής μετρητών επιδρούν αρνητικά στην κερδοφορία. Επίσης, ο Eljelly (2004) βρήκε ότι το μέγεθος της επιχείρησης δεν επηρεάζει την κερδοφορία όταν εξετάζουμε το δείγμα συνολικά, αλλά την επηρεάζει όταν εξετάζουμε τους κλάδους χωριστά.

Ο Narware (2004) εξέτασε την επίδραση της διοίκησης του κεφαλαίου κίνησης στην κερδοφορία με βάση τα στοιχεία για την Ινδική εταιρία «NationalFertilizerLimited» για την περίοδο 1990-1991 έως 1999-2000. Από τους εννέα δείκτες που χρησιμοποίησε, οι τρεις είχαν αρνητική επίπτωση στο δείκτη της κερδοφορίας που ήταν το ROI. Οι δείκτες αυτοί ήταν: α) Κυκλοφορούν Ενεργητικό προς Πωλήσεις (Current Assets to Sales Ratio–CTSR), β) Κυκλοφοριακή ταχύτητα Κεφαλαίου Κίνησης (WorkingCapitalTurnoverRatio –WTR) και γ) Κυκλοφοριακή ταχύτητα Χρεωστών (DebtorsTurnoverRatio –DTR). Ένα άλλο συμπέρασμα ήταν ότι η αύξηση της κερδοφορίας της εταιρίας ήταν μικρότερη από το ποσοστό μείωσης του κεφαλαίου κίνησης.

Οι LazaridisandTryfonidis (2006) ανέλυσαν ένα δείγμα 131 επιχειρήσεων εισηγμένων στο Χρηματιστήριο Αθηνών την περίοδο 2001-2004. Ανακάλυψαν ότι υπάρχει αρνητική και στατιστικά σημαντική σχέση μεταξύ στη διοίκηση του κεφαλαίου κίνησης και την κερδοφορία για τη μέτρηση της οποίας έγινε χρήση του μεικτού λειτουργικού κέρδους. (grossoperatingprofit). Επιπρόσθετα, οι LazaridisandTryfonidis(2006) υποστήριξαν ότι οι επιχειρήσεις μπορούν να αυξήσουν τα κέρδη τους με την ορθή διαχείριση του κύκλου μετατροπής μετρητών και τη διατήρηση

των αποθεμάτων, των εισπρακτέων λογαριασμών και των πληρωτέων λογαριασμών στο άριστο επίπεδο.

Οι Gilletal. (2010) προσπάθησαν να επεκτείνουν τα ευρήματα των LazaridisandTryfonidis (2006) χρησιμοποιώντας ως δείγμα 88 εταιρίες που ήταν εισηγμένες στο Χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης τα έτη 2005-2007. Τα ευρήματά τους δείχνουν ότι υπάρχει θετική και στατιστικά σημαντική σχέση ανάμεσα στον κύκλο μετατροπής μετρητών και το μικτό λειτουργικό κέρδος. Η μέση περίοδος είσπραξης των απαιτήσεων σχετίζεται αρνητικά με την κερδοφορία, ενώ η μέση περίοδος παραμονής των αποθεμάτων στην αποθήκη και η μέση περίοδος εξόφλησης των υποχρεώσεων δεν επηρεάζουν την κερδοφορία.

Ο Padachi (2006) χρησιμοποίησε ένα δείγμα 58 μικρών κατασκευαστικών εταιριών του Μαυρίκιου κατά την εξαετία 1998-2003 και κατέληξε ότι οι υψηλές επενδύσεις σε αποθέματα και εισπρακτέους λογαριασμούς συνδέονται με χαμηλότερα κέρδη. Επίσης, διέκρινε τις επιχειρήσεις του δείγματός του στους κλάδους τους και κατέληξε ότι, από τους πέντε υπό εξέταση κλάδους, αυτός του χαρτιού είχε τις καλύτερες βαθμολογίες στους διάφορες δείκτες, γεγονός που επιδρά θετικά στην κερδοφορία.

Οι Raheman and Nasr (2007) ανέλυσαν ένα δείγμα 94 εταιριών του Πακιστάν που ήταν εισηγμένες στο Χρηματιστήριο του Καράτσι κατά τα έτη 1999-2004. Τα ευρήματα τους παρουσιάζουν ότι η κερδοφορία έχει σχέση αρνητική με τον κύκλο μετατροπής μετρητών, τις ημέρες παραμονής των αποθεμάτων στις αποθήκες, τις ημέρες είσπραξης των απαιτήσεων καθώς και τις ημέρες εξόφλησης των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων και τον αριθμοδείκτη κυκλοφοριακής ρευστότητας. Επιπροσθέτως οι RahemanandNasr (2007) ανακάλυψαν ότι η κερδοφορία

σχετίζεται θετικά με το μέγεθος της επιχείρησης καθώς όσο μεγαλύτερη είναι η επιχείρηση τόσο πιο κερδοφόρα μπορεί να αποβεί, και αρνητικά με το χρέος καθώς όσο περισσότερα ξένα κεφάλαια χρησιμοποιεί μια επιχείρηση τόσο λιγότερο κερδοφόρα παρουσιάζεται να είναι.

Οι Afza and Nazir (2007a) ανέλυσαν ένα δείγμα 263 εταιριών δεκαεφτά διαφορετικών κλάδων του Πακιστάν που ήταν εισηγμένες στο Χρηματιστήριο του Καράτσι κατά τα έτη 1998-2003. Με βάση τα ευρήματά τους, όσο πιο επιθετική είναι η πολιτική μίας επιχείρησης στη διοίκηση του κεφαλαίου κίνησης τόσο χαμηλότερη είναι η κερδοφορία της. Επιπρόσθετα, οι Afza and Nazir (2007a) απέδειξαν ότι υπάρχουν σημαντικές διαφοροποιήσεις ανάμεσα στις επενδύσεις σε κεφάλαιο κίνησης και τους τρόπους χρηματοδότησης αυτών μεταξύ των διαφόρων κλάδων. Σε επόμενο άρθρο τους, οι Afza and Nazir (2007b) χρησιμοποίησαν ένα δείγμα 208 ανωνύμων εταιριών εισηγμένων στο Χρηματιστήριο του Καράτσι για την περίοδο 1998-2005 και κατέληξαν και πάλι ότι ο βαθμός επιθετικότητας στη διοίκηση κεφαλαίου κίνησης σχετίζεται αρνητικά με την κερδοφορία. Μάλιστα, βρήκαν ότι οι επιχειρήσεις που ακολουθούν μία επιθετική πολιτική έχουν αρνητικές αποδόσεις. Το 2009 οι Talat Afza και Mian Sajid Nazir σε νέο τους άρθρο που εξέταζε 204 εταιρίες εισηγμένες στο Χρηματιστήριο του Καράτσι κατά την περίοδο 1998-2005 κατέληξαν στα ίδια συμπεράσματα για τη σχέση κερδοφορίας και επιθετικότητας στη διοίκηση κεφαλαίου κίνησης.

Οι Garcia-Teruel and Martinez-Solano (2007), χρησιμοποιώντας ένα δείγμα 8.872 μικρομεσαίων επιχειρήσεων της Ισπανίας για το χρονικό διάστημα 1996-2002, κατέληξαν ότι η μείωση της διάρκειας του κύκλου μετρητών αυξάνει την κερδοφορία και πρότειναν την μείωση του ύψους των αποθεμάτων και των ημερών που οι λογαριασμοί εκκρεμούν για την

αύξηση των κερδών. Τέλος, τα ευρήματά τους δείχνουν ότι ο αριθμός εξόφλησης των πληρωτέων λογαριασμών δεν έχει στατιστικά σημαντική επίδραση στην κερδοφορία των υπό εξέταση μικρομεσαίων επιχειρήσεων.

Οι Vishnani and Shah (2007) ανέλυσαν ένα δείγμα 23 εισηγμένων εταιρειών οι οποίες στήριζαν τη δράση τους στον κλάδο των ηλεκτρονικών ειδών γενικής κατανάλωσης της Ινδίας την περίοδο 1994 - 95 έως και το 2004 – 05, καταλήγοντας στο ότι η κερδοφορία σχετίζεται σε αρνητικό βαθμό με τις ημέρες παραμονής των αποθεμάτων στην αποθήκη και τις ημέρες είσπραξης των απαιτήσεων, ενώ αντίθετα υπάρχει συσχέτιση θετικού βαθμού με τις ημέρες εξόφλησης των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων.

Οι Şamiloğlu and Demirgünes (2008) χρησιμοποίησαν ένα δείγμα κατασκευαστικών εταιριών που ήταν εισηγμένες στο Χρηματιστήριο της Κωνσταντινούπολης κατά το χρονικό διάστημα 1998-2007. Τα ευρήματά τους έδειξαν ότι η κερδοφορία έχει αρνητική και στατιστικά σημαντική σχέση με τις ημέρες παραμονής των αποθεμάτων στην αποθήκη, τις ημέρες είσπραξης των απαιτήσεων και την μόχλευση 35, ενώ έχει θετική και στατιστικά σημαντική σχέση με την ποσοστιαία μεταβολή των πωλήσεων. Επιπλέον, η κερδοφορία δεν έχει στατιστικά σημαντική σχέση με τον κύκλο μετατροπής μετρητών, στο μέγεθος της επιχείρησης 36 και το λόγο Πάγια χρηματοοικονομικά στοιχεία προς Σύνολο Ενεργητικού.

Ο Uyar (2009) αναλύοντας τις χρηματοοικονομικές καταστάσεις 166 εταιρειών επτά διαφορετικών κλάδων, οι οποίες εισάγονταν στο χρηματιστήριο της Κωνσταντινούπολης το 2007, ανακάλυψε ότι η διάρκεια του κύκλου μετατροπής των μετρητών σχετίζεται σε αρνητικό

βαθμό με την κερδοφορία όταν αυτή μετράται με το ROA, ενώ δεν υπάρχει σημαντική συσχέτιση μεταξύ τους όταν η κερδοφορία μετράται με το ROE. Επιπλέον απέδειξε ότι η διάρκεια του κύκλου μετατροπής των μετρητών επηρεάζεται σε αρνητικό βαθμό από το μέγεθος των επιχειρήσεων δηλαδή παρουσιάζεται μεγαλύτερη στις μικρότερες επιχειρήσεις, με το μέγεθος να μετράται με όρους πωλήσεων και σύνολο του ενεργητικού.

Οι FalopeandAjilore (2009) έχοντας ως δείγμα 50 εταιρίες εισηγμένες στο Χρηματιστήριο της Νιγηρίας κατέληξαν ότι η κερδοφορία σχετίζεται αρνητικά με τον κύκλο μετατροπής μετρητών, αλλά και με τα τρία συστατικά στοιχεία του.

Οι Zariyawati et al. (2009) εξετάζοντας την επίδραση της διοίκησης κεφαλαίου κίνησης στην κερδοφορία των εισηγμένων επιχειρήσεων της Μαλαισίας κατά την περίοδο 1996-2006 απέδειξαν ότι ο κύκλος μετατροπής μετρητών έχει αρνητική σχέση με την κερδοφορία. Την ίδια αρνητική σχέση βρήκαν και οι Ramachandran and Janakiraman (2009) για τη βιομηχανία χαρτιού της Ινδίας για το χρονικό διάστημα 1997-98 έως 2005-06.

Οι Dong and Su (2010) ανέλυσαν τις χρηματοοικονομικές καταστάσεις 130 εταιριών εισηγμένων στο Χρηματιστήριο του Βιετνάμ κατά την τριετία 2006-2008 και κατέληξαν ότι υπάρχει αρνητική και στατιστικά σημαντική σχέση ανάμεσα στη διάρκεια του κύκλου μετατροπής μετρητών και την κερδοφορία. Στο ίδιο συμπέρασμα κατέληξε ο Chatterjee (2010) εξετάζοντας τα στοιχεία 30 εταιριών εισηγμένων στο Χρηματιστήριο του Λονδίνου κατά τα έτη 2006-2008.



Ο Mathuva (2010) χρησιμοποιώντας ως δείγμα 30 εταιρείες της Κένυας οι οποίες ήταν εισηγμένες στο χρηματιστήριο του Ναϊρόμπι κατά τα έτη 1993 έως 2008, κατέληξε σε αποτελέσματα της εμπειρικής μελέτης τα οποία προτείνουν ότι μία επιχείρηση δύναται να αυξήσει την κερδοφορία της, ελαχιστοποιώντας την περίοδο είσπραξης των εισπρακτέων λογαριασμών, αυξάνοντας το ύψος των αποθεμάτων σ' ένα ορθολογικό επίπεδο και επίσης αυξάνοντας την περίοδο εξόφλησης πληρωτέων λογαριασμών. Σε παρόμοια συμπεράσματα κατέληξαν και οι WajahatAli και SyedHammadUIHassan στη διπλωματική τους εργασία στην οποία ανέλυσαν 37 εταιρίες εισηγμένες στο σουηδικό Χρηματιστήριο της Στοκχόλμης κατά την περίοδο 2004-2008.

Οι StefanouCharitouetal. (2010) έχοντας ως δείγμα 43 εταιρίες που ήταν εισηγμένες στο Χρηματιστήριο της Κύπρου κατά το χρονικό διάστημα 1998-2007 εξέτασαν εάν η κερδοφορία σχετίζεται με τον κύκλο μετατροπής μετρητών, καθώς και τα συστατικά στοιχεία του στην αναδυόμενη αγορά της Κύπρου. Κατέληξαν ότι υπάρχει αντίστροφη σχέση μεταξύ του ROA και του κύκλου μετατροπής μετρητών.

Επιπρόσθετα, το ROA σχετίζεται αρνητικά με τις ημέρες παραμονής των αποθεμάτων στην αποθήκη, τις ημέρες είσπραξης των απαιτήσεων και τις ημέρες εξόφλησης των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων. Τα ίδια αποτελέσματα βρήκαν και οι Karadumanetal.(2010), οι οποίοι εξέτασαν τη σχέση ανάμεσα στην κερδοφορία και τη διοίκηση κεφαλαίου κίνησης με βάση τα στοιχεία 140 εταιριών εισηγμένων στο Χρηματιστήριο της Κωνσταντινούπολης κατά τα έτη 2005-2008, καθώς και οι Enqvistetal. (2012), οι οποίοι χρησιμοποίησαν ένα δείγμα 1.136 φιλανδικών εταιριών που ήταν εισηγμένες στο χρηματιστήριο του Ελσίνκι κατά το χρονικό διάστημα 1990-2008.

Οι Nobaneeetal. (2011) συλλέγοντας στοιχεία από 2.123 Ιαπωνικές εταιρείες οι οποίες εντασσόταν στο χρηματιστήριο του Τόκιο κατά την περίοδο 1990 – 2004 κατέληξαν επίσης σε συμπεράσματα του ότι υπάρχει αρνητική και στατιστικά σημαντική εξάρτηση και σχέση ανάμεσα στη διάρκεια του κύκλου μετατροπής μετρητών και την κερδοφορία . Εξαίρεση σε αυτό το αποτέλεσμα αποτελούν οι εταιρίες παροχής υπηρεσιών και οι εμπορικές (commercial) εταιρείες.

Ο Alipour (2011) εξέτασε 1.063 εταιρίες που διαπραγματεύονταν στο Χρηματιστήριο της Τεχεράνης την περίοδο 2001-2006 και βρήκε ότι υπάρχει αρνητική σχέση ανάμεσα στην κερδοφορία και τον κύκλο μετατροπής μετρητών. Αρνητική είναι η σχέση της κερδοφορίας και με την περίοδο μετατροπής των αποθεμάτων, καθώς και με την περίοδο είσπραξης των απαιτήσεων. Οι Mojtahezadehetal. (2011) εξετάζοντας επίσης εταιρίες εισηγμένες στο Χρηματιστήριο της Τεχεράνης –101 εταιρίες εισηγμένες κατά τα έτη2004-2008– απέδειξαν ότι υπάρχει αρνητική σχέση ανάμεσα στην κερδοφορία και τον κύκλο μετατροπής μετρητών, ενώ η κερδοφορία σχετίζεται αρνητικά και με την περίοδο είσπραξης των απαιτήσεων και την περίοδο εξόφλησης των πληρωτέων λογαριασμών.

Συνεπώς, τα συμπεράσματα των δύο ερευνών διαφέρουν ως προς τη σχέση της κερδοφορίας με τις περιόδους μετατροπής των αποθεμάτων και των πληρωτέων λογαριασμών.

Οι SharmaandKumar (2011) συνέλεξαν στοιχεία για 263 ινδικές εταιρίες του δείκτη BSE 500 του Χρηματιστηρίου της Βομβάης για το χρονικό διάστημα 2000-2008 και κατέληξαν ότι υπάρχει θετική σχέση της κερδοφορίας με τη διάρκεια του κύκλου μετρητών και με την περίοδο είσπραξης των απαιτήσεων, ενώ υπάρχει αρνητική σχέση της

κερδοφορίας με τη διάρκεια παραμονής των αποθεμάτων στην αποθήκη και με την περίοδο εξόφλησης των πληρωτέων λογαριασμών. \_\_

Οι Hayajneh and Yassine (2011) χρησιμοποιώντας ως δείγμα 53 κατασκευαστικές εταιρίες εισηγμένες στο Χρηματιστήριο του Αμμάν της Ιορδανίας την περίοδο 2000-2006 βρήκαν ότι η κερδοφορία σχετίζεται αρνητικά με τον κύκλο μετατροπής μετρητών, καθώς και με τα τρία συστατικά του στοιχείου, αλλά και με τη χρηματοοικονομική μόχλευση (Σύνολο υποχρεώσεων / Σύνολο ενεργητικού). Αντίθετα, η κερδοφορία σχετίζεται θετικά με τον αριθμοδείκτη της κυκλοφοριακής ρευστότητας, την μεγέθυνση των πωλήσεων και το μέγεθος της επιχείρησης.

Η Al-Mwalla (2012) εξετάζοντας 57 βιομηχανικές εταιρίες εισηγμένες στο Χρηματιστήριο του Αμμάν κατά τα έτη 2001-2009 βρήκε ότι η επιθετική πολιτική κεφαλαίου κίνησης –υπό την έννοια τόσο της χρησιμοποίησης βραχυπρόθεσμης χρηματοδότησης όσο και της επένδυσης σε μακροχρόνιας διάρκειας περιουσιακά στοιχεία– επιδρά αρνητικά στην κερδοφορία. Τα ίδια αποτελέσματα βρήκαν και οι Vahid et al. (2012) αναλύοντας τις χρηματοοικονομικές καταστάσεις 28 ιρανικών εταιριών εισηγμένων στο Χρηματιστήριο της Τεχεράνης κατά τα έτη 2005-2009.

Επιπλέον, όπως και οι Hayajneh and Yassine (2011), η Al-Mwalla (2012) βρίσκει ότι η μεγέθυνση των πωλήσεων και το μέγεθος της επιχείρησης σχετίζονται θετικά με την κερδοφορία, όπως και η μεγέθυνση του Α.Ε.Π., αλλά καταλήγει ότι η μόχλευση –μετρούμενη τώρα από τον λόγο Σύνολο υποχρεώσεων / Σύνολο ιδίων κεφαλαίων– δεν ασκεί κάποια επίδραση στην κερδοφορία.

Σε αντίθεση με τα ευρήματα των Hayajneh and Yassine (2011), ο Abuzayed (2012), έχοντας ως δείγμα 52 εταιρίες εισηγμένες στο Χρηματιστήριο του Αμμάν κατά τα έτη 2000-2008, βρήκε ότι υπάρχει θετική σχέση ανάμεσα στον κύκλο μετατροπής μετρητών και την κερδοφορία. Η εξήγηση που πρότεινε είναι ότι οι κερδοφόρες εταιρίες έχουν λιγότερα κίνητρα για σωστή διαχείριση του κεφαλαίου κίνησής τους και οι χρηματοπιστωτικές αγορές αποτυγχάνουν να τιμωρήσουν τους μάνατζερ για τον μη αποτελεσματικό τρόπο διοίκησης που ακολουθούν. Πρέπει, βέβαια, να σημειώσουμε ότι οι Hayajneh and Yassine (2011) μετρούν την κερδοφορία με το λόγο Καθαρά λειτουργικά έσοδα / Σύνολο Ενεργητικού, ενώ ο Abuzayed (2012) χρησιμοποιεί το μικτό λειτουργικό κέρδος.

Η Shaskia G. Soekhoe στη διπλωματική της εργασία χρησιμοποίησε ως δείγμα 70 ολλανδικές εταιρίες που ήταν εισηγμένες στο χρηματιστήριο Euronext τη πενταετία 2006-2010. Τα αποτελέσματά της δείχνουν ότι η κερδοφορία σχετίζεται αρνητικά με τη μέση περίοδο είσπραξης των απαιτήσεων, τη μέση περίοδο εξόφλησης των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων και τη μόχλευση. Αντίθετα, η κερδοφορία σχετίζεται θετικά με τη μέση περίοδο παραμονής των αποθεμάτων στην αποθήκη, το μέγεθος της επιχείρησης και το ρυθμό αύξησης του Α.Ε.Π. Η σχέση του κύκλου μετατροπής μετρητών και της κερδοφορίας είναι θετική, αλλά μη στατιστικά σημαντική.

Μία πρωτότυπη εργασία παρουσιάζεται να είναι αυτή των Dingetal. (2012) οι οποίοι χρησιμοποιούν ένα ισορροπημένο πάνελ δεδομένων 116.727 κινεζικών εταιρειών κατά τη χρονική περίοδο του 2000 έως και του 2007. Τα πορίσματα τους παρουσιάζουν ότι σε περίπτωση μεταβλητότητας ταμειακών ροών οι μεγαλύτερες, γηραιότερες και με αργότερο ρυθμό ανάπτυξης εταιρείες κατά κύριο λόγο συνηθίζουν να

προσαρμόσουν τις επενδύσεις παγίων, ενώ οι μικρότερες νεότερες και με γρηγορότερο ρυθμό ανάπτυξης εταιρείες τείνουν να προσαρμόσουν τις επενδύσεις σε κεφάλαιο κίνησης. Επιπροσθέτως, οι εταιρείες που παρουσιάζουν χαμηλό επίπεδο ταμειακής ροής τείνουν να προσαρμόζουν τις επενδύσεις σε πάγια αλλά και σε κεφάλαιο κίνησης, ενώ αντίθετα οι εταιρείες που έχουν υψηλό βαθμό μόχλευσης και λίγες εγγυήσεις συνηθίζουν να προσαρμόζουν περισσότερο τις επενδύσεις σε κεφάλαιο κίνησης παρά σε πάγια.

Οι Dingetal. (2012) ορίζουν την ευαισθησία της ταμειακής ροής ως προς τα πάγια και το κεφάλαιο κίνησης και τη συμβολίζουν ως FKS (fixed investment- cash flow sensitivities) και WKS (working capital-investment sensitivities) αντίστοιχα.

Σημειώνουν ότι υπάρχουν τέσσερις συνδυασμοί: α) υψηλή FKS και υψηλή WKS, β) χαμηλή FKS και χαμηλή WKS, γ) υψηλή FKS και χαμηλή WKS και δ) χαμηλή FKS και υψηλή WKS.

Με βάση τα ευρήματά τους, οι Dingetal. (2012) υποστηρίζεται ότι οι εταιρείες, οι οποίες ανήκουν τελευταία κατηγορία διατηρούν υψηλή ποσότητα κεφαλαίου κίνησης και κατέχουν αρκετές ευκαιρίες επενδύσεων, όπως διαφαίνεται και από τους υψηλούς ρυθμούς αύξησης των πωλήσεων τους. Επιπροσθέτως, αν και έχουν περιορισμένη πρόσβαση στις εξωτερική χρηματοδότηση, τείνουν να διατηρούν τις πάγιες επενδύσεις τους σε αρκετά υψηλά επίπεδα προσαρμόζοντας κατά κύριο λόγο το κεφάλαιο κίνησης από τα πάγια (μακροπρόθεσμα) κεφάλαια.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7

### ΠΡΑΚΤΙΚΗ ΕΦΑΡΜΟΓΗ ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ ΚΙΝΗΣΗΣ

#### 7.1 Παρουσίαση εφαρμογής

Στο κεφάλαιο αυτό θα παρουσιάσουμε πρακτική εφαρμογή σχετικά με τον υπολογισμό του κεφαλαίου κίνησης που θα πρέπει να υπάρχει σε μια επιχείρηση.

Για την πιο ουσιαστική παρουσίαση της εφαρμογής σε κάθε εικόνα που θα παρουσιάζουμε θα αναφέρουμε αναλυτικά τι σημαίνει το κάθε στοιχείο που περιλαμβάνεται.

#### 7.2 Υπολογισμός πωλήσεων νεκρού σημείου

**Νεκρό σημείο** είναι το ποσό εκείνο των πωλήσεων (κύκλου εργασιών), με το οποίο μια επιχείρηση καλύπτει ακριβώς τόσο τα σταθερά όσο και τα μεταβλητά της έξοδα, χωρίς να πραγματοποιεί ούτε κέρδος ούτε ζημιά.

Η βασική αρχή, πάνω στην οποία στηρίζεται η ανάλυση του «νεκρού σημείου» (break even point), είναι η συμπεριφορά του κόστους. Αυτό συμβαίνει γιατί ένα μέρος του κόστους είναι μεταβλητό και ανάλογο των πωλήσεων, ενώ ένα άλλο είναι σταθερό, τουλάχιστον για ένα μεγάλο εύρος πωλήσεων.

Τα σημαντικότερα είδη δαπανών (κόστους) είναι δύο:

**Οι σταθερές δαπάνες** αποτελούνται από τις δαπάνες εκείνες που παραμένουν αμετάβλητες και ανεξάρτητες από το ύψος των πωλήσεων. Τέτοιες δαπάνες αποτελούν τα έξοδα διοικήσεως, οι αποσβέσεις, τα

ενοίκια γραφείων μηχανών, τα χρηματοοικονομικά έξοδα κ.λ.π. Ωστόσο, οι σταθερές δαπάνες μπορεί να μεταβάλλονται, αλλά η μεταβολή τους να οφείλεται σε άλλες αιτίες ανεξάρτητες από το μέγεθος της δραστηριότητας της επιχείρησης. Επίσης, είναι δυνατόν ορισμένες δαπάνες να παραμένουν σταθερές μέχρι ενός ορισμένου ύψους πωλήσεων, πέραν του οποίου απαιτούνται πρόσθετες δαπάνες.

Αντίθετα, **οι μεταβλητές δαπάνες** είναι ανάλογες προς το ύψος των πωλήσεων ή του κύκλου εργασιών μιας επιχείρησης και τέτοιες είναι οι αμοιβές προσωπικού, οι υπερωρίες κ.ο.κ.

### Εικόνα 1

ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΠΩΛΗΣΕΩΝ ΝΕΚΡΟΥ ΣΗΜΕΙΟΥ	
Άμεσα Υλικά	30%
Άμεσο Εργατικό	35%
Μεταβλητά κόστη	15%
Έξοδα πωλήσεων και διανομής	10%
Πάγια κόστη	150.000,00 €
Επιθυμητό μεικτό κέρδος	15.000,00 €
Πωλήσεις στόχος	1.650.000,00 €

Στην εικόνα 1 παρουσιάζονται τα στοιχεία που συνθέτουν το κοστολόγιο μιας επιχείρησης και τα οποία θα πρέπει να τα λάβουμε υπόψη για τον υπολογισμό του των πωλήσεων που θα πρέπει να γίνουν έτσι ώστε να καλυφθούν και επιπλέον να προκύψει και κέρδος.

Στο παράδειγμα μας έχουμε υπολογίσει τα εξής :

- Άμεσα υλικά : 30% του συνολικού κόστους
- Άμεσα εργατικά : 35% του συνολικού κόστους
- Μεταβλητά κόστη : 15% του συνολικού κόστους
- Έξοδα πωλήσεων και διακίνησης : 10% του συνολικού κόστους
- Σταθερά ( πάγια ) κόστη : 150.000 €

Με βάση τα παραπάνω και με δεδομένο ότι έχουμε επιλέξει να έχουμε μικτό κέρδος 150.000 € θα πρέπει να πραγματοποιηθούν πωλήσεις 1.650.000 €

### **7.3 Υπολογισμός κεφαλαίου κίνησης**

Στην πράξη η έννοια του «κεφαλαίου κίνησης» αναφέρεται στα χρηματικά ποσά που ενδεχομένως δανείζεται η επιχείρηση από πιστωτικά ιδρύματα (τράπεζες κ.λπ.), ή εξοικονομεί από μη διανομή κερδών, ή συγκεντρώνει από αύξηση των ιδίων κεφαλαίων της. Σε κάθε περίπτωση, ο «δείκτης» Κεφάλαιο Κίνησης, όπως καταρτίζεται από τον συνδυασμό στοιχείων του Ενεργητικού και του Παθητικού, είναι το σημείο που θα καθορίσει τα δεδομένα για την λήψη της απόφασης χρηματοδότησης της επιχείρησης.

Η επιχείρηση οφείλει να διατηρεί επαρκείς χρηματικούς πόρους για να πληρώνει τους λογαριασμούς που εμφανίζονται. Όταν η επιχείρηση δεν τα καταφέρει στον τομέα αυτό σημαίνει ότι έχει εξαντλήσει τη ρευστότητα της και βρίσκεται σε πολύ δύσκολη χρηματοοικονομική κατάσταση. Η ειρωνεία είναι ότι κάτι τέτοιο μπορεί να συμβαίνει ακόμη και όταν η επιχείρηση αποφέρει ικανοποιητικά κέρδη κατά τη συγκεκριμένη περίοδο.

Όταν εξαντλούνται τα μετρητά, το μανάτζμεντ της εταιρείας χάνει τη δύναμη ν' αποφασίζει ελεύθερα και ανεξάρτητα. Κάποιος εξωτερικός



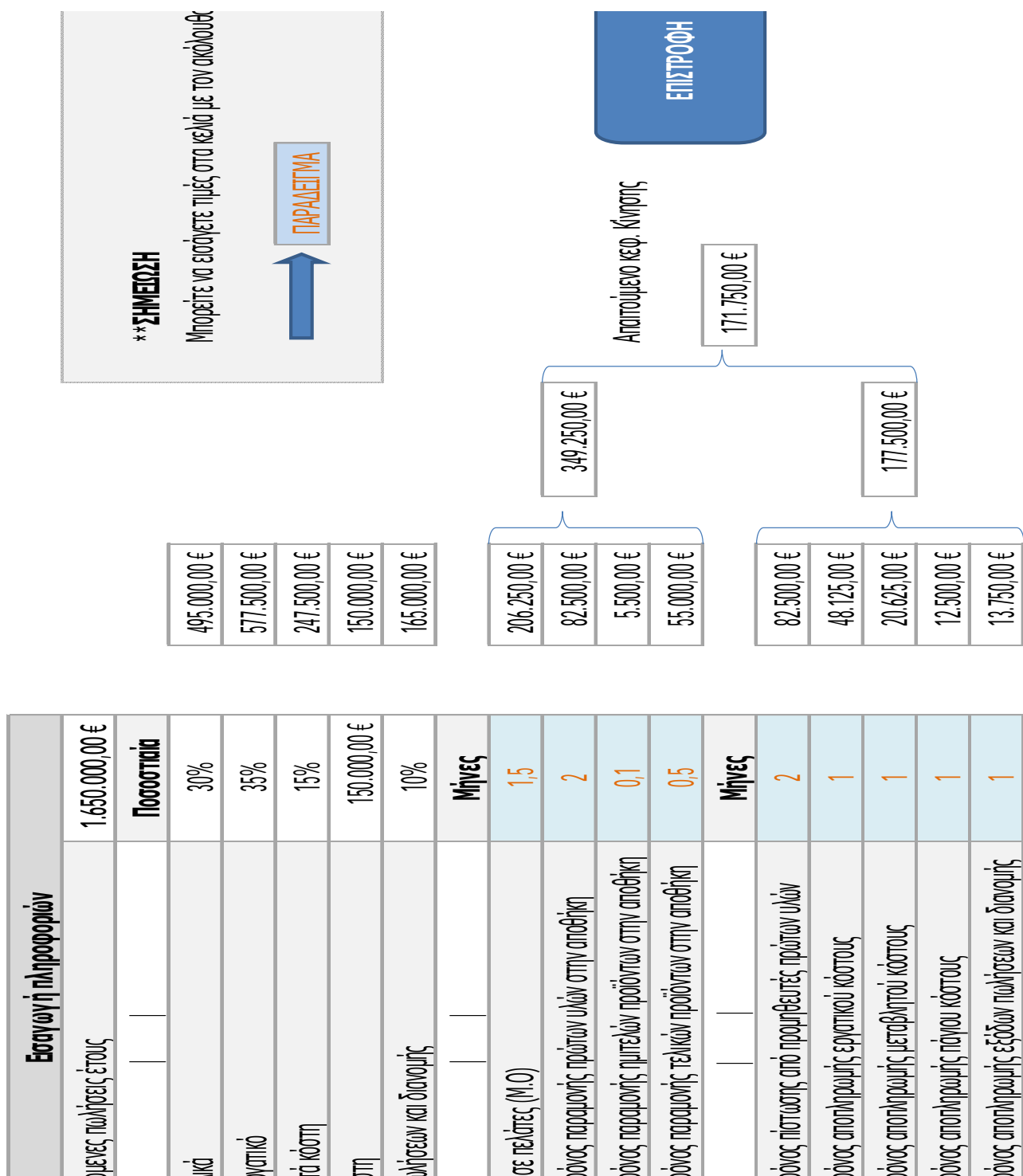
παράγοντας, όπως κάποιος ανικανοποίητος πιστωτής ή μια τράπεζα που δεν έχουν εξοφληθεί τα δάνειά της, θ' αποφασίσουν για την τύχη της εταιρείας.

Το Κεφάλαιο Κίνησης, σχετίζεται εννοιολογικά με το καθαρό Κυκλοφορούν Ενεργητικό . Συνεπώς, για τον προσδιορισμό του, αθροίζονται τα παρακάτω ποσά που αναφέρονται σε υποκατηγορίες του ισολογισμού, στην συγκεκριμένη κατηγορία:

1. Αποθέματα
2. Απαιτήσεις (εκτός από το «Κεφάλαιο εισπρακτέο στην επόμενη χρήση»)
3. Χρεόγραφα
4. Διαθέσιμα

(Κυκλοφορούν ενεργητικό = Αποθέματα + Απαιτήσεις + Χρεόγραφα + Διαθέσιμα )

Εικόνα 2



Στην εικόνα 2 έκτος των στοιχείων που έχουμε παρουσιάσει στην προηγούμενη ενότητα αναφέρουμε και όλα τα επιπλέον στοιχεία που απαιτούνται για τον υπολογισμό του κεφαλαίου κίνησης.

## **Ποιο αναλυτικά :**

### Πίστωση σε πελάτες

Πρόκειται δηλαδή για χρήματα τα οποία μπορεί να δώσουμε (να πιστώσουμε) και να περιμένουμε να τα πάρουμε στο μέλλον, επειδή αυτός στον οποίο τα δώσαμε πχ μπορεί να μην μπορεί να τα πληρώσει τη συγκεκριμένη χρονική περίοδο, αλλά να μπορεί στο μέλλον.

Ο όρος πίστωση, χρησιμοποιείται και για τα προϊόντα που μπορεί να αγοράσει κάποιος και αντί για να τα πληρώσει άμεσα, να πιστωθούν - να πληρωθούν στο μέλλον.

### Μέσος χρόνος παραμονής πρώτων υλών στην αποθήκη

Ο δείκτης αυτός μετρά πόσες ημέρες παραμένουν τα αποθέματα στην επιχείρηση από την αγορά έως την πώληση. Στις Βιομηχανικές επιχειρήσεις που κάνουν και την εμπορία των προϊόντων που παράγουν , ο κύκλος διαρκεί πιο πολλές ημέρες από την αγορά μέχρι την πώληση των αποθεμάτων εφ όσον μεσολαβεί η φάση της βιομηχανοποίησης.

Γι αυτό το περιθώριο κέρδους μιας βιομηχανικής μονάδας θα πρέπει να είναι μεγαλύτερο από αυτό μιας εμπορικής μονάδας για να καλύψει την καθυστέρηση λόγω βιομηχανοποίησης , αλλά και την επένδυση κεφαλαίων σε αποθέματα πρώτων και βοηθητικών υλικών. Όσο μικρότερος είναι ο χρόνος παραμονής των αποθεμάτων στην αποθήκη και με την προϋπόθεση ότι δεν γίνεται αναγκαστική ρευστοποίηση, τόσο μεγαλύτερος θα είναι ο βαθμός ρευστότητας της επιχείρησης. Όσο μεγαλύτερος είναι ο χρόνος παραμονής των αποθεμάτων στην επιχείρηση , μικραίνει ο βαθμός ρευστότητας της.

### χρόνος εξόφλησης βραχυχρόνιων υποχρεώσεων

Ο δείκτης αυτός μας δείχνει σε πόσες ημέρες η επιχείρηση πληρώνει τους βραχυπρόθεσμους πιστωτές της. Σε συνδυασμό με τις ημέρες είσπραξης των απαιτήσεών της από τους πελάτες της γίνεται φανερή η διαμορφούμενη ρευστότητα της επιχείρησης αλλά και η πιστοληπτική της ικανότητα.

Εάν η επιχείρηση παρακολουθεί στενά την περίοδο πληρωμής των υποχρεώσεων της , τότε προσπαθεί να έχει ισορροπία ανάμεσα στην ανάγκη να έχει ταμιακά διαθέσιμα και να κρατά ευχαριστημένους τους προμηθευτές της. Εάν ο χρόνος πληρωμής των βραχυπροθέσμων υποχρεώσεων είναι μεγαλύτερος από τον χρόνο είσπραξης των απαιτήσεων , τότε η επιχείρηση έχει δημιουργήσει μια πηγή χρηματοδότησης που αποτελεί μια αποτελεσματική χρησιμοποίηση ξένων κεφαλαίων.

#### **7.4 Ενδεικτικός ισολογισμός**

Παρακάτω στην εικόνα 3 εμφανίζεται ένας ενδεικτικός ισολογισμός και η κατάσταση αποτελεσμάτων χρήσης της επιχείρησης του παραδείγματός μας

#### **Εικόνα 3**

ΠΑΡΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΧΡΗΣΗΣ		ΠΡΟΧΕΙΡΟΣ ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΣ	
		Ενεργητικό	Παθητικό
	1.650.000,00 €		
Κέρδη	495.000,00 €	Πελάτες	Κέρδος εις νέο
Απομεινόμενα	577.500,00 €	Πρώτες ύλες	Προμηθευτές
Απομεινόμενα	247.500,00 €	Ημιτελή προϊόντα	Άλλα βραχυπρόθεσμα
Απομεινόμενα	165.000,00 €	Έτοιμα προϊόντα	Κεφάλαιο κίνησης
	150.000,00 €		
(αφαιρ. Πάγια)	15.000,00 €	Πρόχειρο σύνολο	Πρόχειρο σύνολο
Στοιμότητα	10%	Διαθέσιμα	Απαιτούμενος δανεισμός
Σύνολο κίνησης	16.625,00 €	Σύνολο Ενεργητικού	Σύνολο Παθητικού
	- 1.625,00 €	343.750,00 €	343.7

## ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Ο χρηματοοικονομικός τομέας της οικονομίας, ο οποίος αποτελεί ένα σημαντικό τμήμα του εξωτερικού οικονομικού περιβάλλοντος της επιχείρησης μέσα στον οποίο δραστηριοποιείται ο υπεύθυνος χρηματοοικονομικής λειτουργίας περιλαμβάνει τις χρηματοδοτικές αγορές, τους χρηματοδοτικούς οργανισμούς και τα χρηματοδοτικά μέσα.

Τις χρηματοοικονομικές αποφάσεις που πρέπει να λαμβάνονται σε μια επιχείρηση για την καλύτερη πιστωτική πολιτική της, καθορίζουν οι Μέτοχοι, οι Διοικούντες, οι Πιστωτές και το Κράτος. Ο καθένας απ' αυτούς συμμετέχουν με ιδιαίτερα χαρακτηριστικά.

Ο χρηματοοικονομικός σχεδιασμός που επιλέγει μια επιχείρηση για την καλύτερη πιστωτική πολιτική της ανάλογα με τον χρονικό ορίζοντα που καλύπτει μπορεί να διακριθεί σε δύο κατηγορίες. Τον βραχυπρόθεσμο και τον μακροπρόθεσμο σχεδιασμό.

Ο Βραχυπρόθεσμος χρηματοοικονομικός σχεδιασμός αναφέρεται χρονικό διάστημα όχι μεγαλύτερο από μια χρονική περίοδο (η οποία συνήθως ταυτίζεται με την διαχειριστική χρήση). Συνήθη προϊόντα, με την έννοια των χρηματοοικονομικών καταστάσεων, αυτού του είδους του χρηματοοικονομικού σχεδιασμού, είναι ο ταμειακός προϋπολογισμός και η προϋπολογιστική κατάσταση του λογαριασμού αποτελεσμάτων χρήσεως.

Ο Μακροπρόθεσμος χρηματοοικονομικός σχεδιασμός που αναφέρεται σε χρονικό διάστημα συνήθως μεγαλύτερο της πενταετίας και επικεντρώνει το ενδιαφέρον του στην μελλοντική μερισματική πολιτική και στην απόδοση της επένδυσης των κατόχων κοινών μετοχών. Θα πρέπει να σημειωθεί ότι αυτού του είδους σχεδιασμού αντικατοπτρίζει τις αποφάσεις που πραγματοποιούνται σχετικά με το κεφάλαιο κίνησης της επιχείρησης.

Μια εταιρία χρειάζεται μια σωστή πιστωτική πολιτική έτσι ώστε να πιστώνει τους πελάτες της σύμφωνα με ένα σωστό τραπεζικό σύστημα για να μπορεί έτσι να παίρνει τις πιστώσεις της βραχυπρόθεσμα και όχι μακροπρόθεσμα για να μπορεί να υπάρχει ρευστότητα στην επιχείρηση

και να καλύπτει τις ληξιπρόθεσμες υποχρεώσεις της. Για να βλέπουμε αν η εταιρική πιστωτική πολιτική προσδιορίζει σωστά το κεφάλαιο κίνησης της επιχείρησης πρέπει να εξετάζουμε συχνά τους σχετικούς αριθμοδείκτες.

## **ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ**

Νιάρχου Α. Νικήτας, Χρηματοοικονομική Ανάλυση Λογιστικών Καταστάσεων, Έκδοση 7η, Εκδόσεις Αθ. Σταμούλης Α.Ε., Αθήνα 2004

Παπαδόπουλος Α. Δημήτριος, Εισαγωγή στην Οικονομική και Διοικητική των Επιχειρήσεων, Έκδοση Β', Τεύχος Α', Θεσσαλονίκη 2000

Λαζαρίδης Τ. Γιάννης – Παπαδόπουλος Λ. Δημήτριος,  
Χρηματοοικονομική Διοίκηση, Τεύχος Α', Θεσσαλονίκη 2001

Τσακλάγκανος Α. Άγγελος, Χρηματοοικονομική Λογιστική, Εκδοτικός  
Οίκος Αφοί Κυριακίδη Α.Ε., Αθήνα 2003

**Brigham, E. F. and J. F. Houston (2009)**, *Fundamentals Of Financial Management*, 12th Edition, South-Western Cengage Learning, Mason, OH, USA

**Brigham, E. F. and M. C. Ehrhardt (2008)**, *Financial Management: Theory and Practice*, 12th Edition, Thomson South-Western, USA

**Carpenter, M. D. and J. E. Miller (1979)**, “A Reliable Framework for Monitoring Accounts Receivable”, *Financial Management*, Vol. 8, No. 4,

**Eljelly, A. (2004)**, “Liquidity-Profitability Tradeoff: An empirical Investigation in an Emerging Market”, *International Journal of Commerce & Management*,

**Lazaridis, I. and D. Tryfonidis (2006)**, “Relationship Between Working Capital Management and Profitability of Listed Companies in the Athens Stock Exchange”, *Journal of Financial Management and Analysis*, Vol. 19, No. 1, Available at: <http://ssrn.com/abstract=931591>

**Raheman, A. and M. Nasr (2007)**, “Working Capital Management And Profitability –Case Of Pakistani Firms”, *International Review of Business Research Papers*,

**Ross, S. A., R. W. Westerfield and B. D. Jordan (2002)**, *Fundamentals of Corporate Finance*, 6th Edition, Alternate Edition, Vol. 1, McGraw-Hill/Irwin



**Van Horne, J. C. and J. M. Wachowicz (2005), *Fundamentals Of Financial Management*, 12th Edition, Pearson Education Limited**

## **INTERNET**

<http://www.ase.gr/>

<http://www.capital.gr/>

<http://www.elastron.gr/>

<http://www.elsevier.com/>

<http://www.fma.org/>

<http://www.google.gr/>

<http://www.imerisia.gr/>