



**ΠΑΝΤΕΙΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ
ΚΟΙΝΩΝΙΚΩΝ ΚΑΙ ΠΟΛΙΤΙΚΩΝ
ΕΠΙΣΤΗΜΩΝ**

**ΣΧΟΛΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ ΚΑΙ ΔΗΜΟΣΙΑΣ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ
ΤΜΗΜΑ ΔΗΜΟΣΙΑΣ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ
ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ
ΚΑΤΕΥΘΥΝΣΗ “ΕΛΕΓΚΤΙΚΗ ΚΑΙ ΦΟΡΟΛΟΓΙΑ”**

ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ

**Προσδιοριστικοί παράγοντες της χρηματοοικονομικής
απόδοσης: Η περίπτωση των εισηγμένων επιχειρήσεων στο
Χ.Α.Α., περίοδος 2012-2015**

ΔΕΣΠΟΙΝΑ Κ. ΤΣΑΓΙΑΝΝΗ

ΤΡΙΜΕΛΗΣ ΕΠΙΤΡΟΠΗ:

Ομότ. Καθ. Α. Αποστόλου (Επιβλέπων)

Ομότ. Καθ. Α. Τσάμης

Αναπλ. Καθ. Ι. Φίλος

ΑΘΗΝΑ, ΜΑΡΤΙΟΣ 2017

Ευχαριστίες

Η παρούσα εργασία εκπονήθηκε στα πλαίσια του Προγράμματος Μεταπτυχιακών Σπουδών ειδίκευσης Φορολογίας και Ελεγκτικής του τμήματος Δημόσιας Διοίκησης του Παντείου Πανεπιστημίου. Για την επιτυχή ολοκλήρωσή της, χρειάστηκε η βοήθεια, η καθοδήγηση και η υποστήριξη ορισμένων ανθρώπων, τους οποίους αισθάνομαι την ανάγκη να ευχαριστήσω.

Θα ήθελα να εκφράσω τις ιδιαίτερες ευχαριστίες μου στην επιβλέπουσα καθηγήτρια κα Αγοράκη Μαρία-Ελένη για την αगाστή και εποικοδομητική συνεργασία καθώς και για τις χρήσιμες γνώσεις που μου παρείχε. Σε αυτό το σημείο θα ήθελα να ευχαριστήσω τους καθηγητές της τριμελούς επιτροπής, κ. Αποστόλου Απόστολο, κ. Τσάμη Αναστάσιο και τον κ. Φίλο Ιωάννη για την καθοδήγησή τους καθ’ όλη τη διάρκεια των σπουδών μου στο μεταπτυχιακό πρόγραμμα.

Τέλος, θα ήθελα να ευχαριστήσω την οικογένειά μου για την κατανόηση και την αμέριστη συμπαράσταση που μου έχει προσφέρει όλα αυτά τα χρόνια, με σκοπό την επίτευξη των στόχων και προσδοκιών μου.

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

Περίληψη.....σελ.	7
-------------------	---

ΜΕΡΟΣ Α΄: ΘΕΩΡΙΑ

1. Κεφάλαιο 1: Εισαγωγή	
1.1. Εισαγωγή.....σελ.	8
2. Κεφάλαιο 2: Βιβλιογραφική Ανασκόπηση	
2.1. Ιστορική Αναδρομή.....σελ.	10
2.2. Παραγωγικότητα και Απόδοση Επιχείρησης.....σελ.	12
2.3. Οι απόψεις διαφόρων ερευνητών και διάφορες θεωρίες για την ανάπτυξη των επιχειρήσεων.....σελ.	19
2.4. Προσδιοριστικοί παράγοντες ανάπτυξης επιχειρήσεων.....σελ.	22
2.5. Σχέση οργανωσιακής μάθησης και χρηματοοικονομικής επίδοσης της επιχείρησης.....σελ.	26
2.6. Γιατί η απόδοση της επιχείρησης είναι αποτέλεσμα των προσωπικών ενεργειών των Εργαζομένων.....σελ.	29
2.7. Η σημαντικότητα της οργανωσιακής μάθησης στην αποδοτικότητα της επιχείρησης.....σελ.	30
2.8. Πως καθορίζεται η επιτυχημένη επιχειρηματική απόδοση.....σελ.	32
2.9. Η αποδοτικότητα της επιχείρησης στο εξωτερικό και εσωτερικό περιβάλλον της.....σελ.	33
2.10. Προσδιοριστικός παράγοντας: Η περιβαλλοντική επίδοση.....σελ.	34
2.11.Χρηματοοικονομική επίδοση και ΕΚΕ.....σελ.	40
2.12.Κεφαλαιακή Διάρθρωση.....σελ.	46
2.13.Μελέτες τραπεζικής απόδοσης και κερδοφορίας τραπεζών.....σελ.	48
3. Κεφάλαιο 3: Μέτρα Χρηματοοικονομικής Απόδοσης.....σελ.	57

ΜΕΡΟΣ Β΄: ΕΡΕΥΝΑ

4. Κεφάλαιο 4: Πλαίσιο έρευνας και υποθέσεις.....σελ. 64	σελ. 64
5. Κεφάλαιο 5: Μεθοδολογία και Αποτελέσματα.....σελ. 67	σελ. 67
5.1. Μεθοδολογία της έρευνας.....σελ. 67	σελ. 67
5.2. Ανάλυση Δεδομένων και ερμηνεία.....σελ. 69	σελ. 69
6. Κεφάλαιο 6: Σχολιασμός – Ανάλυση Αποτελεσμάτων.....σελ. 70	σελ. 70
6.1 Συμπεράσματα και συζητήσεις.....σελ. 77	σελ. 77
7. Βιβλιογραφία-Δικτυακοί τόποι.....σελ. 79	σελ. 79
8. Παράρτημασελ. 91	σελ. 91

ΠΙΝΑΚΕΣ

Πίνακας 1. Ιστορική εξέλιξη των μέτρων απόδοσης.....σελ. 58	
Πίνακας 2. Επισκόπηση των καθοριστικών παραγόντων της επιχειρηματικής απόδοσης.....σελ. 63	
Πίνακας 3. Μεταβλητές.....σελ. 68	
Πίνακας 4. Ανάλυση αποτελεσμάτων- Υπόδειγμα ROE.....σελ. 72	
Πίνακας 5. Ανάλυση αποτελεσμάτων- Υπόδειγμα ROA.....σελ. 74	

Abstract

One of the central issues of entrepreneurship is why some companies succeed and others fail. The underlying factors that affect business performance are key influencing factors for prospective entrepreneurs, consultants, investors, managers and so on. So, using extensive data for a period of 4 years, the study explores and controls the display of the relationship between microeconomic factors and financial performance. The data set includes 42 Greek companies tertiary independent subject area are listed on the Athens Stock Exchange (ASE) and covers the period 2012-2015. Through data analysis, the results show that the sign of the relationship is positive and statistically significant in part, arguing the importance and independence of all the factors that explain the performance.

Περίληψη

Ένα από τα κεντρικά ζητήματα της επιχειρηματικότητας είναι ο προβληματισμός σχετικά με το γεγονός ότι κάποιες επιχειρήσεις πετυχαίνουν και άλλες αποτυγχάνουν. Οι προσδιοριστικοί παράγοντες που επηρεάζουν την απόδοση των επιχειρήσεων αποτελούν καθοριστικό παράγοντα επιρροής για τους υποψήφιους επιχειρηματίες, καθώς και συμβούλους, επενδυτές, στελέχη και ούτω καθεξής. Έτσι, χρησιμοποιώντας εκτενή στοιχεία για μια περίοδο 4 ετών, η μελέτη διερευνά και ελέγχει την ένδειξη της σχέσης μεταξύ μικροοικονομικών παραγόντων και των χρηματοοικονομικών επιδόσεων. Το σύνολο δεδομένων περιλαμβάνει 42 ελληνικές επιχειρήσεις τριτογενούς τομέα ανεξαρτήτως αντικειμένου που είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών (Χ.Α.Α.) και καλύπτει την περίοδο 2012-2015. Οι επιχειρήσεις που έχουν συλλεχθεί είναι οι 3 μεγαλύτερες σε μέγεθος ανά κλάδο. Μέσα από την ανάλυση των δεδομένων, τα αποτελέσματα δείχνουν ότι το πρόσημο της σχέσης είναι θετικό και στατιστικά σημαντικό εν μέρει, υποστηρίζοντας τη σημασία και την ανεξαρτησία του συνόλου των παραγόντων που εξηγούν την απόδοση.

Κεφάλαιο 1

1.1 Εισαγωγή

Στις μέρες μας, οι συναλλαγές ανάμεσα στις επιχειρήσεις αυξάνονται διαρκώς, μεταβάλλονται με ταχείς ρυθμούς και εμφανίζουν ολοένα και μεγαλύτερη πολυπλοκότητα. Στο γεγονός αυτό συντέλεσε το φαινόμενο της παγκοσμιοποίησης, το άνοιγμα των οικονομικών συνόρων καθώς και η αλληλεπίδραση των χρηματιστηριακών αγορών, τα οποία έδωσαν στις επιχειρήσεις την ευκαιρία να πραγματοποιήσουν επενδύσουν τις δραστηριότητές τους αλλά και στους επενδυτές τη δυνατότητα να πραγματοποιήσουν επενδύσεις σε όλες τις χώρες παγκοσμίως. Είναι λογικό λοιπόν, λόγω της διεθνοποίησης των κεφαλαιαγορών, να υπάρχει μία αυξανόμενη ανάγκη για χρηματοοικονομική πληροφόρηση, η οποία θα είναι κατανοητή στους επενδυτές διαφορετικών χωρών.

Το θέμα της απόδοσης είναι ένα επαναλαμβανόμενο θέμα στους περισσότερους κλάδους της διαχείρισης, υποβάλλεται σε πολλές συζητήσεις τα τελευταία χρόνια, ιδίως όσον αφορά την ορολογία, τα επίπεδα ανάλυσης και αξιολόγησης. Αν και η σημασία της έννοιας απόδοση αναγνωρίζεται ευρέως, η θεραπεία της στις ρυθμίσεις της έρευνας συχνά λείπει μέχρι που πλήθος συγγραφέων παρουσιάζουν τρόποι μέτρησης απόδοσης και μέθοδοι βελτίωσης χωρίς όμως να υπάρχει σαφή εξήγηση για το τι είναι να μετρηθεί ή να βελτιωθεί. Ως εκ τούτου, η έρευνά μας επικεντρώνεται στην ανάλυση της σύνδεσης μεταξύ συγκεκριμένων οικονομικών και οργανωτικών παραγόντων και την απόδοση επιχείρησης, λαμβάνοντας υπόψη τις προηγούμενες εθνικές και διεθνείς μελέτες και τα αποτελέσματά τους, με τη χρήση οικονομετρικών μοντέλων σχετικά με τα δεδομένα που αποκτήθηκαν από 42 ελληνικές εταιρείες κατά τη διάρκεια μιας περιόδου 4 ετών (2012-2015). Η πρωτοτυπία της έρευνάς μας βασίζεται στο πληροφοριακό περιεχόμενο των αποτελεσμάτων και των συμπερασμάτων μας, λαμβάνοντας υπόψη το γεγονός ότι το προτεινόμενο θέμα ως επί το πλείστον αντιμετωπίζεται από μια περιγραφική άποψη στην εθνική λογοτεχνία και τα αξιόπιστα δεδομένα που η έρευνα μας παρέχει συμβάλλουν στην βελτίωση του κύριου στόχου της επιχείρησης, δηλαδή στη μεγιστοποίηση του πλούτου των μετόχων. Η εργασία οργανώνεται ως εξής: στην επόμενη ενότητα θα παρουσιάσει την

ανασκόπηση της βιβλιογραφίας σχετικά με το θέμα ενδιαφέροντος, που ακολουθείται από το εννοιολογικό μοντέλο και την υπόθεση, τη μεθοδολογία και τα πορίσματα, ενώ τα συμπεράσματα και οι προτάσεις για μελλοντική έρευνα σηματοδοτούν το τέλος του έργου.

Σκοπός της παρούσας αυτής μελέτης είναι να εξεταστούν οι παράγοντες που προσδιορίζουν τη χρηματοοικονομική απόδοση των ελληνικών εταιρειών. Αρχικά γίνεται μια αναφορά σε ότι έχει διερευνηθεί διεθνώς αλλά και εγχώρια με επιστημονικά άρθρα και διάφορες έρευνες. Κατόπιν στην έρευνα που θα ακολουθηθεί αναφέρεται η μεθοδολογία και οι μεταβλητές, με βάση τις οποίες θα διεξαχθούν τα τελικά συμπεράσματα από δεδομένα κυρίως εισηγμένων ελληνικών εταιρειών έτσι ώστε να πραγματοποιήσουμε παλινδρόμηση και να καταλήξουμε σε σχολιασμό των τελικών αποτελεσμάτων και των υποθέσεων που έχουμε ορίσει. Επίσης σκοπός της παρούσας εργασίας είναι να επεκτείνει προηγούμενες εργασίες σχετικά με τους προσδιοριστικούς παράγοντες της χρηματοοικονομικής απόδοσης και να εξετάσει σε ποιο βαθμό οι μέθοδοι μέτρησης απόδοσης εξαρτώνται από τους προσδιοριστικούς παράγοντες που έχουμε θέσει.

Αναφορικά με τη δομή της εργασίας, στο Κεφάλαιο 2 περιγράφεται λεπτομερώς το θεωρητικό υπόβαθρο σχετικά με την απόδοση της επιχείρησης και παρατάσσονται και κάποιοι προσδιοριστικοί παράγοντες χρηματοοικονομικής απόδοσης με σκοπό να κατανοήσει ο αναγνώστης την έννοια τους και τη συμβολή τους στην απόδοση και κατ' επέκταση στη κερδοφορία της επιχείρησης.

Στο κεφάλαιο 3, παρουσιάζεται μία σειρά από τα μέτρα απόδοσης που έχουν χρησιμοποιηθεί ευρέως για τον υπολογισμό της και εμπειρικές μελέτες αναφορικά με το θέμα των προσδιοριστικών παραγόντων για τη χρηματοοικονομική απόδοση. Κατόπιν στο Κεφάλαιο 4 αναπτύσσεται όλο το ερευνητικό μέρος της εργασίας που αφορά τους προσδιοριστικούς παράγοντες που συμβάλλουν στην χρηματοοικονομική απόδοση ελληνικών εταιρειών, οι μεταβλητές που θα χρησιμοποιηθούν και θα οριστούν σαν προσδιοριστικοί παράγοντες. Ακολουθεί το Κεφάλαιο 5, στο οποίο καθορίζεται το δείγμα που θα εξεταστεί, η μεθοδολογία που θα χρησιμοποιηθεί και τέλος παρουσιάζονται και αναλύονται τα αποτελέσματα που προέκυψαν. Η εργασία

ολοκληρώνεται με το Κεφάλαιο 6, στο οποίο συνοψίζονται τα συμπεράσματα της εργασίας.

Κεφάλαιο 2

2.Βιβλιογραφική ανασκόπηση

2.1 Ιστορική αναδρομή

Η σύγχρονη θεωρία για την ανάπτυξη των επιχειρήσεων προσπαθεί να δημιουργήσει εξηγήσεις για την ύπαρξη των επιχειρήσεων. Στην πραγματικότητα, αυτή τη στιγμή υπάρχει μια ευρεία ομοφωνία μεταξύ των οικονομολόγων ότι: "... μία από τις πιο σημαντικές προκλήσεις για μια επιχείρηση, αποτελεί ο προσδιορισμός των δυνάμεων που καθορίζουν κατά πόσο οι συναλλαγές πραγματοποιούνται στο εσωτερικό της επιχείρησης, σε αντίθεση με αυτές που γίνονται μέσω της αγοράς" (Μυλωνάς Π, 2013). Κάτι που έχει πολύ ενδιαφέρον σε αυτό το πρόβλημα είναι ότι για να απαντηθεί δεν χρειάζεται να έχουμε εξειδικευμένες γνώσεις ώστε να κατανοήσουμε αυτό που παρατηρούμε στις επιχειρήσεις. Για παράδειγμα, είναι δύσκολο κάποιος να κατανοήσει την θεωρία της ανάπτυξης της επιχείρησης μελετώντας μόνο τις συναλλαγές κόστους ή τον τρόπο διακυβέρνησης μιας επιχείρησης. Στην καλύτερη περίπτωση, θα μπορούσε κανείς να υποστηρίξει ότι οι εξωγενείς μεταβολές των συναλλαγών κόστους ή των τεχνολογιών διακυβέρνησης θα προκαλέσουν αλλαγές στο βέλτιστο μέγεθος της εταιρείας, οι οποίες, αργά ή γρήγορα θα οδηγήσουν σε αλλαγές στο μέγεθος της επιχείρησης. Στην πραγματικότητα, οποιαδήποτε πιθανή μεταβολή των καθοριστικών παραγόντων στο βέλτιστο μέγεθος της επιχείρησης μπορεί να αποτελέσει τη βάση μιας θεωρίας ανάπτυξης των εταιρειών: όταν οι επιχειρήσεις είναι μακριά από το βέλτιστο, η ανάπτυξή τους (ή παρακμή) παρουσιάζονται ως ανταγωνιστικές δυνάμεις που τις οδηγούν προς την ισορροπία. Ωστόσο, σε αυτή την άποψη, η ανάπτυξη επιτυγχάνεται από εξωγενείς γεγονότα και είναι ένα μεταβατικό φαινόμενο που εμφανίζεται μόνο μέχρις ότου η επίτευξη ισορροπίας αποκατασταθεί.

Παλαιότεροι τρόποι σκέψης έχουν δημιουργήσει πιο ικανοποιητικά (ή τουλάχιστον, πιο ενδιαφέροντα) μοντέλα από αυτό. Για παράδειγμα, υπήρξαν αρκετές προσπάθειες για την δημιουργία νέων θεωριών ανάπτυξης των επιχειρήσεων όλα αυτά τα χρόνια

(αρκετές από αυτές βασίζονται σε απλές βιολογικές αναλογίες). Αυτές οι θεωρίες βασίζονται συχνά σε ένα εννοιολογικό πλαίσιο το οποίο έχει περισσότερο εκτιμητική παρά προβλεπτική ικανότητα, και συχνά φαίνεται να είναι αρκετά τυποποιημένο ή καλύτερα πάρα πολύ απλό. Οι περισσότερες και πιο ενδιαφέρουσες θεωρίες για την ανάπτυξη της επιχείρησης είτε έχουν αναπτυχθεί από την Edith Penrose το 1959 είτε συντάχτηκαν από αυτήν σε μεταγενέστερες μελέτες της. Υποστήριξε ότι η εταιρεία «... είναι ουσιαστικά μια συλλογή από πόρους», και στη συνέχεια ανάλυσε τη διαδικασία της ανάπτυξης όσον αφορά την ταχύτητα με την οποία οι επιχειρήσεις θα μπορούσαν να συσσωρεύσουν και να αφομοιώσουν τέτοιους πόρους, καθώς και τις ευκαιρίες για περαιτέρω ανάπτυξη που προκύπτουν όταν μια επιχείρηση που χρησιμοποιεί τους εσωτερικούς της πόρους. Ακολουθώντας αυτή την παράδοση, αλλά μετατοπίζοντας το επίκεντρο λίγο πιο μακριά από τους πόρους, στο πώς γίνεται δηλαδή η διαχείριση αυτών, πολλοί οικονομολόγοι και μελετητές διαχείρισης υποστήριξαν ότι: «... το βασικό στοιχείο ... που εξηγεί ... τις απαρχές και την ανάπτυξη των σύγχρονων βιομηχανικών επιχειρήσεων είναι οι οργανωτικές δυνατότητες κάθε επιχείρησης. Οι δυνατότητες αυτές δημιουργήθηκαν κατά τη διάρκεια της μαθησιακής διαδικασίας έτσι ώστε να γνωρίσουμε τις απαιτήσεις των αγορών για νέα ή βελτιωμένα προϊόντα, τη διαθεσιμότητα και την αξιοπιστία των προμηθευτών, καθώς και τις περιπλοκές της στρατολόγησης και εκπαίδευσης των στελεχών και των εργαζομένων.» (Chandler, 1992).

Διαφορετικά, όπως φαίνεται, όλοι αυτοί οι διαφορετικοί τρόποι σκέψης για την ανάπτυξη των επιχειρήσεων έχουν ένα πολύ σημαντικό κοινό χαρακτηριστικό, δηλαδή ότι είναι πολύ δύσκολο να συμβιβαστεί κανείς με πολλά από αυτά που έχει μάθει από τις οικονομετρικές εργασίες για την ανάπτυξη της απόδοσης της επιχείρησης. Αυτή η παρατήρηση ισχύει ιδιαίτερα για την πιο πρόσφατη θεωρία για τους πόρους της επιχείρησης: η φύση των αρμοδιοτήτων και η διαδικασία με την οποία έχουν συσσωρευτεί είναι δύσκολο να συμβιβαστεί με την ασταθή απόδοση της ανάπτυξης που εμφανίζουν οι περισσότερες επιχειρήσεις.

2.2 Παραγωγικότητα και Απόδοση Επιχείρησης

Στο σημερινό οικονομικό περιβάλλον της παγκοσμιοποίησης και του οξέος ανταγωνισμού, οι επιχειρήσεις που στοχεύουν στην μακροπρόθεσμη επιβίωση και επιτυχία και προσπαθούν να διατηρήσουν τα ανταγωνιστικά τους πλεονεκτήματα, είναι αναγκασμένες να ακολουθήσουν μία μόνο «γενική» στρατηγική (generic strategy): διαφοροποίηση (differentiation) με το χαμηλότερο κόστος (low cost leadership) έναντι του ανταγωνισμού. Αυτό διότι ο οξύς διεθνής ανταγωνισμός έχει οδηγήσει, και συνεχίζει να οδηγεί, στη σταθεροποίηση ή μείωση των τιμών όλων των προϊόντων (τελικών και ενδιάμεσων) και, συγχρόνως στην αυξημένη απαίτηση των καταναλωτών για καλύτερη ποιότητα. Συνεπώς, ο κυριότερος παράγοντας που καθορίζει την μακροπρόθεσμη επιβίωση και επιτυχία όλων των οργανισμών δεν μπορεί να είναι άλλος από την μακροπρόθεσμη αύξηση της παραγωγικότητας (της συνολικής αξίας δηλαδή των παραγομένων προϊόντων διαιρουμένης με την συνολική αξία (κόστος) των συντελεστών παραγωγής) σε σχέση με αυτήν των ανταγωνιστών.

Η αξιολόγηση της απόδοσης αποτελεί αναπόσπαστο στοιχείο της διαδικασίας διαχείρισης σε οποιοδήποτε τύπο/κλάδο εταιρείας. Σε αυτό το πλαίσιο, έχουν αναπτυχθεί πολλές προσεγγίσεις, μεταξύ των οποίων, τα τελευταία χρόνια, αναλύσεις για την παραγωγικότητα και την αποδοτικότητα, καθώς και διάφοροι τύποι δεικτών κερδοφορίας έχουν ιδιαίτερη σημασία για τον χαρακτηρισμό της απόδοσης μιας επιχείρησης.

Σύμφωνα με τον Θερίου (2002), οι σημερινές επιχειρήσεις λειτουργούν μέσα σε ένα άκρως ανταγωνιστικό και πολύπλοκο εξωτερικό περιβάλλον. Η υιοθέτηση των συστημάτων στρατηγικής διοίκησης (strategic management) και μέτρησης της απόδοσης (performance measurement) από τις επιχειρήσεις, μπορούν να συμβάλουν σημαντικά στην αύξηση της ικανότητας αυτών να ανταγωνιστούν με επιτυχία σε εθνικό και/ή διεθνές επίπεδο, εφ' όσον φυσικά αναπτυχθούν και χρησιμοποιηθούν σωστά (Sink & Tuttle, 1989).

Κανένα υποσύστημα δεν είναι τόσο σημαντικό όσο ο στρατηγικός σχεδιασμός ή «προγραμματισμός» σύμφωνα με τον H. Mintzberg, (1994) στην προσπάθεια των

επιχειρήσεων για συνεχή βελτίωση της συνολικής απόδοσης των. Παρ' όλα αυτά, ο στρατηγικός προγραμματισμός δεν γίνεται σωστά από τις επιχειρήσεις των ΗΠΑ και της Ευρώπης. Τα περισσότερα στρατηγικά προγράμματα δεν οδηγούν σε πρακτικές εφαρμογές των στρατηγικών και ως εκ τούτου δημιουργείται ένα χάσμα μεταξύ των προσδοκιών της ανώτατης διοίκησης, που αποτυπώνονται μέσα στα στρατηγικά σχέδια, και των πραγματοποιιθέντων αποτελεσμάτων από την εφαρμογή της συγκεκριμένης στρατηγικής (Sink & Tuttle, 1989).

Από την άλλη πλευρά, η μέτρηση της συνολικής απόδοσης, για να συμβάλει σημαντικά στην επιτυχία μιάς επιχείρησης, πρέπει να συνδέεται άμεσα με το σύστημα της στρατηγικής διοίκησης (και το στρατηγικό πρόγραμμα). Μόνον όταν η μέτρηση της απόδοσης βρίσκεται στο επίκεντρο της στρατηγικής διοίκησης μπορεί η επιχείρηση να καταβάλλει προσπάθειες για την συνεχή βελτίωση της. Κατ' αυτόν τον τρόπο, η διαδικασία μέτρησης της συνολικής απόδοσης εξοπλίζει τα στελέχη της επιχείρησης με ένα τέτοιο πληροφοριακό σύστημα ανατροφοδότησης που οδηγεί στην συνεχή βελτίωσή της μέσα από την συνεχή αξιολόγηση των εφαρμοζόμενων στρατηγικών της, άρα και της συνολικής της στρατηγικής κατεύθυνσης. Η σύνδεση μεταξύ του συστήματος μέτρησης και βελτίωσης της συνολικής απόδοσης, του στρατηγικού προγράμματος, και των τεθέντων μακροπρόθεσμων και βραχυπρόθεσμων στόχων, αποτελεί την σημαντικότερη πρόκληση για τα στελέχη των σημερινών επιχειρήσεων (Campi, 1993).

Οι επιχειρήσεις, μέσα από τις διαδικασίες της στρατηγικής διοίκησης και της μέτρησης της συνολικής απόδοσης, πρέπει να καθορίζουν συγκεκριμένους σκοπούς και στόχους, κατά τέτοιον τρόπο που να δίνεται η δυνατότητα στα στελέχη να κατανοούν, όσο περισσότερο και καλύτερα μπορούν, τον τρόπο που λειτουργεί το σύστημα της επιχείρησης τους, πού μπορούν να το βελτιώσουν, και πότε το σύστημα αυτό ελέγχεται ή είναι εκτός ελέγχου.

Υπάρχει πλούσια βιβλιογραφία που περιγράφει τους σημαντικότερους σκοπούς και στόχους, τους οποίους πρέπει να υιοθετήσουν οι επιχειρήσεις μέσα από τις διαδικασίες των συστημάτων στρατηγικής διοίκησης και μέτρησης της συνολικής απόδοσης.

Μπορούμε να την ταξινομήσουμε σε δύο κύριες κατηγορίες:

(α) Την βιβλιογραφία που περιγράφει χρηματοοικονομικά μετρήσιμα μεγέθη που υιοθετούνται από τις επιχειρήσεις ως σκοποί και στόχοι, και

(β) Την βιβλιογραφία που περιγράφει μη — χρηματοοικονομικά μετρήσιμα μεγέθη.

Ιστορικά, οι πρώτες μελέτες αφορούσαν την περιγραφή των χρηματοοικονομικών μεγεθών. Η κερδοφορία (profitability) ήταν το πρώτο και σπουδαιότερο προτεινόμενο μέγεθος που έπρεπε να υιοθετήσουν οι επιχειρήσεις, ως τον βασικότερο μακροπρόθεσμο σκοπό και στόχο, στην διαδικασία της στρατηγικής διοίκησης και μέτρησης της συνολικής τους απόδοσης (Argenti, 1980, Horrigan, 1968, Van Horne, 1980, Kaplan, 1984, Brealey & Myers, 1996, Rappaport, 1998). Βέβαια, στην βιβλιογραφία υπάρχουν διαφορετικοί ορισμοί της συνολικής απόδοσης, μπορούμε όμως να τις διαιρέσουμε σε δύο βασικές κατηγορίες:

(α) Την απόδοση (ή κερδοφορία) που υπολογίζεται με στοιχεία και μεθόδους της λογιστικής, όπως για παράδειγμα η απόδοση των συνολικών επενδύσεων (return on investment-ROI), η απόδοση του απασχολούμενου κεφαλαίου (return on capital employed-ROCE) η απόδοση του συνολικού ενεργητικού και η απόδοση του καθαρού ενεργητικού (return on total assets-ROA & return on net assets- RONA), η απόδοση των πωλήσεων (return on sales), και η απόδοση ανά εργαζόμενο (return per employee), και

(β) Την απόδοση που υπολογίζεται με την μέθοδο της προεξόφλησης των ταμειακών ροών (Discounted Cash Flow Method), όπως για παράδειγμα η απόδοση του κεφαλαίου των μετοχών (return on shareholders' capital-ROSC), ή, πιο πρόσφατα, η προστιθεμένη αξία των μετοχών (Shareholders' Value Added-SVA), η οποία ορίζεται ως η παρούσα αξία των συνολικών ετησίων εισροών (εισοδημάτων) μίας επιχείρησης μείον τις συνολικές εκροές της (δαπάνες σε επενδύσεις παγίων και κεφαλαίου κίνησης).

Σύμφωνα με την έρευνα των Notta και Vlachvei (2014) μια σειρά πρόσφατων εγγράφων έχουν μελετήσει την απόδοση των επιχειρήσεων κατά τη διάρκεια της κρίσης του 2008-09 και πώς διάφοροι παράγοντες πολλαπλασιάζονται τα πλήγματα. Πιο συγκεκριμένα οι Claessens, κ.α. (2011) εξετάζουν τις επιδόσεις των κατασκευαστικών επιχειρήσεων σε 42 χώρες και βρίσκουν ότι η κρίση είχε μεγαλύτερο αρνητικό αντίκτυπο στις επιχειρήσεις με μεγαλύτερη ευαισθησία στην συνολική ζήτηση και το διεθνές εμπόριο. Επίσης, χρησιμοποιώντας δεδομένα crosscountry, οι Laevena και Valencia (2011) βρίσκουν ότι η ανάπτυξη των επιχειρήσεων που εξαρτάται περισσότερο από την εξωτερική χρηματοδότηση επηρεάστηκε περισσότερο θετικά από την ανακεφαλαιοποίηση των τραπεζών και από ερεθίσματα δημοσιονομικών πολιτικών. Οι Bricongne κ.α. (2012), χρησιμοποιώντας ένα δείγμα των γαλλικών επιχειρήσεων έδειξαν ότι η επίδραση της κρίσης στις μεγάλες επιχειρήσεις ήταν κυρίως στο εντατικό περιθώριο και έχει επηρεαστεί λιγότερο τα προϊόντα που προσφέρονται για εξαγωγή.

Στο τέλος της δεκαετίας του '70 άρχισε να αναγνωρίζεται η αδυναμία των υπαρχόντων λογιστικών συστημάτων στην παροχή σωστής πληροφόρησης στα στελέχη των επιχειρήσεων κατά την διαδικασία δημιουργίας και λήψης στρατηγικών αποφάσεων, και κυρίως, στην χρήση χρηματοοικονομικών λογιστικών μεγεθών ως μακροπροθέσμους στόχους: «Η παροχή πληροφοριών από τα λογιστικά συστήματα πρέπει να χρησιμοποιείται με προσοχή και πάντα σε συνδυασμό με πληροφορίες που στηρίζονται σε μη χρηματοοικονομικά λογιστικά μεγέθη» (Ryan, Scapens & Theobald, 1992).

Προς την κατεύθυνση αυτή συνέβαλαν, πρώτοι, οι καθηγητές Riggs & Felix (1983), οι οποίοι πρότειναν την υιοθέτηση από τις επιχειρήσεις του «Πίνακα της Αντικειμενικής Μέτρησης της Παραγωγικότητας» (The Objective Productivity Matrix), ο οποίος περιέχει μη χρηματοοικονομικούς δείκτες μέτρησης της παραγωγικότητας για κάθε συγκεκριμένη λειτουργία ή τμήμα της επιχείρησης. Αργότερα, οι καθηγητές Kaplan & Norton (1992) πρότειναν την υιοθέτηση μίας νέας μεθόδου, του «Πίνακα της Ισορροπημένης Μέτρησης» (Balanced Scorecard Method), η οποία περιέχει δύο κατηγορίες χρηματοοικονομικών δεικτών μέτρησης της

απόδοσης, στηριζόμενοι στην μέθοδο της «Προστιθέμενης Αξίας των Μετοχών», και της παραγωγικότητας, καθώς επίσης και δύο κατηγορίες μη χρηματοοικονομικών δεικτών που μετρούν τις διαθέσεις των καταναλωτών, την αποτελεσματικότητα και ποιότητα των παραγωγικών και μη παραγωγικών διαδικασιών, και τις δυνατότητες ανάπτυξης της επιχείρησης που πηγάζουν από την ταχύτητα εκπαίδευσης του προσωπικού και την επιτυχή εφαρμογή των νέων τεχνικών και μεθόδων στην συγκεκριμένη εργασία που του ανατίθεται. Το μειονέκτημα της μεθόδου αυτής είναι ότι δεν εξηγεί τον τρόπο σύνδεσης όλων των προτεινομένων δεικτών των τριών κατηγοριών μεταξύ τους και, κυρίως, με την πρώτη κατηγορία χρηματοοικονομικών δεικτών μέτρησης της προστιθέμενης αξίας των μετοχών. Οι Kaplan και Norton (2001) προσπαθούν να λύσουν το πρόβλημα αυτό της σύνδεσης μεταξύ των τεσσάρων κατηγοριών προτείνοντας την δημιουργία ενός νέου πλαισίου (framework) το οποίον ονομάζουν «Χάρτη Στρατηγικής» (strategy map). Συγκεκριμένα αναφέρουν (Kaplan & Norton, 2001).

«Κάθε δείκτης του Πίνακα Ισορροπημένης Μέτρησης θα πρέπει να αποτυπωθεί στον Χάρτη Στρατηγικής με μια λογική σειρά αιτίας και αποτελέσματος, έτσι ώστε να συνδέει τα επιθυμητά αποτελέσματα της εφαρμοσμένης στρατηγικής με τους «οδηγούς» (drivers) εκείνους που θα οδηγήσουν την επιχείρηση στα στρατηγικά αυτά αποτελέσματα».

Παρ' όλα αυτά, ακόμη και μετά την προσπάθειά τους αυτή, δεν κατόρθωσαν να δημιουργήσουν ένα μοντέλο που να συνδέει άμεσα τις τέσσερις κατηγορίες δεικτών.

Η πλειοψηφία των ανωτάτων στελεχών σε όλον τον κόσμο έχει εστιάσει το ενδιαφέρον της στην υιοθέτηση τριών κυριάρχων σκοπών και στόχων (Rappaport, 1992): (α) την δημιουργία και διατήρηση ανταγωνιστικού πλεονεκτήματος, (β) την αύξηση της συνολικής απόδοσης (οριζομένης ως η προστιθέμενη αξία των μετοχών), και (γ) την αύξηση της παραγωγικότητας (ή αποδοτικότητας - efficiency).

«Κάθε επιχείρηση δημιουργεί ανταγωνιστικό πλεονέκτημα, μακροπρόθεσμα, μόνο στην περίπτωση που η αξία των εισροών της (έσοδα πωλήσεων) είναι μεγαλύτερη από το συνολικό της κόστος (συνολικές εκροές), συμπεριλαμβανομένου και του κόστους

κεφαλαίου. Το πλεονέκτημα αυτό επιτυγχάνεται μόνο μέσα από την προσφορά προϊόντων ή υπηρεσιών με υψηλή αξία για τους καταναλωτές (υψηλή ποιότητα, καλύτερες υπηρεσίες μετά την πώληση, κ.λπ.), ή με χαμηλότερες τιμές, ή και τα δύο συγχρόνως» (Rappaport, 1998).

Επίσης, η μακροπρόθεσμη αύξηση της παραγωγικότητας είναι ο κυριότερος παράγοντας δημιουργίας πλεοναζουσών ταμειακών ροών (μακροπρόθεσμη απόδοση ή κερδοφορία), που χρησιμοποιούνται για την διατήρηση ή την δημιουργία νέου, ανταγωνιστικού πλεονεκτήματος, μέσα από επενδύσεις σε νέους πόρους (υλικούς ή άυλους) και σε νέες ικανότητες (κυρίως οργανωτικές) της επιχείρησης.

Οι περισσότερες μέθοδοι ανάλυσης που χρησιμοποιεί η στρατηγική διοίκηση, όπως για παράδειγμα η ανάλυση του κλάδου, η ανάλυση της στρατηγικής θέσης, και η ανάλυση ελέγχου των πόρων της επιχείρησης, έχουν ως κύριο σκοπό την αναγνώριση των ανταγωνιστικών πλεονεκτημάτων της επιχείρησης καθώς επίσης και των πηγών που δημιουργούν τα πλεονεκτήματα αυτά. Ο σωστός υπολογισμός της δυναμικής που έχει κάθε προτεινομένη στρατηγική στην δημιουργία μακροπρόθεσμης παραγωγικότητας και απόδοσης θα σηματοδοτήσει την απουσία ή ύπαρξη ανταγωνιστικού πλεονεκτήματος (Rappaport, 1998).

Στην βιβλιογραφία υπάρχουν αρκετές διαφορετικές μέθοδοι ανάλυσης της σχέσης μεταξύ παραγωγικότητας και συνολικής απόδοσης. Συνήθως η σχέση αυτή, σε επίπεδο επιχείρησης, περιγράφεται με την χρήση μοντέλων. Η πλειονότητα των μοντέλων είναι μοντέλα μέτρησης της συνολικής παραγωγικότητας (Total Factor Productivity Measurement Models-TFPMM και Total Productivity Measurement Models-TPMM). Ο Pineda (1990) ο οποίος έχει ασχοληθεί εκτενώς με την καταγραφή και περιγραφή των μοντέλων αυτών, ορίζει τα μοντέλα αυτά ως εξής: «Όλα τα μοντέλα TFPM και TPM μετρούν και συσχετίζουν άμεσα την παραγωγικότητα με την συνολική απόδοση ή κερδοφορία, σε επίπεδο επιχείρησης, χρησιμοποιώντας δυναμικούς δείκτες μέτρησης παραγωγικότητας (dynamic productivity ratios or indices) εκφρασμένους σε χρηματοοικονομικές και όχι σε φυσικές μονάδες». Καταγράφει 3 τέτοια μοντέλα τα οποία διαχωρίζει σε τρεις μεγάλες κατηγορίες

1. Τα μοντέλα που χρησιμοποιούν δείκτες Παραγωγικότητας (The Productivity Indices-PI Models).
2. Τα μοντέλα Κερδοφορίας, Παραγωγικότητας και Ανάκτησης Κόστους (The Profitability = Productivity + Price Recovery + PPPR Models), και
3. Τα Οικονομετρικά Μοντέλα (The Econometric Models).

Από τα ανωτέρω, δύο είναι τα κυριότερα μοντέλα που χρησιμοποιούνται από την πλειονότητα των επιχειρήσεων: (α) Το μοντέλο του Gold (Gold, 1973 & 1982), και (β) Το μοντέλο του Αμερικανικού Κέντρου Παραγωγικότητας και Ποιότητας του Χιούστον (Τέξας) - APQC. Και τα δύο μοντέλα συνδέουν την παραγωγικότητα με την κερδοφορία χρησιμοποιώντας διαφορετικά χρηματοοικονομικά λογιστικά μεγέθη (τον δείκτη της «απόδοσης των συνολικών επενδύσεων» το πρώτο μοντέλο και τα καθαρά κέρδη το δεύτερο). Το πρώτο μοντέλο είναι καταλληλότερο για να χρησιμοποιηθεί στην αξιολόγηση μακροπρόθεσμων στρατηγικών αποφάσεων, ενώ το δεύτερο αποτελεί ένα σημαντικό αναλυτικό εργαλείο που αναβαθμίζει και συμπληρώνει την πληροφοριακή ικανότητα της διοικητικής λογιστικής. Το μοντέλο του Gold έχει πολλά πλεονεκτήματα αλλά και δύο βασικά μειονεκτήματα.

1. Το μοντέλο βασίζεται και συνδέει την παραγωγικότητα με την μακροπρόθεσμη απόδοση ή κερδοφορία χρησιμοποιώντας τον λογιστικό δείκτη της «απόδοσης των συνολικών επενδύσεων» (return on investments-ROI). Ο δείκτης αυτός έχει αποδειχθεί ακατάλληλος για την αξιολόγηση των προτεινομένων στρατηγικών και, κυρίως, για την μέτρηση της συνολικής απόδοσης των επιχειρήσεων (De Villiers, 1997, και Rappaport, 1998).
2. Δεν λαμβάνει καθόλου υπόψη τα «γενικά έξοδα» (παραγωγής, έρευνας & ανάπτυξης, διοίκησης και πωλήσεων) της επιχείρησης ως μίαν από τις εκροές (συνολικό κόστος) για τον υπολογισμό της συνολικής παραγωγικότητας. Σήμερα, τα γενικά έξοδα πολλών επιχειρήσεων υπερβαίνουν κατά πολύ άλλες κατηγορίες δαπανών, όπως για παράδειγμα το κόστος εργασίας, υλικών ή ακόμη και αυτό του κεφαλαίου (Rappaport, 1998). Επίσης, δεν λαμβάνει καθόλου υπόψη το κόστος του

«κεφαλαίου κίνησης» στον υπολογισμό της παραγωγικότητας και του μοναδιαίου κόστους του συνολικού κεφαλαίου.

2.3 Οι απόψεις διαφόρων ερευνητών και διάφορες θεωρίες για την ανάπτυξη των επιχειρήσεων

Η πολυπλοκότητα και η αβεβαιότητα γύρω από το φαινόμενο της ανάπτυξης των επιχειρήσεων έχουν οδηγήσει στην εμφάνιση διαφόρων θεωριών πρόβλεψης της εξέλιξης των επιχειρήσεων. Ωστόσο, δεν υπάρχει μια ενιαία θεωρία που μπορεί να δώσει μια πλήρη εικόνα της εξέλιξης του φαινομένου της ανάπτυξης των επιχειρήσεων. Η απουσία μιας ολοκληρωμένης θεωρίας για τη δυναμική της ανάπτυξης των επιχειρήσεων, έχει σαν αποτέλεσμα μια εμπειρική προσέγγιση η οποία συνιστάται για την αναζήτηση των σχηματοποιημένων δεδομένων (Coad, 2009).

Με βάση συγκεκριμένους παράγοντες ανάπτυξης για κάθε επιχείρηση, οι οικονομικοί πόροι και το ανθρώπινο δυναμικό αποτελούν τους πιο σημαντικούς παράγοντες για μικρή ανάπτυξη των επιχειρήσεων (Wiklund , 2009). Με την πρόσβαση σε επαρκείς οικονομικούς πόρους, οι επιχειρήσεις είναι σε θέση να αδράξουν τις ευκαιρίες ανάπτυξης. Το ανθρώπινο δυναμικό αντιπροσωπεύει τη γνώση, τις δεξιότητες και την εμπειρία. Αυτό είναι ιδιαίτερα σημαντικό ιδίως για τις μικρές επιχειρήσεις στην ταχέως μεταβαλλόμενη βιομηχανία καθώς υπάρχει περιορισμός των διαθεσίμων δυνατοτήτων και εξαρτώνται από τις καινοτομίες για τη μελλοντική ανάπτυξή τους. Οι στρατηγικές της επιχείρησης στρέφουν τον προσανατολισμό της σύμφωνα με τις ανάγκες της αγοράς και τις προτιμήσεις των πελατών. Η επιχειρησιακή στρατηγική εξαρτάται ουσιαστικά από το επιχειρηματικό προσανατολισμό της ανώτατης διοίκησης και την ικανότητα της να είναι προορατική και ανταγωνιστική στην αγορά. Τα εμπειρικά στοιχεία δείχνουν ότι ο επιχειρηματικός προσανατολισμός σχετίζεται θετικά με την ανάπτυξη (Wiklund, 1998). Οι δαπάνες έρευνας και ανάπτυξης έχουν επίσης σημαντικό αντίκτυπο στην ανάπτυξη της επιχείρησης.

Η οργανωτική δομή, η οποία σχετίζεται με την κατανομή της εργασίας και του μηχανισμού συντονισμού όπως η συγκέντρωση και η τυποποίηση, έχει αποδειχθεί ότι έχουν ανάμεικτα αποτελέσματα στην ανάπτυξη της επιχείρησης. Ο οργανωτικός

δυναμισμός, όπως η στρατηγική λήψης αποφάσεων, οι δαπάνες έρευνας και ανάπτυξης και η επεκτασιμότητα (δηλαδή η ετοιμότητα για να αναπτυχθούν) έχει θετική επίδραση στην ανάπτυξη των επιχειρήσεων. Παράγοντες που αναστέλλουν ή παρεμποδίζουν την ανάπτυξη, είναι τα θεσμικά εμπόδια και τα οικονομικά εμπόδια. Στα θεσμικά εμπόδια περιλαμβάνονται οι πολιτικές της κυβέρνησης, η νομική δομή και το φορολογικό σύστημα. Οι μικρότερες επιχειρήσεις αντιμετωπίζουν υψηλότερα εμπόδια λόγω των θεσμικών πολιτικών. Τα χρηματοοικονομικά εμπόδια αντιπροσωπεύουν την πρόσβαση σε χρηματοδοτικούς πόρους. Η πρόσβαση σε χρηματοδοτικούς πόρους εξαρτάται από τον ρυθμό ανάπτυξης του

χρηματοοικονομικού τομέα μας χώρας. Όσο η οικονομική ανάπτυξη μειώνει το κόστος της εξωτερικής χρηματοδότησης στις οικονομικά εξαρτώμενες επιχειρήσεις, υπάρχει μια σημαντική υποστηρικτική επίδραση στο ρυθμό της ανάπτυξης των επιχειρήσεων (Rajan και Zingales, 1998). Και πάλι όμως οι μεγαλύτερες επιχειρήσεις έχουν καλύτερες δυνατότητες χρηματοδότησης, σε σύγκριση με τις μικρότερες επιχειρήσεις. Άλλοι παράγοντες που συνήθως αναστέλλουν την λειτουργία των επιχειρήσεων είναι η αναποτελεσματική λειτουργία των χρηματοπιστωτικών αγορών, η ανεπαρκής ασφάλεια των δικαιωμάτων ιδιοκτησίας, οι κακές υποδομές, η αναποτελεσματική ρύθμιση της φορολογίας, καθώς και ευρύτερα χαρακτηριστικά του πολιτικού συστήματος, όπως η διαφθορά (Ayyagari , 2008).

Τα τελευταία χρόνια διάφοροι ερευνητές έχουν δημιουργήσει διαφορετικές θεωρίες για την ανάπτυξη των επιχειρήσεων. Αυτές οι θεωρητικές προσεγγίσεις μπορούν να ταξινομηθούν σε τέσσερις ομάδες: (1) τα κλασικά μοντέλα, (2) τα στοχαστικά μοντέλα, (3) τα μοντέλα με βάση τους πόρους, και (4) τα μοντέλα μάθησης. Σύμφωνα με τη νεοκλασική θεωρία, όλες οι επιχειρήσεις που βρίσκονται μέσα σε μια βιομηχανία πιέζονται από την ύπαρξη μιας καμπύλης σχήματος U που συμβολίζει το μακροχρόνιο μέσο κόστος και έχει ως στόχο την μεγιστοποίηση του κέρδους, καθώς επεκτείνουν το μέγεθος τους έως ότου φθάσουν στην κλίμακα που αντιστοιχεί στο βέλτιστο εφικτό κόστος (Geroski, 1999). Η διαδικασία της ανάπτυξης μειώνεται όσο η διαδικασία της βελτιστοποίησης ολοκληρώνεται, καθώς δεν υπάρχει κίνητρο για να ανάπτυξη πέρα από το βέλτιστο μέγεθος (Hart, 2000). Ωστόσο, αυτό συμβαίνει με την παραδοχή ότι

η εταιρεία δραστηριοποιείται σε μια αγορά με ομοιογενή προϊόντα και μπορεί εύκολα να επεκταθεί ή να συρρικνωθεί φτάνοντας έτσι στο βέλτιστο επίπεδο παραγωγής. Στην πραγματικότητα, τα εμπειρικά στοιχεία δίνουν μια διαφορετική εξήγηση για την ανάπτυξη των εταιρειών που είναι πέρα από το μηχανισμό μεγιστοποίησης κέρδους. Έτσι, η κύρια κριτική της κλασικής σχολής σκέψης των οικονομολόγων είναι ότι δεν μπορεί να εξηγήσει την παρουσία των επιχειρήσεων των οποίων το μέγεθος είναι μεγαλύτερο από το βέλτιστο μέγεθος και το πώς η διαδικασία της ανάπτυξης των επιχειρήσεων εξελίσσεται στην πραγματικότητα με την πάροδο του χρόνου.

Μία από τις πρώτες εξηγήσεις για την συμπεριφορά της ανάπτυξης των επιχειρήσεων δόθηκε από τον Robert Gibrat το 1931, και θεωρείται ως το πιο αντιπροσωπευτικό στοχαστικό μοντέλο για την ανάπτυξη των επιχειρήσεων. Στο έργο του “Law of Proportional effect ” (νόμος του αναλογικού αποτελέσματος), ο Gibrat διατύπωσε την αρχή ότι η ανάπτυξη των επιχειρήσεων είναι μια τυχαία διαδικασία και η αναμενόμενη αύξηση στο μέγεθος των επιχειρήσεων είναι ανάλογη με το μέγεθος της επιχείρησης. Ενώ μπορεί να υπάρχει ένας μεγάλος αριθμός συστηματικών παραγόντων που επηρεάζουν την ανάπτυξη, συλλογικά ασκούν μόνο περιορισμένη επίδραση στην αναλογική ανάπτυξη των επιχειρήσεων. Ο νόμος του Gibrat έχει δοκιμαστεί από πολλούς ερευνητές με διαφορετικά αποτελέσματα.

Ορισμένες μελέτες υποστηρίζουν το νόμο του Gibrat στο σύνολο του (Hart και Prais, 1956) και κάποιες υποστηρίζουν μέρος του νόμου (Hymer και Pashigan, 1962) σχετικά με την ανάπτυξη των επιχειρήσεων που είναι ανεξάρτητη από το μέγεθος της επιχείρησης. Μεταγενέστερες μελέτες έδειξαν ότι υπάρχει μια αρνητική σχέση μεταξύ του μεγέθους και της ανάπτυξης μιας επιχείρησης (Kumar, 1985, Evans, 1987). Επίσης, αρκετές μελέτες έχουν δείξει ότι οι μικρότερες και οι νεότερες επιχειρήσεις αναπτύσσονται με μεγαλύτερο ρυθμό από ότι οι μεγαλύτερες και πιο ώριμες επιχειρήσεις (Hart, 2000).

Η Edith Penrose το 1959 απομακρύνθηκε από την παραδοσιακή έμφαση που δινόταν στο μέγεθος της επιχείρησης, και αποτύπωσε την άποψη ότι η επιχείρηση «... είναι ουσιαστικά μια συλλογή από πόρους». Έτσι, η προσοχή της επιχείρησης πρέπει να εστιάζεται στις δραστηριότητες που μπορεί να εκτελέσει με αυτούς τους πόρους. Η

Edith Penrose ανέλυσε τη διαδικασία της ανάπτυξης όσον αφορά την ταχύτητα με την οποία οι επιχειρήσεις θα μπορούν να συσσωρεύσουν και να αφομοιώσουν αυτούς τους πόρους, καθώς και τις ευκαιρίες για περαιτέρω ανάπτυξη που προκύπτουν όταν οι εσωτερικοί πόροι των επιχειρήσεων είναι υπό χρησιμοποίηση. Έτσι, τα χαρακτηριστικά των πόρων των επιχειρήσεων θεωρήθηκαν ότι οδηγούν σε ανομοιογένεια των επιδόσεων της επιχείρησης. Ορισμένοι οικονομολόγοι συμπεριφοράς (Baumol 1959, Chandler 1992) θεωρούν ότι οι διαφορές στο μέγεθος των επιχειρήσεων (και, ως εκ τούτου η εταιρική ανάπτυξη) οφείλονται στη διαίρεση μεταξύ των στόχων του ελέγχου και των δομών ιδιοκτησίας. Όταν η ιδιοκτησία είναι ξεχωριστή από τον εταιρικό έλεγχο, οι διευθυντές οι οποίοι ελέγχουν την εταιρεία, έχουν την τάση να ενισχύουν το μέγεθος της εταιρείας ώστε να μεγιστοποιήσουν την ικανοποίηση τους αντί της εταιρικής αξίας. Επομένως, αυτές οι θεωρίες δείχνουν ότι υπάρχουν διαφορετικοί τύποι της εταιρικής συμπεριφοράς που οδηγούν σε διαφορετικά επίπεδα επιδόσεων και ανάπτυξης.

Έχουν γίνει προσπάθειες να αναπτυχθούν θεωρίες φάσεως για την ανάπτυξη των επιχειρήσεων που περιγράφουν τις αλλαγές στο βέλτιστο μέγεθος κατά την διάρκεια ζωής των επιχειρήσεων. Οι επιχειρήσεις εξελίσσονται μέσα από πέντε φάσεις: τη δημιουργικότητα, την κατεύθυνση, την αντιπροσωπεία, τον συντονισμό και τη συνεργασία. Στην συνέχεια θα υπάρξει αναλυτικότερη προσέγγιση της θεωρίας της. Έχει υποστηριχθεί ότι μια επιχείρηση που αυστηρά μεγιστοποιεί τα κέρδη της είναι πιθανότερο να απολαύσει μόνο μια πεπερασμένη απότομη αύξηση της ανάπτυξης που σχετίζεται με την κάθε καινοτομία. Αν και οι θεωρίες φάσης της ανάπτυξης των επιχειρήσεων αποτελούν ένα χρήσιμο βοήθημα για σύλληψη, εξακολουθούν να αδυνατούν να εξηγήσουν γιατί διαφορετικές εταιρείες έχουν διαφορετικούς ρυθμούς ανάπτυξης σε κάθε φάση.

2.4 Προσδιοριστικοί παράγοντες ανάπτυξης επιχειρήσεων

Διάφοροι παράγοντες ανάπτυξης έχουν προταθεί από τους ερευνητές, ανάλογα με τον τρόπο σύστασης της μελέτης. Ερευνητές της ψυχολογίας επικεντρώθηκαν στη συμπεριφορά του επιχειρηματία, ενώ οι ερευνητές της οικονομικής θεωρίας επικεντρώθηκαν στη σχέση μεταξύ της ανάπτυξης και του μεγέθους της επιχείρησης.

Η ανάπτυξη των επιχειρήσεων εξαρτάται από την πορεία που ακολουθείται από τον οργανισμό και είναι ένα οργανωτικό αποτέλεσμα που προκύπτει από τον συνδυασμό των ειδικών εταιρικών πόρων, των δυνατοτήτων και των συνηθειών (Coad, 2009). Η ανάπτυξη των επιχειρήσεων εξαρτάται επίσης από τις επικρατούσες μακροοικονομικές συνθήκες και το βαθμό συγκέντρωσης ή τον ανταγωνισμό που επικρατεί στον κλάδο. Ο Haibo Zhou και ο Gerrit De Wit το 2009 μελέτησαν τους καθοριστικούς παράγοντες της ανάπτυξης των επιχειρήσεων με ένα ολοκληρωμένο τρόπο και ταξινόμησαν τους καθοριστικούς παράγοντες σε τρεις διαστάσεις: τους ατομικούς, τους περιβαλλοντικούς παράγοντες και τους οργανωτικούς.

Οι ατομικοί παράγοντες εξαρτώνται από τα χαρακτηριστικά της προσωπικότητας, τα κίνητρα ανάπτυξης, την ατομική ικανότητα και το προσωπικό υπόβαθρο του επιχειρηματία. Οι δυο καθηγητές στη μελέτη τους διαπίστωσαν ότι τα κίνητρα ανάπτυξης, οι ειδικές δεξιότητες και η ανάγκη για επιτεύγματα, είναι οι πιο σημαντικοί μεμονωμένοι παράγοντες ανάπτυξης της επιχείρησης. Ακόμα και αν οι γενικές οικονομικές συνθήκες είναι ευνοϊκές και η εταιρεία είναι σε θέση να εκμεταλλευτεί την ανάπτυξη της αγοράς με τη χρήση των δυνατοτήτων των πόρων της, ο διευθυντής με την ικανότητα του και την διαχειριστική του φιλοδοξία μπορεί να παίξει σημαντικό ρόλο στην ανάπτυξη της επιχείρησης. Αρκετές έρευνες έχουν δείξει ότι η προθυμία του επιχειρηματία να αναπτύξει τις επιχειρήσεις του (αναπτυξιακός προσανατολισμός) επηρεάζει την απόδοσή του και συνειδητοποιεί την ανάπτυξη της καλύτερα. Οι δραστήριοι διευθυντές μπορούν να χρησιμοποιούν αποτελεσματικά τους πόρους και να επιλέγουν τις κατάλληλες στρατηγικές για τη βελτίωση της ανάπτυξης. Αυτό ισχύει ιδίως για μια μικρή επιχείρηση όπου το κίνητρο και η ικανότητα είναι παράγοντες που σχετίζονται με τον επιχειρηματία που παίζει τον σημαντικότερο ρόλο για την επιτυχία της επιχείρησης. Σε εμπειρικές μελέτες, τα κίνητρα ανάπτυξης των διευθυντών παρατηρήθηκε ότι έχουν θετική επίδραση στην ανάπτυξη (Delmar & Wiklund, 2008).

Οι περιβαλλοντικοί καθοριστικοί παράγοντες, όπως ο δυναμισμός, η εχθρότητα και η ετερογένεια, προσδιορίζουν την πιθανότητα ανάπτυξης των επιχειρήσεων. Σε κάποιο βαθμό, η ανάπτυξη καθορίζεται εξωτερικά από το περιβάλλον στο οποίο δραστηριοποιείται η επιχείρηση. Διάφορες μελέτες έχουν αναγνωρίσει την επίδραση

αυτών των καθοριστικών παραγόντων, αλλά δεν θεωρήθηκε ως η μεγαλύτερη επιρροή στον καθορισμό της ανάπτυξης των επιχειρήσεων. Μολονότι, η ανάπτυξη σε μεγάλο βαθμό είναι θέμα βούλησης και ικανότητας, οι αποφάσεις των διευθυντικών στελεχών και τα εμπόδια στο περιβάλλον της επιχείρησης, δεν μπορούν να αγνοηθούν. Η Catherine Beurdy και ο G. Swann το 2009 ανέπτυξαν στις ανάλυσεις τους, την επίδραση της δύναμης του συμπλέγματος της βιομηχανίας, και για ορισμένους βιομηχανικούς κλάδους υπάρχει μια θετική συσχέτιση στην ανάπτυξη για κάθε τομέα απασχόλησης.

Οι οργανωτικοί παράγοντες διαπιστώθηκε ότι έχουν τη μεγαλύτερη επίδραση στην ανάπτυξη των εταιρειών. Οι καθοριστικοί παράγοντες έχουν συζητηθεί στην υπάρχουσα βιβλιογραφία, με τη μορφή των εταιρικών γνωρισμάτων, τους συγκεκριμένους πόρους της επιχείρησης, τις στρατηγικές της επιχείρησης και την οργανωτική δομή. Επίσης η ηλικία της επιχείρησης έχει αρνητική σχέση με την ανάπτυξη της επιχείρησης και αυτό έχει εμπειρικά αποδειχθεί από πολλές μελέτες. Ο νόμος του Robert Gibrat παρόλο ότι υπήρξε σημείο αναφοράς για την έρευνα του σχετικά με τους καθοριστικούς παράγοντες της ανάπτυξης της επιχείρησης, έχει αναθεωρηθεί από τη διατύπωση του το 1931 (Sutton, 1997). Σύμφωνα με το νόμο του Gibrat περί αναλογικής επίπτωσης, η ανάπτυξη των επιχειρήσεων είναι ανεξάρτητη από το μέγεθος της επιχείρησης κατά την έναρξη της περιόδου. Πρόωρες μελέτες δεν βρήκαν καμία σχέση μεταξύ του ρυθμού ανάπτυξης και του μεγέθους της επιχείρησης. Αλλά οι περισσότερες από τις μεταγενέστερες μελέτες έχουν δείξει μια αρνητική σχέση μεταξύ του μεγέθους της επιχείρησης και της ανάπτυξης πράγμα που έρχεται σε αντίθεση με το νόμο του Gibrat (Kumar 1985). Αν και η εμπειρική βιβλιογραφία όσον αφορά τη σχέση μεταξύ του μεγέθους της επιχείρησης και της ανάπτυξης έχει ως επί το πλείστον απορρίψει το στοχαστικό μοντέλο, μερικοί έχουν βρει αδύναμα σημεία και υποστηρίζουν το νόμο του Gibrat για τις μεγαλύτερες επιχειρήσεις (Evans 1987). Επίσης, έχει εμπειρικά υποστηριχθεί ότι η δυνατότητα επιβίωσης της επιχείρησης αυξάνεται με το μέγεθος και την ηλικία της (Jovanovic 1982, Evans 1987).

Με βάση συγκεκριμένους παράγοντες ανάπτυξης για κάθε επιχείρηση, οι οικονομικοί πόροι και το ανθρώπινο δυναμικό αποτελούν τους πιο σημαντικούς παράγοντες για

μικρή ανάπτυξη των επιχειρήσεων (Wiklund, 2009). Με την πρόσβαση σε επαρκείς οικονομικούς πόρους, οι επιχειρήσεις είναι σε θέση να αδράξουν τις ευκαιρίες ανάπτυξης. Το ανθρώπινο δυναμικό αντιπροσωπεύει τη γνώση, τις δεξιότητες και την εμπειρία. Αυτό είναι ιδιαίτερα σημαντικό ιδίως για τις μικρές επιχειρήσεις στην ταχέως μεταβαλλόμενη βιομηχανία καθώς υπάρχει περιορισμός των διαθεσίμων δυνατοτήτων και εξαρτώνται από τις καινοτομίες για τη μελλοντική ανάπτυξή τους. Οι στρατηγικές της επιχείρησης στρέφουν τον προσανατολισμό της συμφωνά με τις ανάγκες της αγοράς και τις προτιμήσεις των πελατών. Η επιχειρησιακή στρατηγική εξαρτάται ουσιαστικά από το επιχειρηματικό προσανατολισμό της ανώτατης διοίκησης και την ικανότητα της να είναι προορατική και ανταγωνιστική στην αγορά. Τα εμπειρικά στοιχεία δείχνουν ότι ο επιχειρηματικός προσανατολισμός σχετίζεται θετικά με την ανάπτυξη (Wiklund, 1998). Οι δαπάνες έρευνας και ανάπτυξης έχουν επίσης σημαντικό αντίκτυπο στην ανάπτυξη της επιχείρησης. Η οργανωτική δομή, η οποία σχετίζεται με την κατανομή της εργασίας και του μηχανισμού συντονισμού όπως η συγκέντρωση και η τυποποίηση, έχει αποδειχθεί ότι έχουν ανάμεικτα αποτελέσματα στην ανάπτυξη της επιχείρησης. Ο οργανωτικός δυναμισμός, όπως η στρατηγική λήψης αποφάσεων, οι δαπάνες έρευνας και ανάπτυξης και η επεκτασιμότητα (δηλαδή η ετοιμότητα για να αναπτυχθούν) έχει θετική επίδραση στην ανάπτυξη των επιχειρήσεων.

Παράγοντες που αναστέλλουν ή παρεμποδίζουν την ανάπτυξη, είναι τα θεσμικά εμπόδια και τα οικονομικά εμπόδια. Στα θεσμικά εμπόδια περιλαμβάνονται οι πολιτικές της κυβέρνησης, η νομική δομή και το φορολογικό σύστημα. Οι μικρότερες επιχειρήσεις αντιμετωπίζουν υψηλότερα εμπόδια λόγω των θεσμικών πολιτικών. Τα χρηματοοικονομικά εμπόδια αντιπροσωπεύουν την πρόσβαση σε χρηματοδοτικούς πόρους. Η πρόσβαση σε χρηματοδοτικούς πόρους εξαρτάται από τον ρυθμό ανάπτυξης του χρηματοοικονομικού τομέα μιας χώρας. Όσο η οικονομική ανάπτυξη μειώνει το κόστος της εξωτερικής χρηματοδότησης στις οικονομικά εξαρτώμενες επιχειρήσεις, υπάρχει μια σημαντική υποστηρικτική επίδραση στο ρυθμό της ανάπτυξης των επιχειρήσεων (Rajan και Zingales, 1998). Και πάλι όμως οι μεγαλύτερες επιχειρήσεις έχουν καλύτερες δυνατότητες χρηματοδότησης, σε σύγκριση με τις μικρότερες

επιχειρήσεις. Άλλοι παράγοντες που συνήθως αναστέλλουν την λειτουργία των επιχειρήσεων είναι η αναποτελεσματική λειτουργία των χρηματοπιστωτικών αγορών, η ανεπαρκής ασφάλεια των δικαιωμάτων ιδιοκτησίας, οι κακές υποδομές, η αναποτελεσματική ρύθμιση της φορολογίας, καθώς και ευρύτερα χαρακτηριστικά του πολιτικού συστήματος, όπως η διαφθορά (Ayyagari , 2008).

Διευθυντικές ικανότητες μπορούν επίσης να αποτελέσουν μερικές φορές τον περιοριστικό παράγοντα για την ανάπτυξη των εταιρειών (Penrose, 1959). Καθώς η επιχείρηση μεγαλώνει και ωριμάζει, υπάρχει μια τάση των διαχειριστών να συνεχιστεί η ανάπτυξη και όχι η ευημερία των μέτοχων της. Στους διευθυντές αρέσει να αυξάνουν τις πωλήσεις ή το σύνολο του ενεργητικού σε βάρος της αποδοτικότητας, ειδικά όταν οι αμοιβές και η δύναμή τους συνδέεται με το μέγεθος της επιχείρησης που μετράται από τις πωλήσεις. Οι διευθυντές προσπαθούν επίσης να μεγιστοποιήσουν την ανάπτυξη για την επίτευξή προσωπικών τους φιλοδοξιών προκειμένου να οικοδομήσουν τη δική τους ‘αυτοκρατορία’. Αυτή η τεχνική μεγέθυνση δίνει στους διευθυντές την αίσθηση της επιτυχίας, αλλά συγχρόνως και την αγωνία για την απώλεια της δουλειάς τους στο μέλλον.

2.5 Σχέση οργανωτικής μάθησης και χρηματοοικονομικής επίδοσης της επιχείρησης

Ο ορισμός της οργανωτικής απόδοσης είναι ένα ανοιχτό ζήτημα με λίγες μελέτες χρησιμοποιώντας συνεπείς ορισμούς και μέτρα. Η απόδοση είναι ένας πολύ κοινός σκοπός σε έρευνα διαχείρισης, παρόλο που η δομή και ο ορισμός της σπάνια δικαιολογούνται, σε αντίθεση με τη καταλληλότητα της, ανεξάρτητου μορφή, αναμφισβήτητα θεωρείται.

Η απόδοση της επιχείρησης αντικατοπτρίζει το βαθμό επίτευξης των στόχων όσον αφορά την οργάνωση του εργατικού δυναμικού, των κεφαλαίων, μάρκετινγκ και φορολογικά θέματα. Πολλά αντικειμενικά και υποκειμενικά μέτρα έχουν χρησιμοποιηθεί στη βιβλιογραφία για να προσδιοριστεί το επίπεδο της οργανωτικής

απόδοσης. Η οργανωτική απόδοση Maltz έχει αποτελέσει σημαντικό θέμα έρευνας στη βιβλιογραφία για θέματα οργάνωσης για πάνω από τριάντα χρόνια καθώς διαχειριστές με ερευνητές που εξακολουθούν να αγωνίζονται με μελέτες διερευνώντας τη σχέση μεταξύ του πολιτισμού και της απόδοσης, τείνουν να χρησιμοποιούν διάφορα μέτρα απόδοσης (Abu-Jarad κ.α., 2010. Lim, 1995). Εξετάζοντας ξανά τη σχέση πολιτισμού-απόδοσης, μέσω των Abu-Jarad κ.α. (2010) διαπιστώθηκε ότι τα πιο κοινά μέτρα της οργανωτικής απόδοσης είναι η οικονομική αποδοτικότητα και η ανάπτυξη. Σε μια μελέτη διερεύνησης της σχέσης ανάμεσα στον πολιτισμό και την απόδοση των ΜΚΟ, Duke II & Edet (2012) χρησιμοποιείται για τον αριθμό των πελατών που εξυπηρετούνται, η πρόσβαση στη χρηματοδότηση Balanced Scorecard των Kaplan & Norton (2004) με διάφορες διαστάσεις της απόδοσης. - *άρθρο The Effect of Organizational Culture on Firm Financial Performance: Evidence from a Developing Country*

Σύμφωνα με την Μουζαλιώτου Ι.(2010), μια επιχείρηση θεωρείται επιτυχημένη, όταν επιτυγχάνει τους στόχους της και ικανοποιεί τις προσδοκίες της. Βέβαια, οι στόχοι αυτοί πρέπει να είναι αντικειμενικά επιτεύξιμοι και ευθυγραμμισμένοι με τους σκοπούς και τις προσδοκίες της επιχείρησης. Προκειμένου λοιπόν, μια επιχείρηση να είναι αποδοτική και αποτελεσματική, πρέπει οι διαδικασίες της να εκτελούνται ορθά βάσει του καταστατικού και της επιθυμητής πορείας της, πρέπει η επιχείρηση να ανανεώνεται συχνά και όσον αφορά τη δομή της αλλά και τις διαδικασίες της.

Ο βασικός στόχος κάθε επιχείρησης, δημόσιας ή ιδιωτικής, είναι η μεγιστοποίηση του κέρδους της, όπως αναφέρθηκε και παραπάνω, μέσω της επίτευξης των στόχων που αυτή έχει θέσει. Ιδανικά, αυτός ο στόχος επιτυγχάνεται, όταν όλο το προσωπικό και όλες οι ενέργειες, βρίσκονται σε πλήρη αρμονία και συμφωνία με την κατεύθυνση της επιχείρησης. Αυτό δεν είναι πάντα εύκολο. Πολλές φορές είναι και ακατόρθωτο. Στην πραγματικότητα, οι περισσότερες ενέργειες σπάνια αποτελούν αποτέλεσμα απλών και άμεσων αποφάσεων. Οι περίπλοκες όμως καταστάσεις, συχνά οδηγούν σε δύσκολες καταστάσεις. Οι πιέσεις που προκύπτουν από εσωτερικές διαδικασίες οδηγούν σε βεβιασμένες και ως επί το πλείστον, λανθασμένες αποφάσεις. Η έλλειψη κατανόησης και η ελλιπής γνώση, έχει σαν αποτέλεσμα την λανθασμένη εκτίμηση καταστάσεων

και κατ’ επέκταση απόρροια μια λανθασμένης κρίσης θα είναι και μία λανθασμένη απόφαση. Η ανεπαρκής πληροφόρηση και οι υπερβολικές προσδοκίες αποτελούν πολύ συχνά τις αιτίες λανθασμένων αποφάσεων και βεβιασμένων κινήσεων.

Παρόλα αυτά σε ένα τόσο περίπλοκο περιβάλλον, είναι πολύ σημαντικό κάθε ενέργεια να συμβάλλει στο μέγιστο δυνατό βαθμό, στην υλοποίηση των στόχων της επιχείρησης. Οι ενέργειες αυτές πρέπει να είναι άμεσα συνδεδεμένες με τους επιθυμητούς στόχους. Οι μικρές ατομικές σωστές και στοχευμένες πράξεις, οδηγούν στη δημιουργία ομάδων με συνοχή και σωστή συνεργασία. Οι μικρές αυτές μεμονωμένες πράξεις, είναι απαραίτητες για να επιτευχθούν οι επιχειρηματικοί στόχοι, όπως θα μπορούσε να είναι η παροχή ποιοτικών υπηρεσιών στους πελάτες, ή η παραγωγή προϊόντων υψηλής ποιότητας σε ανταγωνιστικές τιμές. Ουσιαστικά, όλες οι ενέργειες πρέπει να γίνονται συνετά και αποδοτικά, βασισμένες πάντα στο στόχο της επιχείρησης.

Η αποδοτική επιχείρηση είναι ένας οργανισμός που δρα έξυπνα στο παρόν αλλά ταυτόχρονα, είναι σε θέση να αντιμετωπίσει αποδοτικά τις προκλήσεις του μέλλοντος. Η επίτευξη των στόχων της πραγματοποιείται εφαρμόζοντας τις στρατηγικές και τα οράματά της, μέσω των ατομικών ενεργειών των εργαζομένων της και μέσω των συστημάτων, πολιτικών και της οργανωτικής της δομής. Συνδυάζοντας τους βραχυπρόθεσμους και μακροπρόθεσμους στόχους, ικανοποιεί τις προσδοκίες της ίδιας της επιχείρησης καθώς και των μετόχων της. Η διοίκηση των επιτυχημένων επιχειρήσεων αναγνωρίζει ότι για να επιβιώσουν στο μέλλον, πρέπει να ξέρουν και να αντιλαμβάνονται, το εύρος των ευθυνών που έχουν. Για πολλούς οργανισμούς, αυτές οι ευθύνες, ξεπερνούν τις απλές και συμβατικές διαδικασίες που απλά εξασφαλίζουν την ομαλή λειτουργία της επιχείρησης και συμπεριλαμβάνουν προβληματισμούς για το περιβάλλον, για την οικονομία, για την κοινωνία αλλά και για τους υπόλοιπους μετόχους που επηρεάζονται έμμεσα ή άμεσα από τις ενέργειες της επιχείρησης. Οι προβληματισμοί αυτοί αφορούν επίσης την πραγματοποίηση των μελλοντικών στόχων της επιχείρησης, που άλλωστε αποτελεί και το λόγο ύπαρξης της. Το ύψος των ευθυνών διαμορφώνεται από το κατά πόσον αντιλαμβάνονται τα μέλη της διοίκησης ότι η επιχείρηση αποτελεί κομμάτι ενός σύνθετου κοινωνικοοικονομικού συστήματος και

τα αποτελέσματα της οποιαδήποτε ενέργειάς της επιδρά στα υπόλοιπα μέρη αυτού του συστήματος, επηρεάζοντας τη μελλοντική επιβίωσή του. Όλα τα μέρη επηρεάζονται, οι ιδιοκτήτες, οι εργαζόμενοι, οι πελάτες, οι προμηθευτές, η κοινωνία, το περιβάλλον και φυσικά ο συνδυασμός όλων αυτών η ίδια η επιχείρηση. Τα οφέλη της σωστής συμπεριφοράς είναι πολλαπλά. Όταν οι εργαζόμενοι και συνολικά η επιχείρηση, κάνουν το σωστό, τότε η επιχείρηση μπορεί να ανταπεξέλθει επιτυχώς στις προκλήσεις και να απολαμβάνει την επιτυχία και τη διαρκή βιωσιμότητα.

2.6 Γιατί η απόδοση της επιχείρησης είναι αποτέλεσμα των προσωπικών ενεργειών των εργαζομένων

Η αποδοτική συμπεριφορά είναι πολύ σημαντική σε όλα τα επίπεδα. Η αποτελεσματική απόδοση θεωρείται εξαιρετικά σημαντική στην επίλυση προβλημάτων και στη λήψη αποφάσεων όπως παραδείγματος χάριν στη εταιρική Οργανωσιακή Μάθηση και στρατηγική. Παρόλα αυτά η τελέσφορη συμπεριφορά είναι εξίσου σημαντική στη παραγωγή καθώς και στη καθημερινότητα του κάθε εργαζομένου. Η επίλυση των πολλών μικροπροβλημάτων που προκύπτουν στην καθημερινότητα του κάθε εργαζομένου, σταδιακά οδηγούν στη συνολική βελτίωση της απόδοσης όλης της επιχείρησης. Σε αυτό άλλωστε βασίζεται και η διαφοροποίηση μιας αποδοτικής επιχείρησης από μια επιχείρηση που ενώ έχει όλες τις προδιαγραφές να είναι αποτελεσματική, συναντάει πολλά εμπόδια για να επιτύχει το σκοπό της. Η εταιρική στρατηγική μπορεί να καθορίζεται από το Διοικητικό Συμβούλιο, αλλά ουσιαστικά εφαρμόζεται από τις ατομικές πράξεις των εργαζομένων. Για να εφαρμοστεί κατάλληλα η στρατηγική που έχει θεσπίσει μία επιχείρηση, απαιτείται κατανόηση και αφομοίωση αυτής από όλους τους υπαλλήλους όλων των επιπέδων, προκειμένου οι ατομικές ενέργειές τους να συντελούν στην υλοποίηση της στρατηγικής αυτής ξεπερνώντας τα εμπόδια που μπορεί να προκύψουν από την εφαρμογή των «συνηθισμένων διαδικασιών».

Οι εταιρικές συμπεριφορές έχουν διάφορες μορφές. Οι ενέργειες των ανώτερων στελεχών είναι πιο εύκολο να παρακολουθούνται καθώς οι ενέργειές τους έχουν αντίκτυπο στις ενδεχόμενες εξαγορές και συγχωνεύσεις της επιχείρησης, αλλά και στη διαχείριση σημαντικών προβλημάτων που ίσως προκύψουν (όπως παραδείγματος

χάριν μία αποτυχία ενός προϊόντος στην αγορά). Βέβαια, άλλες συμπεριφορές είναι ή μπορεί να είναι πρακτικά πιο σημαντικές, αλλά είναι πιο δύσκολο να εντοπιστούν και να χαρακτηριστούν. Επίσης, μπορεί να είναι πιο δύσκολο να επηρεαστούν και να διαφοροποιηθούν. Τέτοιες συμπεριφορές που δύσκολα αλλάζουν είναι συνήθως το πώς οι εργαζόμενοι-πωλητές αντιμετωπίζουν τους πελάτες, το πόσο γρήγορα ένας οργανισμός μπορεί να ενεργήσει προκειμένου να προσαρμοστεί στην νέες ευκαιρίες που μπορεί να προκύψουν, το πόσο γρήγορα μπορεί να αναπτύξει νέα προϊόντα στις διαφορετικές ανάγκες της αγοράς κτλ.

Η επιχείρηση είναι ένας συνδυασμός συστημάτων, όπου η απόδοση του κάθε τμήματος ή υποσυστήματος θα επηρεάσει τη συνολική λειτουργία και συμπεριφορά του οργανισμού, η οποία καθορίζει και την επιτυχία του. Ωστόσο, η συνολική απόδοση ενός οργανισμού απαρτίζεται από τις μεμονωμένες ενέργειες των εργαζομένων και των τμημάτων. Κατ’ επέκταση η απόδοση εκάστου τμήματος εξαρτάται από τις πράξεις και τις συμπεριφορές που έχουν τα άτομα που κατέχουν θέσεις μέσα σε αυτά τα τμήματα.

Εν κατακλείδι λοιπόν, η συνολική συμπεριφορά της επιχείρησης, καθώς και η απόδοσή της, είναι το αποτέλεσμα των ενεργειών του κάθε εργαζομένου μέσα στην επιχείρηση, αλλά και του καθενός που ενεργεί για αυτήν. Προκειμένου η συνολική απόδοση της επιχείρησης να είναι η επιθυμητή, πρέπει να είναι συμβατές προς αυτή την κατεύθυνση και οι ενέργειες των εργαζομένων.

2.7 Η σημαντικότητα της οργανωσιακής μάθησης στην αποδοτικότητα της επιχείρησης

Η γνώση και συγκεκριμένα η κατανόηση της δουλειάς και των σκοπών της επιχείρησης είναι η κινητήριος δύναμη και πρωταρχική αρχή, ενός επιτυχημένου οργανισμού. Οι διοικούντες της επιχείρησης προωθούν τη βιωσιμότητα αναπτύσσοντας, αθροίζοντας και αναπτύσσοντας την ανταγωνιστική γνώση. Θεωρούν ότι με αυτό τον τρόπο, θα προάγουν την κατάλληλη και χωρίς κόπο διαχείριση των καθημερινών απλών εργασιών και ότι τα έκτακτα και πιο περίπλοκα περιστατικά θα μπορούν οι εργαζόμενοι να τα διαχειριστούν έγκαιρα και αποτελεσματικά. Επίσης θεωρούν ότι η

σταθερή αποδοτική συμπεριφορά διασφαλίζει ανταγωνιστική ηγεσία και την ικανότητα να ανταπεξέλθει η επιχείρηση επιτυχώς σε νέες ευκαιρίες καθώς και να προσφέρει νέες υπηρεσίες που δεν μπορούσε πριν. Για όλους αυτούς τους λόγους, επιλέγουν να διαχειρίζονται τη γνώση αναλυτικά και συστηματικά.

Η συνολική επίδοση της επιχείρησης καθορίζεται από την αποδοτικότητα των αναρίθμητων μεμονωμένων ενεργειών που γίνονται από τους εργαζομένους και τις ομάδες, ουσιαστικά δηλαδή από το πόσο καλά οι καθημερινές εργασίες αλλά και οι δύσκολες καταστάσεις αντιμετωπίζονται. Η οργανωσιακή αποδοτικότητα καθορίζεται από πολλούς παράγοντες με πιο σημαντικούς την ποιότητα και την διαθεσιμότητα της συναφούς με την επίλυση συγκεκριμένων προβλημάτων γνώσης. Δηλαδή με τη σωστή χρήση των διαθέσιμων πληροφοριών, την καινοτομία, την λήψη σωστών αποφάσεων, τις έγκαιρες και ορθά μελετημένες πράξεις καθώς και με την αξιολόγηση των επιπτώσεων συγκεκριμένων κινήσεων. Υπάρχουν και άλλοι παράγοντες που αφορούν τα κίνητρα των ατόμων καθώς και επιχειρηματικά χαρακτηριστικά, τα οποία διαμορφώνουν και μετατρέπουν τις ατομικές πράξεις σε επιθυμητά και αποδοτικά για την επιχείρηση αποτελέσματα.

Υπάρχουν πολλών ειδών επιχειρηματικές καταστάσεις εργασίας. Κάποιες εξ αυτών, οι οποίες είναι και οι πιο διαδεδομένες, είναι γρήγορες, αξιόπιστες και απαιτούν ρουτίνα και αυτοματοποιημένη γνώση. Άλλες εργασιακές καταστάσεις είναι περίπλοκες και απαιτούν εκτενής και συγκεκριμένη γνώση. Βέβαια ακόμα και σε αυτές τις αξιόπιστες και καλά δομημένες καταστάσεις, απαιτούνται πολλά βήματα και συγκεκριμένη γνώση προκειμένου αυτή η κατάσταση να διατηρηθεί και να συνεχίσει να είναι αποδοτική και προσηλωμένη στην υλοποίηση των στόχων της επιχείρησης.

Αντίστοιχα βήματα και ενέργειες απαιτούνται και για το χειρισμό απλών και περίπλοκων προσωπικών αλλά και οργανωσιακών περιπτώσεων. Πολλά προβλήματα που προκύπτουν μέσα σε έναν οργανισμό, όπως είναι οι ευκαιρίες που παρουσιάζονται σε μια επιχείρηση, σχετίζονται με τη σωστή διαχείριση γνώσης, αλλά δυστυχώς δεν υπάρχουν ακόμα θεσπισμένες διαδικασίες αναφορικά με τη διαχείριση της γνώσης μέσα σε κάθε επιχείρηση (Karl M. Wiig, 2004).

2.8 Πως καθορίζεται η επιτυχημένη επιχειρηματική απόδοση

Παραδοσιακά, στο μυαλό των περισσότερων ανθρώπων η επιτυχημένη επιχειρηματική απόδοση, είναι άμεσα συνδεδεμένη με τα καλά οικονομικά αποτελέσματα. Εξετάζοντάς το από μία άλλη σκοπιά, θα μπορούσαμε να πούμε ότι η επιτυχημένη επιχειρηματική απόδοση, επικεντρώνεται στην ικανότητα της επιχείρησης να ξεπεράσει και να αντιμετωπίσει αποτελεσματικά τις προκλήσεις. Να δημιουργήσει ευκαιρίες ή ένα εκμεταλλευτεί στον καλύτερο δυνατό βαθμό τις υπάρχουσες, εξισορροπώντας τα τυχόν εσωτερικά προβλήματα και διλήμματα. Βέβαια, για είναι όλα τα ανωτέρω υλοποιήσιμα πρέπει το χρηματοοικονομικό σύστημα της επιχείρησης να είναι άρτια δομημένο και υγιές, άλλα και τα ανώτερα στελέχη της επιχείρησης να καθοδηγούν και να παρακινούν τους υπαλλήλους.

Η επιτυχημένη και βιώσιμη επιχείρηση πρέπει συνεχώς να ικανοποιεί τους μετόχους της και να συμπεριφέρεται με τέτοιο τρόπο στους πελάτες της, έτσι ώστε να απαιτούν τα δικά της προϊόντα για να μη στραφούν στα προϊόντα του ανταγωνισμού. Η επιχείρηση πρέπει να διαθέτει προϊόντα και υπηρεσίες μεγαλύτερης ποιότητας και αξίας από αυτά που υπάρχουν στην αγορά και πρέπει να τα παρέχει με επαρκή διαθεσιμότητα και σε ανταγωνιστικές τιμές. Για το επιτύχει αυτό, η επιχείρηση πρέπει να ανταπεξέλθει επιτυχώς στις παρούσες και στις μελλοντικές προκλήσεις. Πρέπει να εφαρμόζει τα οράματά της και τις στρατηγικές της μέσω των ενεργειών εκάστου υπαλλήλου, προκειμένου να καταστεί λειτουργική η επιχειρηματική στρατηγική. Αυτό βέβαια για να επιτευχθεί, απαιτεί ανταγωνιστικούς και καλά ενημερωμένους υπαλλήλους, καθώς και ώριμες και στοχευμένες επιχειρηματικές κινήσεις, καθοδηγούμενες από καλά δομημένες διαδικασίες. Εδώ και αρκετά χρόνια πολλοί έχουν ασχοληθεί με την ανάπτυξη θεωριών, που θα κάνουν τις επιχειρήσεις πιο αποδοτικές. Έχουν δομηθεί και αναλυθεί πολλά μοντέλα σαν αποτέλεσμα ερευνών πολλών επιστημών, αλλά δυστυχώς είναι πολύ λίγα τα μοντέλα τα οποία επικεντρώνονται στην ανάγκη και στη σημασία της οργανωσιακής μάθησης.

Εδώ και πολύ λίγο καιρό, έχει γίνει κοινώς αποδεκτό ότι οι οργανισμοί που εφαρμόζουν αυτά τα μοντέλα καταφέρνουν να εντοπίσουν τις πραγματικές ανάγκες

του εργατικού τους δυναμικού και να τις καλύψουν με τον κατάλληλο τρόπο, ώστε να επιτευχθούν οι στόχοι της επιχείρησης.

2.9 Η Αποδοτικότητα της Επιχείρησης στο Εξωτερικό και Στο Εσωτερικό περιβάλλον της

Η αποδοτικότητα της επιχείρησης πρέπει να εξετάζεται από δυο πλευρές. Από το πώς επηρεάζει το εσωτερικό και πως το εξωτερικό περιβάλλον της. Η απόδοση της επιχείρησης στο εξωτερικό περιβάλλον της, σχετίζεται με την απόδοση των προϊόντων ή των υπηρεσιών στην αγορά, αλλά και από την ικανοποίηση των εξωτερικών μετόχων της. Η αποδοτικότητα μπορεί να μετρηθεί από την ικανοποίηση των πελατών από τα παρεχόμενα προϊόντα ή υπηρεσίες, από το πόσο ικανοποιημένοι είναι οι μέτοχοι από τη χρηματοοικονομική απόδοση που λαμβάνουν, από το πόσο η επιχείρηση εκπληρώνει τις κοινωνικές και περιβαλλοντικές της ευθύνες, από το πόσο ικανοποιημένοι είναι οι εργαζόμενοι από το εργασιακό περιβάλλον κτλ. Η απόδοση της επιχείρησης στο εσωτερικό περιβάλλον της, σχετίζεται με την απόδοση της ίδιας της επιχείρησης στο εσωτερικό της. Από το αν δηλαδή οι άνθρωποι και οι ομαδικές πράξεις επιλέγονται και διεκπεραιώνονται με τον κατάλληλο τρόπο ώστε να ικανοποιούνται οι ανάγκες και οι στόχοι της επιχείρησης στο μέγιστο δυνατό βαθμό. Τέτοια παραδείγματα αποτελούν η ικανότητά της να κατασκευάζει και να διαθέτει στην αγορά προϊόντα υψηλής ποιότητας και εντός συμφωνηθέντων χρονικών περιθωρίων, η αξιοποίηση των διαθέσιμων κεφαλαίων, οι σωστές και καλά δομημένες εσωτερικές διαδικασίες προκειμένου οι παραδόσεις να γίνονται έγκαιρα και με το χαμηλότερο δυνατό κόστος, η ευρεία και άμεση υιοθέτηση των νέων βελτιωμένων λειτουργικών πρακτικών και γνώσεων, η επένδυση στην εκπαίδευση των εργαζομένων ώστε να είναι καλά ενημερωμένοι και ικανοποιημένοι από το εργασιακό περιβάλλον κτλ. (Karl M. Wiig, 2004).

Πιο πρόσφατα, εμφανιστήκαν στην υπάρχουσα βιβλιογραφία τα μοντέλα της μάθησης και της επιλογής. Η προσέγγιση αυτή λαμβάνει υπόψη τη δυναμική των επιχειρήσεων και το επίπεδο της αποδοτικότητας. Επομένως, η ανάπτυξη της επιχείρησης και η επιβίωση της εξαρτάται από την ικανότητα της επιχείρησης να μάθει και να

προσαρμόζει τις στρατηγικές της στο μεταβαλλόμενο περιβάλλον (Geroski, 1995). Ένα μοντέλο που έφερε εξέλιξη στον κλάδο προτάθηκε από τον Jovanovich το 1982, υποβάλλοντας την καμπύλη του κόστους κάθε επιχείρησης σε τυχαία κατανομή, σε συγκεκριμένες οικονομικές κρίσεις. Κατέληξε στο συμπέρασμα ότι με την πάροδο του χρόνου η επιχείρηση μαθαίνει για τις επιπτώσεις αυτών των οικονομικών κρίσεων από την αποτελεσματικότητα της. Οι επιχειρήσεις που αντιμετωπίζουν τις οικονομικές κρίσεις αναπτύσσονται και επιβιώνουν. Άλλες δεν αναπτύσσονται και μπορεί να συρρικνωθούν και ακόμη να εγκαταλείψουν τον κλάδο. Το μοντέλο είναι αποτελεσματικό επίσης σε μικρές επιχειρήσεις που έχουν υψηλότερους, αλλά πιο μεταβλητούς ρυθμούς ανάπτυξης αλλά και πιο ψηλά ποσοστά αποτυχίας από ό, τι οι μεγάλες επιχειρήσεις. Ο Chandler το 1992 έδωσε έμφαση στη διαχείριση των πόρων από την άποψη των οργανωτικών δυνατοτήτων, για να εξηγήσει τις αρχές και την ανάπτυξη των σύγχρονων βιομηχανικών επιχειρήσεων. Η βιβλιογραφία σχετικά με τις οργανωτικές δυνατότητες και βασικές ικανότητες είναι σε καλύτερη θέση να εξηγήσει τις ανομοιογένειες μεταξύ των επιχειρήσεων και προσφέρει ένα αξιόπιστο, και ιστορικά αποδεδειγμένο πλαίσιο οργανωτικής ανάπτυξης και εξέλιξης (Geroski, 1999).

2.10 Παράγοντας: Η περιβαλλοντική επίδοση

Σύμφωνα με την Χαρίτου Κ. (2011), ο παράγοντας αυτός κερδίζει συνεχώς το ενδιαφέρον μεγάλου αριθμού ερευνητών, ακαδημαϊκών και επιχειρηματιών. Αν και έχει υποστηριχθεί ότι η καλή περιβαλλοντική επίδοση μιας εταιρίας μπορεί να βελτιώσει την χρηματοοικονομική της επίδοση, παρόλα αυτά η διαμάχη των ερευνητών συνεχίζει να είναι ακόμα έντονη.

Πολλοί ερευνητές αντιλαμβάνονται την περιβαλλοντική στρατηγική ως εργαλείο που μπορεί να οδηγήσει ένα οργανισμό να κερδίσει συγκριτικό πλεονέκτημα και να βελτιώσει την επίδοσή του. Πιο συγκεκριμένα, μέσω της οργανωμένης περιβαλλοντικής διαχείρισης, πιστεύουν ότι οι επιχειρήσεις μπορούν να μειώσουν τα κόστη τους και να αυξήσουν τα έσοδά τους ενώ άλλοι ερευνητές υποστηρίζουν ότι οι

περιβαλλοντικές πρακτικές και τα κίνητρα εμπεριέχουν κόστη και μπορεί να έχουν λίγα χρηματοοικονομικά οφέλη (Jaffe κ.α ,1995; Walley & Whitehead; 1994).

Ακολουθούν τα αποτελέσματα πολλών μελετητών, τα οποία είναι μεικτά αλλά κατά κύρια βάση κυριαρχεί η ύπαρξη μιας θετικής σχέσης έναντι της ύπαρξης μιας αρνητικής. Συχνά, εντοπίστηκε θετική συσχέτιση της περιβαλλοντικής επίδοσης με τους χρηματοοικονομικούς δείκτες. Συγκεκριμένα, στο εμπειρικό κομμάτι, οι King & Lenox (2001) και οι Konar & Cohen (2001) διαπιστώνουν ότι η περιβαλλοντική επίδοση συνεισφέρει θετικά στην χρηματοοικονομική επίδοση και δηλαδή αποδίδει να λειτουργεί θετικά.

Η πρόληψη της ρύπανσης και η μείωση της εκπομπής των ρύπων έχουν θετική επίδραση και συνεπώς βελτιώνουν τους χρηματοοικονομικούς δείκτες της επιχείρησης και συγκεκριμένα τις αποδόσεις των περιουσιακών στοιχείων (ROA), τις αποδόσεις των πωλήσεων (ROS) και τις αποδόσεις των ιδίων κεφαλαίων (ROE).

Οι Gottsman and Klesser (1998) κατηγοριοποίησαν τις S&P 500 επιχειρήσεις με βάση τέσσερα περιβαλλοντικά κριτήρια δηλαδή τις εκπομπές των ρύπων, την συμμόρφωση, την συχνότητα ύπαρξης πετρελαιοκηλίδων και τον ρυθμό παραγωγής αποβλήτων και διαπίστωσαν ότι οι επιχειρήσεις με «καλή» περιβαλλοντική επίδοση αποδίδουν περισσότερο από ότι οι S&P 500.

Ο White (1996) εισάγει την έννοια της εταιρικής κοινωνικής ευθύνης και διαπιστώνει ότι οι επιχειρήσεις που έχουν ενεργή περιβαλλοντική δράση και είναι γνωστές για αυτό στο κοινωνικό σύνολο, έχουν πολύ καλύτερες αποδόσεις από ότι οι επιχειρήσεις με ουδέτερη ή κακή περιβαλλοντική φήμη. Οι επιχειρήσεις λαμβάνουν βραβεία και διακρίσεις για την περιβαλλοντική τους είσοδο έχουν θετικές αποδόσεις ενώ μία «κακή» δημοσιότητα λόγω ύπαρξης επιβλαβών γεγονότων για το περιβάλλον (πχ. πετρελαιοκηλίδες) μειώνουν σημαντικά την αξία της μετοχής της.

Οι Stanwick P. & Stanwick S. (1998) διαπιστώνουν μία σημαντική συσχέτιση μεταξύ χαμηλών επιπέδων εκπομπής ρύπων και υψηλής κερδοφορίας για εταιρίες με άριστη φήμη για κοινωνική ευθύνη. Δηλαδή, εταιρίες που χαρακτηρίζονται από άριστη κοινωνική δράση και έχουν χαμηλό επίπεδο εκπομπής ρύπων έχουν υψηλότερα κέρδη

από ότι οι εταιρίες που εκπέμπουν υψηλότερα επίπεδα ρύπων. Επιρόσθετα, συμπεραίνουν ότι οι κερδοφόρες επιχειρήσεις του δείγματος που μελέτησαν είναι πιθανό να ανταποκριθούν πιο συνειδητά σε περιβαλλοντικά ζητήματα.

Την τελευταία δεκαετία πολλές μελέτες δίνουν ιδιαίτερη έμφαση στην επίδραση της περιβαλλοντικής διαχείρισης στην εταιρική κερδοφορία (corporate profitability). Πιο συγκεκριμένα, οι Feldman κ.α. (1997) εντοίζουν ότι οι επιχειρήσεις που βελτιώνουν την περιβαλλοντική τους επίδοση μέσω της υιοθέτησης συστημάτων περιβαλλοντικής διαχείρισης σε επίπεδο που υπερβαίνουν τις απαιτήσεις που ορίζει ο νόμος και μειώνουν τις τοξικές εκπομπές ρύπων οδηγούνται στην μείωση του κόστους κεφαλαίου. Σύμφωνα με τους μελετητές, η βελτιωμένη περιβαλλοντική επίδοση σηματοδοτεί στις κεφαλαιαγορές ότι ο συστηματικός τους κίνδυνος έχει μειωθεί και αυτό οδηγεί σε μειωμένο κόστος του κεφαλαίου. Δηλαδή το beta μπορεί να μειωθεί με την βελτίωση της περιβαλλοντικής διαχείρισης.

Την παραπάνω σχέση ενστερνίζονται και ο Wahba (2008). Πιο συγκεκριμένα, ο Wahba (2008) μελετά την επίδραση της υιοθέτησης του προτύπου ISO 14001 σε αιγυπτιακές επιχειρήσεις διαφόρων κλάδων και συμπεραίνει ότι η πιστοποίηση σύμφωνα με το διεθνή πρότυπο ασκεί θετική και σημαντική επίδραση στην χρηματιστηριακή αξία της επιχείρησης. Επίσης, οι Melnyk κ.α. (2003) διερευνούν την σημασία του συστήματος περιβαλλοντικής διαχείρισης και διαπιστώνουν ότι έχει θετική και σημαντική επίδραση στην χρηματοοικονομική επίδοση της επιχείρησης.

Έχουν εξεταστεί επίσης 89 οργανισμοί που ανήκουν στις S&P 500 και ασχολούνται με μεταποιητικές και εξορυκτικές εργασίες σε αναπτυσσόμενες χώρες. Διαπιστώνουν ότι οι επιχειρήσεις που υιοθετούν παγκόσμια περιβαλλοντικά πρότυπα και ακολουθούν αυστηρά τους κανονισμούς που επιβάλλει η νομοθεσία, η μετοχή τους έχει υψηλότερη αξία σε σύγκριση με τις επιχειρήσεις που απλά υιοθετούν πρότυπα σε ίσο ή χαμηλότερο επίπεδο από αυτό που ορίζει ο νόμος της χώρας που δραστηριοποιούνται.

Επιπλέον στην βιβλιογραφία αναφέρεται η πρώτη ανάλυση κόστους-οφέλους από την εφαρμογή του συστήματος ISO 14001 και εστιάζουν στην οικονομική και οικολογική αποτελεσματικότητα του διεθνούς προτύπου σε 158 πιστοποιημένες ελβετικές

επιχειρήσεις. Συμπεραίνουν την γενικότερη ικανοποίηση των επιχειρήσεων αν και πολλές δυσκολεύονται να ανακαλύψουν περισσότερα οφέλη περιβαλλοντικού χαρακτήρα. Για αυτό, οι ερευνητές προτείνουν την εφαρμογή επιρόσθετων μέτρων για την υποστήριξη της οικολογικής αποτελεσματικότητας του προτύπου.

Πολλοί ερευνητές προκειμένου να έχουν «καλύτερα» και πιο ακριβή αποτελέσματα μελετούν την εξεταζόμενη σχέση επικεντρώνοντας σε ένα συγκεκριμένο κλάδο. Για παράδειγμα, ο Nehrt (1996) μελετά τον κλάδο της χαρτοβιομηχανίας και διαπιστώνει ότι οι επιχειρήσεις που έχουν επενδύσει από την αρχή σε νέες τεχνολογίες που ρυπαίνουν λιγότερο το περιβάλλον πραγματοποιούν θετικά μη κανονικά κέρδη. Στην ίδια κατεύθυνση και ο Christmann (2000) διαπιστώνει ότι οι χημικές εταιρίες που διαθέτουν καινοτόμες τεχνολογίες πρόληψης της ρύπανσης πραγματοποιούν σημαντική μείωση κόστους. Τέλος, συμφωνεί απόλυτα με τον Nehrt (1996) και σημειώνει ότι όσο νωρίτερα μια επιχείρηση διαθέτει την ικανότητα να καινοτομήσει τόσο μεγαλύτερες είναι οι εξοικονομήσεις που πετυχαίνει. Συνεχίζοντας την έρευνα, το ερώτημα που δημιουργείται είναι κατά όσο υπάρχει μία αιτιώδης σχέση μεταξύ περιβαλλοντικής και χρηματοοικονομικής επίδοσης. Δηλαδή, οι φιλικές προς το περιβάλλον ενέργειες μιας επιχείρησης οδηγούν σε οικονομική επιτυχία ή οι οικονομικά επιτυχημένες επιχειρήσεις επιλέγουν ένα πιο φιλικό προς το περιβάλλον προφίλ;

Εκτελώντας αιτιώδη στατιστικά τεστ επιβεβαιώνουν την υπόθεση ότι η περιβαλλοντική επίδοση μιας επιχείρησης έχει θετική επίδραση στην χρηματοοικονομική της επίδοση χρησιμοποιώντας δεδομένα από 300 ιαπωνικές εταιρίες και επιχειρούν να ελέγξουν αν η σχέση αυτή ισχύει και αντίστροφα. Συγκεκριμένα, όταν μελετούν την επίδραση της περιβαλλοντικής επίδοσης στην χρηματοοικονομική διαπιστώνουν ότι η πρώτη δεν επηρεάζει την δεύτερη όταν χρησιμοποιούν «παλιά» δεδομένα, ενώ η σχέση αυτή γίνεται καλύτερη όταν χρησιμοποιούνται πιο πρόσφατα. Η τάση αυτή θεωρείται ένα καινούργιο φαινόμενο για την Ιαπωνία. Όταν μελετούν την αντίστροφη σχέση διαπιστώνουν ότι ισχύει και έτσι επιβεβαιώνουν την ύπαρξη αμφίδρομης θετικής σχέσης. Στο ίδιο συμπέρασμα καταλήγουν και οι Clarkson κα. (2010) χρησιμοποιώντας δεδομένα από τους πιο

ρυπογόνους κλάδους (χαρτοβιομηχανίας, χημικών, πετρελαίου και μετάλλων) της αμερικανικής οικονομίας. Διαπιστώνουν ότι υπάρχει θετική αμφίδρομη συσχέτιση των παραμέτρων της εξεταζόμενης σχέσης. Συγκεκριμένα, αναφέρουν ότι η εκ των προτέρων βελτίωση των χρηματοοικονομικών πόρων (απόδοση περιουσιακών στοιχείων και λειτουργικές ταμειακές ροές) οδηγεί σε σημαντική βελτίωση της περιβαλλοντικής επίδοσης και αντίστροφα. Στον αντίποδα των παραπάνω ερευνών βρίσκονται οι ακόλουθες που υποστηρίζουν την ύπαρξη αρνητικής σχέσης μεταξύ της περιβαλλοντικής και της χρηματοοικονομικής είδοσης. Πιο συγκεκριμένα, όσο μεγαλύτερη ήταν η διαφορά των στοιχείων που δημοσίευσαν την πρώτη μέρα και των στοιχείων του TRI τόσο υψηλότερη ήταν η πτώση της αξίας της μετοχής της εταιρίας. Δηλαδή, τα άσχημα περιβαλλοντικά νέα επιδρούν αρνητικά στην χρηματιστηριακή αξία αλλά και στην γενικότερη εικόνα της εταιρίας.

Ένα δείγμα 123 αμερικάνικων επιχειρήσεων που δραστηριοποιούνται στον κλάδο των χημικών και συμπεραίνουν ότι η επίδραση λόγω της υιοθέτησης του εθελοντικού περιβαλλοντικού προγράμματος 33/50 του EPA (Environmental Protection Agency) είναι αρνητικά στατιστικά σημαντική στην τρέχουσα απόδοση των επενδύσεων μιας επιχείρησης (ROI).

Ο Wagner (2001) μελετά τον κλάδο της χαρτοβιομηχανίας σε τέσσερις ευρωπαϊκές χώρες έχοντας ως περιβαλλοντικές μεταβλητές τις εκπομπές των αερίων SO₂, NO_x. Σύμφωνα με τα αποτελέσματα της έρευνας τους, εντοπίζουν αρνητική στατιστική επίδραση των περιβαλλοντικών μεταβλητών στον δείκτη ROCE (Return in Capital Employed) και καμία ένδειξη σημαντικότητας της οικονομικής επίδοσης στην περιβαλλοντική επίδοση.

Εκτός από τις μελέτες που συμπεραίνουν θετική ή αρνητική σχέση μεταξύ των εξεταζόμενων παραμέτρων, εντοπίστηκαν και έρευνες που δεν έδειξαν στατιστική σημαντικότητα. Τέτοιο παράδειγμα αποτελεί η μελέτη των Gilley κ.α. (2000) που διαπιστώνουν μη σημαντική επίδραση στην χρηματοοικονομική επίδοση όταν μία επιχείρηση λειτουργεί πράσινα και ότι διαφορετικοί τύποι περιβαλλοντικών κινήτρων έχουν διαφορετικές επιπτώσεις.

Είσης, οι Watson κ.α. (2004) αναλύουν τους χρηματοοικονομικούς δείκτες των επιχειρήσεων και συγκρίνουν αυτές που έχουν υιοθετήσει συστήματα περιβαλλοντικής διαχείρισης με αυτές που δεν έχουν. Τα αποτελέσματα δεν έδειξαν καμία σημαντική διαφορά στην χρηματοοικονομική επίδοση των εταιριών που έχουν πιστοποιημένα ΣΔΠ και αυτών που δεν έχουν. Παρόμοια αποτελέσματα εντόπισαν και οι Cañón and Garcés (2006) αξιολογώντας την οικονομική επίδραση του προτύπου ISO 14001. Συγκεκριμένα μελέτησαν εάν η ανακοίνωση της υιοθέτησης του διεθνούς προτύπου από τις εξεταζόμενες ισπανικές επιχειρήσεις επηρέασε την αξία των εταιριών στο χρηματιστήριο.

Αν και οι ερευνητές συχνά διαφωνούν για τα αποτελέσματα της εξεταζόμενης σχέσης, αξίζει να σημειωθεί ότι στην βιβλιογραφία κυριαρχούν οι μελέτες όπου υπάρχει θετική σχέση μεταξύ της περιβαλλοντικής και της οικονομικής επίδοσης.

Σχέση περιβαλλοντικής επίδοσης- Χρηματοοικονομικής Επίδοσης

Πέρα από την μελέτη της περιβαλλοντικής επίδοσης, σημαντικό κομμάτι είναι η έννοια της χρηματοοικονομικής επίδοσης καθώς οι ερευνητές ενδιαφέρονται για την επίδραση των κοινωνικών δράσεων στην οικονομική κατάσταση της επιχείρησης. Η επίδραση των περιβαλλοντικών δράσεων στην οικονομική επίδοση μιας επιχείρησης έχει απασχολήσει πολύ τους ερευνητές και συχνά τα αποτελέσματα τους είναι αντικρουόμενα.

Ένας μεγάλος αριθμός ερευνητών έχει αποδείξει ότι οι καλύτερες πρακτικές για την μείωση της μόλυνσης βελτιώνουν την κερδοφορία της επιχείρησης, ενώ άλλοι μελετητές υποστηρίζουν ότι δεν υπάρχει συσχέτιση μεταξύ αυτών των δύο πόρων. Τα τελευταία όμως χρόνια, η σχέση μεταξύ της περιβαλλοντικής και της οικονομικής επίδοσης έχει μελετηθεί πιο επισταμένα από ένα πλήθος ερευνητών (Wagner, 2001).

Η χρηματοοικονομική επίδοση ορίζει πόσο καλά μια επιχείρηση μπορεί να αξιολογήσει τα στοιχεία του ενεργητικού της, δηλαδή πόσο καλά χρησιμοποιεί τους πόρους της για να πραγματοποιήσει κέρδος. Ο όρος αυτός, χρησιμοποιείται ευρύτατα, ως μέτρο της συνολικής χρηματοοικονομικής κατάστασης μιας επιχείρησης σε μια

δεδομένη χρονική περίοδο και χρησιμοποιείται για την σύγκριση επιχειρήσεων του ίδιου ή διαφορετικού κλάδου.

Η επίδραση της περιβαλλοντικής επίδοσης στην κερδοφορία της επιχείρησης και αναφέρει μία σειρά από θετικά οφέλη. Αρχικά, η εφαρμογή μίας βελτιωμένης περιβαλλοντικής πολιτικής στην επιχείρηση είναι πιθανό να συνοδεύεται από τον επανασχεδιασμό της παραγωγικής διαδικασίας καθώς προϋποθέτει την αγορά και την εγκατάσταση νέων τεχνολογιών. Όμως, οι καινούργιες ενσώματες ακινητοποιήσεις μπορεί να λειτουργήσουν ως ανταγωνιστικό πλεονέκτημα για την επιχείρηση επιδρώντας θετικά στην χρηματοοικονομική της θέση.

Η μέτρηση της επίδοσης είναι θέμα ου συχνά αποτελεί αντικείμενο συζήτησης αλλά σπάνια ερμηνεύεται. Οι Neely κ.α. (1995) ορίζουν την μέτρηση της επίδοσης ως την διαδικασία ποσοτικοποίησης της δράσης, όπου οι μετρήσεις είναι η διαδικασία ποσοτικοποίησης και η δράση σχετίζεται με την απόδοση. Είσης, συχνά συζητείται ότι η χρήση των δεικτών επίδοσης είναι ένας αποτελεσματικός τρόπος να αυξηθεί η ανταγωνιστικότητα και η κερδοφορία ενός οργανισμού. Η χρήση των κατάλληλων δεικτών μπορεί να διαβεβαιώσει τους μάνατζερ ότι έχουν υιοθετήσει μία μακροχρόνια προοπτική και ότι κατανέμουν με τον πιο αποτελεσματικό τρόπο τους πόρους τους.

2. 11 Χρηματοοικονομική επίδοση και ΕΚΕ

Σύμφωνα με τον Κονιάρη (2008), η αβεβαιότητα όσον αφορά τη σχέση μεταξύ ΕΚΕ και χρηματοοικονομικής επίδοσης βασίζεται σε μεγάλο βαθμό και στην έλλειψη συμφωνίας στη μέτρηση της χρηματοοικονομικής επίδοσης της επιχείρησης. Οι McGuire και συνεργάτες (1988) συγκρίνουν τα αποτελέσματα με μετρήσεις βάσει λογιστικών προτύπων και χρηματοοικονομικών προτύπων. Και οι δύο μετρήσεις εστιάζουν σε διαφορετικές πτυχές της χρηματοοικονομικής επίδοσης και υπόκεινται σε προβλήματα μεροληψίας. Τα λογιστικά πρότυπα επικεντρώνονται στην ιστορική μέτρηση της λογιστικής κερδοφορίας και καλύπτουν ένα μεγάλο μέρος δεικτών όπως ο ROA και τα λειτουργικά έσοδα. Αυτή η προσέγγιση υπόκειται σε μεροληψία λόγω των διαφορετικών λογιστικών προτύπων.

Οι μετρήσεις βάσει χρηματιστηριακών προτύπων δεν βασίζονται σε λογιστικά πρότυπα αλλά αναφέρονται στις προσδοκίες των επενδυτών για την αξία της επιχείρησης. Εντούτοις παρουσιάζουν και αυτά κάποιες αδυναμίες. Παράδειγμα αποτελεί η ασύμμετρη πληροφόρηση η οποία όταν υπάρχει οι προσδοκίες των επενδυτών δεν αντανακλούν την πραγματική αξία της επιχείρησης. Οι McWilliams, Siegel και Wright (2006), ασκούν κριτική στην χρησιμοποίηση των τιμών των μετόχων ως μέτρηση της χρηματοοικονομικής επίδοσης, αφού οι τιμές των μετοχών αναφέρονται στους συμμετέχοντες που επενδύουν στο χρηματιστήριο ενώ οι δράσεις ΕΚΕ απασχολούν όλους τους συμμετέχοντες.

Διερεύνηση της σχέσης μέσω φήμης της επιχείρησης

Η φύση της υπάρχουσας σχέσης μεταξύ ΕΚΕ και χρηματοοικονομικής επίδοσης εξαρτάται από τα χαρακτηριστικά της κάθε επιχείρησης τα οποία είναι και σε συνάρτηση με τις προσδοκίες των συμμετεχόντων (stakeholders) όσον αφορά σε συγκεκριμένες συμπορορές της επιχείρησης. Αυτή η προσέγγιση αποτελεί και την πιο ρεαλιστική αφού δεν υπάρχουν μετρήσιμα αποτελέσματα αλλά βασίζεται στην κοινή διαπίστωση ότι οι καλές επιχειρήσεις απολαμβάνουν καλύτερη φήμη από τις υπόλοιπες.

Οι υπάρχουσες μελέτες της ΕΚΕ και της χρηματοοικονομικής επίδοσης της επιχείρησης δεν λαμβάνουν υπόψη τους τη διαφορά ανάμεσα στα γνωρίσματα της κάθε επιχείρησης τις οποίες μελετούν. Ο κλάδος στον οποίο δραστηριοποιείται η επιχείρηση, το παραγόμενο προϊόν της καθώς και η ύπαρξη προγενέστερων σκανδάλων ή καλών πρακτικών μπορούν να αποτελέσουν σημαντικότερους παράγοντες που πρέπει να διερευνηθούν για την ορθότερη αντιμετώπιση του προβλήματος. Για παράδειγμα θα πρέπει να αντιμετωπίζεται διαφορετικά οι στρατηγικές ΕΚΕ μιας επιχείρησης που δραστηριοποιείται στον κλάδο της καπνοβιομηχανίας, μία στον κλάδο του πετρελαίου και μία στον κλάδο της ενέργειας.

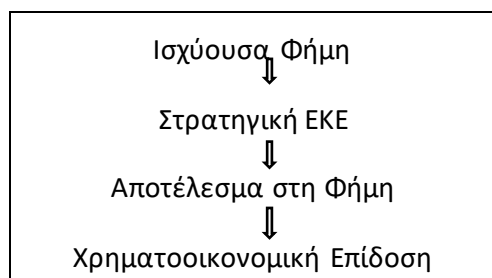
Η φήμη μιας επιχείρησης ορίζεται ως η αναφορά στις παρελθούσες ενέργειες και στις προοπτικές μιας επιχείρησης που περιγράφουν τη συνολική εκτίμηση (appeal) που απολαμβάνει η ίδια όταν συγκρίνεται με άλλους ηγέτες αντιπάλους. (Fombrun 1996).

Ανάμεσα στις υπόλοιπες αδυναμίες των προτεινόμενων θεωριών είναι η πρόταση ότι το κόστος (ή τα οφέλη) μιας δυναμικής κοινωνικής δραστηριότητας της επιχείρησης έχει εφαρμογή σε όλους τους τύπους ΕΚΕ και θα μπορούσαν να εφαρμοστούν από όλες τις επιχειρήσεις.

Όμως, η σχέση μεταξύ της ΕΚΕ και της φήμης μπορεί να γίνει πολύ περίπλοκη και ίσως και αντικρουόμενη από τη στιγμή που οι απαιτήσεις για μία επιχείρηση δεν είναι ίσως αντικρουόμενη από τη στιγμή που οι απαιτήσεις για μία επιχείρηση δεν είναι ίδιες και πρέπει να διαμορφωθεί μία ισορροπία ανάμεσα στις διάφορες ομάδες συμμετεχόντων.

Μια τέτοια προσέγγιση όμως δεν μπορεί να συγκρίνει περιπτώσεις όπως για παράδειγμα μιας καπνοβιομηχανίας η οποία (όπως συνηθίζεται) παρουσιάζει πλούσιο κοινωνικό έργο και μίας επιχείρησης που παράγει φυσικά καλλυντικά. Επίσης, η υπάρχουσα βιβλιογραφία αναγνωρίζει ένα αριθμό κλάδων ως έχοντες σημαντικές περιβαλλοντικές επιπτώσεις όπως τα μέταλλα, η ενέργεια και το χαρτί και τα χημικά. Σύμφωνα με τους Griffin και Mahon (1997) η κάθε επιχείρηση λειτουργεί σε διαφορετικό πλαίσιο όσον αφορά τις κοινωνικές και περιβαλλοντικές ανησυχίες και η πλειοψηφία των ερευνών γίνονται στο σύνολο κλάδων οι οποίοι όμως έχουν διαφορετικά χαρακτηριστικά (όσον αφορά την εξεταζόμενη σχέση). Αντίθετα, άλλες βιομηχανίες έχουν σημαντικότερα χαμηλότερες περιβαλλοντικές επιπτώσεις. Εκεί όπου οι βιομηχανίες έχουν σημαντικές περιβαλλοντικές εξωτερικότητες αυτό έχει ως αποτέλεσμα να δημιουργούνται κοινωνικές αντιδράσεις, πρόστιμα και αντιδράσεις από διάφορα λόμπι για τη μείωση αυτών των επιπτώσεων.

Άρα στη διερεύνηση της σχέσης μεταξύ ΕΚΕ και χρηματοοικονομικής επίδοσης πρέπει να λαμβάνεται υπόψη ένας ακόμα παράγοντας αυτός της φήμης της επιχείρησης.



Σημαντικό είναι το γεγονός ότι η φήμη ενεργοποιεί ένα φαύλο κύκλο όσον αφορά τις προσδοκίες και τους κοινωνικούς κανόνες (social norms). Στην ουσία η αποδοχή των κοινωνικών κανόνων οδηγεί στη δημιουργία καλής φήμης, η φήμη προκαλεί τη συνεργασία των συμμετεχόντων, αυτοί οι οποίοι αποδέχονται τους κανόνες ωφελούνται και αυτά τα οφέλη δρουν ως κίνητρο για όσους δεν αποδέχονται τους κοινωνικούς κανόνες. Δυστυχώς όμως για να λειτουργήσει αυτό το σύστημα πρέπει η επιχείρηση να είναι διαθέσιμη να αποκαλύψει διάφορες πτυχές της επιχειρησιακής της οργάνωσης και στρατηγικής, κάτι το οποίο δεν συμβαίνει¹. Για να αναλυθεί περισσότερο χρησιμοποιήθηκε η θεωρία των παιγνίων όσον αφορά την εμπιστοσύνη.

Σύμφωνα με τους Bayyurt και Akin (2014) αναφέρεται ότι οι περισσότερες από τις παλαιότερες μελέτες σχετικά με τις επιδόσεις των επιχειρήσεων διερεύνησαν τους παράγοντες που επηρεάζουν την αποτελεσματικότητά τους. Πολλές από αυτές αποδίδουν την ανώτερη απόδοση των χρηματιστηριακών εταιρειών στα μεγέθη τους. Ο Fukuyama και ο Weber (1999) εξετάζουν την αποτελεσματικότητα και την παραγωγικότητα των ιαπωνικών χρηματιστηριακών επιχειρήσεων κατά την περίοδο 1988-1993. Θεωρούν ότι οι Big Four ιαπωνικές επιχειρήσεις τίτλων ήταν πιο αποδοτικές από ό,τι οι μικρότερες επιχειρήσεις τίτλων. Αναφέρουν ότι, εάν οι τράπεζες έχουν το δικαίωμα να συμμετάσχουν σε παγκόσμια τραπεζική ως αποτέλεσμα της απορρύθμισης στον ιαπωνικό χρηματοπιστωτικό κλάδο, πρέπει να λειτουργούν σε μεγάλη κλίμακα. Οι Wang, Tseng και Weng (2003) αξιολογούν την καθαρή τεχνική,

¹ Παράδειγμα μπορεί να αποτελέσει μία πετρελαιοβιομηχανία. Η επιχείρηση γνωρίζει από πριν πότε περίπου θα διακόψει τη λειτουργία της αφού τα αποθέματα σε κάποια στιγμή θα τελειώσουν. Έτσι έχει όφελος από την κατάχρηση της εμπιστοσύνης από την κοινωνία η οποία δεν έχει τέτοια πληροφόρηση.

την κλίμακα και την κατανομή των πόρων της αποτελεσματικότητας της ενσωμάτωσης των χρηματιστηριακών εταιρειών στην Ταϊβάν και να διερευνήσαν πώς τα χαρακτηριστικά των συγκεκριμένων εταιρειών σχετίζονται με κάθε μέτρο αποτελεσματικότητας. Βρήκαν επίσης ότι το μέγεθος της επιχείρησης έχει θετικό αντίκτυπο για τα μέτρα απόδοσης. Οι Zhang, και Luo (2006) ερευνούν την τεχνολογική πρόοδο, την αποδοτικότητα και την παραγωγικότητα του τομέα της βιομηχανίας αξιών των ΗΠΑ μεταξύ 1980 και 2000. Τα αποτελέσματά τους δείχνουν ότι, σε αντίθεση με τις μικρές περιφερειακές επιχειρήσεις, η παραγωγικότητα των μεγαλύτερων επενδυτικών τραπεζών αυξήθηκε με την πάροδο του χρόνου στις αρχές του 1980, εκτός από μερικά χρόνια μετά το 1987. Οι Aktas και Kargın (2007) αναλύουν την αποτελεσματικότητα και την παραγωγικότητα των χρηματιστηριακών επιχειρήσεων που δραστηριοποιούνται στην Τουρκία κατά την περίοδο 2000-2005. Καθορίζουν ότι δεν υπάρχει καμία σημαντική αλλαγή στην αποτελεσματικότητα και την παραγωγικότητα των χρηματιστηριακών επιχειρήσεων κατά τη διάρκεια της περιόδου της μελέτης. Επιπλέον, θεωρούν ότι οι μεγάλες-μεσαίες επιχειρήσεις είναι πιο παραγωγικές.

Προφανώς, το μέγεθος παίζει καθοριστικό ρόλο στην απόδοση των επιχειρήσεων τίτλων. Ωστόσο, το μέγεθος της επιχείρησης μπορεί να μην είναι ο μόνος παράγοντας που εξηγεί τις διαφορές απόδοσης. Πολλές χώρες επιτρέπουν τις χρηματιστηριακές εταιρείες να λειτουργούν ως θυγατρικές των τραπεζών ή να είναι συνδεδεμένες με τις τράπεζες. Η ολοκλήρωση των χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών μεταξύ των τραπεζών και των εταιρειών κινητών αξιών αναμένεται να φέρει η συνέργεια και την αύξηση των επιδόσεων. Ως εκ τούτου, διερευνούν κατά πόσον ή όχι παρουσιάζονται διαφορές μεταξύ των αποδόσεων των χρηματιστηριακών εταιριών που είναι θυγατρικές τραπεζών ή συνδεδεμένες με τις τράπεζες και εκείνων που δεν είναι σημαντικές. Η έρευνα αυτή είναι σημαντική αφού η ένταξη των τραπεζών και των επιχειρήσεων τίτλων δεν έχει μια μακρά ιστορία και εμπειρικά αποτελέσματα σχετικά με την επίδραση της ένταξης των χρηματιστηριακών εταιριών που είναι ελλιπής. Για παράδειγμα, οι τράπεζες δεν θα μπορούσαν να συμμετάσχουν σε δραστηριότητες τίτλων για μεγάλο χρονικό διάστημα στις ΗΠΑ εξαιτίας του νόμου Glass-Steagall του 1933, που απαγόρευε την τράπεζα από την προσφορά της επενδυτικής τραπεζικής,

εμπορικής τραπεζικής, και των ασφαλιστικών υπηρεσιών μαζί. Το 1999, οι ΗΠΑ πέρασαν το νόμο Gramm-Leach-Bliley, ο οποίος κατάργησε το νόμο Glass-Steagall και επέτρεψε τις τράπεζες, ασφαλιστικές εταιρείες, εταιρείες επενδύσεων και άλλα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα να συμπεριληφθούν σε εταιρείες χρηματοπιστωτικών συμμετοχών (FHCs). Λίγες μελέτες εξετάζουν τις επιδράσεις της τράπεζας σχετικά με την αποδοτικότητα των επιχειρήσεων τίτλων. Ο Hu και ο Fang (2006) διερευνήσαν τις επιπτώσεις των FHCs στην Ταϊβάν για την διοικητική αποτελεσματικότητα των θυγατρικών εταιρειών ολοκληρωμένων τίτλων με τη χρήση τεσσάρων σταδίων περιβάλλουσας ανάλυσης δεδομένων. Θεωρούν ότι οι FHC έχουν σημαντική αρνητική επίδραση στην επιχειρηματική αποδοτικότητα των θυγατρικής εταιρειών τίτλων. Οι Yeh, Wang και Chai (2010) συγκρίνουν την επιχειρησιακή αποτελεσματικότητα των χρηματιστηριακών εταιριών στο σύστημα χρηματοπιστωτικών συμμετοχών και το σύστημα μη χρηματοπιστωτικών

συμμετοχών στην Ταϊβάν. Τα αποτελέσματά τους δείχνουν ότι οι εταιρείες κινητών αξιών στο σύστημα χρηματοπιστωτικών συμμετοχών έχουν καλύτερες αποδόσεις από αυτές στο σύστημα μη χρηματοπιστωτικών συμμετοχών. Ωστόσο, τα νέα εμπειρικά αποτελέσματα είναι απαραίτητα για να κατανοήσουν την επίδραση της ενοποίησης των χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών για τις επιδόσεις των επιχειρήσεων τίτλων.

Λόγω της απορρύθμισης των χρηματοπιστωτικών αγορών, οι ξένες χρηματιστηριακές εταιρείες δραστηριοποιούνται στους κλάδους τίτλων, καθώς και οι εγχώριες επιχειρήσεις. Στη βιβλιογραφία, ορισμένες μελέτες διερευνούν κατά πόσον η εκτέλεση της ξένης ιδιοκτησίας χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων είναι σημαντικά καλύτερη από την απόδοση της εγχώριας ιδιοκτησίας χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων. Ο Sabi (1996) συγκρίνει την απόδοση των ξένων και εγχώριων τραπεζών στην Ουγγαρία κατά τη διάρκεια της περιόδου 1992-1993 και βρίσκει ότι οι ξένες τράπεζες είναι πιο επικερδείς σε σύγκριση με τις εγχώριες τράπεζες. Τα εμπειρικά ευρήματα των Fukuyama, Guerra και Weber (1999) δείχνουν ότι η ξένη ιδιοκτησία των συνεργατικών πιστωτικών ιδρυμάτων στην Ιαπωνία είναι πιο αποτελεσματική κατά τη διάρκεια του 1992- 1996. Οι Choi και Hasan (2005)

δείχνουν ότι το επίπεδο της ξένης ιδιοκτησίας επηρεάζει τις επιδόσεις των τραπεζών στην κορεατική εμπορική τραπεζική βιομηχανία. Οι Kasman και Yildirim (2006)

βρίσκουν κάποια στοιχεία ότι οι ξένες τράπεζες λειτουργούν, κατά μέσο όρο, καλύτερα από τις εγχώριες τράπεζες σε εμπορική τραπεζική στις οκτώ χώρες της Κεντρικής και Ανατολικής Ευρώπης που έγιναν τα νέα μέλη στην Ευρωπαϊκή Ένωση. Οι Lensick και Naaborg (2007) δείχνουν ότι μια αύξηση της ξένης ιδιοκτησίας επηρεάζει αρνητικά την τραπεζική απόδοση. Υπάρχουν εμπειρικές μελέτες για την Τουρκία, καθώς ο Isik και ο Hassan (2002) και οι Akın κ.α. (2013) παρέχουν ενδείξεις για την ανώτερη απόδοση των ξένων τραπεζών που δραστηριοποιούνται στην Τουρκία. Μελέτες που εξετάζουν τις διαφορές απόδοσης των χρηματοοικονομικών επιχειρήσεων υπό ξένη ιδιοκτησία είναι κυρίως για τις τράπεζες. Οι επιχειρήσεις τίτλων αγνοούνται σε μεγάλο βαθμό ως προς τις επιδόσεις τους στο πλαίσιο ξένης ιδιοκτησίας καθώς και τις επιπτώσεις των ξένων εξαγορών στις επιδόσεις τους.

2.12 Κεφαλαιακή Διάρθρωση

Η παραδοσιακή θεωρία της κεφαλαιακής διάρθρωσης πιστεύει ακράδαντα ότι το βέλτιστο μείγμα του κεφαλαίου εξασφαλίζει ένα χαμηλό μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου το οποίο μεγιστοποιεί την αξία αγοράς ανά μετοχή. Αλλά οι δείκτες μόχλευσης και τα ίδια κεφάλαια δεν επαρκούν για τον προσδιορισμό των επιδόσεων, επειδή υπάρχουν πολλοί παράγοντες παρεμβαίνουν σε αυτές τις σχέσεις. Ο Akintoye (2009) επιβεβαίωσε το ρόλο του επιχειρηματικού κινδύνου, τους φόρους, διευθυντικό συμπεριφορά ή οικονομική ευελιξία στην ανάλυση της επιχειρηματικής απόδοσης. Εξήγησε ότι, δεδομένου ότι η κεφαλαιακή διάρθρωση βασίζεται στην εξισορρόπηση μεταξύ κινδύνου και προσδοκώμενης απόδοσης, αυτά είναι ζωτικής σημασίας παράγοντες που καθορίζουν ένα μίγμα επιθυμητού κεφαλαίου. Ο στόχος αυτός θα βοηθήσουν τις επιχειρήσεις προς μια ιδανική μίξη των ιδίων κεφαλαίων και δανεισμού που ελαχιστοποιεί το κόστος του κεφαλαίου και να μεγιστοποιεί την αξία της εταιρείας. Επιπλέον, τυχόν αλλαγές που έχουν γίνει στο επίπεδο του χρέους ή ίδια κεφάλαια θα τροποποιήσει την αξία της επιχείρησης. Σύμφωνα με τα φορολογικά πλεονεκτήματα, αναμένεται ότι στο πλαίσιο της φορολογικής επιβάρυνσης, οι εταιρείες θα δανειστούν περισσότερο, προκειμένου να επιτύχει υψηλότερη απόδοση. Ορισμένοι πιστεύουν ότι η απόδοση είναι η συνολική αξία της αγοράς μιας επιχείρησης ή το άθροισμα μεταξύ της αγοραίας αξίας των μετοχών και της αξίας των δικαιωμάτων προαίρεσης (Cole και

Mehran, 1998, Merz και Yashiv, 2007). Άλλοι θεωρούν ότι η αξία της εταιρείας αναφέρεται σε μεγαλύτερη από την κεφαλαιοποίηση της αγοράς, λαμβάνοντας υπόψη την αξία των περιουσιακών στοιχείων λειτουργίας επιχείρησης (Mehran, 1995; Ang κ.α. 2000; Allen κ.α. 2007). Είτε έτσι είτε αλλιώς, σταθερή απόδοση αντικατοπτρίζει το πόσο αποτελεσματικά οι εταιρείες διαχειρίζονται τους πόρους τους. Υπάρχει ένα πλήθος δεικτών κεφαλαιακής διάρθρωσης που επηρεάζουν την συνολική απόδοση της επιχείρησης και την κερδοφορία. Προηγούμενες μελέτες αναφέρουν μια θετική σχέση μεταξύ του βραχυπρόθεσμου χρέους και του συνολικού χρέους και την απόδοση, αλλά μια αρνητική επίδραση από το μακροπρόθεσμο χρέος σε κερδοφορία εκφράζεται μέσα από την απόδοση ιδίων κεφαλαίων (Abor, 2005). Μια αρνητική συσχέτιση μεταξύ της μόχλευσης και απόδοσης, που περιγράφεται από το λόγο των κερδών προ τόκων και φόρων προς το σύνολο του ενεργητικού, βρέθηκε στις κινεζικές επιχειρήσεις (Huang and Song, 2006; Chakraborty, 2010). Υπάρχουν επίσης μελέτες, όπως εκείνη του Ebaid (2009), όπου δεν υπάρχει σημαντική επίδραση βρέθηκε μεταξύ των επιλογών κεφαλαιακή διάρθρωση και της επίδοσης. Μελέτες που αναλύουν τις επιπτώσεις των αποφάσεων χρηματοδότησης για την απόδοση και την κερδοφορία συνήθως χρησιμοποιούν ορισμένους από τους πιο σημαντικούς καθοριστικούς παράγοντες για την κεφαλαιακή διάρθρωση. Οι ρουμανικές εταιρείες χρησιμοποιούν περισσότερο χρέος, όταν θέλουν να επεκτείνουν, αλλά προσπαθούν να χρηματοδοτήσουν τα πάγια στοιχεία του ενεργητικού τους με εσωτερικά κεφάλαια.

Εκτός αυτού, προκειμένου να αποφευχθούν οι κίνδυνοι, οι κερδοφόρες εταιρείες και εκείνες που διατηρούν υψηλή ρευστότητα αποφεύγουν τη μόχλευση (Serghiescu και Vaidean, 2013). Οι ρουμανικές εταιρείες κατασκευής έχουν την τάση να ακολουθούν τον κανόνα της χρηματοδότησης των παγίων περιουσιακών στοιχείων με μακροπρόθεσμους πόρους και τις προσωρινές ανάγκες με βραχυπρόθεσμο χρέος. Η σημαντική άμεση σχέση μεταξύ του χρέους και της φορολογίας αποδεικνύει ότι η φορολογική αποταμίευση δεν είναι ο κύριος λόγος για δανεισμό, επειδή οι κατασκευαστικές εταιρείες αυξάνουν τις υποχρεώσεις τους όταν έχουν λίγα μετρητά. Ως εκ τούτου, από την πρόσβαση του χρέους με βραχυπρόθεσμη διάρκεια όταν οι εταιρείες βρίσκονται σε οικονομική δυσχέρεια, αυξάνουν τον επιχειρηματικό κίνδυνό

τους. Επιπλέον, υπήρχαν ενδείξεις ότι οι εταιρείες στρέφονται σε προσωρινό χρέος, όταν αυξάνεται το ποσοστό του πληθωρισμού (Vatavu, 2012).

Αναφορικά με τον Τσεχελίδη Ι. (2012) υπήρχαν διαχρονικά διάφορες μελέτες λογιστικής, όπου η βαθμολογία τους συνίσταται και εφαρμόζεται με την εξέταση καταγεγραμμένων χρηματοοικονομικών αποτελεσμάτων και αναλύσεων (π.χ. ισολογισμών, αριθμοδεικτών, κ.τ.λ.) των εξαγοραζουσών επιχειρήσεων πριν και μετά από μια πράξη Σ&Ε, ώστε να διερευνηθεί η μεταβολή της οικονομικής τους επίδοσης. Αυτό που συνήθως μελετούν είναι μεταβολές στο ROE, στο ROA, στα καθαρά κέρδη, κ.α..

Ο Ghosh (2001) διερεύνησε τις 315 μεγαλύτερες Σ&Ε αμερικανικών επιχειρήσεων κατά το χρονικό διάστημα 1981-1995, συγκρίνοντας ανά ζεύγη επιχειρήσεις που είχαν κάνει τουλάχιστον Σ&Ε με επιχειρήσεις που δεν είχαν καμία Σ&Ε για το εν λόγω διάστημα. Τα αποτελέσματα της έρευνάς του έδειξαν ότι αν και δεν υπάρχει διαφορά στο ROA, οι χρηματορροές για τις συγχωνευόμενες επιχειρήσεις μετά την Σ&Ε αυξάνονται όταν οι Σ&Ε έγιναν με μετρητά, ενώ μειώνονται στις περιπτώσεις που έγιναν με ανταλλαγές μετοχών μεταξύ των εμπλεκόμενων μερών.

Οι Sharma & Ho (2002), που εξέτασαν ένα δείγμα επιχειρήσεων από την Αυστραλία που είχε υλοποιήσει πράξεις Σ&Ε από το 1986 έως το 1991 βρήκαν μία μείωση του ROA και του ROE.

2.13 Αναφορά στις Μελέτες τραπεζικής απόδοσης και κερδοφορίας τραπεζών

Μελέτες σχετικά με τους καθοριστικούς παράγοντες του τραπεζικού επιτοκιακού περιθωρίου και της κερδοφορίας έχουν επικεντρωθεί είτε σε μια συγκεκριμένη χώρα (Berger, 1995 Guri κ.α., 2002, 2001, Ben Naceur και Goaied, 2001) και σε μια ομάδα χωρών.

Τα εμπειρικά στοιχεία στις ΗΠΑ οφείλονται στους Berger (1995), Neeley και Wheelock (1997) και Angbazo (1997). Ο Berger (1995) εξετάζει τη σχέση μεταξύ της απόδοσης των ιδίων κεφαλαίων και το δείκτη κεφαλαιακού περιουσιακού στοιχείου για ένα δείγμα αμερικανικών τραπεζών για την περίοδο 1983 - 1992 .

Χρησιμοποιώντας το μοντέλο αιτιότητας κατά Granger, δείχνει ότι η απόδοση των ιδίων κεφαλαίων και ο δείκτης κεφαλαιακού περιουσιακού στοιχείου τείνουν να σχετίζονται θετικά. Οι Neeley και Wheelock (1997) εξετάζουν τη κερδοφορία του δείγματος των ασφαλισμένων εμπορικών τραπεζών στις ΗΠΑ για την περίοδο 1980-1995. Θεωρούν ότι η απόδοση της τράπεζας συνδέεται θετικά με τις ετήσιες εκατοστιαίες μεταβολές του κατά κεφαλήν εισοδήματος της πολιτείας. Τα αποτελέσματα για το συγκεντρωτικό δείγμα εγγράφων δείχνει ότι ο κινδύνος αθέτησης, το κόστος ευκαιρίας των αποθεμάτων, η μόχλευση και η αποτελεσματικότητα της διαχείρισης σχετίζονται όλα θετικά με την εξάπλωση τραπεζικών τόκων.

Οι κύριες μελέτες για τους καθοριστικούς παράγοντες της απόδοσης της τράπεζας στις αναδυόμενες χώρες πραγματοποιήθηκαν στην Κολομβία, Βραζιλία, τη Μαλαισία (Guru κ.α., 2002) και την Τυνησία (Ben Naceur και Goaied, 2001). Οι Barajas κ.α. (1999) τεκμηριώνουν σημαντικές επιπτώσεις της οικονομικής φιλελευθεροποίησης στα περιθώρια των τραπεζικών τόκων για την υπόθεση της Κολομβίας. Παρά το γεγονός ότι η συνολική διαφορά δεν έχει μειωθεί μετά την οικονομική μεταρρύθμιση, η συνάφεια των διαφόρων παραγόντων πίσω από τα τραπεζικά spreads είχαν επηρεαστεί από τα μέτρα αυτά. Μια άλλη αλλαγή που συνδέεται με τη διαδικασία απελευθέρωσης ήταν η αύξηση του συντελεστή ποιότητας δανείου μετά την απελευθέρωση. Οι Ben Naceur και Goaied (2001) διερευνούν τους καθοριστικούς παράγοντες των επιδόσεων της τράπεζας της

Τυνησίας κατά τη διάρκεια της περιόδου 1980-1995. Θα δείξουν ότι οι καλύτερες επιδόσεις της τράπεζας είναι εκείνες που έχουν αγωνιστεί για τη βελτίωση της εργασίας και την παραγωγικότητα του κεφαλαίου, αυτές που έχουν διατηρήσει ένα υψηλό επίπεδο των λογαριασμών καταθέσεων σε σχέση με τα περιουσιακά τους στοιχεία και, τέλος, όσες έχουν τη δυνατότητα να ενισχύσουν τη δικαιοσύνη τους. Οι Guru κ.α. (2002) επιχειρούν να προσδιορίσουν τους καθοριστικούς παράγοντες των επιτυχημένων τραπεζικών καταθέσεων με σκοπό την παροχή πρακτικών οδηγιών για βελτιωμένη απόδοση κερδοφορίας των ιδρυμάτων αυτών. Η μελέτη βασίζεται σε ένα δείγμα δεκαεπτά εμπορικών τραπεζών της Μαλαισίας κατά την περίοδο 1986-1995. Οι καθοριστικοί παράγοντες της κερδοφορίας χωρίστηκαν σε δύο κύριες κατηγορίες,

δηλαδή σε εσωτερικούς καθοριστικούς παράγοντες (ρευστότητα, κεφαλαιακή επάρκεια και τα έξοδα διαχείρισης) και σε εξωτερικούς καθοριστικούς παραγόντες (ιδιοκτησία, το μέγεθος της επιχείρησης και των εξωτερικών οικονομικών συνθηκών). Τα ευρήματα αυτής της μελέτης αποκαλύπτουν ότι η αποτελεσματική διαχείριση των εξόδων ήταν μία από τις πιο σημαντικές μεταβλητές στην εξήγηση υψηλής κερδοφορίας των τραπεζών. Μεταξύ των μακρο-δεικτών, ο υψηλός δείκτης τόκων σχετίστηκε με χαμηλή κερδοφορία των τραπεζών και ο πληθωρισμός βρέθηκε να έχει θετική επίδραση στην απόδοση των τραπεζών.

Από την εισαγωγή των προγραμμάτων διαρθρωτικής προσαρμογής (SAP) στα τέλη της δεκαετίας του 1980, ο τραπεζικός τομέας σε όλο τον κόσμο έχει βιώσει σημαντικές αλλαγές στο περιβάλλον λειτουργίας του. Χώρες έχουν χαλαρώσει τους ελέγχους στα επιτόκια, μείωσαν τη συμμετοχή της κυβέρνησης και άνοιξαν τις πόρτες τους σε διεθνείς τράπεζες. Λόγω αυτής της μεταρρύθμισης, οι επιχειρήσεις των ανεπτυγμένων κρατών έχουν γίνει πιο ορατές στις αναπτυσσόμενες χώρες μέσω των θυγατρικών και των υποκαταστημάτων τους ή με την απόκτηση ξένων εταιρειών. Πιο συγκεκριμένα, η παρουσία ξένων τραπεζών σε άλλες χώρες σε όλο τον κόσμο έχει αυξηθεί δραματικά. Από το 1980, πολλές ξένες τράπεζες έχουν δημιουργήσει υποκαταστήματα ή τις θυγατρικές τους σε διάφορα μέρη του κόσμου. Κατά τις δύο τελευταίες δεκαετίες, ο αριθμός των ξένων τραπεζών στην Αφρική, ειδικότερα, έχει αυξηθεί σημαντικά. Αντίθετα, ο αριθμός των εγχώριων τραπεζών μειώθηκε (Claessens και Hore, 2012.) Αυτά έχουν προσελκύσει τα συμφέροντα των ερευνητών να εξετάσουν την απόδοση της τράπεζας σε σχέση με αυτές τις μεταρρυθμίσεις. Εκεί έχει παρατηρηθεί μια σημαντική αλλαγή στην οικονομική διαμόρφωση των χωρών εν γένει, και την επίδρασή της στην κερδοφορία των εμπορικών τραπεζών ειδικότερα. Είναι προφανές ότι ένας υγιής και κερδοφόρος τραπεζικός κλάδος είναι σε θέση να αντέξει τις αρνητικές διαταραχές και να συμβάλει στη σταθερότητα του χρηματοπιστωτικού συστήματος. Επιπλέον, οι εμπορικές τράπεζες διαδραματίζουν σημαντικό ρόλο στην οικονομική ανάπτυξη των χωρών. Μέσα των τραπεζικών τους λειτουργιών διαδραματίζουν ζωτικό ρόλο στην αποτελεσματική κατανομή των πόρων των χωρών με την κινητοποίηση αυτών των πόρων για παραγωγικές δραστηριότητες. Μεταφέρουν χρήματα από

εκείνους που δεν έχουν παραγωγική χρήση σε αυτούς με την παραγωγική επιχείρηση. Εκτός από την κατανομή των πόρων η καλή τραπεζική απόδοση ανταμείβει τους μετόχους με επαρκή απόδοση για την επένδυσή τους. Όταν υπάρχει επιστροφή πρέπει να υπάρχει μια επένδυση η οποία, με τη σειρά της, να επιφέρει την οικονομική ανάπτυξη. Από την άλλη πλευρά, η κακή τραπεζική απόδοση έχει αρνητικό αντίκτυπο στην οικονομική μεγέθυνση και ανάπτυξη. Η κακή απόδοση μπορεί να οδηγήσει σε τρεξίματα, αποτυχίες και κρίσεις. Η τραπεζική κρίση θα μπορούσε να συνεπάγεται με την οικονομική κρίση, η οποία με τη σειρά της φέρνει την οικονομική κατάρρευση, όπως συνέβη στις ΗΠΑ το 2007. Αυτός είναι ο λόγος για τον οποίο οι κυβερνήσεις ρυθμίζουν τον τραπεζικό τομέα μέσω των κεντρικών τραπεζών τους για την προώθηση ενός υγιούς τραπεζικού συστήματος, το οποίο θα αποφεύγει τη τραπεζική κρίση και θα προστατεύει τους καταθέτες και την οικονομία (Heffernan, 1996 και Shekhar, 2007.) Έτσι, για να αποφευχθεί αυτή η κρίση, δόθηκε δέουσα προσοχή στην τραπεζική απόδοση. Μια πιο οργανωμένη μελέτη της τραπεζικής απόδοσης ξεκίνησε στα τέλη της δεκαετίας του 1980 με την εφαρμογή της αγοραστικής δύναμης (MP) και Δομή της Αποδοτικότητας (ES). Η θεωρία της αγοραστικής δύναμης MP υποδηλώνει ότι η αυξημένη εξωτερική διάθεση οδηγεί σε κέρδος. Επιπλέον, η υπόθεση δείχνει ότι μόνο οι επιχειρήσεις με μεγάλο μερίδιο αγοράς και καλά διαφοροποιημένο χαρτοφυλάκιο (προϊόν) μπορούν να κερδίσουν τους ανταγωνιστές τους και να αποφέρουν μονοπωλιακό κέρδος. Από την άλλη πλευρά, η θεωρία ES υποδηλώνει ότι η ενισχυμένη διευθυντική και η κλίμακα απόδοσης οδηγεί σε υψηλότερη κερδοφορία. Σύμφωνα με τους Nzongang και Atemnkeng, τους Olweny και Shipho (2011) η ισορροπημένη θεωρία χαρτοφυλακίου πρόσθεσε επίσης μια επιπλέον διάσταση στη μελέτη της τραπεζικής απόδοσης. Αναφέρει ότι η σύνθεση του χαρτοφυλακίου της τράπεζας, τα κέρδη της και η επιστροφή στους μετόχους είναι το αποτέλεσμα των αποφάσεων που λαμβάνονται από τη διοίκηση και από τη συνολική λήψη πολιτικών αποφάσεων. Από τις παραπάνω θεωρίες, είναι δυνατόν να συναχθεί το συμπέρασμα ότι η τραπεζική απόδοση επηρεάζεται τόσο από εσωτερικούς όσο και εξωτερικούς παράγοντες. Οι εσωτερικοί παράγοντες περιλαμβάνουν το μέγεθος της τράπεζας, το κεφάλαιο, την αποτελεσματικότητα της διαχείρισης και την ικανότητα διαχείρισης των κινδύνων. Οι ίδιοι μελετητές υποστηρίζουν ότι οι εξωτερικοί παράγοντες που επηρεάζουν την

τραπεζική απόδοση είναι μακροοικονομικές μεταβλητές όπως επιτόκια, ο πληθωρισμός, η οικονομική ανάπτυξη και άλλοι παράγοντες όπως η ιδιοκτησία.

Κάποιες εμπειρικές μελέτες σχετικά με την κερδοφορία των τραπεζών είναι σε συγκεκριμένη χώρα, ενώ άλλες έχουν επικεντρωθεί σε μια ομάδα χωρών. Παραδείγματα μελετών για συγκεκριμένες είναι εκείνες για τη Βραζιλία (Afanasieff κ.α., 2002), Κροατία (Kundid κ.α., 2011), Ελλάδα (Mamatzakis, 2003 Κοσμίδου, 2008 Αλεξίου και ο Σοφοκλής, 2009), Τυνησία (Naceur, 2003 Naceur και Goaied, 2001), η Ινδία (Badola και Verma, 2006), η Κίνα (Heffernan και Fu, 2008), η Ταϊβάν (Ramlall, 2009), Φιλιππίνες (Sufian και Chong, 2008), το Πακιστάν (Javaid, 2011 Burki, 2006), την Ιαπωνία (Lui και Wilson, 2010), Κορέα (Sufian, 2011), η Τουρκία (Alper και Anbar, 2011 Kaya, 2002 Tunay και Silpar, 2006), Τσεχική Δημοκρατία (Horvath, 2009). Οι Goddard κ.α. (2004), αναλύοντας την κερδοφορία των ευρωπαϊκών τραπεζών από 6 χώρες κατά την περίοδο 1992-1998, διαπίστωσαν ότι υπάρχει μια θετική σχέση μεταξύ της κερδοφορίας των τραπεζών και του κινδύνου, λαμβάνοντας υπόψη το μέγεθος της τράπεζα έχει ασήμαντη επίδραση στην κερδοφορία.

Στη βιβλιογραφία, υπάρχουν δύο ξεχωριστές προσεγγίσεις για την αξιολόγηση της τραπεζικής απόδοσης. Η πρώτη επικεντρώνεται σε παραμετρικές και μη παραμετρικές μέθοδοι για την εκτίμηση κέρδους και το κόστος αποτελεσματικότητας των συνόρων, όπως η ανάλυση φακέλου δεδομένων (DEA) ή Στοχαστική εν δυνάμει ανάλυση (SFA). Οι έρευνες μπορούν να βρεθούν στους Berger και Humphrey (1997) και Williams και Gardener (2003). Αυτές οι τεχνικές έχουν επίσης εφαρμοστεί σε αναδυόμενες αγορές. Όπως για παράδειγμα, οι Bonin κ.α. (2005) ασχολήθηκαν σχετικά με τις μεταβατικές οικονομίες όπως και για το Πακιστάν, οι Bonaccorsi di Patti και Hardy (2005). Και οι δύο μελέτες διαπιστώνουν ότι οι κρατικές τράπεζες είναι λιγότερο αποδοτικές ενώ οι ξένες τράπεζες είναι πιο αποτελεσματικές.

Για την Κίνα, η SFA χρησιμοποιείται από τους Berger κ.α. (2008), τους Fu και Heffernan (2007) και τους Yao κ.α. (2007), αν και η κάθε μελέτη διαφέρει στο σκοπό. Οι Berger κ.α. (2008) εξετάζουν το κόστος εκτίμησης και τα όρια απόδοσης κέρδους,

έτσι ώστε να αξιολογήσουν την αποτελεσματικότητα και την επιρροή της μειονότητας της ξένης ιδιοκτησίας των κινεζικών τραπεζών κατά την περίοδο 1994-2003. Καλύπτοντας το 94% των κινεζικών τραπεζικών περιουσιακών στοιχείων, βρίσκουν ότι οι big four (η Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ, η Λαϊκή Τράπεζα της Κίνας, η Τράπεζα της Ιαπωνίας, η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα βρίσκουν) (εξ ολοκλήρου κρατικής ιδιοκτησίας κατά τη χρονική στιγμή) ότι είναι λιγότερο αποτελεσματικές, πιθανώς οφείλεται σε ένα συνδυασμό των χαμηλών εσόδων και του υψηλού ποσοστού των μη εξυπηρετούμενων δανείων. Η μειοψηφία της ξένης ιδιοκτησίας σχετίζεται με υψηλότερα κέρδη και του κόστους αποδοτικότητας. Οι Fu και Heffernan (2007) διερεύνησαν το κόστος αποδοτικότητας για μια ομάδα 14 βασικών τραπεζών (1985-2002) για να εκτιμήσουν κατά πόσο οι διαφορετικοί τύποι ιδιοκτησίας και οι τραπεζικές μεταρρυθμίσεις επηρεάζουν την αποδοτικότητα. Κατά μέσο όρο, οι κοινές μετοχές βρέθηκαν να είναι πιο αποτελεσματικές από τις κρατικές εμπορικές τράπεζες (Athanasoglou P., 2005).

Οι Yao κ.α. (2007) εφαρμόζουν τη SFA σε μια ομάδα 22 τραπεζών (1995-2001) για την εκτίμηση των επιπτώσεων της ιδιοκτησιακής δομής και την εφαρμογή ενός "σκληρού" εισοδηματικού περιορισμού στην αποτελεσματικότητα των τραπεζών. Οι μη-κρατικές τράπεζες βρέθηκαν να είναι 8-18% πιο αποτελεσματικές από κρατικές τράπεζες, και οι τράπεζες που αντιμετωπίζουν ένα "σκληρό" εισοδηματικό περιορισμό τείνουν να έχουν καλύτερες επιδόσεις από αυτές που βασίζονται σε σημαντικές εισφορές κεφαλαίου. Το σαφές μήνυμα από όλες τις τρεις μελέτες είναι ότι οι κρατικές τράπεζες είναι σχετικά αναποτελεσματικές και κάπως προστατεύονται από τις κυβερνητικές πρωτοβουλίες. Αντίθετα, οι Chen κ.α. (2005) χρησιμοποιούν DEA για να εξετάσουν το κόστος, την τεχνική και την αποτελεσματική κατανομή πόρων από 43 κινεζικές τράπεζες από το 1993 έως το 2000. Θεωρούν ότι η μεγάλες κρατικές και μικρότερες τράπεζες είναι πιο αποτελεσματικές από τις μεσαίες τράπεζες και την οικονομική απορρύθμιση του 1995 βελτιώνει τα επίπεδα της αποδοτικότητας του κόστους.

Οι Shih κ.α. (2007) χρησιμοποιούν ανάλυση κυρίων συνιστωσών για να συγκρίνουν την κινέζικη τραπεζική απόδοση μεταξύ των big four, των κοινών μετοχών, και των

εμπορικών τραπεζών χρησιμοποιώντας δεδομένα για το 2002. Οι μεσαίου μεγέθους κοινές μετοχές εκτελούνται σημαντικά καλύτερα από τις κρατικές και τις εμπορικές τράπεζες. Δεν υπάρχει καμία απόδειξη ότι το μέγεθος της τράπεζας έχει θετική επίδραση στην απόδοση. Οι Lin και Zhang (2008) εκτιμούν την επίδραση της τραπεζικής ιδιοκτησίας σχετικά με την απόδοση των 60 κινέζικων τραπεζών (κρατικές, πολιτικές, κοινές μετοχές, διαφημιστικά σποτ της πόλης και κοινοπραξίες) από το 1997 έως το 2004. Οι big four βρίσκονται να είναι λιγότερο αποδοτικές, λιγότερο αποτελεσματικές και έχουν χειρότερη ποιότητα του ενεργητικού από τις άλλες, με την εξαίρεση των τριών πολιτικών τραπεζών. Οι τράπεζες που υπόκεινται σε ξένη απόκτηση ή δημόσια επιχείρηση αποδεικνύουν καλύτερη πριν το γεγονός απόδοση, αλλά το μέγεθος τράπεζας, η ξένη αγορά, ή/και εισαγωγή έχουν μικρό αντίκτυπο στην απόδοση του ενεργητικού (ROA), την απόδοση των ιδίων κεφαλαίων (ROE), το δείκτη κόστους προς έσοδα και των μη εξυπηρετούμενων δανείων προς το σύνολο του ενεργητικού.

Το δεύτερο σκέλος της βιβλιογραφίας θεωρεί τους καθοριστικούς παράγοντες της κερδοφορίας των τραπεζών, συνήθως καθορισμένους σύμφωνα με την απόδοση του ενεργητικού (ROA) ή με την απόδοση ιδίων κεφαλαίων (ROE) ή ακόμη και με βάση το καθαρό επιτοκιακό περιθώριο. Περιλαμβάνουν τραπεζικούς χρηματοοικονομικούς δείκτες, ρυθμιστικές αλλαγές και σε μερικές περιπτώσεις μακροοικονομικές μεταβλητές. Οι Goddard κ.α. (2004) μελετούν την ανάπτυξη των Ευρωπαϊκών τραπεζών σε έξι χώρες. Ανακαλύφθηκε μια σχετικά ασθενής σχέση μεταξύ μεγέθους και κερδοφορίας - μετρηθέν με την απόδοση ιδίων κεφαλαίων (ROE). Μόνο οι βρετανικές τράπεζες επιδεικνύουν μια σημαντική θετική σχέση μεταξύ επιχειρήσεων εκτός ισολογισμού και κερδοφορίας. Ωστόσο, υπάρχει σημαντική επιμονή για σωρευτικές υπερβάλλουσες αποδόσεις, ακόμη και αν ο ανταγωνισμός μεταξύ των τραπεζών πιστεύεται ότι έχει αυξηθεί κατά τη διάρκεια της περιόδου, 1992-1998.

Ο Molyneux και ο Seth (1998) εξέτασαν την απόδοση ξένων τραπεζών στις Ηνωμένες Πολιτείες της Αμερικής (περίοδο, 1987 με 1991) και βρήκαν ότι ο δείκτης κεφαλαιακού κινδύνου αποτελούσε καθοριστικό παράγοντα της απόδοσης αυτών των τραπεζών. Ο Williams (2003), θεωρεί ότι οι καθοριστικοί παράγοντες των ξένων

τραπεζών στην Αυστραλία για την περίοδο 1989-93 και με εξαρτημένη μεταβλητή την απόδοση επί των περιουσιακών στοιχείων (ROA), παρουσίασαν ως κύριο εύρημα πως ακόμη και με πλήρη αδειοδότηση από την Αυστραλία, έχουν σημαντικά μικρότερο μερίδιο αγοράς. Οι συντελεστές που είναι ιδιαίτερα θετικοί στην αύξηση του ΑΕΠ της χώρας αφορούν ξένες τράπεζες αλλά και το Αυστραλιανό δίκτυο τραπεζών στο περιθώριο επιτοκίου και των μή επιτοκιακών εσόδων.

Οι Bonin κ.α. (2005) εκτιμούν τις επιπτώσεις των τριών ειδών ιδιοκτησίας τραπεζών (στρατηγικά ξένων, στην πλειοψηφία ξένων και κρατικών) ως μεταβλητές για τις τραπεζικές αποδόσεις σε έντεκα μεταβατικές χώρες σε μία μη ισορροπημένη ομάδα 225 τραπεζών, 1996 - 2000. Καμία δεν κρίνεται σημαντική όταν εξαρτημένη μεταβλητή είναι η απόδοση επί των περιουσιακών στοιχείων (ROA) κατά κύριο λόγο γιατί τα μέτρα αυτά έχουν ως αποτέλεσμα ανάμεικτα μηνύματα, σχετικά με τραπεζικές επιδόσεις, δεδομένης της υποανάπτυκτης και εξελισσόμενης φύσης του τραπεζικού τομέα στις μεταβατικές οικονομίες.

Οι Naceur και Goaied (2001) μελετούν την απόδοση των καταθετικών τραπεζών της Τυνησίας (1980-1995), τη παραγωγικότητα, κεφαλαιοποίηση και τη σύνθεση του χαρτοφυλακίου με σημαντικό και θετικό πρόσημο όταν βασικός παράγοντας είναι η απόδοση επί των περιουσιακών στοιχείων (ROA) και όχι το μέγεθος της τράπεζας. Ο Chirwa (2003) χρησιμοποιώντας τεχνικές συν-ολοκλήρωσης, εξετάζει όκτω τράπεζες στο Μαλάουι (1970-1984) και βρίσκει μια σημαντική μακροπρόθεσμη σχέση μεταξύ περισυλλογής και εκτέλεσης, ομοίως και για τις καταθέσεις όψεως.

Σύμφωνα με τους Pantea , Gligor , Anis (2013) αναφέρεται ότι η ενιαία παραγωγή σε δείκτες εισροής, όπως για παράδειγμα είναι η απόδοση επενδύσεων (ROI) και η απόδοση επί των πωλήσεων πιθανόν να μπορούν χρησιμοποιηθούν ως δείκτες χρηματοοικονομικής επίδοσης, είτε πρόκειται για μέτρα κερδοφορίας, παραγωγικότητας ή αποδοτικότητας, δεν αποτελούν όμως ακριβή μέγεθη μέτρησης, αφού η απόδοση μιας εταιρείας είναι ένα φαινόμενο που απαιτεί περισσότερο από ένα κριτήριο για να την χαρακτηρίσει (Zhu, 2000). Στην πραγματικότητα, πολλοί ερευνητές έχουν επινοήσει οργανωτική απόδοση ως ένα πολυδιάστατο σχεδιασμό (Raju και

“Προσδιοριστικοί παράγοντες της χρηματοοικονομικής απόδοσης:

Η περίπτωση των εισηγμένων επιχειρήσεων στο ΧΑΑ, περίοδος 2012-2015”

Lonial, 2002) δεδομένου ότι καλύπτει ποικίλους σκοπούς και τύπους των επιχειρήσεων.

Κεφάλαιο 3

3. Μέτρα Χρηματοοικονομικής απόδοσης

Η βιβλιογραφία σχετικά με την επίδοση και τους καθοριστικούς παράγοντες της είναι αρκετά άφθονη και συμπυκνώνεται σε διάφορες πτυχές: τη μελέτη του ορισμού της έννοιας της απόδοσης και της μέτρησης της, την αποδοτικότητα της και την ανάλυση της αποτελεσματικότητας καθώς και τους καθοριστικούς παράγοντες της χρηματοοικονομικής απόδοσης της. Στη μελέτη αυτή μας ενδιαφέρει κυρίως η τελευταία αναφερθείσα κατεύθυνση της έρευνας.

Στην βιβλιογραφική ανασκόπηση, η μέτρηση των επιδόσεων ορίζεται ως η διαδικασία της ποσοτικοποίησης της δράσης, όπου οι μετρήσεις είναι η διαδικασία ποσοτικοποίησης και η δράση οδηγεί σε επιδόσεις. Σύμφωνα με την προοπτική μάρκετινγκ, οι εταιρείες επιτυγχάνουν τους στόχους τους και αποδίδουν ικανοποιώντας τις ανάγκες των πελατών τους, με μεγαλύτερη αποδοτικότητα και αποτελεσματικότητα από ό, τι οι ανταγωνιστές τους (Kotler, 1984). Η άποψη της αποδοτικότητας και της αποτελεσματικότητας χρησιμοποιούνται ακριβώς σε αυτό το πλαίσιο, η αποτελεσματικότητα αναφέρεται στην επέκταση στο οποίο που οι απαιτήσεις των πελατών ικανοποιούνται, ενώ η αποτελεσματικότητα αποτελεί το μέτρο του πόσο οικονομικά οι πόροι της εταιρείας χρησιμοποιούνται κατά την παροχή ενός συγκεκριμένου επιπέδου ικανοποίησης των πελατών. Αυτό είναι ένα σημαντικό σημείο, γιατί εντοπίζει δύο βασικές διαστάσεις της απόδοσης, αλλά τονίζει επίσης το γεγονός ότι μπορεί να υπάρξουν τόσο εσωτερικοί όσο και την εξωτερικοί λόγοι για την επιδίωξη ειδικών προγραμμάτων της δράσης (Slack, 1991).

Έτσι, το επίπεδο της απόδοσης που μια εταιρεία επιτυγχάνει είναι η συνάρτηση της αποδοτικότητας και της αποτελεσματικότητας των δράσεων που αναλαμβάνει (Neely, 1994) και:

- μέτρηση της απόδοσης μπορεί να οριστεί ως η διαδικασία ποσοτικού προσδιορισμού της αποτελεσματικότητας και αποδοτικότητας μιας δράσης

- μέτρο απόδοσης μπορεί να οριστεί ως ένα μέγεθος που χρησιμοποιείται για την ποσοτικοποίηση της απόδοσης και / ή της αποτελεσματικότητας μιας δράσης
- σύστημα μέτρησης της απόδοσης μπορεί να οριστεί το σύνολο των μετρήσεων που χρησιμοποιούνται για την ποσοτικοποίηση και την αποδοτικότητα και την αποτελεσματικότητα των δράσεων

Η ερευνητική βιβλιογραφία σχετικά με το σχεδιασμό του συστήματος μέτρησης απόδοσης δείχνει τη σημασία και την πολυπλοκότητα αυτού του θέματος. Ενώ πολλά άρθρα συζητούν θέματα που σχετίζονται με το θέμα, άλλοι εστιάζουν την προσοχή τους μόνο σε μερικές επιλεγμένες πτυχές του συστήματος μέτρησης των επιδόσεων. Πολύ λίγες εφημερίδες αναφέρουν το θέμα στο σύνολό του. Ως εκ τούτου, συνειδητοποιήσαμε μια ανάλυση των σχετικών άρθρων που καλύπτουν τον ορισμό της απόδοσης και τη μέτρηση της, υπογραμμίζοντας την εξέλιξή της κατά τα τελευταία χρόνια, όπως φαίνεται στον πίνακα 1.

Πίνακας 1: Ιστορική εξέλιξη των μέτρων απόδοσης

Περίοδος	Μέτρηση επίδοσης	Συγγραφές (εις)	Εξήγηση
2003	NIM ROA	Samy Ben Naceur	Η απόδοση ενεργητικού (ROA) μετρά τη συσσώρευση κερδών ανά δολάριο των περιουσιακών στοιχείων και αντικατοπτρίζει το πόσο καλά η διοίκηση της τράπεζας χρησιμοποιεί πραγματικές επενδύσεις πόρων και παράγει έργα. Επίσης το καθαρό επιτοκιακό περιθώριο (NIM) εστιάζεται στο κέρδος που προκύπτει από δραστηριότητες συμφέροντος. Τα δύο αυτά μέτρα έχουν χρησιμοποιηθεί σε μελέτες απόδοσης τραπεζών.
2008	Ερωτηματολόγιο	Bora Aktan Cargi Bulut	Από προηγούμενες έρευνες σχετικά με την εταιρική επιχειρηματικότητα έχουν γίνει θεωρητικές μελέτες για να διευρύνουν τη δομή της, χρησιμοποιώντας κλίμακες οικονομικών επιδόσεων, πωλήσεων, ενεργητικού και αύξησης μεριδίου αγοράς.

2008	ROA	Kyriaki Kosmidou	Δείχνει τις αποδόσεις που προκύπτουν από τα στοιχεία ενεργητικού που χρηματοδοτούνται από τη τράπεζα προκειμένου να συλληφθούν τυχόν διαφορές στο ενεργητικό κατά τη διάρκεια του οικονομικού έτους.
2009	ANOVA	Carole MAUREL	Λαμβάνοντας υπόψη το γεγονός ότι η βάση δεδομένων περιλαμβάνει πολυάριθμες μεταβλητές κλίμακας και μη ποσοτικές μεταβλητές, η γραμμική παλινδρόμηση που εξετάστηκε για πρώτη φορά, έχει ολοκληρωθεί με παραγοντικό ANOVA, επίσης βοηθήσει στον προσδιορισμό των διαφορών των μέσων όρων εντός μιας μεταβλητής προκειμένου να εξάγει επίπεδα έντασης
2009	IC OLS	Alexander Bruggen, Philip Vergauwen, Mai Dao	Το μέτρο απόδοσης IC reporting practice αποτελεί το μέσο για τη μέτρηση και ανάπτυξη των δηλώσεωνκαταστάσεων πνευματικού κεφαλαίου. Επίσης είναι μονάδα ανάλυσης περιεχομένου λόγω καλύτερης σύγκρισης διάφορων ετήσιων εκθέσεων. Το μοντέλο παλινδρόμησης OLS δείχνει τον αριθμό των όρων που σχετίζονται επίσης με το πνευματικό κεφάλαιο(intellectual capital) στο πλαίσιο της ετήσιας έκθεσης μιας επιχείρησης. Το σημείο τομής αντικατοπτρίζει το μοντέλο με το κλάδο κοινής ωφέλειας.
2010	Ερωτηματολόγιο Οικονομετρική προδιαγραφή-εξίσωση probit	Maria Garcia-Vega, Alberto Lopez	Οι κλίμακες που ορίζονται σε κάθε στάδιο του ερωτηματολογίου είναι μεγάλης σημασίας έτσι ώστε τα αποτελέσματα να είναι αντιπροσωπευτικά για κάθε επιχείρηση εξηγώντας τη σημαντικότερα των καινοτόμων δραστηριοτήτων, με σκοπό την βιωσιμότητα (εσωτερικοί και εξωτερικοί παράγοντες). Η εξίσωση probit έχει σκοπό την εξέταση καθοριστικών παραγόντων εγκατάλειψης καινοτόμων δραστηριοτήτων. Με αυτόν τον τρόπο θα εξηγηθεί η εγκατάλειψη αυτών των δραστηριοτήτων από άποψη των χαρακτηριστικών τρέχουσων ή προηγούμενων επιχειρήσεων
2012	ερωτηματολόγια	Aspasia Vlachvei, Ourania Notta and	η επιλογή των ερωτηματολογίων στην συγκεκριμένη έρευνα που αφορούσε ελληνικές επιχειρήσεις κρασιών είχε σκοπό

		Tsakirianidou Efterpi	την ενίσχυση του marketing, και καθιέρωση της φήμης.
2012	ROA Ερωτηματολόγιο SPSS	Salih Yesil, Ahmet Kaya	Η ROA σκοπεύει στη μέτρηση απόδοσης περιουσιακών στοιχείων(εκθέσεις). Τα ερωτηματολόγια περιέχουν στοιχεία που προέρχονται κυρίως από προηγούμενες μελέτες και τροποποιήθηκαν ώστε να ταιριάζουν στην έρευνα που αφορά την επίδραση της οργανωτικής κουλτούρας στις οικονομικές επιδόσεις της εταιρείας. Με τη βοήθεια του SPSS πραγματοποιήθηκαν όλες οι αναλύσεις
2013	ROA ROE	Marius Pantea, Delia Gligor, Cecilia Anis	οι ROA και ROE είναι οι πιο σχετικοί δείκτες οικονομικών επιδόσεων και χρησιμοποιούνται ευρέως λόγω της διαθεσιμότητας των δεδομένων και των τόκων των ενδιαφερόμενων μερών. Οι μέθοδοι αυτοί βοηθούν στην κατανόηση της χρηματοοικονομικής επίδοσης της επιχείρησης με στοιχεία δημοσιευμένα από την επιχείρηση(εκθέσεις)
2013	NIM ROA ROE	Vincert Okoth Ongore, Gemechu Kusa	ROE: αντανakλά πόσο αποτελεσματικά η διαχείριση της τράπεζας χρησιμοποιεί το κεφάλαιο των μετόχων, και δείχνει αυτό που οι μέτοχοι βλέπουν σε αντάλλαγμα των επενδύσεων τους. ROA: είναι σημαντικός παράγοντας στη κερδοφορία της επιχείρησης, μετρά την ικανότητα της διαχείρισης να δημιουργεί εισόδημα μέσω της αξιοποίησης των περιουσιακά της στοιχείων. Όσο υψηλότερη είναι η ROA τόσο πιο αποτελεσματικά χρησιμοποιεί η εταιρεία τους πόρους της. NIM: η διαφορά μεταξύ εισοδήματος από τόκους που προέρχονται από τράπεζες και το ποσό των τόκων που καταβάλλονται στους δανειστές σε σχέση με τα περιουσιακά στοιχεία. Όσο υψηλότερο είναι το καθαρό επιτοκιακό περιθώριο τόσο μεγαλύτερο κέρδος θα έχει η τράπεζα. Αποτελεί επίσης βασικό μέτρο για την κερδοφορία και ταυτόχρονα καθορίζει ριψοκίνδυνες πρακτικές δανεισμού που σχετίζονται με διατάξεις για απώλεια δανείου.

2013	ROA ROE	Nicolae Petria , Bogdan Capraru , Iulian Ihnatov	Θεωρούμε ως υποκατάστατο για τη τραπεζική κερδοφορία, την αποδοτικότητα του μέσου Ενεργητικού (ROAA) και την απόδοση των μέσων ιδίων κεφαλαίων (ROAE). Σε σύγκριση με τη ROE, η χρήση της ROA λαμβάνει υπόψη τους κινδύνους που προέρχονται από τη μόχλευση και είναι ο βασικός δείκτης της κερδοφορίας των τραπεζών
2014	PR	Ourania Notta and Aspasia Vlachvei	Το μοντέλο αυτό έχει διαμορφωθεί για τον εντοπισμό και τον ποσοτικό προσδιορισμό των παραγόντων που εξηγούν την κερδοφορία των επιχειρήσεων μεταποίησης γαλακτοκομικών προϊόντων που δραστηριοποιούνται στην Ελλάδα, χρησιμοποιώντας την ανάλυση των δεδομένων από τις οικονομικές καταστάσεις.
2014	DEA	Christos Floros, Zacharias Voulgaris , Christos Lemonakis	Η εμπειρική έρευνα με τη χρήση της ανάλυσης DEA επιχειρεί να αξιολογήσει τις 13 ελληνικές περιφέρειες με βάση την σταθερή απόδοση τους και να εξηγήσει τους λόγους πίσω από την διαφοροποίηση στην απόδοση
2014	STD LTD TD	Pedro Proença, Raul M. S. Laureano, Luis M. S. Laureano	Με την βοήθεια αυτών των μεθόδων μέτρησης κατανοείται η διάρθρωση κεφαλαίου στο σύνολό του, εξετάζονται οι παράγοντες που καθορίζουν την κεφαλαιακή δομή.
2015	ROA	Andewi Rokhmawati, Milind Sathye , Suneeta Sathye	ROA είναι η ικανότητα μιας επιχείρησης να αξιοποιήσει το σύνολο του ενεργητικού της για να παράγει κέρδη για τους μετόχους, ομολογιούχους και πιστωτές. υπολογίζεται χρησιμοποιώντας Formula 1, η οποία έχει προταθεί από Carton και Hofer, 2006. Επίσης η μέθοδος αυτή επισημαίνεται για την απόδοση των στοιχείων του ενεργητικού.
2015	Stata 120	Manjae Lee, Manyu Choi	Είναι ένα στατιστικό πακέτο ανάλυσης δεδομένων χρησιμοποιώντας υποθέσεις για συσχέτιση επενδύσεων έρευνας και ανάπτυξης στις επιχειρήσεις. Βασισμένο και σε προηγούμενες μελέτες.
2015	ROE ROA	Sorava Vatavu	Γίνεται αναφορά στις επιχειρήσεις που έχουν κέρδος βασισμένο στις επενδύσεις των περιουσιακών τους στοιχείων καθώς επίσης και ποσο αποτελεσματικά οι διαχειριστές χρησιμοποιούν τα κεφάλαια των επενδύσεων.

Η χρονολογική επισκόπηση της βιβλιογραφίας προσφέρει μια ολοκληρωμένη μελέτη της εξέλιξης στον τομέα της έρευνας μέτρησης της απόδοσης. Ο κύριος στόχος των μοντέλων που αναλύονται είναι η υποστήριξη ιδιαίτερα διαχείρισης, βοηθώντας να μετρήσει την απόδοση της εταιρείας, να αναλύσει και να βελτιώσει την επιχειρηματική λειτουργική αποδοτικότητα μέσω της καλύτερων διεργασιών στη λήψη αποφάσεων.

Όσον αφορά τους καθοριστικούς παράγοντες της επιχειρηματικής απόδοσης, η εκτεταμένη μελέτη βιβλιογραφίας μας αποκάλυψε ότι υπάρχουν δύο κύριες κατηγορίες: η μία βασίζεται κατά κύριο λόγο στην οικονομική παράδοση, τονίζοντας τη σημασία των εξωτερικών παραγόντων της αγοράς για τον καθορισμό της σταθερής επιτυχίας, και μια άλλη επικεντρώθηκε σε συμπεριφορισμό και κοινωνιολογικού θέματος παράδειγμα, βλέποντας τους οργανωτικούς παράγοντες και την εφαρμογή τους στο περιβάλλον σαν τους σπουδαιότερους παράγοντες της επιτυχίας. Ωστόσο, λίγη προσοχή έχει δοθεί στην ανταγωνιστική θέση της επιχείρησης, καθώς και σε παράγοντες στο εσωτερικό της επιχείρησης. Στον Πίνακα 2 παρουσιάσαμε το κύριοι προσδιοριστικοί παράγοντες της επιχειρηματικής απόδοσης, όπως αναφέρεται στη μελετημένη βιβλιογραφία.

Πίνακας 2. Επισκόπηση των καθοριστικών παραγόντων της επιχειρηματικής απόδοσης

Μεταβλητές	Συγγραφές(εις)	Παράγοντας(ες) επιχ/κής δραστηριότητας
Μεταβλητές που αφορούν την επιχείρηση και τους ανταγωνιστές της	Shepherd και Wiklund(2003)	μερίδιο αγοράς
Μέγεθος επιχείρησης	Tan και Peng(2003), Peng και Luo(2000), Pantea, Gligor και Anis (2013)	μέγεθος επιχείρησης
Οργανωτικές μεταβλητές	Ahmada και Schroeder(2003), Lopez και Gargia-Vega(2010), Lee και Choi(2015), Yesil και Kaya(2012)	Ανθρώπινοι πόροι, οργάνωση επιχείρησης, σχεδιασμός εργασίας, έρευνα και ανάπτυξη, καινοτόμες δραστηριότητες

Παρά τον αυξανόμενο αριθμό επιστημονικών εργασιών σχετικά με τους καθοριστικούς παράγοντες της απόδοσης μιας επιχείρησης, δεν υπάρχει κοινό σύνολο αυτών των καθοριστικών παραγόντων, παραμένοντας μια συνεχή έρευνα του θέματος.

ΜΕΡΟΣ Β΄: ΕΡΕΥΝΑ

Κεφάλαιο 4

4. Πλαίσιο έρευνας και υποθέσεις

Προκειμένου να διαπιστωθεί αν υπάρχει σχέση μεταξύ των συγκεκριμένων οικονομικών και οργανωτικών παραγόντων και της απόδοσης μιας επιχείρησης, πρέπει πρώτα προσδιορίζονται οι δείκτες επιχειρηματικής απόδοσης και των καθοριστικών παραγόντων της, με βάση την προηγούμενη βιβλιογραφική ανασκόπηση. Όταν διευθετώντας το ζήτημα της μέτρησης της χρηματοοικονομικής επίδοσης, η μελέτη από συγκεκριμένη βιβλιογραφία μας οδήγησε να παρατηρήσουμε ότι το ζήτημα αυτό, συχνά θεωρείται ένα απλό έργο. Ωστόσο, περιπλοκές ανακύπτουν κατά την επιλογή του οργάνου μέτρησης. Εμείς εντοπίσαμε διάφορα μέτρα (Πίνακας 1), τα οποία μπορούν να αποδοθούν σε διάφορες προσεγγίσεις. Όλες οι προσεγγίσεις συνεπάγονται διαφορετικές προοπτικές και θεωρητικές συνέπειες (Hillman και Keim, 2001) και υπόκεινται σε περιορισμούς. Παρ' όλα αυτά, τα λογιστικά μεγέθη (δηλαδή ROE και ROA) χρησιμοποιούνται ευρέως τόσο λόγω της διαθεσιμότητας των δεδομένων όσο και για το ενδιαφέρον των ενδιαφερομένων. Έτσι, σύμφωνα με στόχο την έρευνα μας, θεωρούμε ότι ROE και ROA είναι οι πιο σχετικοί δείκτες οικονομικών επιδόσεων, δείκτες που θα ληφθούν υπόψη κατά την έρευνα μας.

Σύμφωνα με τους Ongore και Kusa (2013) η Απόδοση Ιδίων Κεφαλαίων (ROE) είναι μια οικονομική αναλογία που αναφέρεται στο πόσο κέρδος η εταιρεία κέρδισε σε σύγκριση με το συνολικό ποσό των ιδίων κεφαλαίων των μετόχων που έχουν επενδυθεί ή βρίσκονται στον ισολογισμό. ROE είναι ό, τι οι μέτοχοι δούμε σε αντάλλαγμα για τις επενδύσεις τους. Μια επιχείρηση που έχει υψηλή απόδοση ιδίων κεφαλαίων είναι πιο πιθανό να είναι ένα που είναι σε θέση να παράγει μετρητά εσωτερικά. Έτσι, όσο υψηλότερη είναι η ROE τόσο καλύτερη είναι η εταιρεία είναι από την άποψη του κέρδους γενιάς. Αυτό εξηγείται περαιτέρω από Khrawish (2011) που ROE είναι ο λόγος καθαρών εσόδων μετά από φόρους διαιρείται με Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων. Αντιπροσωπεύει το ποσοστό απόδοσης κερδίζει τα κεφάλαια που επενδύουν στην

τράπεζα από τους μετόχους της. ROE αντανakλά το πόσο αποτελεσματικά μια διαχείριση τράπεζα χρησιμοποιεί τα κεφάλαια των μετόχων.

Έτσι, μπορεί να συναχθεί από την παραπάνω δήλωση ότι η καλύτερη είναι η απόδοση ιδίων κεφαλαίων τόσο πιο αποτελεσματική είναι η διαχείριση στην αξιοποίηση του κεφαλαίου των μετόχων.

Η Απόδοση Ενεργητικού (ROA) όπως αναφέρεται σύμφωνα με τους Ongore και Kusa (2013) είναι επίσης ένα άλλο σημαντικό δείκτη που δείχνει την κερδοφορία της τράπεζας. Πρόκειται για ένα ποσοστό του εισοδήματος προς το σύνολο του ενεργητικού της (Khrawish, 2011). Μετρά την ικανότητα της διαχείρισης της τράπεζας για τη δημιουργία εισοδήματος από την αξιοποίηση περιουσιακών στοιχείων της εταιρείας έχουν στη διάθεσή τους. Με άλλα λόγια, αυτό δείχνει πόσο αποτελεσματικά οι πόροι της εταιρείας που χρησιμοποιείται για τη δημιουργία του εισοδήματος. Αναφέρει περαιτέρω την αποτελεσματικότητα της διαχείρισης της εταιρείας στην παραγωγή καθαρών εσόδων από όλους τους πόρους του ιδρύματος (Khrawish, 2011). Ο Wen (2010), αναφέρει ότι μια υψηλότερη ROA δείχνει ότι η εταιρεία είναι πιο αποτελεσματική στη χρήση των πόρων της.

Όσο για τους καθοριστικούς παράγοντες απόδοσης, όπως φαίνεται προηγουμένως, υπάρχουν διάφορες κατηγορίες που προσδιορίζονται, αντιμετωπίζονται ως επί το πλείστον από μία περιγραφική άποψη (meta-analysis, Oyelere κ.α., 2003) Με την ανάπτυξη της εταιρικής κοινωνικής ευθύνης (ΕΚΕ), οι ερευνητές έχουν αρχίσει να εστιάζουν την προσοχή τους στη σχέση μεταξύ ΕΚΕ και των οικονομικών επιδόσεων (Mahoneya και Roberts, 2007). Η Tsoutsoura (2004) δείχνει ότι η κύρια αιτία αυτών των αποτελεσμάτων είναι συναφείς με τα προβλήματα μέτρησης της ΕΚΕ, δοκιμάζοντας το σύμβολο της σχέσης μεταξύ της εταιρικής κοινωνικής ευθύνης και των οικονομικών επιδόσεων σε 42 επιχειρήσεις και υποδεικνύει μια θετική σύνδεση. Με βάση τις συγκεκριμένες διαπιστώσεις της βιβλιογραφίας, που παρουσιάστηκαν παραπάνω, έχουμε αναπτύξει τις ακόλουθες ερευνητικές υποθέσεις:

H1: Το μέγεθος της επιχείρησης έχει θετική συσχέτιση με την κερδοφορία της.

“Προσδιοριστικοί παράγοντες της χρηματοοικονομικής απόδοσης:

Η περίπτωση των εισηγμένων επιχειρήσεων στο ΧΑΑ, περίοδος 2012-2015”

H2: Ο αριθμός των εργαζομένων επηρεάζει θετικά τα κέρδη της επιχείρησης.

H3: Υπάρχει ένας συσχετισμός μεταξύ μεγέθους επιχείρησης, έντασης κεφαλαίου, ανθρώπινου δυναμικού, ανάπτυξης επιχείρησης, οικονομικής κρίσης και κλάδου, μετρημένοι με ROE.

H4: Υπάρχει θετική συσχέτιση μεταξύ των όλων προσδιοριστικών παραγόντων απόδοσης που είμαι μετρημένοι με ROA.

Κεφάλαιο 5

5. Μεθοδολογία και αποτελέσματα

5.1. Μεθοδολογία της έρευνας

Για να δοκιμάσει και να επικυρώσει την υπόθεση της έρευνας, έχουμε επιλέξει ένα δείγμα 42 ελληνικών εταιρειών, με κριτήρια ένταξης την εισαγωγή τους στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών. Οι εταιρείες έχουν βιομηχανικό προφίλ, τόσο από βαριά και ελαφριά βιομηχανία. Αντιρρήσεις μπορούν να γίνουν στην ενσωμάτωση των δύο τομέων στο ίδιο δείγμα, αλλά το επιχείρημα είναι ότι, εν απουσία επαρκούς ποσότητας των δεδομένων, συνιστάται να εξασφαλίζεται η μεγαλύτερη δυνατή ομοιογένεια των δεδομένων, καθώς και ένα αρκετά μεγάλο δείγμα για να διατηρηθεί η βιωσιμότητα των αποτελεσμάτων στατιστικής ανάλυσης. Οι εταιρείες που επιλέχθηκαν στην έρευνα έχουν ομαδοποιηθεί σε κλάδο κατηγοριοποίησης ανά 3 εταιρείες. Επιλέχθηκαν οι μεγαλύτερες σε μέγεθος επιχειρήσεις για τον εκάστοτε κλάδο. Επίσης οι τράπεζες δεν έχουν συμπεριληφθεί στην έρευνα διότι αποτελούν επιχειρήσεις μη χρηματοοικονομικού κλάδου καθώς και οι μεταβλητές τους αναπροσαρμόζονται συνεχώς, πράγμα το οποίο δεν θα κατέληγε την έρευνα σε ένα σαφές και αντιπροσωπευτικό αποτέλεσμα.

Η χρονική περίοδος που λαμβάνεται υπόψη για την ανάλυση μας καλύπτει 4 χρόνια (2012-2015), ως εκ τούτου, τα απαραίτητα δεδομένα που εξάγονται για κάθε εταιρεία για την αναφερόμενη περίοδο. Το πρώτο θέμα που θα εξετάσουμε αφορά τη μέτρηση των μεταβλητών, όπως φαίνεται στον Πίνακα 3 παρακάτω.

Πίνακας 3. Μεταβλητές*

Μεταβλητές	Κωδικοποίηση	Μέτρηση
Απόδοση ενεργητικού	ROA	Καθαρό Αποτέλεσμα/Σύνολο Ενεργητικού
Απόδοση ιδίων κεφαλαίων	ROE	Καθαρό Αποτέλεσμα/Ίδια Κεφάλαια
Μέγεθος επιχείρησης	M1	Λογάριθμος πωλήσεων
Κεφάλαιο	M2	Πάγια στοιχεία ενεργητικού
Ανθρώπινο Δυναμικό	M3	Αριθμός εργαζομένων
Ανάπτυξη Επιχείρησης	M4	Ρυθμός μεταβολής πωλήσεων
Οικονομική κρίση	M5	Λογάριθμος κερδών
Κλάδος επιχείρησης	M6	Αριθμός κατηγοριοποίησης

*Πηγή των αποτελεσμάτων των μεταβλητών είναι από τα δεδομένα της κάθε εταιρείας (ετήσια έκθεση)

Το επόμενο βήμα της έρευνας και αφού έχουν συλλεχθεί όλα τα δεδομένα, είναι η χρήση ενός μοντέλου παλινδρόμησης, το οποίο περιλαμβάνει όλα τα στοιχεία που έχουν υπολογιστεί με τη βοήθεια των παραπάνω μεταβλητών ορισμένων ως προσδιοριστικοί παράγοντες χρηματοοικονομικής απόδοσης. Μία εξίσου σημαντική μεταβλητή θεωρείται η περιβαλλοντική επίδοση όπως έχει αναφερθεί εκτενώς στο θεωρητικό κομμάτι της εργασίας και αποδεδειγμένη από πολλές έρευνες, η οποία δεν έχει συμπεριληφθεί στην έρευνα διότι δεν υπάρχουν στοιχεία π.χ. αριθμητικά ή δείκτης, τα οποία μπορούν εισαχθούν στην έρευνα και στη χρήση στατιστικού προγράμματος.

5.2 Ανάλυση Δεδομένων και ερμηνεία

Το πρόγραμμα που χρησιμοποιήσαμε για να κάνουμε παλινδρόμηση είναι το STATA, το οποίο εντάσσεται στα οικονομετρικά προγράμματα κυρίως για μετρήσεις απόδοσης. Με την εφαρμογή του προγράμματος γίνεται μια περιγραφική στατιστική των οχτώ μεταβλητών (ROE, ROA, M1, M2, M3, M4, M5, M6), για την περίοδο 4 χρόνων που είναι υπό εξέταση με 42 ενότητες (επιχειρήσεις).

Στη συνέχεια προχωράμε στην ανάλυση των συσχετίσεων μεταξύ κάθε προσδιοριστικού παράγοντα που εξηγήθηκε παραπάνω και των δεικτών απόδοσης, εφαρμόζοντας ως πρώτο μοντέλο τη GLS παλινδρόμηση με τυχαίες επιδράσεις, η οποία εξετάζει κάθε σημείο τομής ως αποτέλεσμα μιας τυχαίας απόκλισης από κάποια μέση τομή (τύπος 1).

$$y_{it} = a_i + x_{it}\beta + e_{it} \quad (1)$$

Όπου:

y_{it} - εξαρτημένη μεταβλητή, i =οντότητα, t =χρόνος

a_i - άγνωστο σημείο τομής για κάθε οντότητα

x_{it} - ανεξάρτητη μεταβλητή

β - ο συντελεστής για την ανεξάρτητη μεταβλητή

e_{it} - εσωτερικό σφάλμα οντότητας

Κεφάλαιο 6

6. Σχολιασμός- Ανάλυση Αποτελεσμάτων

Κατά την ανάλυση των εκατό σαράντα παρατηρήσεων που προέκυψαν με δεδομένα από 42 εταιρίες για χρονικό διάστημα 2012 έως και 2015, παρατηρείται συσχετισμός των εξαρτημένων μεταβλητών με συγκεκριμένες κατηγορίες των μεταβλητών κατά ROE και ROA.

Αρχικά στο πρώτο υπόδειγμα της ανάλυσης διαπιστώθηκε ότι ποσοστό 16%, κατά ROE ανάλυση, είναι οι μεταβολές της ανεξάρτητης μεταβλητής που φαίνονται να επηρεάζονται από το υπόδειγμα. Έπειτα στο δεύτερο υπόδειγμα, το ποσοστό 10% αντιστοιχεί στις μεταβολές της ανεξάρτητης μεταβλητής που φαίνονται να επηρεάζονται από το υπόδειγμα, κατά ROA ανάλυση. Η ανάλυση έγινε και στα δύο υποδείγματα για επίπεδο σημαντικότητας 95%.

ROE Ανάλυση

Πιο συγκεκριμένα στο υπόδειγμα που έχουμε ορίσει εξαρτημένη μεταβλητή ROE και ανεξάρτητες τις μεταβλητές M1, M2, M2, M3, M4 και M6 αντίστοιχα, προκύπτει το ποσοστό 16% το οποίο αντιστοιχεί στις μεταβολές της εξαρτημένης μεταβλητής που επηρεάζεται από το υπόδειγμα. Αναλυτικά όσο αφορά τις ανεξάρτητες μεταβλητές θα κάνουμε μία σύγκριση των αποτελεσμάτων «z» για κάθε μεταβλητή σύμφωνα με το όριο η αξία «z» να είναι μεγαλύτερη από 1,92 το οποίο θα ορίσει αν η μεταβλητή θα είναι στατιστικά σημαντική για επίπεδο σημαντικότητας 95%.

Η ανεξάρτητη μεταβλητή M1 η οποία περιγράφει το μέγεθος της επιχείρησης έχει την τιμή 1,24 μικρότερη από αυτή που θα έπρεπε να λάβει για να θεωρηθεί στατιστικά σημαντική η μεταβλητή για επίπεδο σημαντικότητας 95%. Κατόπιν έχουμε την ανεξάρτητη μεταβλητή M2 η οποία περιγράφει το κεφάλαιο της επιχείρησης έχοντας λάβει την τιμή -2.19, τιμή η οποία είναι αρκετά μικρότερη από 1,92 με αποτέλεσμα κι αυτή η μεταβλητή να θεωρηθεί μη στατιστικά σημαντική. Όπως θα δούμε για την μεταβλητή M3 η οποία αφορά το εργατικό δυναμικό των επιχειρήσεων στη στήλη «z» θα διαπιστώσουμε ότι η τιμή που προκύπτει από την παλινδρόμηση για την ανεξάρτητη

μεταβλητή αυτή είναι 0.33. Το αποτέλεσμα καθιστά μη στατιστικά σημαντική, για το επίπεδο σημαντικότητας 95%, την τρίτη κατά σειρά μεταβλητή που έχει τεθεί ως προσδιοριστικός παράγοντας χρηματοοικονομικής απόδοσης των εταιρειών για την έρευνα.

Έπειτα ακολουθεί η τέταρτη κατά σειρά ανεξάρτητη μεταβλητή M4 προσδιορίζοντας την ανάπτυξη της επιχείρησης, η οποία και αυτή με τη σειρά της καταλήγει να είναι στατιστικά μη σημαντική έχοντας την τιμή «z»=-3,65. Ακολουθεί η M5 ανεξάρτητη μεταβλητή, η οποία αντιστοιχεί στην οικονομική κρίση, θα λέγαμε ότι είναι σημαντικός προσδιοριστικός παράγοντας στις μέρες μας, η οποία με βάση το υπόδειγμα έχει τιμή «z» ίση με 1,46. Άλλη μία μεταβλητή κατέληξε να είναι στατιστική μη σημαντική στο 95% επίπεδο σημαντικότητας. Τελευταία αλλά καθόλου ασήμαντος προσδιοριστικός παράγοντας χρηματοοικονομικής απόδοσης είναι η μεταβλητή M6, δηλαδή ο κλάδος της επιχείρησης με «z» ίσο με -1,45. Η διαπίστωση λοιπόν και για την τελευταία ανεξάρτητη μεταβλητή, που έχουμε θέσει στην έρευνά μας, είναι ότι δεν αποτελεί στατιστικά σημαντική μεταβλητή για επίπεδο σημαντικότητας 95%, έχοντας δεδομένο ότι για να συμβεί το αντίθετο θα πρέπει η τιμή «z» για κάθε μεταβλητή να είναι μεγαλύτερη από την τιμή 1,92. Το ίδιο αποτέλεσμα βέβαια προκύπτει και για τα σταθερό όρο του υποδείγματος (cons) με τιμή «z» ίση με 1,01. Συνοψίζοντας, για την τιμή «z», η οποία για να αποτελεί στατιστικά σημαντική για το υπόδειγμα και για την έρευνά μας θα πρέπει να έχει τιμή μεγαλύτερη από 1,92 για κάθε ανεξάρτητη μεταβλητή, πράγμα το οποίο δεν ισχύει σε καμία μεταβλητή για ROE ανάλυση.

Σε δεύτερη ανάλυση της τιμής «z» η οποία θα αποτελεί στατιστικά σημαντική είναι για τιμές μεγαλύτερες από 2,2 για κάθε ανεξάρτητη μεταβλητή για επίπεδο σημαντικότητας 99% του υποδείγματος ROE. Αρχικά η μεταβλητή M1 που όπως αναφέραμε και παραπάνω έχει τιμή «z» ίση με 1,24, επομένως το μέγεθος της επιχείρησης είναι και εδώ μία στατιστικά μη σημαντική μεταβλητή. Ακολούθως το ίδιο ισχύει και για την τιμή «z» της M2, η οποία είναι στο σημείο -2,19, αρκετά μικρότερη τιμή από αυτή που θα θέλαμε για να αποδείξουμε ότι το κεφάλαιο της επιχείρησης θεωρείται σημαντική στατιστικά μεταβλητή για επίπεδο 99%. Ο προσδιοριστικός παράγοντας του ανθρώπινου δυναμικού όπου είναι και η ανεξάρτητη μεταβλητή M3,

έλαβε τιμή «z» ίση με 0,33 με σαφή απόδειξη ότι δεν αποτελεί στατιστικά σημαντική μεταβλητή εξίσου και σε αυτό το επίπεδο σημαντικότητας. Αναφορικά με τα παραπάνω σχόλια και καταγράφοντας τις ίδιες τιμές «z» για τις υπόλοιπες ανεξάρτητες μεταβλητές που ακολουθούν στο υπόδειγμα ROE διαπιστώσουμε ότι και για επίπεδο σημαντικότητας 99% με τιμή «z» μεγαλύτερη από 2,2 δεν έλαβε καμία μεταβλητή, επομένως καταλήγουμε στο ίδιο συμπέρασμα ότι δηλαδή δεν αποτελούν στατιστικά σημαντικές μεταβλητές.

Παρακάτω απεικονίζεται ο Πίνακας 4, ο οποίος περιλαμβάνει τα στοιχεία στο υπόδειγμα ROE, όπου παίρνουν οι μεταβλητές και αντίστοιχα οι τιμές P για την κάθε εξαρτημένη μεταβλητή.

Πίνακας 4. Ανάλυση αποτελεσμάτων- Υπόδειγμα ROE

	Αποτελέσματα μοντέλου	
	ROE	P>z
Μέγεθος Επιχείρησης	0,0886865	0,217
Ένταση Κεφαλαίου	-0,0531783	0,028**
Ανθρώπινο Δυναμικό	0,00000095	0,745
Ανάπτυξη Επιχείρησης	-0,3773722	0,000***
Οικονομική κρίση	0,015771	0,145
Κλάδος	-0,0244161	0,147
Σταθερός όρος	0.3967473	0,31
Αριθμός παρατηρήσεων		
* p<0.05; ** p<0.01; *** p<0.001	140	140

Σύμφωνα με τον παραπάνω πίνακα βλέπουμε στην πρώτη στήλη τις παρατηρήσεις που έχουν εξαχθεί από την παλινδρόμηση κατά ROE ανάλυση για την κάθε ανεξάρτητη μεταβλητή στην έρευνά μας και στη δεύτερη στήλη του Πίνακα 4 καταγράφεται η τιμή P, η οποία με βάση σε ποιο διάστημα εμπιστοσύνης ανήκει θα εκλεχθεί αν αποτελεί στατιστικά σημαντική μεταβλητή για την έρευνά μας. Επιπλέον στην κατά ROE

ανάλυση για να αποτελέσει μία ανεξάρτητη μεταβλητή στατιστικά σημαντική θα πρέπει να είναι μικρότερη της τιμής 0,05 για διάστημα εμπιστοσύνης 95%, ενώ για διάστημα εμπιστοσύνης 99% θα πρέπει να παίρνει τιμές μικρότερες του 0,01. Πιο συγκεκριμένα το κεφάλαιο της επιχείρησης (M2) θεωρείται στατιστικά σημαντική μεταβλητή, αφού λαμβάνει αξία ίση με 0,028 μικρότερη της αξίας 0,05 για το διάστημα εμπιστοσύνης 95%. Αυτό σημαίνει ότι επηρεάζει θετικά την εξαρτημένη μεταβλητή ROE και κατ’ επέκταση συμβάλλει στην κερδοφορία της επιχείρησης.

Επίσης παρατηρώντας τον παραπάνω πίνακα η δεύτερη και πιο σημαντική ανεξάρτητη μεταβλητή αποδεικνύεται να είναι η ανάπτυξη της επιχείρησης (M4), εκφρασμένη με τη μεταβολή των πωλήσεων. Η αξία της είναι 0,000, πράγμα το οποίο σημαίνει ότι επηρεάζει πολύ θετικά την εξαρτημένη μεταβλητή με αποτέλεσμα μία δυνατή θετική επιρροή στην κερδοφορία της επιχείρησης. Επομένως, η M4 θεωρείται στατιστικά σημαντική μεταβλητή στην ανάλυση ROE για το επίπεδο σημαντικότητας 99%. Για τους παράγοντες το μέγεθος επιχείρησης (M1), το ανθρώπινο δυναμικό (M3), η οικονομική κρίση (M5) καθώς και ο κλάδος της επιχείρησης (M6), όπως αποδεικνύεται και από τον Πίνακα, τα αποτελέσματα δείχνουν ότι δεν υπάρχει καμία επιρροή στην χρηματοοικονομική απόδοση, που έχει μετρηθεί με ROE.

ROA Ανάλυση

Το δεύτερο υπόδειγμα της έρευνάς μας είναι μετρήσιμο κατά ROA ανάλυση.

Ειδικότερα το αποτέλεσμα της παλινδρόμησης έδειξε ότι το ποσοστό που μεταβάλλεται η εξαρτημένη μεταβλητή ROA από τις ανεξάρτητες μεταβλητές του υποδείγματος αντιστοιχεί στο 10%.

Συγκεκριμένα όπως αναφέραμε στην ROE ανάλυση θα αναλύσουμε για κάθε παράγοντα ξεχωριστά την τιμή «z» ούτως ώστε να δούμε εάν θεωρείται στατιστικά σημαντική ή όχι μεταβλητή για κάθε διάστημα ξεχωριστά.

Αρχικά το μέγεθος της επιχείρησης ως παράγοντας (M1), έχει αξία «z» ίση με 1,70, που υποδηλώνει την ανεξάρτητη μεταβλητή στατιστικά μη σημαντική τόσο για επίπεδο σημαντικότητας 99% , αλλά και για 95%, αφού έχει αξία μικρότερη από 2,2 και 1,92

αντίστοιχα. Έπειτα ακολουθεί το κεφάλαιο (M2) εκφραζόμενο με τιμή «z» 0,15 η οποία αναμφίβολα είναι στατιστικά μη σημαντική σε επίπεδο 95% και 99%. Παρομοίως ισχύει για τους παράγοντες του ανθρώπινου δυναμικού (M3), για την ανάπτυξη της επιχείρησης (M4) καθώς και για τον κλάδο της επιχείρησης (M6). Η εξαρτημένη μεταβλητή M3 με αξία «z» 0,07, με βάση όλα τα παραπάνω δείχνει στατιστικά μη σημαντική μεταβλητή με καμία μεταβολή για το υπόδειγμα. Συνεχίζοντας με την επόμενη ανεξάρτητη μεταβλητή M4 με αξία «z» ίση με 0,07 δεν προκαλεί καμία μεταβολή, και θεωρείται επίσης στατιστική μη σημαντική μεταβλητή. Ταυτόχρονα το ίδιο ισχύει για την M6 ανεξάρτητη μεταβλητή με τιμή «z» -0,87. Θα ήθελα όμως να επισημάνω τον παράγοντα της οικονομικής κρίσης (M5), ο οποίος σύμφωνα με το υπόδειγμα πήρε τιμή «z» ίση με 3,92. Αυτό σημαίνει ότι η ανεξάρτητη μεταβλητή M5 θεωρείται για επίπεδο σημαντικότητας 99% στατιστικά σημαντική και επηρεάζει θετικά το υπόδειγμα.

Παρακάτω απεικονίζεται ο Πίνακας 5, ο οποίος περιλαμβάνει τα στοιχεία στο υπόδειγμα ROA, όπου παίρνουν οι μεταβλητές και αντίστοιχα οι τιμές P για την κάθε εξαρτημένη μεταβλητή.

Πίνακας 5. Ανάλυση αποτελεσμάτων- Υπόδειγμα ROA

	Αποτελέσματα μοντέλου	
	ROA	P>z
Μέγεθος Επιχείρησης	0,337153	0,090*
Ένταση Κεφαλαίου	0,0010017	0,884
Ανθρώπινο Δυναμικό	0,000000055	0,947
Ανάπτυξη Επιχείρησης	0,0112896	0,623
Οικονομική κρίση	0,108944	0,000***
Κλάδος	-0,0041985	0,387
Σταθερός όρος	-0,2350156	0,034
Αριθμός παρατηρήσεων	140	140
* p<0.05; ** p<0.01; *** p<0.001		

Σύμφωνα με τον παραπάνω πίνακα διαπιστώνουμε ποιοι παράγοντες επηρεάζουν θετικά το υπόδειγμα κατά ROA ανάλυση. Καταρχάς, η εξαρτημένη μεταβλητή ROA είναι επηρεασμένη από το μέγεθος της επιχείρησης (M1) καθώς και από την ανεξάρτητη μεταβλητή, την οικονομική κρίση (M5). Ο παράγοντας που αφορά το μέγεθος της επιχείρησης έχει πάρει αξία ίση με 0,090 που είναι μικρότερη από την απαιτούμενη τιμή 0,01 για επίπεδο σημαντικότητας 99%. Ο λόγος αυτός καθιστά το μέγεθος της επιχείρησης στατιστικά σημαντική μεταβλητή για το υπόδειγμα. Έπειτα η οικονομική κρίση σαν παράγοντας απόδοσης και ανεξάρτητη μεταβλητή στην παλινδρόμηση που υπολογίσαμε έχει αξία ίση με 0,000 αποτελώντας ουσιαστικά στατιστικά περισσότερο σημαντική μεταβλητή, η οποία επηρεάζει θετικά την εξαρτημένη μεταβλητή ROA. Οι υπόλοιπες ανεξάρτητες μεταβλητές M2, M3, M4 και M6 δείχνουν να μην παρουσιάζουν καμία επιρροή στην ανεξάρτητη ROA και στο υπόδειγμα.

Προκειμένου να αποφασίσουμε ποιο μοντέλο δίνει τα πιο ακριβή αποτελέσματα λαμβάνοντας υπόψη το είδος των δεδομένων, πραγματοποιήσαμε ένα τεστ Hausman που έδειξε τιμές για Prob> chi2 μεγαλύτερες από 0,05, το οποίο έδειξε τη χρήση μοντέλου τυχαίων επιδράσεων.

Έτσι, λαμβάνοντας υπόψη τις δύο εξαρτημένες μεταβλητές, τα αποτελέσματα δείχνουν ότι η ROE επηρεάζεται από την ένταση του κεφαλαίου (M2) και από την ανάπτυξη της επιχείρησης (M4), ενώ η ROA επηρεάζεται από το μέγεθος της επιχείρησης (M1) καθώς και από τον παράγοντα της οικονομικής κρίσης (M5).

Η επιρροή που προκαλούν οι παραπάνω παράγοντες έχει ως εξής:

- μία αύξηση κατά 1% της αξίας του M2 καθορίζει την αύξηση της ROE κατά 0,028%
- μία αύξηση κατά 1% της αξίας του M4 καθορίζει την αύξηση της ROE με ένα ελαφρώς σημαντικό αντίκτυπο κατά 0,000%
- μία αύξηση κατά 1% της αξίας του M1 προσδιορίζει την αύξηση της ROA κατά 0,090%

- μία αύξηση κατά 1% της αξίας M5 καθορίζει την αύξηση της ROA κατά 0,000%

Σε αυτό το σημείο θα θέλαμε να επισημάνουμε τα αποτελέσματα μιας παρόμοιας έρευνα που είχε γίνει από τους Anis, Gligor, Pantea (2013) με παρατηρήσεις από Ρουμανικές εταιρείες με σκοπό τους προσδιοριστικούς παράγοντες που επηρεάζουν την χρηματοοικονομική απόδοσή τους. Τα αποτελέσματα της μελέτης αυτής έδειξαν ότι οι παράγοντες που επηρεάζουν την απόδοση, μετρημένοι με ROA και ROE αντίστοιχα είναι οι ανεξάρτητες μεταβλητές του μεγέθους της επιχείρησης, του ανθρώπινου δυναμικού και αυτής της έντασης κεφαλαίου. Συγκεκριμένα το μέγεθος επιχείρησης έδειξε να επηρεάζει κατά 0,308% κατά ROA και 0,242% κατά ROE. Το ανθρώπινο δυναμικό αντίστοιχα 0,118% κατά ROA και μια μικρότερη σχετικά μεταβολή 0,092% κατά ROA. Η ένταση κεφαλαίου από την άλλη επηρεάζει 0,270% κατά ROA και 0,276% κατά ROE. Εκτός από τις παραπάνω ανεξάρτητες μεταβλητές στην συγκεκριμένα έρευνα είχαν οριστεί άλλοι δυο προσδιοριστικοί παράγοντες αναφερόμενοι στην ανάπτυξη της επιχείρησης καθώς και στην ΕΚΕ, οι οποίοι σύμφωνα με τα αποτελέσματα δεν έδειξαν καμία σημαντική μεταβολή στην ανάλυση. Θα μπορούσαμε ωστόσο να συγκρίνουμε τους προσδιοριστικούς αυτούς παράγοντες με αυτούς που έχουμε ορίσει στην ανάλυση μας και διαπιστώσουμε πως σημαντική διαφορά υπάρχει στον παράγοντα του ανθρώπινου δυναμικού, για τον οποίο τα αποτελέσματά μας δείχνουν ότι δεν υπάρχει καμία επιρροή στην χρηματοοικονομική απόδοση της επιχείρησης, σε αντίθεση με την παραπάνω έρευνα στην οποία γίνεται η αναφορά.

Ωστόσο, όσο αφορά την ανάλυση μας, για τους καθοριστικούς παράγοντες ανθρώπινου δυναμικού (M3) και αυτός του κλάδου της επιχείρησης (M6), τα αποτελέσματα δείχνουν ότι δεν υπάρχει σημαντική επίδραση στην χρηματοοικονομική απόδοση μιας επιχείρησης, μετρούμενη με ROE και ROA.

Συνολικά, τα αποτελέσματα της ανάλυσής μας έδειξαν ότι υπάρχει μια θετική συσχέτιση μεταξύ του μεγέθους επιχείρησης, της έντασης κεφαλαίου, της ανάπτυξης της επιχείρησης και της οικονομικής κρίσης, τις παρατηρήσεις που επικυρώνουν εν μέρει τις H3, H4 και την H1. Η υπόθεση που κάναμε στην H2 δεν επικυρώνεται καθώς

ο προσδιοριστικός παράγοντας του ανθρώπινου δυναμικού σύμφωνα με τα αποτελέσματα δεν δείχνει καμία σημαντική επιρροή στην απόδοση μιας επιχείρησης.

6.1 Συμπεράσματα και συζητήσεις

Μετά από τα αποτελέσματα που παρουσιάζονται παραπάνω, μπορεί να συναχθεί το συμπέρασμα ότι υπάρχουν ορισμένοι μικροοικονομικοί καθοριστικοί παράγοντες που επηρεάζουν με θετικό τρόπο την απόδοση μιας επιχείρησης, δηλαδή την περίπτωσή μας, το μέγεθος της επιχείρησης, η ένταση κεφαλαίου, η ανάπτυξη της επιχείρησης και αυτός της οικονομικής κρίσης.

Το μέγεθος της επιχείρησης έχει επίδραση στην απόδοση, ειδικά όταν μετριέται μέσω ROA εξηγώντας ότι οι επιχειρήσεις έχουν μεγαλύτερη ορατότητα και προσελκύουν περισσότερο την προσοχή από τα ενδιαφερόμενα μέρη, οδηγώντας έτσι σε μεγάλο έλεγχο επί των πόρων, προώθησης ευκαιριών με αποτέλεσμα να προσελκύουν και να διατηρούν καλύτερους εργαζόμενους, καθαρές οικονομίες κλίμακας και ούτω καθ' εξής.

Η ανάλυσή μας έδειξε ότι η ανάπτυξη της εταιρείας (που υπολογίζεται από την μεταβολή των πωλήσεων) έχει σύνδεση με την απόδοση κυρίως όταν μετριέται μέσω ROE, όπως ισχύει και στην πλειοψηφία αποτελεσμάτων σημερινών ερευνών.

Στην περίπτωση της έντασης κεφαλαίου, τα αποτελέσματα έδειξαν μια μέτρια συσχέτιση με τις επιδόσεις, δεδομένου ότι αυτό δείχνει ότι υπάρχει μεγάλος βαθμός αυτοματοποίησης που επιτρέπει τις επιχειρήσεις να μειώσουν το κόστος, τα λάθη και την απώλεια, επηρεάζοντας θετικά τους δείκτες απόδοσης.

Η απόδοση φάνηκε να μην επηρεάζεται σε κάποιο βαθμό από το ανθρώπινο δυναμικό της επιχείρησης, σύμφωνα με τις τρέχουσες ερευνητικές τάσεις που συνδέουν τις πρακτικές ανθρώπινου δυναμικού με τον όγκο των εσόδων. Τα αποτελέσματα της έρευνάς μας δείχνουν ότι η HR δεν αποτελεί πολύτιμη πηγή για τις επιχειρήσεις, από την άποψη των στρατηγικών πλεονεκτημάτων και της ενίσχυσης της χρηματοοικονομικής απόδοσης, σε αντίθεση με παρόμοιες μελέτες που αποδεικνύουν το εντελώς αντίθετο, όπως αυτή των Pantea, Gligor και Anis (2013).

Θα πρέπει να σημειωθεί ότι τα αποτελέσματα μας είναι συναφή σε κάποιο βαθμό με αυτά που υπάρχουν και στην τρέχουσα βιβλιογραφία (αναλύονται στην ενότητα επισκόπηση της βιβλιογραφίας) υπογραμμίζοντας τη σημασία τους για τα ενδιαφερόμενα μέρη της επιχείρησης, σαν κύριοι αποδεκτές των πληροφοριών σχετικά με τους προσδιοριστικούς παράγοντες που επηρεάζουν την χρηματοοικονομική απόδοση. Ως εκ τούτου τα αποτελέσματα μας έχουν σημαντικό πληροφοριακό περιεχόμενο για τους παράγοντες λήψης αποφάσεων μιας επιχείρησης. Παρόλα αυτά δεν αποτελεί τη μόνη κατευθυντήρια γραμμή, αλλά ένα σύνολο παραγόντων που πιθανό να είναι αποτελεσματικό. Επιπλέον, τα αποτελέσματά μας δείχνουν επιδράσεις μεταξύ των μεταβλητών.

Η έρευνα επικεντρώνεται κυρίως στην ανάλυση συγκεκριμένων μικροοικονομικών καθοριστικών παραγόντων της απόδοσης μιας επιχείρησης, τα αποτελέσματα της οποίας υπονοούν ότι η μελέτη της απόδοσης απαιτεί μια ευρύτερη βάση των ερευνητικών μεταβλητών. Ως εκ τούτου, η περαιτέρω έρευνα θα συγκεντρωθεί σε επέκταση μικροοικονομικών παραγόντων, λαμβάνοντας υπόψη την επίδραση των προσδιοριστικών παραγόντων, με διερεύνηση και ανάλυση του δείγματος. Επίσης, μια άλλη πιθανή πορεία της έρευνας θα μπορούσε να είναι ο προσδιορισμός συγκεκριμένων παραγόντων της απόδοσης για κάθε βιομηχανικό τομέα, αλλά και για άλλους συγκεκριμένους τομείς δραστηριότητας επιχειρηματικού αντικειμένου. Όπως έχουμε παρατηρήσει στη σχετικά βιβλιογραφία, υπάρχουν πολλοί τρόποι για την μέτρηση των αποδόσεων, ως εκ τούτου μπορούμε να εστιάσουμε την ερευνά μας και στον συσχετισμό διαφορετικών δεικτών απόδοσης με συγκεκριμένους καθοριστικούς παράγοντες.

Βιβλιογραφία

Διεθνής Βιβλιογραφία

Abor, J. (2005) The effect of capital structure on profitability: an empirical analysis of listed firms in Ghana, *Journal of Risk Finance*, 6(5), pp.438-447

Abu-Jarad, I.S., Yusof, N.A,& Nikbin, D. (2010). A Review Paper on Organizational Culture and Organizational Performance. *International Journal of Business and Social Science*, 1 (3), 26-46.

Afanasieff, T., Lhacer, P., Nakane, M., 2002. The Determinants of Bank Interest Spreads in Brazil. Banco Central di Brazil Working Papers.

Aktas H., Kargin M. (2007). Efficiency and productivity of brokerage houses in Turkish capital market. *Iktisat Isletme ve Finans* ,22(9):97

Akintoye, I.R. (2009) Sensitivity of Performance to Capital Structure, *Banking and Finance Letters*, 1(1), pp.29-35

Allen, F., Carletti, E., Marquez, R.S. (2009) Stakeholders Capitalism, Corporate Governance and Firm Value, EFA 2007 Ljubljana Meetings Paper; ECGI - Finance Working Paper No. 190/2007, Wharton Financial Institutions Center

Alper, D., Anbar, A., 2011. Bank specific and macroeconomic determinants of commercial bank profitability: empirical evidence from Turkey. *Business and Economics Research Journal* 2(2), 139-152.

Ang, J.S., Cole, R.A., Lin, J.W. (2000) Agency Costs and Ownership Structure, *Journal of Finance*, 55(1), pp.81-106

Anis C., Gligor D., Pantea M. (2013) Economic determinants of Romanian firms' financial performance

Aktan B., Bulut C. (2008), Financial Performance Impacts of Corporate Entrepreneurship in Emerging Markets: A Case of Turkey

Athanasoglou, P.P., Brissimis, S.N., Delis, M.D., 2005, Bank-Specific, Industry Specific and Macroeconomic Determinants of Bank Profitability, Bank of

Greece, Working Paper No. 25. Argenti, J. (1976 &1980). Systematic Corporate Planning, London:Nelson.

Ayyagari M, Demirgüç-Kunt A and Maksimovic V (2008). "How Important Are Financing Constraints? The Role of Finance in the Business Environment," World Bank Economic Review, Oxford University Press, vol. 22

Badola, B.S., Verma, R., 2006. Determinants of Profitability of Banks in India: A Multivariate Analysis. Delhi Business Review 7(2), 79-88.

Baumol W J (1959). “Business Behavior, Value and Growth”, Harcourt Brace and World, New York. .

Bayyurt N., Akin A. (2014), ‘ ‘ Effects of Foreign Acquisitions on the Performance of Securities Firms: Evidence from Turkey’’, Procedia - Social and Behavioral Sciences Vol. 150, pp 157-158

Berger A. 1995. “The relationship between capital and earnings in banking”, Journal of Money, Credit and Banking, Vol.27:404-31.

Ben Naceur S. and M. Goaied. 2001. “The determinants of the Tunisian deposit banks’ performance”, Applied Financial Economics, Vol.11:317-19.

Barajas, A., R. Steiner, and N. Salazar. 1999. “Interest spreads in banking in Colombia 1974-96”, IMF Staff Papers, Vol. 46: 196-224.

Bonin, J.P., I. Hasan, and P. Wachtel (2005), “Bank Performance, Efficiency, and Ownership in Transition Economies”, Journal of Banking and Finance, 29, 31-53.

Brealey, R.A. & Myers, S.G (1996). Principles of Corporate Finance. 5th ed, London, McGraw-Hill Co. Inc

Bricongne J.-C., Fontagné, L., Gaulier, G., Taglioni, D. and Vicard, V., 2012. Firms and the Global Crisis: French Exports in the Turmoil. Journal of International Economics 87, p. 134-146

Bruggen, Mai Dao, Vergauwen (2009) Determinants of intellectual capital disclosure: evidence from Australia

Burki, A. A, Niazi, G.S.K., 2006. The Effects of Privatization, Competition and Regulation on Banking Efficiency in Pakistan, 1991 – 2000. Regulatory Impact Assessment: Strengthening Regulation Policy and Practice, Chancellors Conference Centre, University of Manchester, Manchester, UK

Campi, J. P. (1993). Breaking the Paradigm of Performance Measurement, in Christopher, W.F. & Thor, C. G. (1993): Handbook for Productivity Measurement and Improvement, Portland, Oregon: Productivity Press, p. 8-45.

Carton, R. B. & Hofer, C. W. (2006). Measuring Organizational Performance: Metrics for Entrepreneurship and Strategic Management Research, Massachusetts, Edward Elgar Publishing, Inc

Choi S., Hasan I. (2005). Ownership, governance, and bank performance: Korean experience. Financial Markets. Institutions & Instruments ,14, 215-242.

Choi M., Lee M., (2015) The determinants of research and development investment in the pharmaceutical industry: focus on financial structures

Chandler A (1992). “What is a Firm? A Historical Perspective”, European Economic Review, 36.

Chakraborty, I. (2010) Capital structure in an emerging stock market: The case of India, Research in International Business and Finance, 24(3), pp.295-314

Christmann Petra (2000). Effects of ‘Best Practices’ of Environmental Management on Cost Advantage, Academy of Management Journal, Vol. 43, No. 4, pp. 663-680.

Claessens, S., Djankov, S., and Xu, L.C., 2011. Corporate Performance in the East Asian Financial Crisis. World Bank Research Observer 15, p 23-46

Clarkson P., Yue Li, Richardson G. & Vasvari F. (2010). Does it really pay to be green? Determinants and consequences of proactive environmental strategies, Journal of Accounting and Public Policy, Vol. 1, pp. 32-41.

Coad A (2009). “The Growth of Firms: A Survey of Theories and Empirical Evidence”
Edward Elgar: Cheltenham.

Cole, R.A., Mehran, H. (1998) The Effect of Changes in Ownership Structure on Performance: Evidence from the Thrift Industry, Journal of Financial Economics, 50(3), pp.291-31

Delmar F and Wiklund J (2008). “The Effect of Small Business Managers” Growth Motivation on Firm Growth: A Longitudinal Study”, Entrepreneurship: Theory & Practice

Dietrich, A., Wanzenried, G., 2009. What Determines the Profitability of Commercial Banks? New Evidence from Switzerland. 12th Conference of the Swiss Society for Financial Market Researches, Geneva.

Duke II, J., & Edet, G.H. (2012). Organizational Culture as a Determinant of NonGovernmental Organization Performance: Primer Evidence from Nigeria. International Business and Management, 4 (1), 66-75.

Evans D S (1987). “The relationship between firm growth, size and age: Estimates for 100 manufacturing industries”, The journal of industrial economics, Vol. 35

Ebaid, E.I. (2009) The impact of capital structure choice on firm performance: empirical evidence from Egypt, The Journal of Risk Finance, 10(5), pp.477-487

Floros C., Voulgaris Z., Lemonakis C., (2014) Regional firm performance: the case of Greece Vol. 14 (2014) 210 – 219

Fukuyama H., Guerra R., and Weber William L. (1999). Efficiency and ownership: Evidence from Japanese credit cooperatives. Journal of Economics and Business, 51:473–487.

Geroski, P. (1999). “The growth of firms in theory and in practice”. CEPR discussion paper 2092.

Ghosh A. (2001), “Does Operating Performance Really Improve Following Corporate Acquisitions?”, Journal of Corporate Finance, Vol 7, pp, 151-178

Griffin, Mahon. (1997) ‘‘The Corporate Social Performance and Corporate Financial Performance Debate’’. Business and Society 6, σελ. 24-26.

Goddard, J., Molyneux, P., Wilson, J., 2004, Dynamics of Growth and Profitability in Banking, Journal of Money, Credit and Banking 36(3), 1069-1090.

Gold, B. (1973). Technology, Productivity and Economic Analysis, Omega, The international Journal of Management Science, Vol. 1(1), pp. 5-24.

Gold, B. (1982). Productivity, technological change and international competitiveness, Technovation, Vol. 1(3), pp. 203-213.

Guru B., J. Staunton and Balashanmugam. 2002. ‘‘Determinants of commercial bank profitability in Malaysia’’, University Multimedia working papers.

Hart P E (2000). ‘‘Theories of Firms’’ growth and the generation of jobs’’, Review of industrial organization.

Hart P E and Prais S J (1956). ‘‘The Analysis of Business Concentration: A Statistical Approach’’, Journal of the Royal Statistical Society

Hart P E and Prais S J (1956). ‘‘The Analysis of Business Concentration: A Statistical Approach’’, Journal of the Royal Statistical Society.

Heffernan, S. (1996) Modern banking in Theory and Practice. England: Published by John Wiley & Sons Ltd, West Sussex PO19 1UD.

Horrigan, J.O. (1968). Financial Ratio Analysis - An Historical Perspective, The Accounting Review, Vol XLII, No 2, pp. 284-294

Hu LJ, Fang CY.(2006), Managerial efficiency of securities firms under financial holding companies in Taiwan, Paper presented in the conference of Globalization and the Regional Economic Development, Gyeong Ju, Korea, December 15-16

Huang, S., Song, F. (2006) The determinants of capital structure: evidence from China, China Economic Review, 17(1), pp.14-36

- Heffernan, S.A., Fu, X., 2010. Determinants of financial performance in Chinese banking. *Applied Financial Economics* 20, 1585–1600
- Hymer S and Pashigan P (1962). “Firm size and rate of growth”, *The journal of political economy*, Vol. 70.
- Horvath, R., 2009. The Determinants of the Interest Rate Margins of Czech Banks, *Czech Journal of Economics and Finance* 59(2), 128-136
- Isik, I. and Hassan M. K. (2002). Technical, scale and allocative efficiencies of Turkish banking industry. *Journal of Banking & Finance* 26(4): 719-766.
- Jaffe A.B., Peterson S.R., Portney P.R & Stavins R.N. (1995). Environmental Regulation and the Competitiveness of US Manufacturing: What does the Evidence tell us?, *Journal of Economic Literature*, Vol. 33, No.1, pp. 132-163.
- Javaid, S., Anwar, J., Zaman, K., Gafoor, A., 2011. Determinants of Bank Profitability in Pakistan: Internal Factor Analysis. *Mediterranean Journal of Social Sciences* 2(1), 59-78.
- Kaplan, R.S. (1984). *The Evolution of Management Accounting*, *The Accounting Review*, Vol. LIX, No 3, July 1984, PP. 390-418.
- Kaplan, R.S. & Norton, D.P. (2001). *The Strategy Focused Organization*, Boston, Massachusetts: Harvard Business School Publishing
- Kasman A., Yildirim C.(2006), Cost and profit efficiencies in transition banking: the case of new EU members. *Applied Economics*, 38:1079– 1090.
- Kaya, T.Y., 2002. Determinants of Profitability in Turkish Banking Sector. *Turkish Banking Regulation and Supervision Agency*, No: 2002/1.
- Konar S. & Cohen M. (2001). Does the Market Value Environmental Performance?, *The Review of Economics and Statistics*, Vol.83, No.2, pp. 281-289
- Kosmidou K.(2008) The determinants of banks’ profits in Greece during the period of EU financial integration

King A. & Lenox M. (2001). Does it really pay to be green? An empirical study of firm environmental and financial performance, *Journal of Industrial Ecology*, Vol. 5, No.1, pp. 105-116.

Kumar M S (1985). “Growth, Acquisition Activity and Firm Size: Evidence from the United Kingdom”, *Journal of Industrial Economics*, 33

Kundid, A., Škrabić, B., Ercegovac, R., 2011. Determinants of Bank Profitability in Croatia. *Croatian Operational Research Review* 2(1), 168- 182.

Kusa G., Okoth V. (2013) Determinants of Financial Performance of Commercial Banks in Kenya

Laeven Luc, Fabian Valencia, 2011. The Real Effects of Financial Sector Interventions during Crises, *IMF Working Papers* 11/45.

Laureano L., Laureano P., Proença P., (2014) Determinants of capital structure and the 2008

financial crisis: evidence from Portuguese SMEs Vol. 150 (2014) pp 182 – 191

Lensink R. and Naaborg I. (2007). Does foreign ownership foster bank performance? *Applied Financial Economics* 17: 881–885.

Luo X. (2006) Technological progress, inefficiency, and productivity growth in the US securities industry, 1980 – 2000. *Journal of Business Research*, 59: 589 – 594

Lim, B. (1995). Examining The Organizational Culture and Organizational Performance Link: A Critical Review Of The Methodologies and Findings of Recent Researchers into The Presumed Link Between Culture And Performance. *Leadership & Organization Development Journal*, 16 (5), 16-21.

Lui, H., Wilson, J., 2010. The Profitability of Banks in Japan. *Applied Financial Economics* 20(24), 1851-1866.

Mamatzakis, E. C., Remoundos, P. C., 2003. Determinants of Greek Commercial Banks Profitability, 1989 – 2000. *SPOUDAI* 53(1), 94-94

Maurel C. (2009) Determinants Of Export Performance In Smes : The Case Of The French Wine Industry

Mehran, H. (1995) Executive compensation structure, ownership, and firm performance, Journal of Financial Economics, 38(2), pp.163-184

Mintzberg, H. (1994). The rise and fall of strategic planning, New York: Prentice Hall.

Naceur, S.B., 2003. The Determinants of the Tunisian Banking Industry Profitability: Panel Evidence. Universite Libre de Tunis Working Papers.

Nehrt C. (1996). Timing and Intensity Effects of Environmental Investments, Strategic Management Journal, Vol. 17, Issue 7, pp. 535-547.

Notta O., Vlachvei A. (2014) The impact of Financial Crisis on firm performance in case of Greek food manufacturing firms, pp 455-457

Olweny, T., Shipho, T.M. (2011) Effects of Banking Sectoral Factors on the Profitability of Commercial Banks in Kenya. Economics and Finance Review, 1(5), 1-30.

Rajan R G and Zingales L (1998). “Financial dependence and growth”, The American economic review. 88

Rappaport, A. (1986, 1998 new edition). Creating Shareholder Value, New York: The Free Press.

Ryan, B., Scapens, R.W. & Theobald, M. (1992). Research Method and Methodology in Finance and Accounting, London, Academic Press.

Riggs, J. L. & Felix, G.H. (1983). Productivity by Objectives, New York: Prentice-Hall Inc.

Ramlall, I., 2009. Bank-Specific, Industry-Specific and Macroeconomic Determinants of Profitability in Taiwanese Banking System: Under Panel Data Estimation. International Research Journal of Finance and Economics, 34, 160-167.

Serghiescu, L., Vaidean V.L. (2013) Determinant factors of the capital structure of a firm– an empirical analysis, Working paper EMQFB Tg Mures 2013

Sink, D.S. & Tuttle, T.C (1989). Planning and Measurement in your organization of the future, Georgia: Industrial Engineering and Management Press, Institute of Industrial Engineer's, Norcross

Stanwick P. & Stanwick S. (1998). The Relationship between Corporate Social Performance and Size, Financial and Environmental Performance, Journal of Business Ethics, Vol. 17, No. 2, pp. 195-204.

Sharma D. and Ho J. (2002), “The Impact of Acquisitions on Operating Performance: Some Australian Evidence”, Journal of Business Finance & Accounting, Vol. 29, pp.155-200

Shekhar, K., Lekshmy, S. (2007) Banking Theory and Practice, 20th ed., VIKAS publishig House, New Delhi

Sutton J (1997). “Gibrat's Legacy,” Journal of Economic Literature, vol. 35

Sufian, F., Chong., R. R., 2008. Determinants of Banks Profitability in a Developing Economy: Empirical Evidence from the Philippines, Asian Academy of Management Journal of Accounting and Finance , Vol.4(2), 91-112.

Sufian, F., 2011. Profitability of the Korean Banking Sector: Panel Evidence on BankSpecific and Macroeconomic Determinants., Journal of Economics and Management 7(1), 43-72.

Tunay, K.B., Silpar, M.A., 2006. Performance Analysis Based on Profitability in Turkish Banking Sector. Banks Association of Turkey, Research Papers, No: 2006-I.

Van Horne, J.C. (1980). Financial Management and Policy-5th edition, London, Prentice-Hall Intern. Inc., pp 711-740.

Vataru S.,(2015). The impact of capital structure on financial performance in Romanian listed companies Vol 32 (2015) pp 1314 – 1322

Vătavu S (2015). “ The impact of capital structure on financial performance in Romanian listed companies”, West University of Timișoara, J.H.Pestalozzi Street, No. 16, 300115, Timișoara, Romania

Vatavu, S. (2012) Determinants of capital structure: Evidence from Romanian manufacturing companies, 1st Advanced Research in Scientific Areas Conference, [online] Available at <www.arsa-conf.com/archive/?q=2012-ARSA-7::pdf::2:8>

Vega M. (2010) Determinants of Abandoning Innovative Activities: Evidence from Spanish Firms

Vlachvei A., Notta O., Tsakirianidou E., (2012) Branding strategies in Greek wine firms

Wahba H. (2008). Does the market value corporate environmental responsibility? An empirical examination, Corporate Social Responsibility and Environmental Management, Vol. 15, Issue 2. pp. 89-99.

Walley N. & Whitehead B. (1994). It's not easy being green, Harvard Business Review, pp. 46-52.

Wagner M. (2001). A review of empirical studies concerning the relationship between environmental and financial performance. What Does the Evidence Tell Us?, Center for Sustainability Management, 52 pp.

Wang K.-L., Tseng Y.-T., Weng C.-C. (2003). A study of production efficiencies of integrated securities firms in Taiwan. Applied Financial Economics, 13:159 – 67.

Watson K., Klingenberg B., Polito T. & Geurts T.G. (2004). Impact of EMS implementation on financial performance: A Comparison of two Corporate Strategies”, Management of Environmental Quality, Vol. 15, Issue 6, pp. 622-628.

- White M.A. (1996). Corporate Environmental Performance and Shareholder Value, University of Virginia Charlottesville, VA: McIntire School of Commerce.
- Wiklund J. (1998). “Small Firm Growth and Performance: Entrepreneurship and Beyond”. Jönköping International Business School, Jönköping
- Wiklund J, Patzelt H and Shepherd D (2009). “Building an integrative model of small business growth”, Small Business Economics, 32
- Williams, J and E. Gardiner (2003), “The Efficiency of European Banking”, Regional Studies, 37,4,32133
- Wiig M. Karl, Knowledge Research Institute Inc. (2004). People-Focused Knowledge Management. How Effective Decision Making Leads to Corporate Success. Elsevier Butterworth-Heinemann Publications . pp. 29-35.
- Yeh C.-P., Wang K.-M. and Chai K.-C. (2010). Measuring the efficiency of securities companies by corporate governance in a financial holding and non-financial holding system. Expert Systems with Applications.
- Yesil S., Kaya A. (2012) The Effect of Organizational Culture on Firm Financial Performance: Evidence from a Developing Country
- Zhou H and De Wit G (2009). “Determinants and Dimensions of Firm Growth

Ελληνική Βιβλιογραφία

- Θερίου Ν. (2002). “Παραγωγικότητα και Απόδοση σε επίπεδο Επιχείρησης” Τόμος 52, Τεύχος 3^ο σελ. 133-138
- Κονιάρης Β. (2008), “Εταιρική Κοινωνική Ευθύνη και Χρηματοοικονομική Επίδοση: Θεωρία και Πράξη”, Πανεπιστήμιο Μακεδονίας Οικονομικών και Πολιτικών Επιστημών, σελ. 14-15
- Μουζαλιώτου Ι. (2010) “ Οργανωσιακή Μάθηση Και Χρηματοοικονομική Επίδοση”, Πανεπιστήμιο Μακεδονίας, σελ. 42-48

“Προσδιοριστικοί παράγοντες της χρηματοοικονομικής απόδοσης:

Η περίπτωση των εισηγμένων επιχειρήσεων στο ΧΑΑ, περίοδος 2012-2015”

Μυλωνάς Π., (2013). “Προσδιοριστικοί Παράγοντες Ανάπτυξης Επιχείρησης”
Τεχνολογικό Εκπαιδευτικό Ίδρυμα Κρήτης, σελ. 3-10

Τσελεχίδης Ι. (2012) “Ανταγωνισμός και επιτροπή ανταγωνισμού και η επίδραση στη
χρηματοοικονομική επίδοση της επιχείρησης”, Πανεπιστήμιο Μακεδονίας

Χαρίτου Κ., (2011) “Μελέτη της σχέσης περιβαλλοντικής επίδοσης και
χρηματοοικονομικής επίδοσης των επιχειρήσεων”, Πανεπιστήμιο Πατρών

Δικτυακοί τόποι

<http://www.sciencedirect.com>

<http://www.ssrn.com>

<http://www.jstor.org>

<https://www.ase.gr>

<https://www.helex.gr>

Παράρτημα

Πίνακας στοιχείων για έρευνα

Έτη	Εταιρεία	ROE	ROA	Μετ1	Μετ2	Μετ3	Μετ4	Μετ5	Μετ6
2012	ΔΕΛΤΑ	-0,22	-0,10	5,45	223.940	1.351	-0,01	-5,62	1
2013	ΔΕΛΤΑ	-0,29	-0,12	5,45	209.670	1.313	-0,01	-5,57	1
2014	ΔΕΛΤΑ	-0,18	-0,06	5,46	199.141	1.247	0,04	-5,57	1
2015	ΔΕΛΤΑ	-0,11	-0,03	5,42	184.026	1.213	-0,10	-5,55	1
2012	KPI-KPI	0,16	0,11	7,76	18.565.523	259	0,24	6,72	1
2013	KPI-KPI	0,15	0,09	7,83	14.853.727	288	0,18	6,73	1
2014	KPI-KPI	0,18	0,10	7,34	37.625.020	243	0,13	6,86	1
2015	KPI-KPI	0,21	0,12	7,75	37.809.213	314	-0,11	6,97	1
2012	NESTLE	0,52	0,07	8,64	71.245.174	909	0,02	7,44	1
2013	NESTLE	0,35	0,06	8,61	73.802.302	912	-0,06	7,35	1
2014	NESTLE	0,32	0,05	8,59	71.135.400	873	-0,05	7,27	1
2015	NESTLE	0,18	0,02	8,56	68.765.072	857	-0,05	7,03	1
2012	GOODYS	-0,48	-0,19	4,02	2.707.000	114	-0,24	4,59	2
2013	GOODYS	-0,45	-0,15	3,89	1.493.000	119	-0,17	4,43	2
2014	GOODYS	-0,55	-0,12	3,86	1.204.000	117	-0,07	4,33	2
2015	GOODYS	0,38	0,07	3,79	851.000	120	-0,07	4,04	2
2012	EVEREST	-2,74	-0,15	3,61	221.000	92	6,01	-4,24	2
2013	EVEREST	1,58	-0,29	3,55	216.000	91	-0,12	-4,44	2
2014	EVEREST	0,15	-0,03	3,57	242.000	122	0,03	-3,49	2
2015	EVEREST	0,17	-0,05	3,59	255.000	125	0,06	-3,68	2
2012	LAPASTERIA	-0,12	0,00	5,76	4.000	11.000	-0,21	-4,20	2
2013	LAPASTERIA	1,42	-0,17	5,70	1.000	7.000	-0,13	-5,79	2
2014	LAPASTERIA	3,45	-0,38	5,69	35.000	7.000	-0,03	-6,04	2
2015	LAPASTERIA	0,27	-0,09	5,67	40.000	9.000	-0,04	-5,37	2
2012	ΜΑΣΟΥΤΗΣ	0,16	0,03	5,87	280.354	6.420	0,05	4,19	3
2013	ΜΑΣΟΥΤΗΣ	0,16	0,04	5,87	276.754	6.595	0,01	4,25	3
2014	ΜΑΣΟΥΤΗΣ	0,20	0,05	5,87	277.872	6.713	0,00	4,36	3
2015	ΜΑΣΟΥΤΗΣ	0,26	0,05	5,88	274.501	6.891	0,01	4,44	3
2012	ΓΑΛΑΞΙΑΣ	-0,12	-0,08	6,11	1.542.528,36	4.000	-0,58	-5,52	3
2013	ΓΑΛΑΞΙΑΣ	-0,18	-0,17	6,07	1.444.321,68	4.000	-0,08	-5,63	3
2014	ΓΑΛΑΞΙΑΣ	-0,10	-0,10	5,81	1.354.398	4.000	-0,45	-5,38	3
2015	ΓΑΛΑΞΙΑΣ	-0,17	-0,17	5,74	1.262.413,30	4.000	-0,92	5,48	3
2012	ΣΚΛΑΒΕΝΙΤΗΣ	0,11	0,02	6,09	326.884	7.467	-0,02	4,16	3
2013	ΣΚΛΑΒΕΝΙΤΗΣ	0,12	0,02	6,08	326.235	8.490	-0,03	4,22	3
2014	ΣΚΛΑΒΕΝΙΤΗΣ	0,11	0,02	6,09	318.456	9.490	0,04	4,21	3
2015	ΣΚΛΑΒΕΝΙΤΗΣ	0,20	0,04	6,12	309.555	11.300	0,05	4,50	3

2012	ΧΕΛΛΕΝΙΚ ΚΕΙΤΕΡΙΓΚ	-0,12	-0,07	7,78	24.041.569,64	271	-0,17	-6,65	4
2013	ΧΕΛΛΕΝΙΚ ΚΕΙΤΕΡΙΓΚ	-0,10	-0,06	7,73	23.014.517,69	259	-0,11	-6,52	4
2014	ΧΕΛΛΕΝΙΚ ΚΕΙΤΕΡΙΓΚ	-0,06	-0,03	7,67	21.624.293,25	230	-0,11	-6,14	4
2015	ΧΕΛΛΕΝΙΚ ΚΕΙΤΕΡΙΓΚ	-0,07	-0,03	7,66	20.494.000	238	-0,04	-6,17	4
2012	OLYMPIC CATERING	-0,38	0,80	7,50	17.705.000	453	-0,23	-7,07	4
2013	OLYMPIC CATERING	-0,36	0,36	7,40	13.312.000	390	-0,09	-6,93	4
2014	OLYMPIC CATERING	-0,20	0,18	7,40	12.187.000	233	-0,10	-6,65	4
2015	OLYMPIC CATERING	-0,07	-0,04	7,40	11.809.000	271	0,12	-6,23	4
2012	OLYMPUS PLAZA CATERING	-2,36	-0,27	6,73	369.000	8	-0,32	-5,38	4
2013	OLYMPUS PLAZA CATERING	0,90	0,25	6,68	272.000	8	-0,09	5,31	4
2014	OLYMPUS PLAZA CATERING	0,65	0,26	6,75	246.000	8	0,08	5,34	4
2015	OLYMPUS PLAZA CATERING	0,63	0,20	6,90	245.000	9	0,52	5,40	4
2012	ΕΣΤΙΑΤΟΡΙΑ ΙΛΙΟΝ	2,95	-1,23	6,00	36.733	24	-0,32	-5,12	5
2013	ΕΣΤΙΑΤΟΡΙΑ ΙΛΙΟΝ	0,46	-0,35	5,96	31.291	24	-0,09	-4,68	5
2014	ΕΣΤΙΑΤΟΡΙΑ ΙΛΙΟΝ	0,12	-0,04	5,97	157.000	25	0,02	-4,11	5
2015	ΕΣΤΙΑΤΟΡΙΑ ΙΛΙΟΝ	-0,26	0,09	6,01	157.000	25	0,10	4,38	5
2012	ΕΣΤΙΑΤΟΡΙΑ ΜΑΛΙΑΚΟΥ	0,24	0,16	6,18	348.411	28	-0,15	5,23	5
2013	ΕΣΤΙΑΤΟΡΙΑ ΜΑΛΙΑΚΟΥ	0,08	0,06	6,14	299.472	29	-0,08	4,77	5
2014	ΕΣΤΙΑΤΟΡΙΑ ΜΑΛΙΑΚΟΥ	0,07	0,06	6,11	256.000	28	-0,07	4,75	5
2015	ΕΣΤΙΑΤΟΡΙΑ ΜΑΛΙΑΚΟΥ	0,11	0,03	6,12	223.000	28	0,02	4,51	5
2012	ΕΣΤΙΑΤΟΡΙΑ ΛΕΩΦΟΡΟΥ ΣΥΓΓΡΟΥ	1,09	-0,32	5,89	277.000	21	-0,23	-5,14	5
2013	ΕΣΤΙΑΤΟΡΙΑ ΛΕΩΦΟΡΟΥ ΣΥΓΓΡΟΥ	0,97	-0,15	5,94	260.000	24	0,11	-4,79	5

2014	ΕΣΤΙΑΤΟΡΙΑ ΛΕΩΦΟΡΟΥ ΣΥΓΓΡΟΥ	-0,14	0,02	6,01	290.000	24	0,18	3,85	5
2015	ΕΣΤΙΑΤΟΡΙΑ ΛΕΩΦΟΡΟΥ ΣΥΓΓΡΟΥ	0,06	-0,01	6,01	260.000	24	0,00	-3,60	5
2012	ΦΑΡΜΑΤΕΝ	0,00	0,00	7,51	1.207.219,56	235	0,02	-4,29	6
2013	ΦΑΡΜΑΤΕΝ	0,03	0,01	6,53	1.173.669,79	235	0,05	5,54	6
2014	ΦΑΡΜΑΤΕΝ	0,03	0,01	7,56	658.205,66	235	0,07	5,50	6
2015	ΦΑΡΜΑΤΕΝ	0,02	0,00	7,68	799.887,27	255	0,30	5,16	6
2012	ADELCO	0,38	0,11	6,81	3.503.545,70	50	0,42	5,83	6
2013	ADELCO	0,56	0,21	6,88	3.433.693,60	50	0,19	6,16	6
2014	ADELCO	0,84	0,17	6,89	12.215.377	58	0,03	6,41	6
2015	ADELCO	0,46	0,12	6,91	12.474.077	68	0,08	6,27	6
2012	DEMO	0,01	0,01	5,46	80.966.108,30	555	-0,28	6,79	6
2013	DEMO	0,11	0,03	8,02	78.201.508,95	576	-0,02	6,73	6
2014	DEMO	0,29	0,08	8,05	75.789.042,20	596	0,06	7,23	6
2015	DEMO	0,06	0,09	8,09	73.557.627,33	750	0,10	7,28	6
2012	ΑΡΑΜΠΙΑΤΖΗΣ	0,21	0,13	7,73	20.136.741,51	345	0,07	6,79	7
2013	ΑΡΑΜΠΙΑΤΖΗΣ	0,14	0,09	7,75	21.302.791,01	351	0,03	6,66	7
2014	ΑΡΑΜΠΙΑΤΖΗΣ	0,24	0,16	7,76	22.729.500,20	389	0,04	6,93	7
2015	ΑΡΑΜΠΙΑΤΖΗΣ	0,23	0,13	7,79	24.064.895,08	417	0,06	6,92	7
2012	ΕΥΡΩΤΡΟΦΕΣ	0,02	0,01	7,41	4.073.405	23	-0,32	5,47	7
2013	ΕΥΡΩΤΡΟΦΕΣ	0,00	0,00	6,97	3.900.044	24	-0,64	2,29	7
2014	ΕΥΡΩΤΡΟΦΕΣ	-0,17	-0,01	6,89	3.675.626	24	-0,17	-5,25	7
2015	ΕΥΡΩΤΡΟΦΕΣ	0,01	0,02	6,85	3.502.930	23	-0,08	5,31	7
2012	ΜΠΑΡΜΠΑ ΣΤΑΘΗΣ	-0,01	0,00	7,82	34.044.000	289	-0,06	-5,69	7
2013	ΜΠΑΡΜΠΑ ΣΤΑΘΗΣ	0,03	0,01	7,85	33.367.000	300	0,07	5,85	7
2014	ΜΠΑΡΜΠΑ ΣΤΑΘΗΣ	0,06	0,01	7,89	32.228.000	305	0,10	6,61	7
2015	ΜΠΑΡΜΠΑ ΣΤΑΘΗΣ	0,08	0,03	7,95	33.244.000	321	0,15	6,73	7
2012	ΕΛΑΙΣ	-0,02	-0,13	8,67	308.727.341	250	-0,07	-6,28	8
2013	ΕΛΑΙΣ	0,01	0,09	8,65	307.684.572	250	-0,05	6,10	8
2014	ΕΛΑΙΣ	0,02	0,00	8,65	306.227.458	250	-0,01	6,53	8
2015	ΕΛΑΙΣ	0,70	0,00	8,62	295.159.915,91	250	-0,06	6,14	8
2012	ELBISCO	0,03	0,01	4,99	74.030	724	0,00	3,19	8
2013	ELBISCO	0,02	0,01	5,00	72.805	723	0,01	3,14	8
2014	ELBISCO	0,03	0,01	4,99	76.088	764	-0,02	3,32	8
2015	ELBISCO	0,01	0,00	5,00	74.737	802	0,03	2,70	8
2012	ΜΙΝΕΡΒΑ	0,02	0,10	5,97	14.601.650,50	200	-0,90	3,22	8

2013	MINEPBA	0,02	0,10	5,97	14.601.650,51	200	-0,90	3,22	8
2014	MINEPBA	0,02	0,01	4,40	12.994.090,52	200	-0,03	2,97	8
2015	MINEPBA	0,06	0,11	6,87	18.430.361	200	-0,03	6,33	8
2012	ΚΥΚΝΟΣ	0,15	0,06	4,17	6.414.583,93	410	-0,03	3,48	9
2013	ΚΥΚΝΟΣ	0,06	0,03	3,96	6.663.670,14	410	-0,02	12,31	9
2014	ΚΥΚΝΟΣ	0,70	0,03	8,66	7.031.044,13	410	0,15	5,92	9
2015	ΚΥΚΝΟΣ	0,70	0,03	3,67	4.035.588,75	410	-0,05	5,92	9
2012	CRETA FARM	-0,08	-0,02	7,95	82.305.000	566	-0,08	-6,65	9
2013	CRETA FARM	-0,40	-0,10	7,98	80.004.000	575	0,06	-7,25	9
2014	CRETA FARM	0,00	0,00	8,02	82.749.000	634	0,10	4,64	9
2015	CRETA FARM	0,00	0,01	8,02	82.629.000	638	0,00	5,04	9
2012	NIKAS	-0,11	-0,02	7,16	42.528.761	343	-0,01	-6,23	9
2013	NIKAS	-0,15	-0,01	7,17	41.471.873	314	0,02	-6,11	9
2014	NIKAS	0,22	-0,02	7,10	40.266.388	316	-0,13	-6,29	9
2015	NIKAS	0,06	-0,04	7,06	36.983.978	313	-0,04	-6,36	9
2012	APIVITA	0,08	0,02	7,44	11686827,13	172	0,00	5,87	10
2013	APIVITA	0,01	0,00	4,50	17.244.125,39	172	0,09	2,58	10
2014	APIVITA	0,04	0,01	5,29	17.361.442,64	330	0,03	2,98	10
2015	APIVITA	0,40	0,01	7,46	13.048.045	330	-0,07	5,47	10
2012	KORRES	0,02	0,02	5,92	27,819	10	-0,02	4,15	10
2013	KORRES	0,08	0,09	5,96	22,386	9	0,08	4,83	10
2014	KORRES	0,18	0,15	5,98	23,456	10	0,05	5,15	10
2015	KORRES	0,12	0,09	5,95	18,992	11	-0,06	5,03	10
2012	PAPOUTSANIS	-0,01	-0,07	7,21	26.285.006	95	0,11	-5,46	10
2013	PAPOUTSANIS	0,00	0,00	7,20	25.723.677	94	0,05	4,87	10
2014	PAPOUTSANIS	0,01	0,00	7,23	25.385.829	88	0,07	5,13	10
2015	PAPOUTSANIS	0,00	0,00	7,19	24.237.259	91	0,12	4,74	10
2012	IASO	-0,02	-0,01	5,47	114.641.836,82	792	-0,02	-5,39	11
2013	IASO	-0,02	-0,01	-3,45	111.777.136,99	779	-0,17	-1,30	11
2014	IASO	-0,03	-0,02	8,17	106.878.799,97	828	0,11	-4,17	11
2015	IASO	-0,07	-0,04	4,10	105.433.412,74	854	-0,02	-7,04	11
2012	IATRIKO	-0,06	-0,02	4,20	237.242.563,66	2,777	0,08	-3,51	11
2013	IATRIKO	-0,42	-0,10	4,16	233.887.266,80	2829	-0,40	-7,32	11
2014	IATRIKO	-0,21	-0,04	4,30	228.993.427,3	2831	0,04	-3,74	11
2015	IATRIKO	-0,20	-0,04	7,35	220.867.263,4	2804	0,07	-4,29	11
2012	ΛΗΤΩ	0,00	0,00	5,04	16.771.596,58	253	0,10	6,67	11
2013	ΛΗΤΩ	-0,37	-0,12	5,04	15.976.820,23	252	-0,02	-4,14	11
2014	ΛΗΤΩ	-0,18	-0,05	3,79	15.467.481,75	256	0,02	-3,51	11
2015	ΛΗΤΩ	-0,15	-0,06	3,80	14.878.179,67	265	-0,03	-4,00	11
2012	ΑΤΤΙΚΕΣ ΕΚΔΟΣΕΙΣ	-0,15	-0,06	3,80	14.878.179,67	265	-0,03	-4,00	12

“Προσδιοριστικοί παράγοντες της χρηματοοικονομικής απόδοσης:

Η περίπτωση των εισηγμένων επιχειρήσεων στο ΧΑΑ, περίοδος 2012-2015”

2013	ΑΤΤΙΚΕΣ ΕΚΔΟΣΕΙΣ	0,02	0,01	7,50	102.706,49	130	-0,05	5,50	12
2014	ΑΤΤΙΚΕΣ ΕΚΔΟΣΕΙΣ	0,03	0,01	7,46	88.717,69	123	-0,10	5,64	12
2015	ΑΤΤΙΚΕΣ ΕΚΔΟΣΕΙΣ	-0,10	-0,04	7,39	90.505,00	112	-0,15	-5,17	12
2012	ΛΙΒΑΝΗ	-0,18	-0,08	6,77	15.585.022,06	68	-0,34	-6,43	12
2013	ΛΙΒΑΝΗ	-0,23	-0,09	6,79	15.294.974,34	65	0,05	-6,46	12
2014	ΛΙΒΑΝΗ	-0,57	-0,13	6,73	9.842.822,19	55	-0,12	-6,48	12
2015	ΛΙΒΑΝΗ	-4,11	-0,21	6,55	9.558.739,06	52	-0,23	-6,62	12
2012	ΠΑΤΑΚΗΣ	0,24	0,02	7,11	5.772.423,00	150	0,04	5,87	12
2013	ΠΑΤΑΚΗΣ	0,04	0,03	7,11	5.559.235,90	150	0,02	5,90	12
2014	ΠΑΤΑΚΗΣ	0,05	0,04	7,09	5.376.675,22	150	-0,04	5,94	12
2015	ΠΑΤΑΚΗΣ	0,03	0,02	7,10	4.760.126,33	150	0,01	5,83	12
2012	CPI	-0,30	-0,07	7,24	256.211	129	-0,17	-5,99	13
2013	CPI	-0,04	-0,08	7,15	186.257	119	-0,18	-5,47	13
2014	CPI	0,07	0,02	7,15	193.831,98	120	0,00	-5,36	13
2015	CPI	0,02	0,01	7,16	275.486	120	0,02	4,79	13
2012	COMPUCON	1,30	-0,25	6,25	25.802,54	14	0,57	-6,16	13
2013	COMPUCON	0,44	-0,20	6,11	48.099,07	17	-0,27	-5,98	13
2014	COMPUCON	0,34	-0,30	5,95	36.614,56	13	-0,30	-6,06	13
2015	COMPUCON	-0,08	-0,08	5,97	31.050,73	13	0,00	-5,49	13
2012	ΒΥΤΕ	-0,14	-0,08	7,25	5.257.312,53	151	-0,02	-6,31	13
2013	ΒΥΤΕ	-0,01	-0,01	7,38	5.161.042,64	140	-0,02	-5,28	13
2014	ΒΥΤΕ	0,06	0,03	7,47	5.405.143,12	178	0,22	5,96	13
2015	ΒΥΤΕ	-0,06	-0,03	7,32	5.449.086,91	167	-0,22	-5,99	13
2012	ΚΑΡΑΜΟΛΕΓΚΟΣ	0,08	0,03	7,81	50.620.516,12	385	-0,01	6,52	13
2013	ΚΑΡΑΜΟΛΕΓΚΟΣ	0,06	0,02	7,79	55.353.254	386	-0,05	6,18	13
2014	ΚΑΡΑΜΟΛΕΓΚΟΣ	0,38	0,01	7,79	54.136.690,07	408	0,01	6,18	13
2015	ΚΑΡΑΜΟΛΕΓΚΟΣ	0,03	0,01	7,78	55.599.513,14	409	-0,03	6,02	13
2012	ΜΥΛΟΙ ΛΟΥΛΗ	0,04	0,02	7,96	107.881.983	241	-0,05	6,53	14
2013	ΜΥΛΟΙ ΛΟΥΛΗ	0,03	0,02	7,97	103.361.037	213	0,03	6,40	14
2014	ΜΥΛΟΙ ΛΟΥΛΗ	0,04	0,02	7,94	100.645.144	220	-0,06	6,57	14
2015	ΜΥΛΟΙ ΛΟΥΛΗ	0,03	0,01	8,01	97.917.467	225	0,15	6,48	14
2012	ΚΡΗΤΩΝ ΑΡΤΟΣ	0,05	0,02	6,61	5.569.143,44	36	-0,09	5,27	14
2013	ΚΡΗΤΩΝ ΑΡΤΟΣ	0,00	0,00	6,65	5.122.627,16	42	0,09	4,11	14
2014	ΚΡΗΤΩΝ ΑΡΤΟΣ	0,03	0,02	6,69	5.771.412,48	44	0,18	5,19	14
2015	ΚΡΗΤΩΝ ΑΡΤΟΣ	0,00	0,00	6,72	5.694.197,87	44	0,08	3,63	14

“Προσδιοριστικοί παράγοντες της χρηματοοικονομικής απόδοσης:

Η περίπτωση των εισηγμένων επιχειρήσεων στο ΧΑΑ, περίοδος 2012-2015”

Αποτελέσματα Παλινδρόμησης

Υπόδειγμα ROE

```
. xtreg roe var1 var2 var3 var4 var5 var6, re
```

Random-effects GLS regression

Number of obs = 140

Group variable: company

Number of groups = 36

R-sq: within = 0.1580

Obs per group: min = 1

between = 0.1686

avg = 3.9

overall = 0.1501

max = 4

Wald chi2(6) = 23.43

corr(u_i, X) = 0 (assumed)

Prob > chi2 = 0.0007

roe	Coef.	Std. Err.	z	P>z
[95% Conf. Interval]				
var1	.0886865	.0717816	1.24	0.217
-.0520028		.2293758		
var2	-.0531783	.0242688	-2.19	0.028
-.1007442		-.0056124		
var3	9.50e-06	.0000292	0.33	0.745
-.0000477		.0000667		
var4	-.3773722	.1033989	-3.65	0.000
-.5800304		-.174714		
var5	.015771	.0108308	1.46	0.145
-.005457		.036999		
var6	-.0244161	.0168155	-1.45	0.147
-.057374		.0085417		
_cons	.3967473	.3911508	1.01	0.310
-.3698941		1.163389		

sigma_u .17150398

sigma_e .59770513

rho .07607002 (fraction of variance due to u_i)

Υπόδειγμα ROA

```
. xtreg roa var1 var2 var3 var4 var5 var6, re
```

Random-effects GLS regression

Number of obs = 140

Group variable: company

Number of groups = 36

R-sq: within = 0.0993

Obs per group: min = 1

between = 0.3144

avg = 3.9

overall = 0.2034

max = 4

Wald chi2(6) = 24.86

corr(u_i, X) = 0 (assumed)

Prob > chi2 = 0.0004

roa	Coef.	Std. Err.	z	P>z
[95% Conf. Interval]				
var1	.0337153	.0198663	1.70	0.090
	-.0052218	.0726524		
var2	.0010017	.0068626	0.15	0.884
	-.0124489	.0144522		
var3	5.50e-07	8.31e-06	0.07	0.947
	-.0000157	.0000168		
var4	.0112896	.0229902	0.49	0.623
	-.0337704	.0563497		
var5	.0108944	.0027799	3.92	0.000
	.0054459	.0163428		
var6	-.0041985	.0048507	-0.87	0.387
	-.0137057	.0053088		
_cons	-.2350156	.1110598	-2.12	0.034
	-.4526888	-.0173424		

sigma_u .08050899

sigma_e .13209839

rho .27084171 (fraction of variance due to u_i)