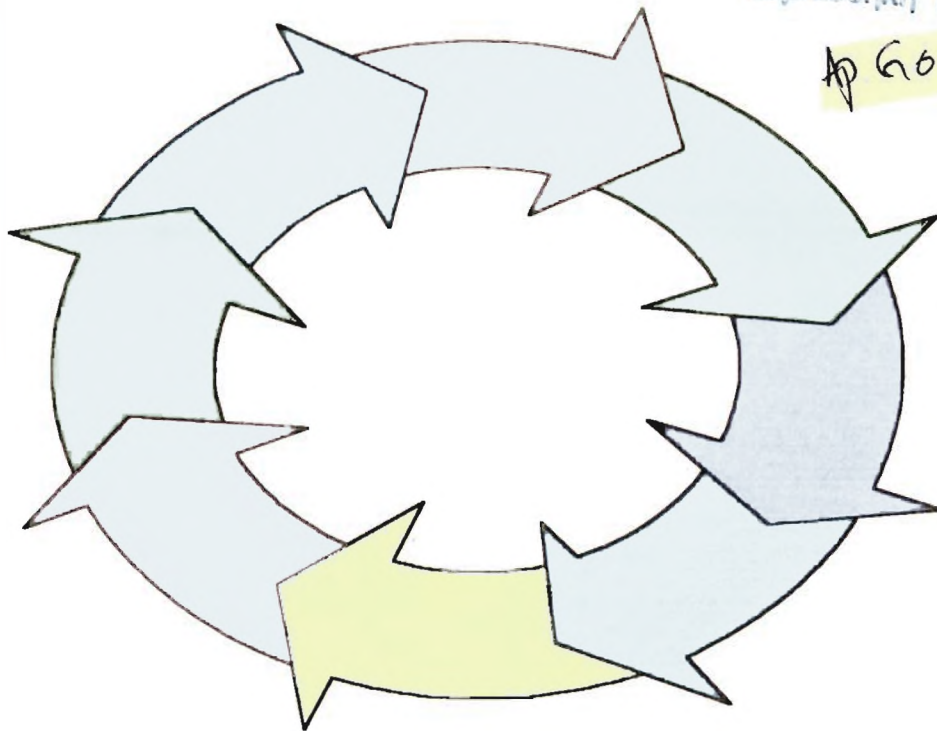


ΠΤΥΧΙΑΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ Τ.Ε.Ι. ΜΕΣΣΟΛΟΓΓΙΟΥ ΣΧΟΛΗ: ΔΙΟΙΚΗΣΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ ΤΜΗΜΑ: ΣΥΣΤΗΜΑΤΩΝ ΟΡΓΑΝΩΣΗΣ & ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ

ΘΕΜΑ :

«ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΜΑΝΑΓΕΜΕΝΤ
ΚΑΙ ΟΙ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΕΣ ΤΟΥ ΟΣΟΝ
ΑΦΟΡΑ ΤΗ ΛΗΨΗ ΑΠΟΦΑΣΕΩΝ ΓΙΑ ΤΗ
ΠΡΟΔΡΟΜΙΑ, ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ,
ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΕΩΝ ΚΑΙ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ
ΚΕΡΑΩΝ».



ΕΞΗΓΗΤΗΣ: ΚΩΝΣΤΑΝΤΟΣ ΔΗΜΗΤΡΙΟΣ

ΕΠΟΥΔΑΣΤΡΙΕΣ: ΣΤΡΕΠΠΟΥ ΚΩΝΣΤΑ

ΠΑΠΑΔΑΚΗ ΣΤΕΦΑΝΑ

ΠΡΟΛΟΓΟΣ

Οι εξελίξεις στον τομέα της χρηματοοικονομικής κατά την διάρκεια της τελευταίας δεκαετίας ήταν ραγδαίες . Στις μέρες μας η γνώση της χρηματοοικονομικής διοίκησης είναι απαραίτητη για όλους όσους ζουν και κινούνται στον ευρύτερο χώρο των επιχειρήσεων. Ως αποτέλεσμα , οι ακαδημαϊκοί αναθεώρησαν τις απόψεις και τις θεωρίες τους για να ανταποκριθούν στα πραγματικά δεδομένα του κόσμου των επιχειρήσεων. Στις χρηματοοικονομικές αγορές αναπτύχθηκε μια μεγάλη ποικιλία επενδυτικών εργαλείων και μεθόδων , των οποίων μοναδικός σκοπός είναι η αύξηση των διαθέσιμων κεφαλαίων. Οι συμβάσεις χρηματοδοτικών μισθώσεων, οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές επιχειρήσεων, τα δικαιώματα προαίρεσης και οι προθεσμιακές συμβάσεις αγοροπωλησίας ξένου συναλλάγματος – για να αναφέρουμε λίγες μόνο από αυτές τις νέες μεθόδους – έφεραν επαναστατικές αλλαγές στον τομέα της χρηματοοικονομικής διοίκησης, η οποία με την σειρά της έγινε πολύ πιο πολύπλοκη αλλά και απαραίτητη ταυτόχρονα. Η αύξηση των σπουδαστών στα οικονομικά τμήματα των διαφόρων σχολών ήταν τόσο μεγάλη τα τελευταία χρόνια ώστε να παρουσιάζεται το φαινόμενο – σε ολόκληρο τον κόσμο, μάλιστα – να υπάρχει μεγάλη έλλειψη σε ειδικευμένο διδακτικό προσωπικό. Είναι σχεδόν βέβαιο πλέον ότι η χρηματοοικονομική διοίκηση θα παραμείνει στο επίκεντρο του ενδιαφέροντος για πολλά χρόνια ακόμη.

Δυστυχώς, τα περισσότερα βιβλία, συγγράμματα και άρθρα που αναφέρονται σε αυτή την επιστήμη είναι πολύ ‘τεχνικά’ και δυσνόητα. Οι συγγραφείς έχουν την τάση να δίνουν μεγάλη έμφαση στα μαθηματικά και τη θεωρία, και αυτή η έμφαση υψώνει ανυπέρβλητα εμπόδια για τους σπουδαστές και τους επαγγελματίες που θέλουν να γνωρίσουν την χρηματοοικονομική μέσα από απλούς όρους. Προσπαθώντας να

ανταποκριθούμε σε αυτή την ανάγκη αποφασίσαμε να γράψουμε αυτή την πτυχιακή για να εξηγήσουμε το Financial Management με όσο πιο απλά λόγια γίνεται με την ελπίδα να δοθεί στους αναγνώστες μας η ευκαιρία να αποκτήσουν στέρεες βάσεις και να κατανοήσουν τις βασικές έννοιες της χρηματοοικονομικής διοίκησης χωρίς να ταλαιπωρηθούν διαβάζοντας στρυφνά κείμενα.

Σε αυτό το σημείο θα θέλαμε να ευχαριστήσουμε όλους όσους μας βοήθησαν για την ολοκλήρωση της πτυχιακής μας εργασίας και κυρίως τον εισηγητή μας Κύριο Φύλακτο για την πολύτιμη συνεργασία του.

Οι σπουδάστριες

Παπαδάκη Στεφανία

Στρεμμένου Κωνσταντίνα

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

ΜΕΡΟΣ ΠΡΩΤΟ

ΠΡΟΛΟΓΟΣ 1

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΠΡΩΤΟ : ΕΙΣΑΓΩΓΗ

1.1 Έννοια χρηματοοικονομικής διοίκησης	3
1.2 Βασικές κατηγορίες αποφάσεων	4
1.2.1 Απόφαση επενδύσεων.....	5
1.2.2 Απόφαση χρηματοδοτήσεων.....	6
1.2.3 Πολιτική κερδών.....	7
1.3 Ιστορική εξέλιξη.....	8
1.4 Αντικειμενικοί σκοποί.....	10
1.5 Λειτουργίες	11
1.6 Χρηματοοικονομικός κύκλος ζωής της επιχείρησης.....	15
1.7 Κυκλικές διακυμάνσεις οικονομίας	17

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΔΕΥΤΕΡΟ : ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΣΕ ΠΑΓΙΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ

2.1 Έννοια επενδύσεων.....	19
2.2 Είδη επενδύσεων	20
2.3 Χρησιμότητα επενδύσεων.....	21
2.4 Κόστος επένδυσης	22
2.5 Υπολογισμός ταμιακών ροών	25

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΤΡΙΤΟ : ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΣΕ ΣΥΝΘΗΚΕΣ ΒΕΒΑΙΟΤΗΤΑΣ

3.1 Μέθοδοι αξιολόγησης επενδύσεων σε πάγια στοιχεία σε συνθήκες βεβαιότητας.....	27
3.2 Μέθοδος λογιστικής αποδοτικότητας	27
3.3 Μέθοδος επανυσπραξής κόστους επένδυσης (ΜΕΚΕ).....	28
3.4 Μέθοδος καθαρής παρούσας αξίας	29
3.5 ΜΕΚΕ με βάση την παρούσα αξία.....	31
3.6 Δείκτης αποδοτικότητας	32

3.7 Μέθοδος εσωτερικής αποδοτικότητας	33
3.8 Σύγκριση μεθόδων ΚΠΑ και εσωτερικής αποδοτικότητας	34
3.9 Επιλογή μεθόδου.....	35
3.10 Διάρθρωση προτάσεων επενδύσεων.....	36

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΤΕΤΑΡΤΟ : ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΣΕ ΣΥΝΘΗΚΕΣ ΑΒΕΒΑΙΟΤΗΤΑΣ

4.1 Μέθοδοι αξιολόγησης επενδύσεων σε πάγια στοιχεία σε συνθήκες αβεβαιότητας	39
4.2 Μέθοδοι αξιολόγησης επενδύσεων	40
4.3 Κίνδυνος συγκεκριμένης επένδυσης	41
4.3.1 Προσαρμογή συντελεστή προσαύξησης	41
4.3.2 Προσαρμογή ετήσιων καθαρών ταμιακών ροών.....	42
4.3.3 Ανάλυση εναλλακτικών περιπτώσεων	43
4.3.4 Συντελεστής μεταβλητότητας	44
4.3.5 Μέθοδος Hillier	44
4.3.6 Δένδρα αποφάσεων	45
4.3.7 Μέθοδος προσομοίωσης	46
4.3.8 Κίνδυνος εντός της επιχείρησης	47
4.3.9 Κίνδυνος αγοράς	48
4.4 Συμπεριφορά επενδύτη έναντι κινδύνου	49

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΠΕΜΠΤΟ : ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΣΕ ΚΥΚΛΟΦΟΡΟΥΝΤΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ

5.1 Επενδύσεις σε αποθέματα	50
5.2 Επενδύσεις σε απαιτήσεις	52
5.3 Διαχείριση μετρητών	57

ΜΕΡΟΣ ΔΕΥΤΕΡΟ

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΠΡΩΤΟ : ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΗ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΚΕΦΑΛΑΙΟ

1.1 Έννοια μετοχικού κεφαλαίου	62
--------------------------------------	----

1.2 Δικαιώματα μετοχών	63
1.3 Κατηγορίες μετοχών	64
1.4 Τιμές μετοχών	65
1.5 Χρηματοδότηση με κοινό μετοχικό κεφάλαιο	66

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΔΕΥΤΕΡΟ : ΠΟΛΙΤΙΚΗ ΜΕΡΙΣΜΑΤΩΝ

2.1 Εισαγωγή.....	67
2.2 Θεωρίες πολιτικής μερισμάτων.....	67
2.3 Πολιτική μερισμάτων στην πράξη.....	68
2.4 Προσδιοριστικοί παράγοντες	69
2.4.1. Νομικοί περιορισμοί	70
2.4.2 Ρευστότητα	70
2.4.3 Ανάγκη εξόφλησης δανείων	71
2.4.4 Δανειακές συμβάσεις	71
2.4.5 Ρυθμός επέκτασης ενεργητικού	71
2.4.6 Κόστος ευκαιρίας & σταθερότητα κερδών	72
2.4.7 Δυνατότητα πρόσβασης στις κεφαλαιαγορές	72
2.4.8 Έλεγχος	73
2.4.9 Φόρος αδιανέμητων κερδών	73
2.5 Μη χρηματικά μερίσματα	73
2.5.1 Μέρισμα σε μετοχές και διάσπαση μετοχών	74
2.5.2 Αντίστροφη διάσπαση μετοχών και μετοχές θησαυροφυλακίου	75
2.5.3 Πλεονεκτήματα & μειονεκτήματα της επαναφοράς μετοχών	75

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΤΡΙΤΟ : ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΜΙΣΘΩΣΗ

3.1 Ιστορική εξέλιξη	77
3.2 Ορισμός	78
3.3 Βασικά είδη	79
3.4 Λοιπά είδη	79

3.4.1 Πώληση και επανεκμίσθωση	80
3.4.2 Συμμετοχική χρηματοδοτική μίσθωση	80
3.4.3 Διεθνής χρηματοδοτική μίσθωση	81
3.4.4 Φορολογική χρηματοδοτική μίσθωση	83
3.4.5 Άμεση μίσθωση	84
3.5 Αξιολόγηση χρηματοδοτικής μίσθωσης για τον εκμισθωτή	84
3.6 Πλεονεκτήματα & μειονεκτήματα Χ.Μ. για τον μισθωτή	85
3.7 Πλεονεκτήματα για τον εκμισθωτή	85

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΤΕΤΑΡΤΟ : ΟΜΟΛΟΓΙΑΚΑ ΔΑΝΕΙΑ

4.1 Ορισμός	87
4.2 Σύμβαση δανείου	87
4.3 Βασικές κατηγορίες ομολογιών	88
4.3.1 Μη εγγυημένες ομολογίες	89
4.3.2 Υποδεέστερες μη εγγυημένες ομολογίες	89
4.3.3 Ενυπόθηκες ομολογίες	89
4.3.4 Ενεχυριασμένες ομολογίες	90

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΠΕΜΠΤΟ : ΜΕΤΑΤΡΕΨΙΜΕΣ ΟΜΟΛΟΓΙΕΣ

5.1 Γενικά	91
5.2 Χρηματοοικονομικά δικαιώματα	91
5.3 Είδη χρηματοοικονομικών δικαιωμάτων	92
5.4 Λόγοι χρησιμοποίησης δικαιωμάτων	94

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΕΚΤΟ : ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΗ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ ΤΡΑΠΕΖΙΚΗ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ

6.1 Ορισμός	97
6.2 Πρακτορεία επιχειρηματικών απαιτήσεων	98
6.3 Μετατρέψιμες ομολογίες	100
6.4 Πλεονεκτήματα	101
6.5 Μειονεκτήματα	101

ΜΕΡΟΣ ΤΡΙΤΟ

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΠΡΩΤΟ : ΜΕΣΑ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΑΝΑΛΥΣΗΣ

1.1 Χρηματοοικονομική δείκτες	103
1.2 Χρήσεις & είδη δεικτών	104
1.3 Δείκτες ρευστότητας	106
1.3.1 Δείκτης κυκλοφοριακής ρευστότητας	107
1.3.2 Δείκτης άμεσης ρευστότητας	108
1.4 Δείκτες δραστηριότητας	109
1.4.1 Μέση περίοδος είσπραξης	109
1.4.2 Μέση περίοδος πληρωμής	110
1.4.3 Ρευστοποιήσεις αποθεμάτων	112
1.5 Δανειακή επιβάρυνση της επιχείρησης	114
1.5.1 Δείκτης χρέους	114
1.5.2 Δείκτης δανειακής επιβάρυνσης	115
1.5.3 Δείκτης κάλυψης του ενεργητικό με μακροπρόθεσμα κεφαλαία... ..	116
1.5.4 Δείκτης κάλυψης χρηματοοικονομικών δαπανών	117
1.5.5 Δείκτες συνολικής κάλυψης	118
1.6 Δείκτης αποδοτικότητας	118
1.6.1 Μεικτά περιθώρια κέρδους	119
1.6.2 Περιθώρια κέρδους εκμετάλλευσης	120
1.6.3 Περιθώρια καθαρού κέρδους	121
1.6.4 Δείκτης αποδοτικότητας ίδιων κεφαλαίων	122
1.6.5 Δείκτης αποδοτικότητας επενδύσεων	122
1.7 Δείκτης της αγοράς	123
1.7.1 Δείκτης τιμής προς κέρδη	123
1.7.2 Μερισματική πολιτική	124

1.8 Ανάλυση μοχλεύσεως	126
1.9 Λειτουργική μόχλευση	126
1.10 Ανάλυση νεκρού σημείου	127
1.11 Χρηματοοικονομική μόχλευση	129

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΔΕΥΤΕΡΟ : ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΔΙΑΡΘΡΩΣΗ

2.1 Παράγοντες που επηρεάζουν την χρηματοοικονομική διάρθρωση ...	131
2.1.1 Σταθερότητα των πωλήσεων	131
2.1.2 Ρυθμός αυξήσεως	132
2.1.3 Έλεγχος της επιχείρησης	132
2.1.4 Διάρθρωση ενεργητικών – κέρδη	133
2.1.5 Πιστωτικά Ιδρύματα	134

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΤΡΙΤΟ : ΡΟΗ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ

3.1 Ανάλυση ροής κεφαλαίων	135
3.2 Πηγές και χρήσεις κεφαλαίων	135
3.3 Ταμιακός προϋπολογισμός	137
3.4 Διάρκεια	137
3.5 Προϋπολογισμός πωλήσεων	138
3.6 Προϋπολογισμός δαπανών	139
3.7 Προϋπολογισμός λοιπών δαπανών	140

ΜΕΡΟΣ ΠΡΩΤΟ

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΠΡΩΤΟ 'ΕΙΣΑΓΩΓΗ'

1.1 ΕΝΝΟΙΑ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ (FINANCIAL MANAGEMENT)

Ο ορισμός που επικράτησε για μεγάλο χρονικό διάστημα έλεγε ότι η Χρηματοοικονομική Διοίκηση (Financial Management) σχετίζεται με την εξεύρεση και διοίκηση κεφαλαίων που χρησιμοποιούνται σε μια επιχείρηση. Ο παραδοσιακός αυτός ορισμός θεωρείται στενής έννοιας γιατί δεν αναφέρεται στη λήψη αποφάσεως και περιορίζεται αποκλειστικά στην προμήθεια κεφαλαίων από τις διάφορες πηγές. Άλλος ορισμός, ευρύτερης έννοιας, έλεγε ότι η Χρηματοοικονομική ενδιαφέρεται για καθετί που λαμβάνει χώρα κατά την διεξαγωγή των εργασιών. Και ο ορισμός αυτός όμως θεωρείται πολύ ευρύς για να είναι συγκεκριμένης σημασίας.

Περισσότερο ικανοποιεί ο ορισμός που υιοθετήθηκε από τον Ezra Solomon στην εργασία του που δημοσιεύθηκε με τον τίτλο «The Theory of Financial Management». Κατά τον ορισμό αυτό το κεντρικό θέμα της οικονομικής πολιτικής της επιχειρήσεως είναι «η ορθή χρήση κεφαλαίων και η κεντρική διαδικασία που περιλαμβάνεται είναι η λογική αντιπαραβολή των πλεονεκτημάτων πιθανών χρήσεων έναντι του κόστους εναλλακτικών πιθανών πηγών ώστε να επιτευχθούν οι

ευρύτεροι οικονομικοί σκοποί τους οποίους η επιχείρηση θέτει για την ίδια». Προχωρεί ακόμα περισσότερο για να καλύψει και το θέμα της λήψεως αποφάσεως λέγοντας ότι η Χρηματοοικονομική Διοίκηση θα πρέπει να κρίνει για το αν η επιχείρηση θα διατηρήσει, ελαττώσει ή αυξήσει τις επενδύσεις της σε κάθε μορφή ενεργητικού που απαιτούν κεφάλαια. Έτσι ερχόμαστε αντιμέτωποι των τριών μεγάλων λειτουργιών της Χρηματοοικονομικής Διοίκησης, για τις οποίες πρέπει να ληφθούν αντίστοιχες αποφάσεις, α) επενδύσεως, β) χρηματοδοτήσεως και γ) πολιτικής κερδών.

Επομένως Χρηματοοικονομική Διοίκηση είναι η εφαρμογή μιας σειράς χρηματοδοτικών και οικονομικών αρχών για τη μεγιστοποίηση του πλούτου της επιχείρησης και της αξίας του μετοχικού της κεφαλαίου. Ειδικότερα μεγιστοποίηση του πλούτου μιας επιχείρησης σημαίνει την επίτευξη όσο το δυνατόν μεγαλύτερων κερδών με την επιλογή εκείνων των επενδύσεων που παρουσιάζουν το καλύτερο αντιστάθμισμα κινδύνου και αποδόσεων.

1.2 ΒΑΣΙΚΕΣ ΚΑΤΗΓΟΡΙΕΣ ΑΠΟΦΑΣΕΩΝ

Στα πλαίσια της χρηματοοικονομικής λειτουργίας της επιχείρησης διακρίνονται τρεις βασικές κατηγορίες αποφάσεων, που πρέπει να παίρνουν οι ιθύνοντές της και αφορούν στις επιλογές που θα κάνουν σχετικά με τις επενδύσεις κεφαλαίων που θα αναλάβει η επιχείρηση, τον τρόπο με τον οποίο αυτές θα χρηματοδοτηθούν και το μέρος που θα διανέμεται στους μετόχους.

Οι αποφάσεις, που λαμβάνονται αναφορικά με τις επιλογές αυτές έχουν χαρακτήρα στρατηγικής μορφής για την επιχείρηση, γιατί καθορίζουν το γενικότερο προσανατολισμό της σχετικά με τις

δραστηριότητες, που θα αναπτύξει και τις πηγές κεφαλαίων από τις οποίες θα εξαρτάται.

1.2.1 Απόφαση επενδύσεως

Οι αποφάσεις για το επενδυτικό έργο, που θα αναλάβει η επιχείρηση, αφορούν τη διάθεση κεφαλαίων σε δραστηριότητες που θα αποδώσουν οφέλη στο μέλλον. Επειδή τα μελλοντικά οφέλη δεν είναι δυνατό να προσδιορίζονται με απόλυτη βεβαιότητα, κάθε απόφαση για την ανάληψη κάποιου επενδυτικού έργου περιλαμβάνει και έναν ορισμένο βαθμό κινδύνου. Για το λόγο αυτό οι αποφάσεις για τις επενδύσεις κεφαλαίου θα πρέπει να βασίζονται σε αξιολογήσεις των σχετικών προτάσεων, που συνεκτιμούν την αναμενόμενη αποδοτικότητα των επενδύσεων μαζί με το βαθμό κινδύνου.

Στις βασικές επιλογές, που αντιμετωπίζει η επιχείρηση αναφορικά με τις επενδύσεις τις περιλαμβάνονται και οι περιπτώσεις όπου εξετάζεται κατά πόσον τα οφέλη, που προκύπτουν από τις υπάρχουσες δραστηριότητές της είναι αρκετά, σε συνδυασμό με το βαθμό κινδύνου, που αυτές παρουσιάζουν, για να δικαιολογούν το κόστος των κεφαλαίων που έχουν διατεθεί γι'αυτές. Στις περιπτώσεις αυτές αξιολογείται κατά πόσον πρέπει να γίνει αποδέσμευση των κεφαλαίων, που έχουν επενδυθεί στα υπάρχοντα στοιχεία του ενεργητικού, γνωστή ως «αποεπένδυση».

Είναι φανερό ότι οι αποφάσεις, που λαμβάνονται σχετικά με το επενδυτικό έργο της επιχειρήσεως καθορίζουν α) το συνολικό μέγεθος του ενεργητικού της, β) τη σύνθεσή του κατά κατηγορίες στοιχείων και γ) το πλέγμα κινδύνων, που αντιμετωπίζει αυτή από τις δραστηριότητές της. Βασικά οι αποφάσεις αυτές αποβλέπουν στη μεγαλύτερη δυνατή αποδοτικότητα με το μικρότερο βαθμό κινδύνου.

1.2.2 Απόφαση χρηματοδότησεως

Η δεύτερη βασική κατηγορία αποφάσεων αφορά στις επιλογές ανάμεσα σε διάφορες κατηγορίες κεφαλαίων για τη χρηματοδότηση των δραστηριοτήτων της επιχειρήσεως. Οι αποφάσεις αυτές θα καθορίσουν τη σχέση ανάμεσα σε ξένα και ίδια κεφάλαια και τα ποσοστά συμμετοχής μακροπρόθεσμων, μεσοπρόθεσμων και βραχυπρόθεσμων κεφαλαίων και ειδικότερα κάθε υποκατηγορίας κεφαλαίων στη χρηματοδότηση της επιχειρήσεως.

Οι επιλογές που θα γίνουν στην περίπτωση αυτή θα καθορίσουν:

- ✧ την κεφαλαιακή διάρθρωση της επιχειρήσεως και
- ✧ το βαθμό κινδύνου που θα παρουσιάζει αυτή για τους χρηματοδότες της, με την έννοια της ικανότητας να διαθέτει τα μετρητά για να πληρώνει σ' αυτούς την αμοιβή, που δικαιούνται ή αναμένουν για τα κεφάλαια που έχουν διαθέσει.

Οι αποφάσεις για κεφαλαιακή διάρθρωση πρέπει να αποβλέπουν στη χρηματοδότηση της επιχειρήσεως με το χαμηλότερο δυνατόν κόστος γι' αυτήν και το μικρότερο κίνδυνο για τους χρηματοδότες της.

Επίσης, τα κεφάλαια που χρησιμοποιούνται για την απόκτηση κάποιου στοιχείου πρέπει να έχουν διάρκεια τουλάχιστον ίση με τη χρονική περίοδο, που θα χρησιμοποιηθεί αποδοτικά το στοιχείο αυτό. Διαφορετικά είναι πολύ πιθανό να αναγκαστεί η επιχείρηση να ρευστοποιήσει πρόωρα το στοιχείο αυτό για να αποδοθεί το κεφάλαιο στους δικαιούχους του, γεγονός που συνεπάγεται συνήθως σημαντική ζημιά.

Γι' αυτό η κεφαλαιακή διάρθρωση κατά τη χρονική διάρκεια των κεφαλαίων συνδέεται με τη σύνθεση του ενεργητικού κατά κατηγορίες

στοιχείων διαφόρων βαθμών ρευστότητας και αντιστρόφως οι επιλογές, που θα γίνουν αναφορικά με τις επενδύσεις δεν θα πρέπει να είναι ανεξάρτητες από το χρόνο λήξεως των κεφαλαίων, που αυτή διαθέτει.

1.2.3 Πολιτική κερδών

Η πολιτική κερδών ή και μερισματική πολιτική σχετίζεται με τον τρόπο αντλήσεως των απαιτούμενων κεφαλαίων και τη σύνθεση του παθητικού. Οι αποφάσεις σχετικά με το μέρισμα αφορούν το ποσοστό από τα καθαρά κέρδη κάθε χρήσεως, που διατίθενται στους μετόχους ή εταίρους μιας επιχειρήσεως, καθώς και τη σταθερότητα ή μη του ποσού ανά μετοχή, που διανέμεται ως μέρισμα από χρόνο σε χρόνο.

Η παρακράτηση καθαρών κερδών αποτελεί αποταμίευση για την επιχείρηση και αποβλέπει στην αυτοχρηματοδότηση των δραστηριοτήτων της για να υπάρξουν περισσότερα κέρδη και κατά συνέπεια μερίσματα στο μέλλον. Η πράξη αυτή σημαίνει, ότι οι μέτοχοι της εταιρείας καλούνται να θυσιάσουν τη δυνατότητα για κατανάλωση, που προσφέρουν τα μερίσματα σε μια συγκεκριμένη περίοδο με ανταμοιβή τα υψηλότερα μερίσματα που θα προκύψουν στο μέλλον.

Γι' αυτό στις αποφάσεις σχετικά με τα μερίσματα πρέπει να κρίνεται κατά πόσον τα κέρδη, που αναμένονται από την επένδυση των καθαρών κερδών, που παρακρατήθηκαν, δικαιολογούν τη θυσία της δυνατότητας για κατανάλωση στη τρέχουσα περίοδο από τους μετόχους, ή την απώλεια εναλλακτικών επενδυτικών ευκαιριών.

Με τον τρόπο αυτό οι αποφάσεις για την διανομή μερισμάτων σχετίζονται με τις αποφάσεις για επενδύσεις. Εξάλλου, η πολιτική, που θα καθορίσει μια επιχείρηση σχετικά με τη διανομή μερίσματος θα επηρεάσει τη διάρθρωση των κεφαλαίων της, μιας και τα καθαρά κέρδη

που παρακρατούνται αντιπροσώπεύουν αύξηση των ίδιων κεφαλαίων της επιχείρησης.

1.3 ΙΣΤΟΡΙΚΗ ΕΞΕΛΙΞΗ

Σήμερα, η Χρηματοοικονομική Διοίκηση (Financial Management) αποβλέπει στην άριστη χρήση πόρων προκειμένου να αυξηθεί η αξία της επιχείρησης. Αν και η διαχείριση πόρων ήταν πάντοτε μέρος της διοίκησης των επιχειρήσεων, η Χρηματοοικονομική Διοίκηση εμφανίζεται για πρώτη φορά σαν ακαδημαϊκό αντικείμενο στις αρχές του εικοστού αιώνα. Από τότε, τόσο η άσκηση όσο και η διδασκαλία της Χρηματοοικονομικής Διοίκησης έχουν μεταβληθεί σημαντικά. Μερικές από τις κυριότερες μεταβολές στο περιεχόμενο των σχετικών εκπαιδευτικών προγραμμάτων αναφέρονται στον παρακάτω πίνακα.

Στο παρελθόν	Στο παρόν
• Περιγραφικό	Αναλυτικό
• Έμφαση στην άντληση κεφαλαίων, συγχωνεύσεις, ρευστότητα κ.τ.λ.	Έμφαση στην άριστη χρήση πόρων.
• Στατικό περιβάλλον	Δυναμικό περιβάλλον
• Διδασκαλία από την πλευρά του εξωτερικού προς το εσωτερικό περιβάλλον	Διδασκαλία από την πλευρά του στελεχούς που παίρνει αποφάσεις

ΠΙΝΑΚΑΣ 1

Η Χρηματοοικονομική Διοίκηση, σαν αντικείμενο μελέτης, προήλθε από την οικονομική επιστήμη που προσπαθούσε να εξηγήσει την οικονομική συμπεριφορά διαφόρων οργανισμών με βάση την περιγραφή των δραστηριοτήτων τους. Έτσι, τα πρώτα εκπαιδευτικά προγράμματα

Χ.Δ. περιέγραφαν τις σημαντικές χρηματοοικονομικές δραστηριότητες των μεγάλων επιχειρήσεων που αναπτύχθηκαν στις Η.Π.Α. στις αρχές του εικοστού αιώνα. Κατά την διάρκεια της ύφεσης του 1930, όταν πολλές μεγάλες επιχειρήσεις πτώχευσαν, τα εκπαιδευτικά προγράμματα Χρηματοοικονομικής Διοίκησης περιέγραφαν θέματα ρευστότητας, αποδοτικότητας και αναδιοργάνωσης επιχειρήσεων.

Με την οικονομική ανάπτυξη, μετά το τέλος του Δεύτερου Παγκόσμιου Πολέμου, άρχισε μια βαθμιαία παιδαγωγική μετακίνηση από την περιγραφή προς την ανάλυση. Σε αυτό συνέβαλλε η αυξανόμενη χρήση των ηλεκτρονικών υπολογιστών στη δεκαετία του 1960 και η ανάπτυξη μαθηματικών υποδειγμάτων και στατιστικών τεχνικών.

Όταν η Χρηματοοικονομική Διοίκηση έγινε περισσότερο αναλυτική, δόθηκε έμφαση στην άριστη χρήση των ενεργητικών και παθητικών στοιχείων της επιχείρησης. Αναφορικά με το ενεργητικό, αναπτύχθηκαν μαθηματικά υποδείγματα για άριστη χρήση μετρητών, αποθεμάτων και απαιτήσεων, εισήχθησαν ποσοτικές τεχνικές αξιολόγησης πάγιων επενδύσεων και χρησιμοποιήθηκε ευρέως η θεωρία χαρτοφυλακίου. Αναφορικά με το παθητικό, αναγνωρίστηκε η χρησιμότητα της άριστης κεφαλαιακής διάρθρωσης, των θεωριών αποτίμησης, και της διαχείρισης υποχρεώσεων.

Στο παρελθόν, η Χρηματοοικονομική Διοίκηση συγκέντρωνε την προσοχή της στα προβλήματα των μεγάλων βιομηχανικών μονάδων που λειτουργούσαν σε ένα στατικό ή πολύ αργά μεταβαλλόμενο περιβάλλον. Αντίθετα, η σύγχρονη Χρηματοοικονομική Διοίκηση αναγνωρίζει ότι διαφορετικές χρηματοοικονομικές στρατηγικές απαιτούνται για μικρές, μεσαίες και μεγάλες επιχειρήσεις, για παραγωγή προϊόντων και παροχή υπηρεσιών, για γρήγορα αναπτυσσόμενες και μεγάλες, εδραιωμένες επιχειρήσεις και για περιβάλλον που χαρακτηρίζεται από οικονομικές κυκλικές διακυμάνσεις.

Στο παρελθόν, η διδασκαλία της Χ.Δ. εξυπηρετούσε τις ανάγκες ανθρώπων που δεν ήταν μέλη της επιχείρησης (π.χ. τραπεζιτών) και ενδιαφέρονταν για τις λειτουργίες της επιχείρησης. Σήμερα, η διδασκαλία της Χ.Δ. εξυπηρετεί τις ανάγκες των χρηματοοικονομικών στελεχών που παίρνουν αποφάσεις μέσα στην επιχείρηση. Οι σκοποί των τραπεζιτών και των χρηματοοικονομικών στελεχών μπορεί να διαφέρουν. Οι πρώτοι ενδιαφέρονται για την ικανότητα της επιχείρησης να εξυπηρετεί τα δάνειά της. Αντίθετα, τα χρηματοοικονομικά στελέχη ενδιαφέρονται για τη μεγιστοποίηση της αξίας της επιχείρησης.

1.4 ΑΝΤΙΚΕΙΜΕΝΙΚΟΙ ΣΚΟΠΟΙ

Στη σύγχρονη εποχή, αντικειμενικός σκοπός της Χρηματοοικονομικής Διοίκησης είναι η μεγιστοποίηση της συνολικής αξίας της επιχείρησης ή, όπως συνήθως λέγεται, η μεγιστοποίηση του πλούτου των μετόχων της επιχείρησης (maximization of shareholder wealth)

Ο πλούτος των μετόχων μετριέται με την τρέχουσα αξία των μετοχών της επιχείρησης, η οποία εξαρτάται από τις προσδοκίες σχετικά με την μελλοντική αποδοτικότητα της επιχείρησης. Μεγιστοποίηση πλούτου και μεγιστοποίηση κερδών διαφέρουν σημαντικά σε όρους κινδύνου, χρονικής κατανομής των ταμιακών ροών, μέτρησης των κερδών και χρονικού ορίζοντα των αντικειμενικών σκοπών της επιχείρησης.

Γενικά, ο κίνδυνος αναφέρεται στο ενδεχόμενο οι πραγματικές αποδόσεις να είναι μικρότερες των προσδοκώμενων. Κατά κανόνα, επενδύσεις με υψηλές δυνητικές αποδόσεις έχουν επίσης υψηλούς κινδύνους αποτυχίας. Μια επένδυση με μικρή πιθανότητα να δείξει υψηλές αποδόσεις μπορεί μερικές φορές να εξυπηρετεί τη μεγιστοποίηση των κερδών, αλλά μπορεί να μην εξυπηρετεί το συμφέρον των μετόχων. Συμπερασματικά, τονίζεται ότι η μεγιστοποίηση του κέρδους δεν

αναγνωρίζει τον κίνδυνο ενώ αντίθετα, η μεγιστοποίηση του πλούτου λαμβάνει υπόψη της τον κίνδυνο.

Η μεγιστοποίηση των κερδών δεν λαμβάνει υπόψη της τη χρονική κατανομή των ταμιακών ροών, σε αντίθεση με τη μεγιστοποίηση του πλούτου. Έτσι, η αξία των μετοχών μπορεί να αυξηθεί αν η επιχείρηση χρησιμοποιεί τη μεγιστοποίηση του πλούτου και όχι τη μεγιστοποίηση του κέρδους σαν κριτήριο αξιολόγησης των επενδύσεων της.

Η μεγάλη ποικιλία των τρόπων που χρησιμοποιούν οι επιχειρήσεις για να μετρήσουν τα κέρδη τους, αποτελεί ένα άλλο πρόβλημα στη χρησιμοποίηση της μεγιστοποίησης του κέρδους, σαν αντικειμενικού σκοπού της Χρηματοοικονομικής Διοίκησης. Για παράδειγμα, κάθε μέθοδος αποτίμησης των αποθεμάτων καταλήγει σε διαφορετικό ύψος κερδών σε σχέση με τις λοιπές μεθόδους.

Η μεγιστοποίηση του κέρδους τείνει να δίνει έμφαση σε βραχυχρόνιες στρατηγικές προγραμματισμού, οι οποίες μπορεί να μη μεγιστοποιούν τον πλούτο μακροχρόνια. Για παράδειγμα, η μείωση του κόστους με αντίστοιχη υποβάθμιση της ποιότητας των προϊόντων ίσως οδηγήσει σε μεγιστοποίηση των κερδών βραχυχρόνια, αλλά δεν μπορεί να διασφαλίσει τη μεγιστοποίηση του πλούτου των μετόχων μακροχρόνια.

1.5 ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΕΣ

Οι αντικειμενικοί σκοποί της Χρηματοοικονομικής Διοίκησης επιδιώκονται διαμέσου τριών λειτουργιών : αποφάσεις επενδύσεων, αποφάσεις χρηματοδοτήσεων και χρηματοοικονομική ανάλυση και προγραμματισμός.

Από την εξέταση του ισολογισμού μιας επιχείρησης προκύπτει ότι τα χρησιμοποιούμενα κεφάλαια έχουν επενδυθεί σε δυο διαφορετικές από

τον προορισμό και τη δυνατότητα ρευστοποίησης, βασικές κατηγορίες ενεργητικών στοιχείων.

Στην πρώτη κατηγορία περιλαμβάνονται τα κτίρια, τα γήπεδα, οι εγκαταστάσεις, τα μηχανήματα, τα έπιπλα και σκεύη και γενικότερα τα ενεργητικά εκείνα στοιχεία τα οποία δεν προορίζονται για μεταπώληση, αλλά χρησιμοποιούνται πάγια μέσα στην επιχείρηση για την πραγματοποίηση των αντικειμενικών της σκοπών, ονομαζόμενα από την φύση τους πάγια ενεργητικά στοιχεία.

Στη δεύτερη κατηγορία κατατάσσονται τα στοιχεία εκείνα τα οποία μεταβάλλονται συνεχώς μέσα στο παραγωγικό-συναλλακτικό κύκλωμα της επιχείρησης (χρήμα-ύλες-ημικατεργασμένα προϊόντα-έτοιμα προϊόντα-πιστώσεις-χρήμα) και τα οποία ονομάζονται κυκλοφορούντα ενεργητικά στοιχεία. Στην κατηγορία αυτή περιλαμβάνονται τα αποθέματα (πρώτων και βοηθητικών υλών, ημικατεργασμένων και έτοιμων προϊόντων, ανταλλακτικών), οι απαιτήσεις (το μεγαλύτερο μέρος των οποίων αντιπροσωπεύουν πιστώσεις χορηγηθείσες στους πελάτες) και τα διαθέσιμα της επιχείρησης (μετρητά στο ταμείο, καταθέσεις σε τράπεζες και εύκολα ρευστοποιήσιμα χρεόγραφα).

Γενικά, η διάκριση των πάγιων από τα κυκλοφορούντα ενεργητικά στοιχεία εμφανίζεται σαν διαφορά προορισμού (το πάγιο δεν προορίζεται για μεταπώληση σε αντίθεση με το κυκλοφορούν). Διαπιστώνεται όμως αντικειμενικά και μετριέται ακριβέστερα με βάση την ταχύτητα κυκλοφορίας τους (το κυκλοφορούν πραγματοποιεί πολλούς κύκλους περιστροφής: χρήμα-πράγμα-χρήμα μέσα σε μια δεδομένη χρονική περίοδο σε αντίθεση με το πάγιο).

Σε μερικούς ισολογισμούς συναντάται και μια τρίτη κατηγορία ενεργητικών στοιχείων, τα οποία αντιπροσωπεύουν τις συνήθως μεγάλης διάρκειας τοποθετήσεις κεφαλαίων εκτός της επιχείρησης (π.χ. συμμετοχή σε άλλες επιχειρήσεις, χορήγηση μακροπρόθεσμων δανείων κ.λ.π.).

Οι τοποθετήσεις αυτές άλλοτε συνδέονται, αμέσως ή εμμέσως, με την επιδίωξη πραγματοποίησης των αντικειμενικών σκοπών της επιχείρησης, άλλοτε όμως είναι τελείως άσχετες με τους σκοπούς αυτούς.

Οι πηγές προέλευσης των κεφαλαίων, που έχουν επενδυθεί σε μια επιχείρηση φαίνονται στο σκέλος του παθητικού και μπορούν να καταταχθούν στις ακόλουθες δυο γενικές κατηγορίες:

➤ **Ίδιο κεφάλαιο**, δηλαδή:

✧ Μετοχικό κεφάλαιο και

✧ Αποθεματικά, στα οποία προστίθεται το υπόλοιπο των κερδών που μεταφέρονται σε νέο από την προηγούμενη χρήση.

➤ **Ξένο κεφάλαιο**, το οποίο υποδιαιρείται σε:

✧ Μακροπρόθεσμο ή μεσοπρόθεσμο, το οποίο περιλαμβάνει ενυπόθηκα δάνεια, ομολογιακά δάνεια, μεσοπρόθεσμες πιστώσεις χορηγούμενες από τους προμηθευτές πάγιου εξοπλισμού κ.τ.λ. και

✧ Βραχυπρόθεσμο, το οποίο περιλαμβάνει εμπορικές πιστώσεις που χορηγούν οι προμηθευτές, βραχυπρόθεσμο τραπεζικό δανεισμό κ.τ.λ.

Επιπρόσθετα, τα κεφάλαια που έχουν επενδυθεί σε μια επιχείρηση μπορούν να καταταχθούν σε:

➤ Κεφάλαια μεγάλης διάρκειας, δηλαδή κεφάλαια που προορίζονται να παραμείνουν για μεγάλο χρονικό διάστημα μέσα στην επιχείρηση και τα οποία περιλαμβάνουν:

✧ Το ίδιο κεφάλαιο

✧ Το ξένο μακροπρόθεσμο και μεσοπρόθεσμο κεφάλαιο και

✧ Κεφάλαια μικρής διάρκειας, τα οποία περιλαμβάνουν τα βραχυπρόθεσμα ξένα κεφάλαια.

Η Χρηματοοικονομική Διοίκηση για να μπορέσει να πάρει αποφάσεις επενδύσεων και χρηματοδοτήσεων αποτελεσματικά, πρέπει να αναλάβει χρηματοοικονομικές αναλύσεις και να καταστρώσει χρηματοοικονομικά προγράμματα. Η χρηματοοικονομική ανάλυση είναι μια διαδικασία

κατεύθυνσης της παρούσας επιχειρηματικής δράσεως. Η ανάλυση των τάσεων και των σημαντικών χρηματοοικονομικών δεικτών βοηθά τα χρηματοοικονομικά στελέχη να εντοπίσουν ενδεχόμενα προβλήματα της επιχείρησης. Απολογιστικά, η χρηματοοικονομική ανάλυση παρέχει μέσα για τη σύγκριση της απόδοσης της επιχείρησης με εκείνη άλλων επιχειρήσεων που ανήκουν στον ίδιο κλάδο. Ο χρηματοοικονομικός προγραμματισμός περιλαμβάνει τον καθορισμό αντικειμενικών σκοπών, τον εντοπισμό ευκαιριών και απειλών στο εξωτερικό περιβάλλον της επιχείρησης, καθώς και πλεονεκτημάτων και μειονεκτημάτων στο εσωτερικό περιβάλλον της επιχείρησης, την διαμόρφωση της χρηματοοικονομικής στρατηγικής και τη βάση για την άσκηση ελέγχου, συγκρίνοντας προγραμματισμένα και απολογιστικά δεδομένα

ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ	ΠΑΘΗΤΙΚΟ
Πόγιο	Ίδιο κεφάλαιο
Εξωεπιχειρηματικές τοποθετήσεις	Ξένο κεφάλαιο
Επενδύσεις	Χρηματοδότηση μεγάλης διάρκειας
	Μακροπρόθεσμο και Μεσοπρόθεσμο
Κυκλοφορούν: -αποθέματα	
-απαιτήσεις	Βραχυπρόθεσμο
-διαθέσιμα	Χρηματοδότηση μικρής διάρκειας

ΠΙΝΑΚΑΣ 2

Επενδυτική και χρηματοδοτική διάρθρωση της επιχείρησης.

Η Χρηματοοικονομική Διοίκηση αναλαμβάνει τρία είδη ενεργειών:

- ✧ Την πρόβλεψη των αναγκών, για την λειτουργία της επιχείρησης, κεφαλαίων.
- ✧ Την ανεύρεση των παραπάνω κεφαλαίων με ευνοϊκούς όρους σε σχέση με τους αντικειμενικούς σκοπούς της επιχείρησης, ώστε η ρευστότητα της επιχείρησης να είναι σε κάθε στιγμή εξασφαλισμένη.
- ✧ Την αποτελεσματική επένδυση των κεφαλαίων αυτών, ώστε να επιτυγχάνεται η μεγαλύτερη δυνατή αποδοτικότητά τους.

Το πρώτο είδος ενεργειών είναι κυρίως αντικείμενο της χρηματοοικονομικής ανάλυσης και προγραμματισμού, το δεύτερο είδος περιλαμβάνει τις αποφάσεις χρηματοδοτήσεων, ενώ το τρίτο αναφέρεται στις αποφάσεις επενδύσεων.

1.6 ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΣ ΚΥΚΛΟΣ ΖΩΗΣ ΤΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ

Στον κόσμο των επιχειρήσεων η αναζήτηση του κατάλληλου χρόνου για την ανάληψη κάποιας ενέργειας είναι εξαιρετικά σημαντική μεταβλητή, επειδή οι συνθήκες κάτω από τις οποίες λειτουργούν οι επιχειρήσεις μεταβάλλονται συνεχώς. Μια αιτία των μεταβολών αυτών είναι το γεγονός ότι οι επιχειρήσεις μεγαλώνουν και ωριμάζουν με την πάροδο του χρόνου, εξελισσόμενες μέσα από στάδια ανάπτυξης, τα οποία ομοιάζουν με έναν κύκλο ζωής.

Μερικοί συγγραφείς που ασχολούνται με τα οικονομικά των επιχειρήσεων εξομοιώνουν τις οικονομικές μονάδες με τους βιολογικούς οργανισμούς. Σύμφωνα με την άποψη αυτή, οι οικονομικές μονάδες, όπως και οι βιολογικοί οργανισμοί, γεννιούνται, αναπτύσσονται μέσα σε ένα περιβάλλον, προσπαθούν να μεταβάλλουν το περιβάλλον αυτό, έχουν

οργάνωση και λειτουργίες, επιτυγχάνουν μεταστάσεις ισορροπίας, ζούν κάτω από συνθήκες αβεβαιότητας, γερνούν και τελικά πεθαίνουν.

Αργότερα, υιοθετήθηκε η άποψη ότι οι οικονομικές μονάδες, σε αντίθεση με τους βιολογικούς οργανισμούς, μπορούν να αποφύγουν τον θάνατο. Ο Levitt υποστήριξε ότι κάθε φορά που η ανάπτυξη μιας επιχείρησης απειλείται, βραδύνει ή σταματάει, αποκλειστικά υπεύθυνη είναι η διοίκηση της επιχείρησης, η οποία δεν κατόρθωσε να προβλέψει το μέλλον σωστά. Διοικούντες με ικανότητες, εκπαίδευση, πρωτοβουλίες και διαίσθηση μπορούν να αποτρέψουν την αποτυχία της επιχείρησης.

Η θεωρία του χρηματοοικονομικού κύκλου ζωής της επιχείρησης (financial life cycle theory of the firm), η οποία είναι αποτέλεσμα σχετικών στατιστικών παρατηρήσεων, υποστηρίζει ότι η ζωή της επιχείρησης αποτελείται από τέσσερα στάδια. Στα στάδια αυτά έχουν δοθεί τα συμβολικά ονόματα bobby dazzler, crown prince, white giant και red. Κάθε στάδιο είναι συνυφασμένο με ορισμένα χαρακτηριστικά τα οποία επηρεάζουν σημαντικά την διαμόρφωση της χρηματοοικονομικής στρατηγικής της επιχείρησης (διάρθρωση κεφαλαίων, πολιτική μερισμάτων και εξωτερική ανάπτυξη). Τα χαρακτηριστικά αυτά φαίνονται στον παρακάτω πίνακα.

Χαρακτηριστικά	Bobby Dazzler	Crown Prince	White Giant	Red Giant
1. Μέγεθος	Μικρό	Μεγάλο	Μεγάλο	Μεγάλο
2. Έσοδα	Αυξητικά	Αυξητικά	Στατικά	Φθίνοντα
3. Ταμιακό υπόλοιπο	Ουδέτερο	Θετικό	Θετικό	Αρνητικό
4. Οικονομικό αποτέλεσμα	Κέρδος	Κέρδος	Κέρδος	Ζημία
5. Διοίκηση	Αποτελ/κη	Αποτελ/κη	Γραφειοκ/κη	Αρνητική

ΠΙΝΑΚΑΣ 3

1.7 ΚΥΚΛΙΚΕΣ ΔΙΑΚΥΜΑΝΣΕΙΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ

Μια άλλη αιτία των μεταβολών των συνθηκών λειτουργίας των επιχειρήσεων είναι συνυφασμένη με τις αυξομειώσεις της οικονομικής δραστηριότητας που παρατηρούνται σε μια οικονομία και είναι γνωστές σαν κυκλικές διακυμάνσεις. Οι κυκλικές διακυμάνσεις της οικονομίας όπως και ο χρηματοοικονομικός κύκλος ζωής της επιχείρησης, επηρεάζουν την άσκηση της Χρηματοοικονομικής Διοίκησης. Οι κυκλικές διακυμάνσεις αποτελούνται από τέσσερα στάδια: ανάκαμψης, άνθησης, κάμψης και ύφεσης. Οι αυξήσεις και οι μειώσεις της οικονομικής δραστηριότητας, οι οποίες συνθέτουν τις κυκλικές διακυμάνσεις, είναι συνυφασμένες με το καπιταλιστικό οικονομικό σύστημα. Οι κυκλικές διακυμάνσεις δεν επηρεάζουν όλους τους τομείς της οικονομίας με τον ίδιο τρόπο. Για παράδειγμα, οι τιμές του χαρτιού δεν αυξάνονται ή μειώνονται υποχρεωτικά τον ίδιο χρόνο με τις τιμές των κατοικιών και των αυτοκινήτων.

Ο τρόπος με τον οποίο οι κυκλικές διακυμάνσεις επηρεάζουν την επιλογή των στρατηγικών, που θα εφαρμόσει μια επιχείρηση φαίνεται στον πίνακα παρακάτω.

Ανάκαμψη	Ανθιση	Κόμψη	Υφεση
Επέκταση	Επέκταση	Διακοπή	Μείωση
Εργοστασίου	εργοστασίου	επέκτασης	γενικών
και αγορά νέου	και αγορά νέου	εργοστασίου	εξόδων
εξοπλισμού	εξοπλισμού		
Προσθήκη νέων	Προσθήκη	Πώληση	Μείωση
αποθεμάτων	νέων	πλεονάζοντος	αποθεμάτων
	αποθεμάτων	εξοπλισμού	
Αύξηση	Αύξηση	Μείωση	Μείωση
εργατικού	εργατικού	αποθεμάτων	εργατικού
δυναμικού	δυναμικού		δυναμικού
Εισαγωγή νέων	Αύξηση τιμών	Αποφυγή υψηλού	Κατάργηση
προϊόντων		κόστους	πρόσθετων
		λειτουργίας	αμοιβών

ΠΙΝΑΚΑΣ 4

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΔΕΥΤΕΡΟ

' ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ '

2.1 ΕΝΝΟΙΑ ΕΠΕΝΔΥΣΗΣ

Με τη στενή έννοια του όρου, επένδυση θεωρείται κάθε τοποθέτηση διαθέσιμων κεφαλαίων της επιχείρησης σε άλλα ενεργητικά στοιχεία, τα οποία προορίζονται να παραμείνουν στην επιχείρηση για μεγάλο σχετικά χρονικό διάστημα.. Κατά συνέπεια, η έννοια της επένδυσης περιλαμβάνει τα πάγια περιουσιακά στοιχεία, το τμήμα των αποθεμάτων του οποίου η διατήρηση αποτελεί πάγια ανάγκη για την ομαλή λειτουργία της επιχ/σης ανεξάρτητα των διακυμάνσεων της δραστηριότητάς της, ονομαζόμενο απόθεμα ασφάλειας, και το τμήμα των χορηγούμενων πιστώσεων στους πελάτες, το οποίο αντιστοιχεί στους συνηθισμένους όρους πώλησης της επιχείρησης.

Στην ευρύτερη όμως έννοια του όρου “ επένδυση ” περιλαμβάνεται το σύνολο των ενεργητικών στοιχείων της επιχείρησης, παγίων και κυκλοφορούντων, μεταξύ των οποίων συγκαταλέγονται και όλων των μορφών τα διαθέσιμα, είτε πρόκειται για βραχυπρόθεσμα εμπορεύσιμα αξιόγραφα είτε για καταθέσεις σε τράπεζες ή μετρητά στο ταμείο.

Θεωρούμε ότι η δεύτερη από τις παραπάνω απόψεις είναι σωστότερη δεδομένου ότι ακόμη και η διατήρηση ρευστών διαθεσίμων και καταθέσεων σε τράπεζες, επιβάλλεται από λόγους που συνδέονται με τη λειτουργία της επιχείρησης με τον ίδιο ακριβώς τρόπο, όπως η επένδυση κεφαλαίων σε κτίρια, μηχανήματα ή αποθέματα ασφαλείας.

2.2 ΕΙΔΗ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ

Ύστερα από τα παραπάνω μπορούμε να διακρίνουμε δύο κύρια είδη επενδύσεων: επενδύσεις σε πάγια ενεργητικά στοιχεία και επενδύσεις σε κυκλοφορούντα ενεργητικά στοιχεία. Οι επενδύσεις σε πάγια ενεργητικά στοιχεία διακρίνονται σε υποχρεωτικές, αντικατάστασης και επέκτασης. Οι υποχρεωτικές προτάσεις επενδύσεων (mandatory proposals) είναι απαραίτητες για τη συνέχιση της λειτουργίας της επιχείρησης. Οι προτάσεις επενδύσεων για αντικατάσταση υπαρχόντων επενδύσεων (replacement proposals) αποβλέπουν κυρίως στη μείωση του κόστους της επιχείρησης. Αντίθετα, οι προτάσεις επενδύσεων για επέκταση (expansion proposals) αποβλέπουν κυρίως στην αύξηση των εσόδων της επιχείρησης.

Μια άλλη διάκριση των επενδύσεων σε πάγια ενεργητικά στοιχεία είναι σε αμοιβαίως αποκλειόμενες και ανεξάρτητες προτάσεις επενδύσεων. Αμοιβαίως αποκλειόμενες προτάσεις επενδύσεων (mutually exclusive proposals) είναι εκείνες που η μια αποκλείει την πραγματοποίηση της άλλης. Αντίθετα, ανεξάρτητες προτάσεις επενδύσεων (independent prop.) είναι εκείνες που η μια δεν επηρεάζει την πραγματοποίηση της άλλης.

Οι επενδύσεις σε κυκλοφορούντα ενεργητικά στοιχεία διακρίνονται σε επενδύσεις σε αποθέματα, απαιτήσεις και διαθέσιμα. Στα αποθέματα περιλαμβάνονται οι πρώτες ύλες, τα ημικατεργασμένα προϊόντα και τα έτοιμα προϊόντα. Οι απαιτήσεις περιλαμβάνουν κυρίως πιστώσεις της επιχείρησης προς τους πελάτες της. Τέλος στα διαθέσιμα περιλαμβάνονται τα μετρητά στο ταμείο, οι κάθε μορφής καταθέσεις στις τράπεζες και τα χρεόγραφα που μπορούν να ρευστοποιηθούν με ευκολία.

2.3 ΧΡΗΣΙΜΟΤΗΤΑ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ

Αφού οι επενδύσεις, από τη φύση τους, είναι επικίνδυνες επιχειρηματικές αποφάσεις, γιατί οι επιχειρήσεις δεν προσπαθούν να τις αποφύγουν; Οι επιχειρήσεις που αποφεύγουν να πάρουν επενδυτικές αποφάσεις, στην ουσία δε συμμετέχουν στην αναπτυξιακή διαδικασία, με απώτερο αποτέλεσμα κάποια στιγμή να γίνουν περιθωριακές, αφού θα έχουν ξεπεραστεί από τους ανταγωνιστές τους, οι οποίοι επέλεξαν να συμμετάσχουν στην αναπτυξιακή διαδικασία.

Με άλλα λόγια, οι επενδύσεις συμβάλλουν στη μείωση του κόστους παραγωγής (π.χ. προωθούν τον εκσυγχρονισμό των εγκαταστάσεων και την υιοθέτηση νέων παραγωγικών μεθόδων) και στη βελτίωση της ποιότητας των προϊόντων (π.χ. προωθούν την ανάπτυξη νέων προϊόντων) και έτσι προάγουν την ανταγωνιστικότητα των επιχειρήσεων. Το θέμα δεν είναι πως οι επιχειρήσεις θα αποφύγουν τις επενδυτικές αποφάσεις, αλλά πως θα αναλάβουν επενδύσεις έχοντας ελαχιστοποιήσει τον κίνδυνο αποτυχίας.

Τα πλεονεκτήματα των επενδύσεων σε επίπεδο εθνικής οικονομίας πρέπει να αναζητηθούν στους χώρους της ανταγωνιστικότητας, της απασχόλησης και των συναλλαγματικών αποθεμάτων. Οι επενδύσεις συμβάλλουν στη βελτίωση της ανταγωνιστικότητας της οικονομίας δια μέσου της βελτίωσης της ανταγωνιστικότητας των επιχειρήσεων που λειτουργούν σε μια χώρα. Η ανάπτυξη προϋποθέτει ανάληψη επενδυτικών πρωτοβουλιών, οι οποίες με τη σειρά τους δημιουργούν νέες θέσεις εργασίας και αντίστοιχη αύξηση των δεικτών απασχόλησης. Τέλος οι επενδύσεις προωθούν τις εξαγωγές προϊόντων και έτσι συμβάλλουν στην αύξηση της εισροής συναλλάγματος στη χώρα.

2.4 ΚΟΣΤΟΣ ΕΠΕΝΔΥΣΗΣ

Η διαδικασία αξιολόγησης επενδύσεων αρχίζει με την εκτίμηση του κόστους της επένδυσης και των ταμιακών ροών που προσδοκούνται να προκαλέσει η επένδυση κατά τη διάρκεια της ζωής της. Το κόστος της επένδυσης (investment outlay) αναφέρεται στα μετρητά που απαιτούνται για την πραγματοποίηση της επένδυσης. Στην περίπτωση ανάληψης νέων επενδύσεων το κόστος της επένδυσης υπολογίζεται βάση της ακόλουθης εξίσωσης :

$$ΚΕ = ΑΤΕ + ΚΚ + ΛΕ$$

όπου,

ΚΕ = Κόστος επένδυσης

ΑΤΕ = Αρχική ταμιακή εκροή για την πραγματοποίηση της επένδυσης

ΚΚ = Αύξηση (ή μείωση) κεφαλαίου κίνησης

ΛΕ = Αύξηση (ή μείωση) λοιπών εξόδων

Η αρχική ταμιακή εκροή περιλαμβάνει το κεφάλαιο που απαιτείται για να πραγματοποιηθεί η επένδυση (π.χ. αξία οικοπέδων, κόστος κτιριακών εγκαταστάσεων, αξία μηχανημάτων, μεταφορικά, δασμοί, έξοδα εγκατάστασης κ.τ.λ.).

Στο κεφάλαιο κίνησης περιλαμβάνεται κάθε μεταβολή των αποθεμάτων, απαιτήσεων και μετρητών, η οποία είναι αποτέλεσμα της επένδυσης (π.χ. ένα νέο σύστημα διανομής προϊόντων μπορεί να απαιτεί εκτός από νέους αποθηκευτικούς χώρους και πρόσθετες δαπάνες σε αποθέματα).

Στα λοιπά έξοδα περιλαμβάνονται όλα τα έξοδα που είναι απαραίτητα για να μπορεί να λειτουργεί η επένδυση (π.χ. αποθέματα ανταλλακτικών).

Στην περίπτωση ανάληψης επενδύσεων για αντικατάσταση άλλων παλιών επενδύσεων, το κόστος της επένδυσης δίνεται από την ακόλουθη εξίσωση :

$$ΚΕ = ΑΤΕ + ΚΚ + ΛΕ - [ΤΕΠΕ - ΣΦ (ΤΕΠΕ - ΛΑΠΕ)]$$

όπου,

ΤΕΠΕ = Ταμιακή εισροή από την πώληση της παλιάς επένδυσης

ΣΦ = Συντελεστής φορολογίας εισοδήματος

ΛΑΠΕ = Λογιστική αξία παλιάς επένδυσης

Η παλιά επένδυση μπορεί είτε να εγκαταλειφθεί, είτε να ενσωματωθεί στη νέα επένδυση, ή να πουληθεί. Καθεμία από τις τρεις παρακάτω περιπτώσεις έχει φορολογικές συνέπειες, οι οποίες με τη σειρά τους μπορούν να επηρεάσουν το κόστος της νέας επένδυσης.

Αν η παλιά επένδυση εγκαταλειφθεί και δεν έχει λογιστική αξία, τότε δεν υπάρχει φορολογική συνέπεια και άρα καμία επίδραση στο κόστος της νέας επένδυσης. Αν η παλιά επένδυση έχει κάποια λογιστική αξία, τότε η εγκατάλειψη της επένδυσης θα θεωρηθεί σαν ολοσχερής απόσβεση της λογιστικής αξίας με σχετική μείωση του φόρου εισοδήματος και άρα αντίστοιχη μείωση του κόστους της νέας επένδυσης.

Αν η παλιά επένδυση ενσωματωθεί στη νέα επένδυση, τότε το κόστος της νέας επένδυσης θα είναι ίσο με το άθροισμα της λογιστικής αξίας της παλιάς επένδυσης πλέον τις επιπρόσθετες ταμιακές εκροές που απαιτούνται για την πραγματοποίηση της νέας επένδυσης.

Αν η παλιά επένδυση πουληθεί σε μια τιμή ίση με τη λογιστική της αξία, τότε το κόστος της νέας επένδυσης θα μειωθεί ισόποσα με την τιμή πώλησης. Αν η παλιά επένδυση πουληθεί σε μια τιμή μεγαλύτερη από τη λογιστική της αξία, τότε η διαφορά θα υποβληθεί σε φόρο εισοδήματος και άρα το κόστος της νέας επένδυσης θα μειωθεί κατά την τιμή πώλησης μείον τον επιβληθέντα φόρο εισοδήματος. Αν η παλιά επένδυση πουληθεί σε μια τιμή μικρότερη από τη λογιστική της αξία, τότε πραγματοποι-

είται ζημία με σχετική μείωση του φόρου εισοδήματος και άρα το κόστος της νέας επένδυσης θα μειωθεί ισόποσα με το άθροισμα της τιμής πώλησης και της μείωσης του φόρου εισοδήματος.

Στο σημείο αυτό πρέπει να τονιστεί ότι στο κόστος της επένδυσης πρέπει να περιλαμβάνεται κάθε σχετικό κόστος ευκαιρίας. Για παράδειγμα, αν η επιχείρηση κατέχει ένα οικοπέδο το οποίο μπορεί να χρησιμοποιηθεί στην επένδυση, τότε το κόστος ευκαιρίας του οικοπέδου πρέπει να συμπεριληφθεί στο κόστος της επένδυσης. Ειδικότερα, αν το οικοπέδο μπορεί να πουληθεί για 500.000δρχ, τότε το ποσό αυτό αποτελεί το κόστος ευκαιρίας του οικοπέδου και άρα συστατικό στοιχείο του κόστους της επένδυσης.

Έστω ότι μια επιχείρηση σκοπεύει να αγοράσει ένα μηχάνημα για να αντικαταστήσει ένα παλιό. Η τιμή αγοράς του νέου μηχανήματος είναι 18.500δρχ, ενώ απαιτούνται άλλες 1.500δρχ για την εγκατάστασή του. Το παλιό μηχάνημα έχει σήμερα λογιστική αξία 2.000δρχ και μπορεί να πουληθεί στην αξία αυτή.

Η επιχείρηση αναμένει το νέο μηχάνημα να αποφέρει καθαρές πωλήσεις σε μετρητά οι οποίες θα ανέλθουν σε 7.600δρχ το χρόνο για τα επόμενα πέντε χρόνια.

Ο συντελεστής απόσβεσης των μηχανημάτων είναι 20% και χρησιμοποιείται η σταθερή μέθοδος υπολογισμού των αποσβέσεων. Ο συντελεστής φόρου εισοδήματος της επιχείρησης είναι 50%. Υποθέτουμε ότι το παλιό μηχάνημα έχει πέντε χρόνια υπόλοιπη ζωή.

Με βάση τα δεδομένα του παραπάνω παραδείγματος το κόστος της επένδυσης θα είναι :

Τιμή αγοράς	18.500
Πλέον : Έξοδα εγκατάστασης	1.500
Μείον : Λογιστική αξία παλιού μηχανήματος	<u>2.000</u>
	18.000

Ο παραπάνω υπολογισμός υποθέτει ότι το κόστος της επένδυσης πραγματοποιείται ολοσχερώς στο χρόνο 0. Αυτή είναι μια υπόθεση που διευκολύνει την κατανόηση των παραδειγμάτων που αναλύονται. Στην πράξη όμως, το κόστος της επένδυσης μπορεί να πραγματοποιηθεί σε οποιαδήποτε στιγμή. Για παράδειγμα, η κατασκευή ενός εργοστασίου μπορεί να απαιτήσει χρονικό διάστημα μεγαλύτερο από ένα χρόνο.

2.5 ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΤΑΜΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ

Το πιο σημαντικό έργο στη διαδικασία πρόκρισης πάγιων επενδύσεων είναι ο υπολογισμός των ταμιακών ροών που προβλέπονται να προκύψουν από την επένδυση. Η ποιότητα της τελικής αξιολόγησης μιας επένδυσης εξαρτάται άμεσα από την ακρίβεια υπολογισμού των ταμιακών ροών. Οι ταμιακές ροές (cash flows) περιλαμβάνουν ταμιακές εισροές (cash inflows) και ταμιακές εκροές (cash outflows).

Η καθαρή ταμιακή ροή (net cash flow) μιας επένδυσης σε μια συγκεκριμένη χρονική περίοδο ορίζεται :

$$\text{Καθαρή Ταμιακή Ροή} = \text{Ταμιακές Εισροές} - \text{Ταμιακές Εκροές}$$

ή

$$\text{Καθαρή Ταμιακή Ροή} = \text{Καθαρά Κέρδη} + \text{Αποσβέσεις}$$

Οι ταμιακές εισροές περιλαμβάνουν τα διάφορα οφέλη που προσδοκούνται από την επένδυση (πωλήσεις, μείωση εργατικών κ.τ.λ.). Στις ταμιακές εκροές περιλαμβάνεται οποιαδήποτε ταμιακή εκροή, η οποία ενδεχομένως θα γίνει κατά τη διάρκεια της ζωής της επένδυσης (π.χ. συντήρηση μηχανημάτων, διαφημίσεις κ.τ.λ.). Οι ταμιακές εκροές δεν πρέπει να περιλαμβάνουν τόκους χρωστικούς που χρησιμοποιούνται για

τη χρηματοδότηση των επενδύσεων. Η απόφαση χρηματοδότησης είναι ανεξάρτητη από την απόφαση της επένδυσης.

Για κάθε πρόταση επένδυσης, χρειαζόμαστε πληροφορίες για τις μελλοντικές καθαρές ταμιακές ροές (ΚΤΡ). Εκείνο που έχει σημασία δεν είναι η επίδοση της επιχείρησης στο παρελθόν, αλλά η ικανότητα της επένδυσης να δημιουργήσει καθαρές ταμιακές ροές στο μέλλον.

Οι καθαρές ταμιακές ροές πρέπει να αντιπροσωπεύουν τη διαφορά των καθαρών ταμιακών ροών της επιχείρησης με και χωρίς την επένδυση, δηλαδή τις διαφορετικές καθαρές ταμιακές ροές. Για παράδειγμα, αν η επιχείρηση μελετάει την εισαγωγή ενός νέου προϊόντος το οποίο είναι ανταγωνιστικό των παλιών προϊόντων, τότε δεν είναι σωστό να εκφράσουμε τις ταμιακές εισροές σε όρους πωλήσεων που προβλέπονται από το νέο προϊόν. Πρέπει να λάβουμε υπόψη την κατάσταση που θα δημιουργηθεί στα παλιά προϊόντα και έτσι να αφαιρέσουμε από τις πωλήσεις του νέου προϊόντων τυχόν μειώσεις στις πωλήσεις των παλιών.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΤΡΙΤΟ

ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΣΕ ΣΥΝΘΗΚΕΣ ΒΕΒΑΙΟΤΗΤΑΣ

3.1 ΜΕΘΟΔΟΙ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΣΕ ΠΑΓΙΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΣΕ ΣΥΝΘΗΚΕΣ ΒΕΒΑΙΟΤΗΤΑΣ

Ανάλογα με την έκταση αντιμετώπισης του κινδύνου, οι διάφοροι μέθοδοι που χρησιμοποιούνται στην αξιολόγηση επενδύσεων (capital budgeting techniques) μπορεί να καταταχθούν είτε σε μεθόδους που δε λαμβάνουν υπόψη τον κίνδυνο (deterministic methods), είτε σε μεθόδους που λαμβάνουν υπόψη τον κίνδυνο.

Οι μέθοδοι της λογιστικής αποδοτικότητας, της επανείσπραξης του κεφαλαίου της επένδυσης, της καθαρής παρούσας αξίας, της επανείσπραξης του κεφαλαίου της επένδυσης με βάση την παρούσα αξία, του δείκτη αποδοτικότητας και της εσωτερικής αποδοτικότητας οι οποίες αναπτύσσονται παρακάτω δε λαμβάνουν υπόψη τον κίνδυνο.

3.2 Μέθοδος Λογιστικής Αποδοτικότητας

Η μέθοδος της λογιστικής αποδοτικότητας (accounting rate of return method) υπολογίζει την αποδοτικότητα της επένδυσης με το δείκτη του μέσου ετήσιου κέρδους, μετά από την αφαίρεση των φόρων, προς το μέσο κόστος της επένδυσης. Δηλαδή :

$$\text{Λογιστική αποδοτικότητα} = \frac{\text{Μέσο ετήσιο κέρδος}}{\text{Μέσο κόστος επένδυσης}}$$

Η πρόταση επένδυσης θεωρείται συμφέρουσα, αν η λογιστική αποδοτικότητα είναι τουλάχιστον ίση με, ή μεγαλύτερη από, την ελάχιστη αποδεκτή αποδοτικότητα, δηλαδή την αποδοτικότητα κάτω από την οποία η επιχείρηση δεν αποδέχεται προτάσεις επενδύσεων. Το κύριο πλεονέκτημα της μεθόδου αυτής είναι η ευκολία που παρουσιάζει αφού χρησιμοποιεί έτοιμες λογιστικές πληροφορίες. Το κύριο μειονέκτημά της είναι ότι βασίζεται σε λογιστικό κέρδος και όχι σε ταμιακές ροές και κατά συνέπεια, δε λαμβάνει υπόψη το χρόνο πραγματοποίησης των ταμιακών αυτών ροών (διαχρονική αξία χρήματος).

3.3 Μέθοδος Επανείσπραξης Κόστους Επένδυσης (ΜΕΚΕ)

Η μέθοδος της επανείσπραξης του κόστους της επένδυσης (payback period method) δίνει τον αριθμό των ετών που απαιτούνται για να επανεισπραχθεί το κόστος της επένδυσης. Δηλαδή :

$$\text{Περίοδος επανείσπραξης} = \frac{\text{Κόστος επένδυσης}}{\text{Ετήσια καθαρή ταμιακή ροή}}$$

Όταν η περίοδος επανείσπραξης του κόστους της επένδυσης είναι ίση με, ή μικρότερη από, τη μέγιστη αποδεκτή περίοδο επανείσπραξης, η πρόταση επένδυσης γίνεται αποδεκτή. Διαφορετικά, η πρόταση επένδυσης απορρίπτεται.

Το κύριο μειονέκτημα της μεθόδου αυτής είναι ότι δε λαμβάνει υπόψη τις καθαρές ταμιακές ροές μετά την περίοδο επανείσπραξης και κατά συνέπεια, δεν μπορεί να θεωρηθεί μονάδα μέτρησης της αποδοτικότητας

της επένδυσης. Επιπρόσθετα, η μέθοδος δε λαμβάνει υπόψη το μέγεθος και το χρόνο πραγματοποίησης των καθαρών ταμιακών ροών κατά τη διάρκεια της περιόδου επανείσπραξης (διαχρονική αξία χρήματος).

Παρόλη, τη σοβαρότητα των παραπάνω μειονεκτημάτων η μέθοδος χρησιμοποιείται παράλληλα με τις επόμενες μεθόδους που θεωρούνται περισσότερο σύγχρονες. Η μέθοδος δίνει μια ένδειξη του κινδύνου και της ρευστότητας της επένδυσης. Όσο βραχύτερη είναι η περίοδος επανείσπραξης, τόσο λιγότερο επικίνδυνη, κατά τεκμήριο, είναι η επένδυση, και μεγαλύτερη η ρευστότητά της. Για παράδειγμα, μια επιχείρηση που δε διαθέτει πολλά μετρητά, μπορεί να βρει τη μέθοδο πολύ χρήσιμη, γιατί θεωρεί σημαντικό γεγονός τη σύντομη επανείσπραξη των κεφαλαίων που επενδύθηκαν. Βέβαια, η μέθοδος δε λαμβάνει υπόψη τη διασπορά των πιθανών καθαρών ταμιακών ροών, έτσι δεν αποτελεί επαρκή δείκτη του κινδύνου της επένδυσης.

Επίσης η μέθοδος θεωρείται πολύ χρήσιμη σε περιπτώσεις επενδύσεων με γρήγορη τεχνολογική απαξίωση, οπότε υπάρχει κίνδυνος να μην προλάβει η επιχείρηση να αποσβέσει πλήρως την επένδυση. Τέλος η μέθοδος είναι χρήσιμη για αξιολόγηση επενδύσεων σε χώρες με πολιτική αστάθεια.

Γενικά η μέθοδος πρέπει να χρησιμοποιείται μάλλον σαν ένας περιορισμός που πρέπει να ικανοποιηθεί, παρά σαν μια εκτίμηση της αποδοτικότητας που πρέπει να μεγιστοποιηθεί.

3.4 Μέθοδος Καθαρής Παρούσας Αξίας

Με την μέθοδο της καθαρής παρούσας αξίας (net present value method) όλες οι καθαρές ταμιακές ροές προεξοφλούνται στο παρόν (χρόνος 0) με συντελεστή προεξόφλησης την ελάχιστη αποδεκτή

αποδοτικότητα (μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου).

Η καθαρή παρούσα αξία ενός προγράμματος υπολογίζεται ως εξής:

$$ΚΠΑ = ΠΑ - ΑΕΔ$$

Όπου ΠΑ = παρούσα αξία

ΑΕΔ = αρχικές επενδεδυμένες δαπάνες

Όταν η καθαρή παρούσα αξία (το άθροισμα των παρούσων αξιών όλων των καθαρών ταμιακών ροών μείον το κόστος της επένδυσης) είναι τουλάχιστον ίση με, ή μεγαλύτερη από το 0, η πρόταση επένδυσης γίνεται αποδεκτή, διαφορετικά απορρίπτεται. Δηλαδή αν η :

$ΚΠΑ \geq 0$ η πρόταση επένδυσης γίνεται αποδεκτή

$ΚΠΑ < 0$ η πρόταση επένδυσης απορρίπτεται

Επίσης, η πρόταση επένδυσης γίνεται αποδεκτή, αν η παρούσα αξία (το άθροισμα των παρούσων αξιών όλων των καθαρών ταμιακών ροών) είναι τουλάχιστον ίση με, ή μεγαλύτερη από, το κόστος της επένδυσης. Εάν η :

$ΠΑ \geq ΚΕ$ η πρόταση επένδυσης γίνεται αποδεκτή

$ΠΑ < ΚΕ$ η πρόταση επένδυσης απορρίπτεται

Όπου,

ΚΕ = κόστος επένδυσης

ΠΑ = παρούσα αξία

Η μέθοδος της καθαρής παρούσας αξίας έχει ορισμένα μειονεκτήματα. Πρώτον, η μέθοδος υποθέτει ότι τα κεφάλαια που αποδεδυμένα από την επένδυση έχουν δυνατότητα επανεπένδυσης με αποδοτικότητα ίση με

το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου. Όμως, η πραγματική αποδοτικότητα επανεπένδυσης μπορεί να διαφέρει από το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου, γεγονός που καταλήγει σε λανθασμένο υπολογισμό της καθαρής παρούσας αξίας. Δεύτερον, η μέθοδος υποθέτει ότι το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου παραμένει σταθερό σε όλη τη διάρκεια της επένδυσης. Τρίτον, η μέθοδος ερμηνεύεται δύσκολα, όταν οι προτάσεις επενδύσεων έχουν σημαντικά διαφορετικό κόστος επένδυσης.

Η μέθοδος της καθαρής παρούσας αξίας έχει και ορισμένα πλεονεκτήματα, τα οποία την κάνουν ιδιαίτερα χρήσιμη. Πρώτον, η μέθοδος λαμβάνει υπόψη τη διαχρονική αξία του χρήματος. Δεύτερον, η μέθοδος προεξοφλεί τις καθαρές ταμιακές ροές με το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου, το οποίο παρέχει μια σαφή αναγνώριση του κόστους χρηματοδότησης και της αποδοτικότητας που απαιτούν οι μέτοχοι. Τρίτον, η μέθοδος εκφράζεται σε απόλυτα χρηματικά ποσά και όχι σε ποσοστά. Τέταρτον, οι καθαρές παρούσες αξίες των διάφορων προτάσεων επενδύσεων ακολουθούν την ιδιότητα της προσθετικότητας, έτσι η καθαρή παρούσα αξία ενός αριθμού προτάσεων επενδύσεων είναι εύκολο να υπολογιστεί. Πέμπτον, η μέθοδος της καθαρής παρούσας αξίας μπορεί να τροποποιηθεί έτσι, ώστε να λαμβάνει υπόψη τον κίνδυνο της επένδυσης. Τέλος, αποδεχόμενοι προτάσεις επενδύσεων με τις υψηλότερες καθαρές παρούσες αξίες, μπορούμε να μεγιστοποιήσουμε την αξία της επιχείρησης.

3.5 ΜΕΚΕ με βάση την παρούσα αξία

Η μέθοδος της επανείσπραξης του κόστους της επένδυσης με βάση την παρούσα αξία (present value payback period method) δίνει τον αριθμό των ετών που απαιτούνται, για να επανεισπραχθεί το κόστος της επένδυ-

σης, αφού προηγουμένως έχουν προεξοφληθεί οι μελλοντικές καθαρές ταμιακές ροές.

Η περίοδος επανείσπραξης είναι μεγαλύτερη εκείνης της παραδοσιακής μεθόδου, η οποία αγνοεί την προεξόφληση των καθαρών ταμιακών ροών. Η παρούσα μέθοδος διατηρεί όλα τα μειονεκτήματα της παραδοσιακής μεθόδου, εκτός από την ανάλυση του κινδύνου της επένδυσης που είναι ανώτερη, καθόσον λαμβάνει υπόψη τη διαχρονική αξία του χρήματος.

3.6 Δείκτης αποδοτικότητας

Ο δείκτης αποδοτικότητας (ΔΑ) μιας επένδυσης είναι η παρούσα αξία των καθαρών ταμιακών ροών προς το κόστος της επένδυσης.

Αν ο δείκτης αποδοτικότητας είναι τουλάχιστον ίσος με, ή μεγαλύτερος από, 1 η πρόταση επένδυσης γίνεται αποδεκτή. Πρέπει να τονιστεί ότι είναι προτιμότερο να υπολογίζουμε τον καθαρό δείκτη αποδοτικότητας αντί του μικτού, γιατί έτσι μπορούμε να διαφοροποιήσουμε το κόστος της επένδυσης από τυχόν επόμενες ταμιακές εκροές.

Η πραγματοποίηση του κόστους της επένδυσης είναι συνήθως ένα θέμα που ανήκει στη διακριτική ευχέρεια της επιχείρησης. Οι τυχόν επόμενες ταμιακές εκροές είναι συμπληρωματικές του κόστους της επένδυσης και άρα αναγκαστικές, εφόσον το κόστος της επένδυσης παραμένει.

Αν ο καθαρός δείκτης αποδοτικότητας είναι τουλάχιστον ίσος με, ή μεγαλύτερος από, 0 η πρόταση επένδυσης γίνεται αποδεκτή, διαφορετικά απορρίπτεται.

Ο δείκτης αποδοτικότητας και η μέθοδος της καθαρής παρούσας αξίας δίνουν ίδια συμπεράσματα σχετικά με την πρόκριση μιας πρότασης

επένδυσης. Όταν όμως έχουμε να επιλέξουμε μεταξύ προτάσεων επενδύσεων που η πραγματοποίηση της μίας αποκλείει την άλλη, η μέθοδος της καθαρής παρούσας αξίας είναι προτιμότερη, γιατί εκφράζει σε απόλυτους όρους την οικονομική συνεισφορά που προσδοκείται από την επένδυση. Αντίθετα, ο δείκτης αποδοτικότητας εκφράζει μόνο τη σχετική συνεισφορά.

3.7 Μέθοδος εσωτερικής αποδοτικότητας

Η μέθοδος της εσωτερικής αποδοτικότητας (internal rate of return method) δίνει την εσωτερική αποδοτικότητα της επένδυσης, η οποία είναι ο συντελεστής προεξόφλησης που εξισώνει το κόστος της επένδυσης με την παρούσα αξία των μελλοντικών καθαρών ταμιακών ροών.

Αν ο συντελεστής εσωτερικής αποδοτικότητας (r) είναι τουλάχιστον ίσο με, ή μεγαλύτερο από, το κόστος κεφαλαίου η πρόταση επένδυσης γίνεται αποδεκτή. Η διενέργεια τέτοιων επενδύσεων θα οδηγήσει στην αύξηση της τρέχουσας αξίας των μετοχών, γιατί η επιχείρηση αποδέχεται επενδύσεις με αποδοτικότητα μεγαλύτερη από εκείνη που απαιτείται για τη διατήρηση της τρέχουσας αξίας των μετοχών.

Ένα μειονέκτημα της μεθόδου του συντελεστή της εσωτερικής αποδοτικότητας είναι ότι η διαδικασία δοκιμής και λάθους που χρησιμοποιείται για τον υπολογισμό του συντελεστή εσωτερικής αποδοτικότητας γίνεται ανεξέλεγκτη σε περιπτώσεις πολλών προτάσεων επενδύσεων με μεγάλη διάρκεια ζωής. Δεύτερον, η εξίσωση του συντελεστή εσωτερικής αποδοτικότητας, κάτω από ορισμένες συνθήκες, δίνει πολλαπλούς συντελεστές εσωτερικής αποδοτικότητας. Τρίτον, η μέθοδος του συντελεστή εσωτερικής αποδοτικότητας δε δίνει την απόλυτη οικονομική συνεισφορά των προτάσεων επενδύσεων, αλλά μόνο τη σχετική συνεισφορά (ποσοστό).

Το κύριο πλεονέκτημα της μεθόδου του συντελεστή εσωτερικής αποδοτικότητας είναι ότι λαμβάνει υπόψη τη διαχρονική αξία του χρήματος. Επίσης παρέχει το συντελεστή εσωτερικής αποδοτικότητας, ο οποίος μπορεί να συγκριθεί με το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου.

3.8 Σύγκριση μεθόδων ΚΠΑ και εσωτερικής αποδοτικότητας

Με τη μέθοδο της εσωτερικής αποδοτικότητας, έχουμε τις καθαρές ταμιακές ροές και αναζητούμε το συντελεστή προεξόφλησης που εξισώνει την παρούσα αξία των καθαρών ταμιακών ροών με το κόστος της επένδυσης. Στη συνέχεια, η εσωτερική αποδοτικότητα συγκρίνεται με την ελάχιστη αποδεκτή αποδοτικότητα για να προσδιοριστεί, αν η πρόταση επένδυσης θα γίνει αποδεκτή. Με τη μέθοδο της παρούσας αξίας έχουμε τις καθαρές ταμιακές ροές και την ελάχιστη αποδεκτή αποδοτικότητα και αναζητούμε την καθαρή παρούσα αξία. Η πρόταση επένδυσης γίνεται αποδεκτή, αν η καθαρή παρούσα αξία είναι ίση με, ή μεγαλύτερη από, 0.

Γενικά, οι μέθοδοι της παρούσας αξίας και της εσωτερικής αποδοτικότητας οδηγούν στα ίδια συμπεράσματα. Στο διάγραμμα απεικονίζεται η σχέση μεταξύ της καθαρής παρούσας αξίας μιας επένδυσης και του συντελεστή προεξόφλησης.

Όταν η ελάχιστη αποδεκτή αποδοτικότητα είναι μικρότερη από την εσωτερική αποδοτικότητα, η πρόταση επένδυσης είναι αποδεκτή και με τις δύο μεθόδους. Αν η ελάχιστη αποδεκτή αποδοτικότητα είναι 10%, η καθαρή παρούσα αξία της πρότασης επένδυσης θα είναι Π. Εφόσον το Π είναι μεγαλύτερο από 0, η πρόταση επένδυσης είναι αποδεκτή με τη μέθοδο της παρούσας αξίας. Ομοίως, η πρόταση επένδυσης είναι αποδεκτή και με τη μέθοδο της εσωτερικής αποδοτικότητας, γιατί η εσωτερική αποδοτικότητα 13% (σημείο τομής) είναι μεγαλύτερη από την

ελάχιστη αποδεκτή. Όταν η ελάχιστη αποδεκτή αποδοτικότητα είναι μεγαλύτερη από την εσωτερική αποδοτικότητα, η πρόταση επένδυσης απορρίπτεται και με τις δυο μεθόδους.

Υπάρχουν όμως σημαντικές διαφορές μεταξύ των δυο μεθόδων που πρέπει να κατανοηθούν για να αποφευχθούν ενδεχόμενα λάθη. Όταν δυο προτάσεις επενδύσεων αποκλείονται αμοιβαία έτσι, μόνο μια μπορεί να επιλεγεί, οι δυο μέθοδοι μπορεί να οδηγήσουν σε αντιφατικά αποτελέσματα.

Η αντίθεση αυτή οφείλεται στο γεγονός ότι οι δυο μέθοδοι κάνουν διαφορετικές υποθέσεις σχετικά με την αποδοτικότητα επανεπένδυσης των κεφαλαίων που απελευθερώνονται από τις επενδύσεις. Η μέθοδος της εσωτερικής αποδοτικότητας υποθέτει ότι τα κεφάλαια έχουν δυνατότητα ανατοκισμού με αποδοτικότητα ίση με την εσωτερική αποδοτικότητα για τα υπόλοιπα χρόνια της ζωής της επένδυσης. Η μέθοδος της παρούσας αξίας υποθέτει δυνατότητα ανατοκισμού των καθαρών ταμιακών ροών με αποδοτικότητα ίση με την ελάχιστη αποδεκτή αποδοτικότητα που χρησιμοποιείται σαν συντελεστής προεξόφλησης.

3.9 Επιλογή μεθόδου

Υστερα από τα παραπάνω το ερώτημα που αναφύεται είναι: ποια μέθοδος δίνει καλύτερα αποτελέσματα; Η απάντηση εξαρτάται από την έννοια που δίνεται στην ιδεατή αποδοτικότητα επανεπένδυσης των ενδιάμεσων καθαρών ταμιακών ροών.

Αν όμως παρόλα αυτά πρέπει να γίνει επιλογή μεταξύ των μεθόδων, η μέθοδος της καθαρής παρούσας αξίας από θεωρητική άποψη θεωρείται ανώτερη. Με τη μέθοδο της εσωτερικής αποδοτικότητας υποτίθεται ότι

προτάσεις επενδύσεων με υψηλή εσωτερική αποδοτικότητα θα έχουν υψηλή αποδοτικότητα επανεπένδυσης, ενώ προτάσεις επενδύσεων με χαμηλή αποδοτικότητα θα έχουν χαμηλή αποδοτικότητα επανεπένδυσης. Γενικά, η αποδοτικότητα επανεπένδυσης θα διαφέρει και αυτό εξαρτάται από τις καθαρές ταμιακές ροές κάθε πρότασης επένδυσης.

Με τη μέθοδο όμως της καθαρής παρούσας αξίας η αποδοτικότητα επανεπένδυσης είναι ίδια για κάθε πρόταση επένδυσης. Στην ουσία, η αποδοτικότητα αυτή αντιπροσωπεύει την ελάχιστη αποδοτικότητα των ευκαιριών επένδυσης που είναι στη διάθεση της επιχείρησης. Η αποδοτικότητα επανεπένδυσης της μεθόδου αυτής είναι βέβαια συντηρητική, αλλά έχει το πλεονέκτημα ότι μπορεί να εφαρμοστεί με συνέπεια σε όλες τις προτάσεις επένδυσης.. Γενικά, η μέθοδος της παρούσας αξίας είναι προτιμότερη.

3.10 ΔΙΑΦΟΡΩΣΗ ΠΡΟΤΑΣΕΩΝ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ

Πολλές φορές οι προτάσεις επενδύσεων απαιτούν κεφάλαια μεγαλύτερα από εκείνα που μπορούν να διατεθούν κατά τη διάρκεια μιας ορισμένης χρονικής περιόδου. Στις περιπτώσεις αυτές, η επιχείρηση μπορεί να επιλέγει εκείνο το συνδυασμό των προτάσεων επενδύσεων που αποφέρει τη μεγαλύτερη δυνατή αποδοτικότητα.

Μια προσπάθεια προς την κατεύθυνση αυτή είναι να ταξινομήσουμε τις διάφορες προτάσεις επενδύσεων σε φθίνουσα τάξη σε σχέση με το δείκτη αποδοτικότητάς τους. Στη συνέχεια, και με την προϋπόθεση ότι οι προτάσεις επενδύσεων είναι ανεξάρτητες (η αποδοχή της μιας δεν επηρεάζει την αποδοχή της άλλης), επιλέγουμε από πάνω προς τα κάτω, τόσες προτάσεις επενδύσεων μέχρις ότου να εξαντληθεί ο προϋπολογισμός επενδύσεων της περιόδου.

Μερικές φορές όμως είναι προτιμότερο να επιλέξουμε πολλές μικρές και λιγότερο αποδοτικές προτάσεις επενδύσεων, οι οποίες επιτρέπουν πλήρη χρησιμοποίηση του προϋπολογισμού επενδύσεων, παρά μια μεγάλη αποδοτικότερη πρόταση επένδυσης που καταλήγει σε μερική χρησιμοποίηση του προϋπολογισμού επενδύσεων.

Όταν κατανέμουμε ένα περιορισμένο ποσό κεφαλαίων σε διάφορες προτάσεις επενδύσεων, δεν πρέπει να περιορίζουμε τη μελέτη σε μια χρονική περίοδο. Στο συμπέρασμα αυτό μας οδηγούν δυο τουλάχιστον λόγοι. Πρώτον, είναι δυνατόν να αναβάλλουμε για το μέλλον ορισμένες προτάσεις επενδύσεων που δεν μπορούν να χρηματοδοτηθούν από τον παρόντα προϋπολογισμό. Οι προτάσεις επενδύσεων που αναβάλλονται είναι οι λιγότερο αποδοτικές, αν και μερικές φορές αναβάλλονται προτάσεις επενδύσεων με υψηλότερη αποδοτικότητα, εφόσον η αναβολή δεν επηρεάζει την αποδοτικότητά τους. Δεύτερον, μπορεί να συμφέρει να προηγηθούν προτάσεις επενδύσεων με χαμηλότερη αποδοτικότητα, αλλά με άμεσες ταμιακές εισροές, γιατί έτσι μπορεί να αμβλυνθεί η στενότητα του προϋπολογισμού επενδύσεων και οι εισροές αυτές μπορούν να επανεπένδυθούν.

Τέλος αν υποθέσουμε ότι ο επιχειρηματικός κίνδυνος δε μεταβάλλεται, τότε μια επιχείρηση πρέπει να αποδέχεται όλες τις προτάσεις επενδύσεων, που αποδίδουν περισσότερο από το πραγματικό μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου. Έτσι, η επιχείρηση θα αυξήσει την τρέχουσα αξία της μετοχής της, επειδή γίνονται αποδεκτές προτάσεις επενδύσεων που αποφέρουν μια αποδοτικότητα μεγαλύτερη από ότι χρειάζεται για να διατηρηθεί η τρέχουσα αξία της μετοχής.

Η παραπάνω πρόταση υποθέτει ότι η επιχείρηση μπορεί πράγματι να βρει κεφάλαια με όρους που προσεγγίζουν, σε λογικά όρια, το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου. Βέβαια απεριόριστα ποσά κεφαλαίων δεν είναι διαθέσιμα, έστω και αν υπάρχει διάθεση από μέρος της

επιχείρησης να αποδεχτεί ένα υψηλό κόστος κεφαλαίων. Πάντως, η επιχείρηση πρέπει να αποδέχεται όλες τις προτάσεις επενδύσεων που αποδίδουν περισσότερο από το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου και να επιδιώκει να δανείζεται με αυτό το κόστος κεφαλαίων. Διαφορετικά, η αναβολή προτάσεων επενδύσεων που ικανοποιούν τους παραπάνω όρους, επειδή υπάρχει ο περιορισμός του προϋπολογισμού επενδύσεων, μειώνει την αποδοτικότητα της επιχείρησης.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΤΕΤΑΡΤΟ

ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΣΕ ΣΥΝΘΗΚΕΣ ΑΒΕΒΑΙΟΤΗΤΑΣ

4.1 ΜΕΘΟΔΟΙ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΣΕ ΠΑΓΙΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΣΕ ΣΥΝΘΗΚΕΣ ΑΒΕΒΑΙΟΤΗΤΑΣ

Με την πάροδο του χρόνου το περιβάλλον των επιχειρήσεων μεταβάλλεται σημαντικά και γρήγορα. Παράγοντες όπως η εξέλιξη της τεχνολογίας, η αλλαγή των προτιμήσεων του καταναλωτικού κοινού, η πολιτική αστάθεια, τα ελλείμματα του κρατικού προϋπολογισμού, οι καιρικές συνθήκες, συμβάλλουν στη δυναμικότητα του περιβάλλοντος των σύγχρονων επιχειρήσεων.

Η έλλειψη πληροφοριών σχετικά με τις μεταβλητές που υπεισέρχονται στη διαδικασία λήψεως αποφάσεων είναι γνωστή σαν αβεβαιότητα. Η αβεβαιότητα χαρακτηρίζει ιδιαίτερα τη ζωή των σύγχρονων επιχειρήσεων και σε μεγάλο βαθμό είναι αποτέλεσμα της δυναμικότητας του περιβάλλοντος. Με βάση την ποσότητα και ποιότητα των διαθέσιμων πληροφοριών ο καθηγητής Knight διακρίνει τρία είδη αβεβαιότητας (uncertainty) : άγνοια, οικονομική απροσδιοριστία και κίνδυνο.

Άγνοια (ignorance) είναι το είδος της αβεβαιότητας που χαρακτηρίζεται από παντελή έλλειψη πληροφοριών. Στην περίπτωση αυτή δεν μπορεί να εφαρμοστεί κάποια επιστημονική μέθοδος λήψεως αποφάσεων, έτσι η ποιότητα των αποφάσεων εξαρτάται άμεσα από την ικανότητα των στελεχών να διαισθάνονται σωστά.

Οικονομική απροσδιοριστία (economic indeterminacy) είναι το είδος της αβεβαιότητας στο οποίο το αποτέλεσμα της απόφασης μιας επιχείρησης εξαρτάται από την αντίδραση κάποιας άλλης ή άλλων επιχειρήσεων

στην προηγούμενη απόφαση. Για παράδειγμα, σε μια ολιγοπωλιακή αγορά η επιτυχία της προσπάθειας μιας επιχείρησης να αυξήσει την τιμή ενός προϊόντος προκειμένου να βελτιώσει τα κέρδη της θα εξαρτηθεί από το, αν οι υπόλοιπες επιχειρήσεις της αγοράς θα ακολουθήσουν την αύξηση, θα διατηρήσουν ή θα μειώσουν την τιμή του συγκεκριμένου προϊόντος. Η οικονομική απροσδιοριστία αντιμετωπίζεται μέχρι ενός ορισμένου σημείου από την θεωρία παιγνίων (game theory).

Όταν οι διαθέσιμες πληροφορίες επιτρέπουν την κατάστρωση της κατανομής πιθανότητας μιας τυχαίας μεταβλητής, το είδος της αβεβαιότητας ονομάζεται κίνδυνος (risk) και μετριέται με την τυπική απόκλιση της κατανομής πιθανότητας. Ο κίνδυνος είναι το μόνο είδος αβεβαιότητας, το οποίο μπορεί να αντιμετωπιστεί συνολικά με τη χρησιμοποίηση στατιστικής ανάλυσης. Κατά τον καθηγητή Knight κάποιος μπορεί να ασφαλιστεί έναντι ενός συγκεκριμένου κινδύνου, αλλά δεν μπορεί να κάνει το ίδιο για τα άλλα δυο είδη αβεβαιότητας.

4.2 Μέθοδοι αξιολόγησης επενδύσεων

Οι μέθοδοι αξιολόγησης των επενδύσεων ανάλογα με το είδος του κινδύνου που πραγματεύονται μπορούν να καταταχθούν σε τρεις κατηγορίες. Πρώτον, μέθοδοι που πραγματεύονται τον κίνδυνο μιας μόνο επένδυσης. Η επένδυση θεωρείται σαν το μοναδικό περιουσιακό στοιχείο της επιχείρησης και σαν η μοναδική συμμετοχή που έχουν οι μέτοχοι της επιχείρησης. Δεύτερον, μέθοδοι που πραγματεύονται τον κίνδυνο εντός της επιχείρησης ο οποίος αντανακλά τη συνεισφορά μιας πρότασης επένδυσης (μη συστηματικός κίνδυνος) στο συνολικό κίνδυνο της επιχείρησης. Τρίτον, μέθοδοι που πραγματεύονται τον κίνδυνο της αγοράς ο οποίος αντανακλά την επίδραση μιας πρότασης επένδυσης (συστηματικός

κίνδυνος) στο συνολικό κίνδυνο της επιχείρησης, η οποία έχει ένα σωστά διαφοροποιημένο χαρτοφυλάκιο.

4.3 Κίνδυνος συγκεκριμένης επένδυσης

Υποθέτουμε ότι η συγκεκριμένη επένδυση είναι η μοναδική επένδυση της επιχείρησης και των μετόχων της. Ο κίνδυνος συγκεκριμένης επένδυσης (stand-alone risk) μετριέται με τη διασπορά των προσδοκώμενων αποδόσεων του ενεργητικού της επιχείρησης. Ο κίνδυνος αυτός χρησιμοποιείται συχνά σαν μια προσέγγιση τόσο του κινδύνου αγοράς όσο και του κινδύνου εντός της επιχείρησης. Αυτό οφείλεται σε δυο γεγονότα. Πρώτον, ο κίνδυνος αγοράς και ο κίνδυνος εντός της επιχείρησης είναι δύσκολο να μετρηθούν. Δεύτερον, τα τρία είδη του κινδύνου έχουν συνήθως υψηλή συσχέτιση.

Οι κυριότεροι μέθοδοι αξιολόγησης επενδύσεων που πραγματεύονται με τον κίνδυνο συγκεκριμένης επένδυσης είναι η προσαρμογή του συντελεστή προεξόφλησης, η προσαρμογή των ετήσιων καθαρών ταμιακών ροών, η ανάλυση εναλλακτικών περιπτώσεων, ο συντελεστής μεταβλητότητας, η μέθοδος Hillier, τα δένδρα αποφάσεων και η προσομοίωση (άποψη Hertz). Οι μέθοδοι Hillier και προσομοίωσης πραγματεύονται συνολικά τον κίνδυνο, ενώ οι υπόλοιπες μόνο μερικά.

4.3.1 Προσαρμογή συντελεστή προεξόφλησης

Για τον υπολογισμό της παρούσας αξίας χρησιμοποιείται σαν συντελεστής προεξόφλησης το κόστος κεφαλαίου της επιχείρησης, δηλαδή η ελάχιστη αποδοτικότητα την οποία πρέπει να επιτύχει η επιχείρηση προ-κειμένου να ικανοποιήσει τους επενδυτές της. Η μέθοδος της προσαρμογής του συντελεστή προεξόφλησης (adjusting the discount

ταίεσ) προτείνει οι προτάσεις επενδύσεων υψηλού κινδύνου να προεξοφλούνται με υψηλότερο συντελεστή από προτάσεις επενδύσεων χαμηλού κινδύνου. Αυτός ο υψηλότερος συντελεστής προεξόφλησης ονομάζεται προσαρμοσμένος για τις ανάγκες του κινδύνου συντελεστής προεξόφλησης (risk adjusted discount rate).

4.3.2 Προσαρμογή ετήσιων καθαρών ταμιακών ροών

Η μέθοδος αυτή προτείνει την προσαρμογή των προβλεπόμενων ετήσιων καθαρών ταμιακών ροών σε επίπεδο ισοδύναμο των ταμιακών ροών σε συνθήκες βεβαιότητας, προκειμένου να αντανακλούν τον κίνδυνο της επένδυσης (certainty equivalent method). Οι προβλεπόμενες ετήσιες καθαρές ταμιακές ροές μειώνονται ανάλογα με το βαθμό του κινδύνου τους. Στη συνέχεια οι μειωθείσες ετήσιες καθαρές ταμιακές ροές προεξοφλούνται με το συντελεστή προεξόφλησης που θεωρείται απαλλαγμένος κινδύνου.

Η μέθοδος της προσαρμογής του συντελεστή προεξόφλησης ενσωματώνει τη διαχρονική αξία του χρήματος που αντιπροσωπεύεται από τον απαλλαγμένο κινδύνου συντελεστή προεξόφλησης στον κίνδυνο που αντιπροσωπεύεται από το πριμ κινδύνου (αμοιβή επένδυσης). Αντίθετα η μέθοδος της προσαρμογής των ετήσιων καθαρών ταμιακών ροών διαχωρίζει τον κίνδυνο και τη διαχρονική αξία του χρήματος. Αυτός ο διαχωρισμός αποτελεί θεωρητικό πλεονέκτημα για τη συγκεκριμένη μέθοδο όμως η μέθοδος της προσαρμογής του συντελεστή προεξόφλησης χρησιμοποιείται ευρύτερα στην πράξη.

4.3.3 Ανάλυση εναλλακτικών περιπτώσεων

Οι επενδυτικές αποφάσεις λαμβάνονται σήμερα με βάση καθαρές ταμιακές ροές μελλοντικών χρονικών περιόδων για τις οποίες οι πληροφορίες είναι περιορισμένες. Οι προβλέψεις των καθαρών ταμιακών ροών γίνονται λιγότερο αξιόπιστες, όσο περισσότερο απέχουν χρονικά οι καθαρές ταμιακές ροές από το χρόνο αξιολόγησης μιας επένδυσης. Ένας τρόπος, για να βελτιωθούν οι προβλέψεις των καθαρών ταμιακών ροών είναι, να υπολογίσουμε τις καθαρές ταμιακές ροές κάτω από εναλλακτικές συνθήκες (scenario analysis ή three point estimates) και στη συνέχεια με βάση αυτές τις ταμιακές ροές, να υπολογίσουμε την προσδοκώμενη καθαρή ταμιακή ροή (expected net cash flow) η οποία δεν πρέπει να συγχέεται με τις προβλεπόμενες καθαρές ταμιακές ροές (projected cash flows). Οι προβλεπόμενες καθαρές ταμιακές ροές είναι εκτιμήσεις των καθαρών ταμιακών ροών κάτω από διαφορετικές συνθήκες, ενώ η προσδοκώμενη καθαρή ταμιακή ροή αναφέρεται στη μέση καθαρή ταμιακή ροή της κατανομής πιθανότητας των προβλεπόμενων καθαρών ταμιακών ροών.

Ο κίνδυνος ορίζεται σαν τον βαθμό κατά τον οποίο οι προβλεπόμενες καθαρές ταμιακές ροές διαφέρουν από την προσδοκώμενη καθαρή ταμιακή ροή. Με άλλα λόγια, η τυπική απόκλιση (σ) είναι μονάδα μέτρησης του κινδύνου.

Η τυπική απόκλιση είναι μια στατιστική παράμετρος, η οποία χρησιμοποιείται σαν μια προσέγγιση του κινδύνου. Όσο μεγαλύτερη η τυπική απόκλιση, τόσο υψηλότερος ο κίνδυνος. Η χρησιμοποίηση της τυπικής απόκλισης επιτρέπει να εκφράσουμε ποσοτικά και να συγκρίνουμε την επικινδυνότητα διάφορων προτάσεων επενδύσεων.

4.3.4 Συντελεστής μεταβλητότητας

Αν οι προτάσεις επενδύσεων έχουν κόστος επένδυσης και προσδοκώμενες καθαρές ταμιακές ροές σημαντικά διαφορετικές, η τυπική απόκλιση είναι παραπλανητική ένδειξη του κινδύνου. Για παράδειγμα, έχουμε δυο προτάσεις επενδύσεων, οι οποίες έχουν διαφορετική προσδοκώμενη καθαρή ταμιακή ροή αλλά ίση τυπική απόκλιση. Από άποψη κινδύνου οι προτάσεις επενδύσεων είναι ίδιες όμως, η διαφορά στο κόστος επένδυσης μεταξύ των δυο προτάσεων επενδύσεων διαστρεβλώνει την σχετική σημασία της τυπικής απόκλισης. Για να εξαλείψουμε την επίδραση του κόστους επένδυσης υπολογίζουμε το συντελεστή μεταβλητότητας και επιλέγουμε αυτή την επένδυση με το μικρότερο συντελεστή μεταβλητότητας (μικρότερο κίνδυνο ανά δραχμή της προσδοκώμενης καθαρής ταμιακής ροής). Δηλαδή :

$$\text{Συντελεστής μεταβλητότητας} = \sigma / \Pi(\text{ΚΤΡ})$$

4.3.5 Μέθοδος Hillier

Αν οι προτάσεις επενδύσεων έχουν διάρκεια ζωής μεγαλύτερη από ένα χρόνο και οι κατανομές των προβλεπόμενων καθαρών ταμιακών ροών διαφέρουν από χρόνο σε χρόνο, τότε θα έχουμε τόσες προσδοκώμενες καθαρές ταμιακές ροές και τυπικές αποκλίσεις, όσα και τα χρόνια ζωής της πρότασης επένδυσης. Η ύπαρξη όμως πολλών προσδοκώμενων καθαρών ταμιακών ροών και τυπικών αποκλίσεων αποκλείει να φθάσουμε σε ένα γενικό συμπέρασμα.

Για να παρακάμψουμε αυτό το πρόβλημα ο Hillier προτείνει να υπολογίσουμε την προσδοκώμενη καθαρή παρούσα αξία και την τυπική απόκλιση της καθαρής παρούσας αξίας. Αυτό μπορεί να γίνει με βάση τις προσδοκώμενες καθαρές ταμιακές ροές και τις τυπικές αποκλίσεις των προσδοκώμενων καθαρών ταμιακών ροών που προκύπτουν από τις κατανομές πιθανότητας της καθαρής ταμιακής ροής στη διάρκεια της ζωής της πρότασης επένδυσης.

Παρόλο που ο υπολογισμός των τυπικών αποκλίσεων της καθαρής παρούσας αξίας των προτάσεων επενδύσεων με τη μέθοδο του Hillier είναι σχετικά εύκολος, η μέθοδος αυτή σπάνια χρησιμοποιείται στην πράξη. Αυτό οφείλεται σε δυο λόγους. Πρώτον, πολλές κατανομές πιθανότητας των καθαρών ταμιακών ροών δεν είναι κανονικές. Δεύτερον, οι περισσότερες κατανομές πιθανότητας των καθαρών ταμιακών ροών δεν είναι διαχρονικά ούτε πλήρως ανεξάρτητες ούτε τέλεια θετικά συσχετισμένες.

Πρέπει όμως να τονιστεί ότι η μέθοδος του Hillier μπορεί να αποδείξει ότι μια πρόταση επένδυσης είναι λιγότερο επικίνδυνη, όταν οι καθαρές ταμιακές ροές είναι διαχρονικά ανεξάρτητες. Αντίθετα μια πρόταση επένδυσης είναι περισσότερο επικίνδυνη, όταν οι καθαρές ταμιακές ροές της είναι διαχρονικά εξαρτημένες.

4.3.6 Δένδρα αποφάσεων

Η ανάλυση των δένδρων αποφάσεων (decision trees analysis) χρησιμοποιείται όταν το κόστος της επένδυσης δεν αναλαμβάνεται εφάπαξ αλλά τμηματικά κατά τη διάρκεια μιας ορισμένης χρονικής περιόδου και μπορεί να συμβάλει στη μείωση του κινδύνου της πρότασης επένδυσης. Η τμηματική πραγματοποίηση του κόστους της επένδυσης δίνει την ευκαιρία στα στελέχη της επιχείρησης να επανεκτιμήσουν τις αποφάσεις

τους και είτε να επενδύσουν επιπρόσθετα κεφάλαια, είτε να εγκαταλείψουν την πρόταση επένδυσης.

4.3.7 Μέθοδος προσομοίωσης

Η μέθοδος της προσομοίωσης περιλαμβάνει την ανάπτυξη ενός υποδείγματος που αναπαριστά την λειτουργία της πραγματικής κατάστασης που εξετάζεται. Με αυτόν τον τρόπο μπορούμε να εισάγουμε διάφορες τιμές στο υπόδειγμα και να καταγράψουμε τα αποτελέσματα που θα προκύψουν. Έτσι έχουμε μια ένδειξη για το πιθανό αποτέλεσμα της πραγματικής κατάστασης, αν συμβούν συγκεκριμένα γεγονότα.

Ειδικότερα στο χώρο της αξιολόγησης επενδύσεων η μέθοδος της προσομοίωσης δίνει τη δυνατότητα υπολογισμού της κατανομής πιθανότητας της καθαρής παρούσας αξίας μιας πρότασης επένδυσης χωρίς να χρειαστεί να χρησιμοποιηθούν τα σχετικά πολύπλοκα μαθηματικά υποδείγματα των αναλυτικών μεθόδων (Hillier κ.λ.π.).

Ο Hertz ήταν ο πρώτος που εφάρμοσε τη μέθοδο της προσομοίωσης στο χώρο της χρηματοοικονομικής Διοίκησης το 1964. Έδειξε ότι η καθαρή παρούσα αξία μιας πρότασης επένδυσης εξαρτάται από ένα συγκεκριμένο συνδυασμό τιμών των σημαντικών μεταβλητών της πρότασης επένδυσης.

Μεθοδολογία. Η μεθοδολογία της προσομοίωσης περιλαμβάνει πέντε βήματα.

Πρώτον, τον καθορισμό των σημαντικών μεταβλητών της πρότασης επένδυσης. Σημαντικές μεταβλητές θεωρούνται όλοι οι παράγοντες που επηρεάζουν την καθαρή παρούσα αξία της πρότασης επένδυσης (π.χ. το μέγεθος της αγοράς, το κόστος της επένδυσης, οι τιμές πώλησης κ.λ.) και ο αριθμός τους εξαρτάται από το βαθμό της ακρίβειας που επιδιώκεται με την ανάλυση.

Δεύτερον, την ανάπτυξη του μαθηματικού υποδείγματος που θα χρησιμοποιηθεί στην αξιολόγηση της πρότασης επένδυσης. Οι σημαντικές μεταβλητές που εντοπίστηκαν στο προηγούμενο στάδιο αναλύονται με σκοπό να καθοριστεί ο τρόπος με τον οποίο επηρεάζουν την καθαρή παρούσα αξία της πρότασης επένδυσης. Στη συνέχεια οι μεταβλητές αυτές εκφράζονται με τη μορφή μαθηματικών εξισώσεων.

Τρίτον, το διαχωρισμό των σημαντικών μεταβλητών σε τυχαίες και βέβαιες. Στη συνέχεια δίνονται οι τιμές των βέβαιων μεταβλητών και καταστρώνεται η κατανομή πιθανότητας των τυχαίων μεταβλητών. Η κατάστρωση των κατανομών πιθανότητας περιλαμβάνει τον υπολογισμό του εύρους των τιμών των τυχαίων μεταβλητών και της πιθανότητας πραγματοποίησής τους.

Τέταρτον, την ανάπτυξη του μηχανογραφικού προγράμματος που θα χρησιμοποιηθεί για τον υπολογισμό ενός τυχαίου αριθμού με βάση κάποιο μαθηματικό αλγόριθμο και στη συνέχεια της καθαρής παρούσας αξίας της πρότασης επένδυσης.

Πέμπτον, την ανάλυση και την αιτιολόγηση του αποτελέσματος της μεθόδου, δηλαδή της κατανομής πιθανότητας της καθαρής παρούσας αξίας της πρότασης επένδυσης. Η παρούσα μέθοδος δεν αποσκοπεί στην εξάλειψη της αβεβαιότητας που ενδεχομένως υπάρχει στην πρόταση επένδυσης, αλλά να παρουσιάσει στο χρηματοοικονομικό στέλεχος την κατανομή πιθανότητας της καθαρής παρούσας αξίας της πρότασης επένδυσης, προκειμένου να έχει περισσότερες πληροφορίες πάνω στις οποίες μπορεί να βασίσει την απόφασή του.

4.3.8 Κίνδυνος εντός της επιχείρησης

Ο κίνδυνος που συνδέεται με ένα συνδυασμό επενδύσεων ή χαρτοφύλακα (portfolios) ονομάζεται κίνδυνος εντός της επιχείρησης

(within-firm risk) και παρουσιάζει μεγαλύτερο ενδιαφέρον για τα στελέχη, το προσωπικό, πιστωτές και προμηθευτές της επιχείρησης, επειδή ορισμένες επιχειρήσεις αναλαμβάνουν διάφορες επενδύσεις ταυτόχρονα.

Ο συνολικός κίνδυνος ενός ενεργητικού στοιχείου είναι το άθροισμα του συστηματικού και μη συστηματικού κινδύνου. Ο συνολικός κίνδυνος μειώνεται σημαντικά, καθώς ο αριθμός των ενεργητικών στοιχείων του χαρτοφυλακίου αυξάνει. Το μεγαλύτερο μέρος του μη συστηματικού κινδύνου εξαλείφεται, αν ο αριθμός των ενεργητικών στοιχείων του χαρτοφυλακίου αυξηθεί πέρα από έναν ορισμένο αριθμό. Καθώς ο αριθμός των ενεργητικών στοιχείων του χαρτοφυλακίου αυξάνει, ο συνολικός κίνδυνος βαθμιαία τείνει προς το επίπεδο του συστηματικού κινδύνου του χαρτοφυλακίου, ο οποίος, δεν μπορεί να μειωθεί με διαφοροποίηση.

4.3.9 Κίνδυνος αγοράς

Ο συστηματικός κίνδυνος δεν μπορεί να εξαλειφθεί από ένα χαρτοφυλάκιο. Όμως ο κίνδυνος αυτός που ονομάζεται ιδιαίτερα κίνδυνος αγοράς (market risk), μπορεί να μειωθεί αν επιτευχθεί η κατάλληλη αναλογία μεταξύ των διάφορων ενεργητικών στοιχείων που μετέχουν στο χαρτοφυλάκιο.

Αν η επιχείρηση επιθυμεί να μειώσει το συστηματικό κίνδυνο, τότε πρέπει να μειώσει την αναλογία των ενεργητικών στοιχείων υψηλού κινδύνου και να αυξήσει την αναλογία των ενεργητικών στοιχείων χαμηλού κινδύνου.

4.4 Συμπεριφορά επενδυτή έναντι κινδύνου

Σχετικά με τον κίνδυνο, η Χρηματοοικονομική Διοίκηση κάνει δυο υποθέσεις. Πρώτον, οι επενδυτές προσπαθούν να αποφύγουν τον κίνδυνο. Δεύτερον, ο κίνδυνος είναι συνυφασμένος με τον κόσμος των επιχειρήσεων και κατά συνέπεια πρέπει να θεωρείται δεδομένη η ύπαρξη κινδύνου σε κάθε πρόταση επενδύσεων.

Με δεδομένο ότι οι επενδυτές προσπαθούν να αποφύγουν τον κίνδυνο και ότι οι διάφορες εναλλακτικές προτάσεις επενδύσεων παρουσιάζουν καθεμία διαφορετικό βαθμό κινδύνου, είναι απαραίτητο σε κάθε αξιολόγηση επενδύσεων να λαμβάνεται υπόψη ο παράγων κινδύνος.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΠΕΜΠΤΟ

ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΣΕ ΚΥΚΛΟΦΟΡΟΥΝΤΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ

5.1 Επενδύσεις σε αποθέματα

Τα αποθέματα (inventories) μιας επιχείρησης διακρίνονται σε πρώτες ύλες, ημικατεργασμένα προϊόντα και έτοιμα προϊόντα. Το μέγεθος των πρώτων υλών (raw materials) που διατηρεί μια επιχείρηση εξαρτάται από την αξιοπιστία των πηγών προμηθειών, τη συχνότητα χρησιμοποίησης, τα φυσικά χαρακτηριστικά (μέγεθος, φθαρτότητα, βάρος κ.λ.π.), το κόστος, τις τεχνικές προδιαγραφές και το χρόνο που διαμεσολαβεί από την τοποθέτηση μιας παραγγελίας μέχρι την παραλαβή των πρώτων υλών.

Το μέγεθος των ημικατεργασμένων προϊόντων (work in process), εξαρτάται σε μεγάλο βαθμό από τη διάρκεια της παραγωγικής διαδικασίας. Για παράδειγμα, η κατασκευή ενός πλοίου απαιτεί ορισμένα χρόνια, ενώ η εκτύπωση μιας εφημερίδας μόνο λίγες ώρες. Έτσι τα αποθέματα ημικατεργασμένων προϊόντων είναι μεγαλύτερα σε ένα ναυπηγείο παρά σε μια επιχείρηση έκδοσης μιας εφημερίδας. Από τα τρία είδη αποθεμάτων, τα ημικατεργασμένα προϊόντα έχουν το μικρότερο βαθμό ρευστοποίησης. Μια επιχείρηση σε κατάσταση χρηματοοικονομικής αδυναμίας θα μπορούσε να πουλήσει τα αποθέματα πρώτων υλών και έτοιμων προϊόντων, αλλά θα είχε δυσκολίες να πουλήσει τα ημικατεργασμένα προϊόντα.

Το μέγεθος των έτοιμων προϊόντων (finished goods) εξαρτάται σε μεγάλο βαθμό από την υπάρχουσα ζήτηση. Άλλοι καθοριστικοί παράγοντες του ύψους των αποθεμάτων έτοιμων προϊόντων είναι η διάρκεια της παραγωγικής διαδικασίας, το μέγεθος των αποθεμάτων ασφαλείας, η

θέση της επιχείρησης στο χρηματοοικονομικό κύκλο ζωής, ο κλάδος της οικονομίας στον οποίο ανήκει και οι κυκλικές διακυμάνσεις της οικονομίας.

Κόστος αποθεμάτων: Τα διάφορα είδη κόστους που αναφέρονται στα αποθέματα μπορούν να καταταχθούν σε τρεις κατηγορίες : κόστος παραγγελίας, κόστος διατήρησης και κόστος έλλειψης αποθεμάτων. Το κόστος της παραγγελίας (order cost) αναφέρεται στο κόστος τοποθέτησης των παραγγελιών και στο κόστος μεταφοράς, ελέγχου και παραλαβής των αποθεμάτων.

Το κόστος διατήρησης (holding cost) περιλαμβάνει το κόστος κεφαλαίου που έχει επενδυθεί σε αποθέματα, το κόστος αποθήκευσης και διατήρησης των αποθεμάτων, τα ασφάλιστρα από την απομείωση των αποθεμάτων.

Το κόστος έλλειψης αποθεμάτων (cost of running short) περιλαμβάνει την απώλεια πωλήσεων, τη μείωση της φήμης και πελατείας της επιχείρησης και τη διακοπή της παραγωγικής διαδικασίας.

Το κόστος έλλειψης αποθεμάτων είναι το σημαντικότερο είδος κόστους σε σχέση με τα αποθέματα, γιατί ισοδυναμεί με απώλεια πωλήσεων.

Αντικειμενικός σκοπός: Αντικειμενικός σκοπός κάθε επιχείρησης στο χώρο της διαχείρισης αποθεμάτων είναι η ελαχιστοποίηση της επένδυσης σε αποθέματα. Αυτό μπορεί να επιδιωχθεί με τον προσδιορισμό του άριστου μεγέθους της παραγγελίας και του άριστου επιπέδου αποθέματος για την τοποθέτηση της νέας παραγγελίας. Ένας τρόπος για τον υπολογισμό του άριστου μεγέθους της παραγγελίας είναι το αντίστοιχο υπόδειγμα το οποίο καθορίζει την ποσότητα των αποθεμάτων, η οποία ελαχιστοποιεί το συνολικό κόστος των αποθεμάτων. Το άριστο μέγεθος αποθέματος αντιπροσωπεύει έναν αριθμό μονάδων αποθέματος που είναι μεγαλύτερος από το απόθεμα ασφαλείας.

Στις περιπτώσεις που χορηγούνται εκπτώσεις για αγορές μεγάλων ποσοτήτων, η επιχείρηση πρέπει να αποφασίσει, αν τη συμφέρει να αγοράζει αποθέματα σε ποσότητες μεγαλύτερες από το άριστο μέγεθος της παραγγελίας, προκειμένου να δικαιωθεί τη σχετική έκπτωση.

Η διαχείριση των αποθεμάτων περιλαμβάνει τη χρησιμοποίηση συστημάτων ελέγχου των αποθεμάτων. Η επιλογή του συστήματος ελέγχου αποθεμάτων εξαρτάται από το μέγεθος της επιχείρησης και τη φύση των αποθεμάτων της.

5.2 Επενδύσεις σε απαιτήσεις

Στις αναπτυγμένες χώρες η παροχή πιστώσεων χρησιμοποιείται ευρύτατα και λαμβάνει διάφορες μορφές. Δημόσιες πιστώσεις (public credit) είναι τα δάνεια που συνάπτουν οι κυβερνήσεις και οι αρχές τοπικής αυτοδιοίκησης. Ιδιωτικές πιστώσεις (private credit) είναι τα δάνεια που συνάπτουν οι επιχειρήσεις και οι ιδιώτες. Οι ιδιωτικές πιστώσεις διακρίνονται σε καταναλωτικές και εμπορικές.

Οι καταναλωτικές πιστώσεις (consumer credit) χορηγούνται σε ιδιώτες για την αγορά εμπορευμάτων και υπηρεσιών και δεν πρέπει να συγχέονται με τις πιστώσεις για αγορά ή βελτίωση ακινήτων. Οι εμπορικές πιστώσεις (trade credit) χορηγούνται από μια επιχείρηση σε μια άλλη για την αγορά εμπορευμάτων ή υπηρεσιών.

Σημασία: Οι πωλήσεις καταλήγουν είτε σε μετρητά είτε σε λογαριασμούς απαιτήσεων. Στη δεύτερη περίπτωση, τα αποθέματα μειώνονται και ένας λογαριασμός απαιτήσεων ανοίγεται. Όταν ο πελάτης θα πληρώσει το λογαριασμό, η επιχείρηση θα αυξήσει τα μετρητά και θα μειώσει τους λογαριασμούς απαιτήσεων.

Η είσπραξη των λογαριασμών απαιτήσεων δεν πρέπει να θεωρείται δεδομένη. Αδυναμία των επιχειρήσεων να εισπράξουν τους

λογαριασμούς τους μπορεί να καταλήξει σε έλλειψη μετρητών και κατά συνέπεια, σε αδυναμία των επιχειρήσεων να επενδύσουν σε αποθέματα. Χωρίς επαρκή αποθέματα οι επιχειρήσεις δεν μπορούν να πραγματοποιήσουν πωλήσεις.. Μια πώληση ολοκληρώνεται με την είσπραξη του τιμήματος της πώλησης.

Το ύψος των εμπορικών πιστώσεων διαφέρει σημαντικά από κλάδο σε κλάδο της οικονομίας. Επίσης, οι εμπορικές πιστώσεις διαφέρουν από στάδιο σε στάδιο του χρηματοοικονομικού κύκλου ζωής της επιχείρησης. αφού το συνολικό ποσό των εμπορικών πιστώσεων σε μια δεδομένη χρονική στιγμή καθορίζεται από το ύψος των πωλήσεων με πίστωση και από τη μέση περίοδο είσπραξης.

Πολιτική πιστώσεων: είναι οι οδηγίες της διοίκησης μιας επιχείρησης, οι οποίες ρυθμίζουν την παροχή πιστώσεων προς τους πελάτες. Ο μακροχρόνιος αντικειμενικός σκοπός της πολιτικής πιστώσεων είναι η αύξηση του πλούτου των μετοχών. Στη βραχυχρόνια όμως περίοδο η πολιτική πιστώσεων μπορεί να αποβλέπει στη μεγιστοποίηση των πωλήσεων, στην αύξηση των εισπράξεων ή σε κάτι άλλο.

Η πολιτική πιστώσεων περιλαμβάνει δύο αποφάσεις. Η πρώτη απόφαση αναφέρεται στο επίπεδο των λογαριασμών απαιτήσεων και βασίζεται στη σχέση μεταξύ πωλήσεων με πίστωση και κερδών. Η δεύτερη απόφαση αναφέρεται στη διάρθρωση του κυκλοφορούντος ενεργητικού και βασίζεται τόσο στη σχέση μεταξύ αποθεμάτων και λογαριασμών απαιτήσεων, όσο και στη σχέση μεταξύ λογαριασμών απαιτήσεων και μετρητών.

Η επιτυχία ή η αποτυχία μιας επιχείρησης εξαρτάται κυρίως από την ζήτηση των προϊόντων της. Γενικά, όσο μεγαλύτερες είναι οι πωλήσεις, τόσο μεγαλύτερα είναι τα κέρδη και τόσο υψηλότερη η αξία των μετοχών της επιχείρησης. Οι πωλήσεις στη συνέχεια εξαρτώνται από έναν αριθμό

εξωτερικών και εσωτερικών παραγόντων. Οι κυριότεροι εσωτερικοί παράγοντες είναι οι τιμές πώλησης, η ποιότητα των προϊόντων, η διαφήμιση και η πολιτική πιστώσεων. Τέλος, η πολιτική πιστώσεων εξαρτάται από τις προϋποθέσεις παροχής πιστώσεων, τους εμπορικούς όρους, την πολιτική εισπράξεων, το επίπεδο της οικονομικής δραστηριότητας και το βαθμό ελέγχου, ο οποίος χρησιμοποιείται για την παρακολούθηση των πιστώσεων.

Προϋποθέσεις παροχής πιστώσεων: Οι προϋποθέσεις παροχής πιστώσεων καθορίζουν τον μέγιστο κίνδυνο τον οποίο είναι πρόθυμη να αναλάβει μια επιχείρηση εξαιτίας της παροχής πιστώσεων. Μειώνοντας τις προϋποθέσεις παροχής πιστώσεων, η επιχείρηση μπορεί να αυξήσει τις πωλήσεις με πίστωση. Όμως, το κόστος εισπράξης των λογαριασμών απαιτήσεων και οι ζημιές από επισφαλείς απαιτήσεις μπορεί να αυξηθούν κατά ένα μεγαλύτερο ποσό. Έτσι, η διοίκηση πρέπει να είναι ιδιαίτερα προσεκτική κατά τη διατύπωση των προϋποθέσεων παροχής πιστώσεων. Οι προϋποθέσεις παροχής πιστώσεων περιλαμβάνουν τις ακόλουθες μεταβλητές:

Χαρακτήρας. Ο όρος χαρακτήρας, σημαίνει ένα συνδυασμό χαρακτηριστικών τα οποία διακρίνουν έναν άνθρωπο από έναν άλλο. Στο πλαίσιο των προϋποθέσεων παροχής πιστώσεων, ο χαρακτήρας αναφέρεται στην τιμιότητα, υπευθυνότητα, ακεραιότητα και συνέπεια του δανειζομένου.

Ικανότητα πληρωμής. Η ικανότητα για πληρωμή καθορίζεται με βάση τα παρόντα και τα προσδοκώμενα έσοδα, τα υπάρχοντα δάνεια και τα λειτουργικά έξοδα του δανειζομένου.

Χρηματοοικονομική κατάσταση. Η χρηματοοικονομική κατάσταση του δανειζομένου καθορίζεται με βάση την καθαρή περιουσία του, η οποία ισούται με τη διαφορά μεταξύ ενεργητικού και υποχρεώσεων από τρίτους.

Εμπράγματα εγγυήσεις. Η ικανότητα παροχής εμπράγματων εγγυήσεων του δανειζομένου εξαρτάται από τα περιουσιακά στοιχεία που έχει στην ιδιοκτησία του και τη διάθεσή του να τα υποθηκεύσει ή να τα ενεχυριάσει.

Οικονομικές συνθήκες. Οι οικονομικές συνθήκες είναι παράγοντες πέρα από τον έλεγχο του δανειζομένου, οι οποίοι μπορεί να επηρεάσουν την ικανότητα του να πληρώνει χρέη (πχ μεταβολές στους φορολογικούς νόμους, ανταγωνισμός).

Παραγωγική δυναμικότητα. Η παραγωγική δυναμικότητα της δανείστριας επιχείρησης είναι ένα άλλο κριτήριο, το οποίο χρησιμοποιείται στον καθορισμό των προϋποθέσεων παροχής πιστώσεων. Η παραγωγική δυναμικότητα διαφέρει κατά την διάρκεια των κυκλικών διακυμάνσεων της οικονομίας και επηρεάζει τις προϋποθέσεις παροχής πιστώσεων.

Εμπορικοί όροι: Οι εμπορικοί όροι καθορίζουν τη χρονική περίοδο των πιστώσεων και το ποσόν των εμπορικών εκπτώσεων. Οι εμπορικοί όροι διαφέρουν σημαντικά από κλάδο σε κλάδο της οικονομίας και από προϊόν σε προϊόν. Οι επιχειρήσεις μπορεί να χαλαρώσουν τους εμπορικούς όρους, προκειμένου να αυξήσουν τις πωλήσεις τους. Η αύξηση των πωλήσεων που θα προκύψει σαν αποτέλεσμα της μείωσης της τιμής ενός προϊόντος εξαρτάται από την ελαστικότητα ζήτησης του συγκεκριμένου προϊόντος. Ελαστικότητα ζήτησης είναι η ευαισθησία των πωλήσεων ενός προϊόντος σε μια μεταβολή της τιμής του. Γενικά, μια επιχείρηση πρέπει να αυξάνει την έκπτωση η οποία έχει ίδια επίδραση με την μείωση της τιμής, μόνο αν η έκπτωση αυξάνει σημαντικά τις πωλήσεις. Η μεταβολή των εμπορικών όρων επηρεάζει τα κέρδη.

Λαμβάνοντας υπόψη το κόστος των λογαριασμών απαιτήσεων, το μικτό κέρδος μιας επιχείρησης μπορεί να υπολογιστεί με την ακόλουθη

εξίσωση:

$$\text{MK} = \text{ΑΠ} - \text{ΚΠ} - \text{ΚΛΑ}$$

Όπου,

MK= Μικτό Κέρδος

ΑΠ= Αξία Πωλήσεων

ΚΠ= Κόστος Πωληθέντων

ΚΛΑ= Κόστος Λογαριασμών Απαιτήσεων

Πολιτική εισπράξεων: Η πολιτική εισπράξεων που χρησιμοποιείται για την είσπραξη των λογαριασμών απαιτήσεων επηρεάζει την αποδοτικότητα της επιχείρησης. Κατά κανόνα, όσο ταχύτερα μετατρέπονται οι λογαριασμοί απαιτήσεων σε μετρητά, τόσο μεγαλύτερα είναι τα κέρδη της επιχείρησης. Όμως, αν η πολιτική εισπράξεων είναι υπερβολικά αυστηρή, ορισμένοι πελάτες ενδεχομένως να πραγματοποιήσουν τις αγορές τους από άλλους προμηθευτές. Τα χρηματοοικονομικά στελέχη πρέπει να αναζητούν την άριστη σχέση μεταξύ των πωλήσεων, των κερδών και της διάρθρωσης των κυκλοφορούντων ενεργητικών στοιχείων, όταν διαμορφώνουν την πολιτική εισπράξεων.

Οικονομική δραστηριότητα: Το παρόν και μελλοντικό επίπεδο οικονομικής δραστηριότητας επηρεάζουν την παροχή και είσπραξη των πιστώσεων. Οι προϋποθέσεις παροχής πιστώσεων πρέπει να είναι σχετικά επιεικείς κατά τη διάρκεια της ανάκαμψης και άνθησης, ενώ πρέπει να είναι περιοριστικές κατά τη διάρκεια της κάμψης και της ύφεσης. Οι εισπράξεις είναι εξαιρετικά δύσκολες κατά τη διάρκεια των τελευταίων δυο σταδίων, γιατί οι πελάτες προσπαθούν να επιμηκύνουν τις πληρωμές τους όσο το δυνατό περισσότερο, προκειμένου να αντιμετωπίσουν την τάση μείωσης των εσόδων. Άρα, οι προσπάθειες είσπραξης πρέπει επίσης να διαφέρουν ανάλογα με το στάδιο των κυκλικών διακυμάνσεων της οικονομίας.

Έλεγχος πιστώσεων: Οι έλεγχοι πιστώσεων διακρίνονται σε εξωτερικούς και εσωτερικούς. Οι εξωτερικοί έλεγχοι θέτουν όριο στο ύψος των πιστώσεων που χορηγούνται σε συγκεκριμένους πελάτες. Κατά κανόνα, το όριο πίστωσης ενός πελάτη εξαρτάται από την ελάχιστη κυκλοφοριακή ταχύτητα των λογαριασμών πληρωτέων του συγκεκριμένου πελάτη. Οι εσωτερικοί έλεγχοι επικεντρώνονται στο συνολικό ποσό των πιστώσεων που χορηγούνται από μια επιχείρηση. Η άριστη πολιτική πιστώσεων και κατά συνέπεια, το άριστο επίπεδο των απαιτήσεων από πωλήσεις με πίστωση εξαρτάται από τις ειδικές συνθήκες λειτουργίας κάθε επιχείρησης.

5.3 Διαχείριση μετρητών

Τα μετρητά εξασφαλίζουν τη ρευστότητα της επιχείρησης, δηλαδή την ικανότητα της επιχείρησης να εξυπηρετεί τις ληξιπρόθεσμες υποχρεώσεις της. Συνήθως, οι ταμιακές εκροές για την κάλυψη των ληξιπρόθεσμων υποχρεώσεων. Δε συμπίπτουν απόλυτα από άποψη χρόνου και μεγέθους με τις προσδοκώμενες ταμιακές εισροές και κατά συνέπεια, η επιχείρηση είναι υποχρεωμένη να διατηρεί ένα ποσόν μετρητών. Αν μια επιχείρηση δεν έχει ικανοποιητική ρευστότητα, για να εξυπηρετήσει τις ληξιπρόθεσμες υποχρεώσεις της, μπορεί να υποχρεωθεί σε πτώχευση.

Η υπερβολική όμως ρευστότητα επηρεάζει δυσμενώς την αποδοτικότητα της επιχείρησης. Αν τα μετρητά δεν επενδυθούν, τότε είναι μη παραγωγικά, επειδή δεν αποφέρουν κέρδος. Κατά συνέπεια, αποδοτικότητα και ρευστότητα είναι αντίθετες επιδιώξεις. Εκτός λίγων εξαιρέσεων, η αποδοτικότητα και η ρευστότητα είναι αρνητικώς συσχετισμένες. Η μεγιστοποίηση της αποδοτικότητας προϋποθέτει επένδυση και της τελευταίας δραχμής. Αυτό όμως οδηγεί σε ελαχιστοποίηση της ρευστότητας.

Ο προσδιορισμός και η πραγματοποίηση της άριστης σχέσεως μεταξύ ρευστότητας και αποδοτικότητας είναι έργο της χρηματοοικονομικής διοίκησης της επιχείρησης. Στην προσπάθεια αυτή χρήσιμο εργαλείο είναι τα εμπορεύσιμα βραχυπρόθεσμα αξιόγραφα (short term marketable securities), τα οποία έχουν μεγαλύτερο βαθμό ρευστοποίησης από όλα τα ενεργητικά στοιχεία μιας επιχείρησης, αλλά επιπρόσθετα αποφέρουν κέρδος.

Κίνητρα διατήρησης μετρητών: Σύμφωνα με τη Γενική Θεωρία Απασχόλησης, Τόκου και Χρήματος του Keynes υπάρχουν τρία κίνητρα για τη διατήρηση μετρητών. Το κίνητρο των συναλλαγών (σχετίζεται με το ποσόν των μετρητών το οποίο χρειάζεται μια επιχείρηση για να χρηματοδοτήσει τις ημερήσιες συναλλαγές της), το κίνητρο της εξασφάλισης (σχετίζεται με την συμπεριφορά των εισπράξεων και πληρωμών της επιχείρησης) και το κίνητρο της κερδοσκοπίας (σχετίζεται με την πραγματοποίηση του κέρδους). Επίσης υπάρχει άλλο ένα κίνητρο για διατήρηση μετρητών, το οποίο δεν αναφέρθηκε από τον Keynes, και σχετίζεται με την απαίτηση για διατήρηση αντισταθμιστικού υπολοίπου. Ορισμένες φορές οι τράπεζες απαιτούν από τους πελάτες τους να αφήνουν σε άτοκη κατάθεση ένα ποσό χρημάτων προκειμένου να αντισταθμίσουν το κόστος των υπηρεσιών που τους προσφέρουν. Για παράδειγμα, ορισμένες εμπορικές τράπεζες υποχρεώνουν τους δανειζόμενους να αφήνουν σε άτοκη κατάθεση ένα μέρος των δανεισθέντων κεφαλαίων.

Κύκλος μετρητών: Η διαχείριση μετρητών αποβλέπει στη διατήρηση ενός ελάχιστου υπολοίπου μετρητών, το οποίο εξασφαλίζει στην επιχείρηση ικανοποιητική ρευστότητα, για να εξυπηρετεί τις ληξιπρόθεσμες υποχρεώσεις της και ταυτόχρονα, μεγιστοποιεί την αποδοτικότητά της, χωρίς η επιχείρηση να εκτίθεται σε αδικαιολόγητο κίνδυνο. Δύο μέθοδοι μπορεί να χρησιμοποιηθούν για την επίτευξη

αυτού του σκοπού. Η πρώτη μέθοδος θεωρεί τα μετρητά σαν ένα χρηματοοικονομικό ενεργητικό και προσπαθεί να ελαχιστοποιήσει τη διάρκεια του κύκλου μετρητών (cash cycle). Η δεύτερη μέθοδος θεωρεί τα μετρητά σαν υλικό ενεργητικό και χρησιμοποιεί συστήματα ελέγχου αποθεμάτων προκειμένου να καθορίσει τα κατάλληλα επίπεδα μετρητών.

Ο κύκλος μετρητών ορίζεται σαν η μέση περίοδος επένδυσης σε αποθέματα, πλέον τη μέση περίοδο εισπραξης των απαιτήσεων, μείον τη μέση περίοδο πληρωμής των υποχρεώσεων. Ο κύκλος μετρητών πρέπει να διατηρείται όσο το δυνατό βραχύτερος. Ένας βραχύς κύκλος μετρητών καταλήγει σε μια υψηλή κυκλοφοριακή ταχύτητα μετρητών η οποία είναι επιθυμητή, επειδή μειώνει το μέσο υπόλοιπο μετρητών της επιχείρησης και το κόστος διατήρησης αυτών των μετρητών.

Τρόποι μείωσης διάρκειας κύκλου μετρητών: Υπάρχουν τρεις βασικοί τρόποι οι οποίοι μπορεί να οδηγήσουν σε μείωση της διάρκειας του κύκλου μετρητών και κατά συνέπεια, σε χαμηλότερο κόστος και μεγαλύτερα κέρδη: συγχρονισμός εισπράξεων και πληρωμών, επιτάχυνση εισπραξης λογαριασμών απαιτήσεων και επιβράδυνση πληρωμής λογαριασμών υποχρεώσεων. Η χρησιμοποίηση των παραπάνω τρόπων εξαρτάται από τη σχέση που διαμορφώνεται μεταξύ οφέλους και κόστους. Με άλλα λόγια, ένας τρόπος μπορεί να χρησιμοποιηθεί, αν έχει οριακό όφελος μεγαλύτερο από το οριακό κόστος.

Η βελτίωση των προβλέψεων δίνει τη δυνατότητα στις επιχειρήσεις να συγχρονίσουν τις εισπράξεις με τις πληρωμές και κατά συνέπεια, να μειώσουν το ταμιακό υπόλοιπο τους στο ελάχιστο. Οι μέθοδοι επιτάχυνσης των εισπράξεων (ταχυδρομικές θυρίδες και τράπεζες συγκέντρωσης) μειώνουν την καθυστέρηση που μεσολαβεί μεταξύ της χρονικής στιγμής που ο αγοραστής πληρώνει το λογαριασμό και της χρονικής στιγμής που ο πωλητής έχει τα χρήματα στη διάθεσή του. Στις μεθόδους καθυστέρησης των πληρωμών περιλαμβάνεται η συγκεντ-

ρωτική διαχείριση των υποχρεώσεων, οι λογαριασμοί μηδενικού υπολοίπου η ελεγχόμενη πληρωμή και ο χρονισμός των πληρωμών.

Εμπορεύσιμα βραχυπρόθεσμα αξιόγραφα: Τα εμπορεύσιμα βραχυπρόθεσμα αξιόγραφα θεωρούνται σχεδόν μετρητά, επειδή μπορούν να μετατραπούν σε μετρητά σε σύντομο χρονικό διάστημα, με χαμηλό κόστος και μικρό κίνδυνο. Επίσης τα εμπορεύσιμα βραχυπρόθεσμα αξιόγραφα αντιπροσωπεύουν μετρητά, τα οποία έχουν μετατραπεί σε κερδοφόρα ενεργητικά στοιχεία, προκειμένου η επιχείρηση να πραγματοποιήσει κάποιο κέρδος, το οποίο δεν θα μπορούσε να πραγματοποιηθεί, αν τα μετρητά παρέμεναν μη παραγωγικά στο ταμείο της επιχείρησης. Ύστερα από τα παραπάνω, η σχέση της διαχείρισης μετρητών και των εμπορεύσιμων βραχυπρόθεσμων αξιολογίων είναι προφανής.

Τα εμπορεύσιμα βραχυπρόθεσμα αξιόγραφα έχουν ορισμένα πλεονεκτήματα, ενώ τα μειονεκτήματά τους έχουν περιοριστεί από την ανάπτυξη των αμοιβαίων κεφαλαίων των χρηματαγορών. Τα εμπορεύσιμα βραχυπρόθεσμα αξιόγραφα έχουν τέσσερα πλεονεκτήματα:

1. Η χρονική διάρκεια για την ωρίμανση των εμπορεύσιμων βραχυπρόθεσμων αξιολογίων είναι συνήθως μικρότερη από ένα χρόνο.
2. Παρουσιάζουν μεγαλύτερη ασφάλεια έναντι των μακροπρόθεσμων αξιολογίων.
3. Έχουν μεγαλύτερη εμπορευσιμότητα καθόσον μπορούν να αγοραστούν και να πουληθούν στις υπάρχουσες οργανωμένες αγορές μέσα σε λίγα λεπτά της ώρας.
4. Δίνουν τη δυνατότητα στην επιχείρηση να πραγματοποιήσει κέρδη.

Όμως η αγορά και η πώληση εμπορεύσιμων βραχυπρόθεσμων αξιολογίων απαιτεί αφενός σημαντική γνώση και αφετέρου ένα ελάχιστο ποσό κάτω από το οποίο δεν εκδίδονται αξιόγραφα.

— Τα εμπορεύσιμα βραχυπρόθεσμα αξιόγραφα διατηρούνται για δύο βασικούς λόγους. Πρώτον, θα μπορούσαν να χρησιμοποιηθούν σαν υποκατάστατο των ταμιακών υπολοίπων που διατηρούνται για συναλ-λαγές, εξασφάλιση και κερδοσκοπία. Δεύτερον, σαν προσωρινή επένδυση η οποία ρευστοποιούμενη μπορεί να χρηματοδοτήσει είτε εποχιακές ή κυκλικές διακυμάνσεις της επιχειρηματικής δραστηριότητας, είτε υποχρεώσεις που προκύπτουν από τα προγράμματα δράσεως της επιχείρησης.

ΜΕΡΟΣ ΔΕΥΤΕΡΟ

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΠΡΩΤΟ 'ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΚΕΦΑΛΑΙΟ'

ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΗ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ

1.1 ΕΝΝΟΙΑ ΜΕΤΟΧΙΚΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ

Μετοχικό κεφάλαιο είναι ο όρος που χρησιμοποιείται για να περιγράψει το κεφάλαιο των ανώνυμων εταιριών. Κατά τη σύσταση της εταιρίας, το μετοχικό ταυτίζεται τα ίδια κεφαλαία (εισφορές ιδρυτών). Αργότερα με την έναρξη της λειτουργίας της, το μετοχικό κεφάλαιο αποτελείται από τις εισφορές των ιδρυτών κατά την σύσταση της εταιρίας, από μεταγενέστερες ουσιαστικές αυξήσεις του αρχικού κεφαλαίου και από κεφαλαιοποιήσεις διαφόρων ποσών που προέρχονται από αποθεματικά ή από αναπροσαρμογή της ιστορικής αξίας των περιουσιακών στοιχείων της εταιρίας ή από υποχρεώσεις της προς τρίτους.

Εκτός από την σύσταση, το μετοχικό κεφάλαιο πολύ σπάνια, ταυτίζεται με τα ίδια κεφαλαία της ανώνυμης εταιρίας. Το μετοχικό κεφάλαιο συνήθως αποτελεί τμήμα των ιδίων κεφαλαίων, τα οποία επιπλέον περιλαμβάνουν τις υπόλοιπες συνιστώσες της καθαρής περιούσιας (διάφορα μεταξύ ενεργητικού και υποχρεώσεις προς τρίτους). Όμως μπορεί να συμβεί και το αντίθετο, δηλαδή τα ίδια κεφάλαια να είναι μικρότερα του μετοχικού κεφαλαίου(αυτό παρουσιάζεται όταν οι ζημίες είναι μεγαλύτερες από την καθαρή περιούσια της επιχείρησης).

Το μετοχικό κεφάλαιο κατανέμεται σε ίσα μέρη, τα οποία αντιπροσωπεύονται από μεταβιβάσιμους τίτλους, ονομαζόμενους μετοχές. Οι κάτοχοι των μετοχών, ιδιοκτήτες της ανώνυμης εταιρίας, ονομάζονται μέτοχοι.

1.2 ΔΙΚΑΙΩΜΑΤΑ ΜΕΤΟΧΩΝ

Τα κυριότερα δικαιώματα των μετοχών είναι : το δικαίωμα ψήφου, το δικαίωμα προτίμησης, το δικαίωμα συμμετοχής στα κέρδη και το δικαίωμα συμμετοχής στο προϊόν της εκκαθάρισης της εταιρίας.

Δικαίωμα ψήφου έχουν όλοι οι μέτοχοι και μπορούν να το ασκήσουν είτε αυτοπροσώπως είτε με ορισμό αντιπροσώπου. Στην Ελλάδα , η ψηφοφορία για την εκλογή του Διοικητικού Συμβουλίου διεξάγεται με το πλειοψηφικό σύστημα(majority voting, ή ordinary noting system). Αυτό σημαίνει ότι κάθε μέτοχος έχει μια ψήφο για κάθε μετοχή και για την εκλογή ενός μέλους του Διοικητικού Συμβουλίου μπορεί να δώσει μόνο μια ψήφο.

Δικαίωμα προτίμησης (preemptive right) σημαίνει ότι παραχωρείται στους υπάρχοντες μετόχους το Δικαίωμα να αγοράζουν πρώτοι , ανάλογα με τον αριθμό των μετοχών τους, τις νέες μετοχές που εκδίδονται κατά την αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου σε μια προκαθορισμένη τιμή και μέσα σε μια ορισμένη χρονική περίοδο.

Οι μέτοχοι αμείβονται για τα κεφαλαία που επενδύουν στην εταιρία α) απο την αύξηση της τιμής της μετοχής και β) από το μέρος των καθαρών κερδών που διανέμεται με απόφαση του Διοικητικού Συμβουλίου και έγκριση της Γενικής Συνέλευσης.

Τέλος οι μέτοχοι έχουν δικαίωμα συμμετοχής στη διανομή του προϊόντος της εκκαθάρισης κατά την λύση της ανώνυμης εταιρίας , αφού πρώτα ικανοποιηθούν όλες οι υπόλοιπες απαιτήσεις κατά της ανώνυμης εταιρίας (residual claims).

1.3 ΚΑΤΗΓΟΡΙΕΣ ΜΕΤΟΧΩΝ

Οι μετοχές διακρίνονται σε κατηγορίες ανάλογα με τον τρόπο μεταβίβασης , τα δικαιώματα που παρέχονται στον κομιστή και την τιμή έκδοσης .

Οι μετοχές διακρίνονται, ανάλογα με τον τρόπο μεταβίβασης τους, σε ονομαστικές, σε ανώνυμες ή στον κομιστή, σε διαταγή και σε δεσμευτικές . Στις ονομαστικές αναγράφεται το όνομα του κομιστή και η μεταβίβαση τους απαιτεί ειδική διαδικασία όπως ορίζεται από τον νόμο . Οι μετοχές στον κομιστή δεν αναφέρουν το όνομα του κομιστή γι'αυτό ονομάζονται ανώνυμες και μεταβιβάζονται με απλή παράδοση. Αντίθετα, οι μετοχές σε διαταγή μεταβιβάζονται με οπισθογραμμηση. Τέλος οι δεσμευμένες μετοχές μεταβιβάζονται ύστερα από έγκριση του Διοικητικού Συμβουλίου ή της Γενικής Συνέλευσης της εταιρίας .

Οι μετοχές ανάλογα με τα δικαιώματα των κομιστών διακρίνονται σε κοινές, σε προνομιούχες και σε επικαρπίας . Οι κοινές μετοχές παρέχουν το δικαίωμα ψήφου , προτίμησης σε περίπτωση έκδοσης νέων μετοχών ,συμμετοχής στη διανομή κερδών και συμμετοχή στην εκκαθάριση κατά την λύση της ανώνυμης εταιρίας. Οι προνομιούχες μετοχές λαμβάνουν ολόκληρο το μέρος που τους ανάλογη ακόμα και αν τα κέρδη δεν επαρκούν και προηγούνται κατά την διανομή του προϊόντος της εκκαθάρισης σε περίπτωση λύση της ανώνυμης εταιρίας . Οι μετοχές επικαρπίας εκδίδονται κατά την απόσβεση του κεφαλαίου και παραδίδονται στους μετόχους των οποίων οι μετοχές αποσβέστηκαν.

Οι μετοχές ανάλογα με την τιμή έκδοσης τους διακρίνονται σε μετοχές εκδιδόμενες στο άρτιο ,υπέρ το άρτιο και υπό το άρτιο. Μετοχές εκδιδόμενες στο άρτιο(par stocks) είναι εκείνες των οποίων η τιμή διάθεσης κάθε μετοχής είναι ίση με την ονομαστική αξία της . Οι μετοχές εκδιδόμενες υπέρ το άρτιο (stocks at premium) είναι εκείνες των οποίων η

τιμή διάθεσης είναι ανώτερη από την ονομαστική αξία της μετοχές εκδιδόμενες υπό το άρτιο(discount stocks)εκείνες των οποίων η τιμή διάθεσης κάθε μετοχής είναι μικρότερη από την ονομαστική αξία της.

1.4 ΤΙΜΕΣ ΜΕΤΟΧΩΝ

Οι μετοχές των ανώνυμων εταιριών μπορούν να διαμορφωθούν σε τέσσερα είδη τιμών (αξιών) :ονομαστική, λογιστική ή εσωτερική, έκδοσης και χρηματιστηριακή.

Η ονομαστική αξία ή αξία στο άρτιο (nominal value ή par value) είναι η αξία που αναγράφεται στο σώμα της μετοχής και στο καταστατικό της εταιρίας . Ένας σκοπός της ονομαστικής αξίας είναι να καθορίζει την αναλογία κάθε μετοχής στην ιδιοκτησία της εταιρίας.

Λογιστική αξία είναι συνήθως το πηλίκο της καθαρής περιούσιας δια του αριθμού των μετοχών της εταιρίας σε αντίθεση ης ονομαστικής αξίας που καθορίζεται από την εταιρία.

Η τιμή διάθεσης των μετοχών στους αγοραστές κατά την έκδοση τους αντιπροσωπεύει την τιμή έκδοσης των μετοχών . Στην Ελλάδα η τιμή έκδοσης απαγορεύεται να είναι μικρότερη από την ονομαστική αξία των μετοχών .

Η χρηματιστηριακή αξία (market value) είναι η τρέχουσα αξία της μετοχής στην επίσημη χρηματιστηριακή αγορά ή άλλη αγορά στην οποία διαπραγματεύονται οι μετοχές. Η πραγματική αξία της μετοχής για τις εισηγμένες εταιρίες αντιπροσωπεύεται από την χρηματιστηριακή αξία και όχι από την λογιστική αξία.

1.5 ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ ΜΕ ΚΟΙΝΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΚΕΦΑΛΑΙΟ

Η χρηματοδότηση με κοινό μετοχικό κεφάλαιο έχει ορισμένα πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα .

Τα πλεονεκτήματα είναι ότι το κοινό μετοχικό κεφάλαιο δεν έχει ορισμένη ημερομηνία λήξης. Αποτελεί ασφαλιστική δικλείδα για τους δανειστές της εταιρίας και δεν μπορεί να πουληθεί ευκολότερα από τα δάνεια επειδή α)θεωρητικά έχει υψηλότερη προσδοκώμενη αποδοτικότητα από εκείνη του προνομιούχου κεφαλαίου και των ομολογιών, β)παρέχει στους επενδυτές μεγαλύτερη προστασία έναντι του πληθωρισμού από εκείνη του προνομιούχου μετοχικού κεφαλαίου και των ομολογιών και γ) τα κεφαλαιακά κέρδη από κοινές μετοχές , σε ορισμένες χώρες δεν φορολογούνται μέχρι να πραγματοποιηθούν, ενώ σε άλλες δεν φορολογούνται καθόλου.

Τα μειονεκτήματα όμως της χρηματοδότησης με κοινό μετοχικό κεφάλαιο είναι ότι η πώληση κοινών μετοχών επεκτείνει το δικαίωμα ψήφου και ελέγχου σε νέους ιδιοκτήτες μετοχών .Η χρησιμοποίηση δανείων επιτρέπει στην εταιρία να αντλήσει κεφάλαια με σταθερό κόστος ενώ η χρησιμοποίηση κοινών μετοχών σημαίνει ότι οι περισσότεροι μέτοχοι θα μοιράζονται τα κέρδη της εταιρίας στο μέλλον. Το κόστος αναδοχής και διανομής των μετοχών είναι συνήθως υψηλότερο από το κόστος αναδοχής και διανομής των προνομιούχων μετοχών και ομολογιών. Τέλος η πώληση νέων κοινών μετοχών μπορεί να θεωρηθεί σαν ένδειξη αδυναμίας της εταιρίας και κατά συνέπεια μπορεί να προξενήσει μείωση της τιμής των κοινών μετοχών.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΔΕΥΤΕΡΟ

' ΠΟΛΙΤΙΚΗ ΜΕΡΙΣΜΑΤΩΝ '

2.1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Τα καθαρά κέρδη μπορεί είτε να διανεμηθούν με την μορφή μερισμάτων στους μέτοχους, είτε να αποθεματοποιηθούν ώστε να βελτιώσουν τα μέσα δράσης των ανώνυμων εταιριών. Τα μερίσματα (dividend) είναι η μοναδική χρηματική αμοιβή που εισπράττουν οι μέτοχοι από την ανώνυμη εταιρία. Βέβαια, είναι ενδεχόμενο οι μέτοχοι να εισπράξουν επιπρόσθετα και κεφαλαιακά κέρδη, αν αποφασίσουν να πωλήσουν τις μετοχές τους και η χρηματιστηριακή τιμή είναι μεγαλύτερη από την τιμή έκδοσης. Από την άλλη πλευρά τα αποθεματικά είναι σημαντική πηγή χρηματοδότησης της ανώνυμης εταιρίας. Ύστερα από τα παραπάνω το θέμα που αναφέρεται είναι, αν οι μέτοχοι και η εταιρία είναι σε καλύτερη οικονομική κατάσταση όταν τα καθαρά κέρδη διανέμονται ή όταν παρακρατούνται.

2.2 ΘΕΩΡΙΕΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ ΜΕΡΙΣΜΑΤΩΝ

Ο κύριος αντικειμενικός σκοπός της Χρηματοοικονομικής Διοίκησης είναι να μεγιστοποιήσουν τον πλούτο των μετόχων, ο οποίος αντιπροσωπεύεται από τη χρηματιστηριακή αξία των μετοχών της εταιρίας. Σε θεωρητικό επίπεδο τρεις απόψεις έχουν διατυπωθεί σχετικά με την δυνατότητα της πολιτικής μερισμάτων να επηρεάσει την χρηματιστηριακή αξία των μετοχών.

Οι Modigliani-Miller προτείνουν ότι τα μερίσματα είναι άσχετα με τις τιμές των μετοχών, δηλαδή δεν επηρεάζουν την αξία της επιχείρησης και το κόστος του κεφαλαίου της. Κατά συνέπεια, δεν υπάρχει άριστη

κεφαλαιακή διάρθρωση. Μια πολιτική μερισμάτων είναι τόσο καλή όσο οποιαδήποτε άλλη.

Οι Gordon-Lintner διαφωνούν με τους Modigliani-Miller και υποστηρίζουν ότι τα μερίσματα είναι λιγότερο επικίνδυνα από τα κεφαλαιακά κέρδη. Κατά συνέπεια, οι εταιρίες πρέπει να διανέμουν ένα υψηλό ποσοστό μερισμάτων προς καθαρά κέρδη και να προσφέρουν μια υψηλή απόδοση μερισμάτων προκειμένου να μεγιστοποιήσουν τις τιμές των μετοχών τους.

Τέλος, η θεωρία του διαφορικού φόρου υποστηρίζει ότι οι επενδύτες προτιμούν την παρακράτηση των κερδών από την διανομή των μερισμάτων, επειδή τα κεφαλαιακά κέρδη φορολογούνται επιεικέστερα. Η θεωρία αυτή προτείνει οι εταιρίες να καταβάλουν ένα χαμηλό ποσοστό μερισμάτων προς τα καθαρά κέρδη, προκειμένου να μεγιστοποιήσουν τις τιμές των μετοχών τους.

Πάντως μέχρι σήμερα δεν έχει αποδειχθεί ποια άποψη είναι περισσότερο σωστή.

2.3 ΠΟΛΙΤΙΚΗ ΜΕΡΙΣΜΑΤΩΝ ΣΤΗΝ ΠΡΑΞΗ

Οι πολιτικές μερισμάτων που συνήθως ακολουθούνται στην πράξη είναι το σταθερό μέρισμα ανά μετοχή, το σταθερό ποσοστό διανεμομένων κερδών, το χαμηλό τακτικό μέρισμα συν έκτακτο και η υπολειμματική πολιτική μερισμάτων.

Η πολιτική του σταθερού ποσού ανά μετοχή που ακολουθείται από τις περισσότερες εταιρίες, διατηρεί τα μερίσματα αμετάβλητα για μια μεγάλη χρονική περίοδο. Η πολιτική σταθερών μερισμάτων συνεπάγεται υψηλότερες τιμές για τις μετοχές. Αυτό συμβαίνει για τον λόγο του ότι οι επενδύτες προτιμούν τα σταθερά μερίσματα γιατί έχουν μικρότερο κίνδυνο σε σύγκριση με τα κυμαινόμενα μερίσματα και γιατί τα μερίσματα αποτελούν την μοναδική πηγή εισοδήματος για πολλούς επενδυτές. Οι

επενδυτές αυτοί προτιμούν να πληρώσουν ένα πρόσθετο ποσόν για μια μετοχή με εξασφαλισμένο ένα ελάχιστο μέρισμα, παρά μια μετοχή με μέρισμα με διακυμάνσεις.

Την πολιτική διανομής σταθερού ποσοστού κέρδους την ακολουθούν πολύ λίγες εταιρίες. Επειδή τα κέρδη παρουσιάζουν διακυμάνσεις, η εφαρμογή της πολιτικής αυτής σημαίνει ότι το χρηματικό ποσόν των μερισμάτων θα κυμαίνεται.γι' αυτό το λόγο η πολιτική αυτή καταλήγει σε μεγιστοποίηση της αξίας των μετοχών της εταιρίας.

Η πολιτική χαμηλού τακτικού μερίσματος προσφέρει ευελιξία στην εταιρία, δημιουργεί όμως αβεβαιότητα στους μέτοχους για το ύψος του μερίσματος. Αν τα κέρδη της εταιρίας είναι πολύ ασταθή, η πολιτική αυτή ίσως είναι η καλύτερη.

Η υπολειμματική πολιτική μερισμάτων (residual policy of dividend) καθορίζει τον άριστο συνδυασμό επενδύσεων και το ποσόν των ίδιων κεφαλαίων που απαιτούνται για την χρηματοδότηση των παραπάνω επενδύσεων δεδομένης της επιθυμητής κεφαλαιακής διάρθρωσης της. Ακόμη όσο είναι δυνατό χρησιμοποιεί παρακρατηθέντα κέρδη για να καλύψει το ποσόν των ίδιων κεφαλαίων που απαιτούνται και διανέμει μερίσματα μόνο αν τα κέρδη είναι μεγαλύτερα από εκείνα που χρειάζονται για την υποστήριξη του άριστου συνδυασμού επενδύσεων.

2.4 ΠΡΟΣΔΙΟΡΙΣΤΙΚΟΙ ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ

Οι κυριότεροι παράγοντες οι οποίοι καθορίζουν την πολιτική μερισμάτων μιας ανώνυμης εταιρίας είναι οι νομικές διατάξεις , η ρευστότητα, η ανάγκη εξόφλησης δανείων, οι δανειακές συμβάσεις , ο ρυθμός επέκτασης του ενεργητικού , το κόστος ευκαιρίας, η σταθερότητα των κερδών, η δυνατότητα πρόσβασης στις κεφαλαιαγορές, ο έλεγχος και ο φόρος αδιανέμητων κερδών.

2.4.1 ΝΟΜΙΚΟΙ ΠΕΡΙΟΡΙΣΜΟΙ

Οι νομικοί περιορισμοί έχουν σημασία επειδή ορίζουν το πλαίσιο μέσα στο οποίο μπορεί να διαμορφωθεί η πολιτική μερισμάτων.

Οι πολιτειακές νομοθεσίες στις Η.Π.Α. δίνουν έμφαση στην πολιτική των καθαρών κερδών, στον κανόνα μείωσης του κεφαλαίου και στον κανόνα αφερεγγυότητας. Ο κανόνας των καθαρών κερδών (net profits rule) ορίζει ότι τα μερίσματα μπορούν να καλυφθούν από τα κέρδη των παρελθουσών και τρέχουσας χρήσεως. Ο κανόνας μείωσης του κεφαλαίου (capital impairment rule) προστατεύει τους πιστωτές απαγορεύοντας τη διανομή μερίσματος από το κεφάλαιο. Ο κανόνας αφερεγγυότητας (insolvency rule) ορίζει ότι οι εταιρίες δεν μπορούν να διανέμουν μερίσματα όταν οι υποχρεώσεις τους υπερβαίνουν τα ενεργητικά στοιχεία. Η διανομή μερισμάτων κάτω από τέτοιες συνθήκες σημαίνει ότι στους μέτοχους της εταιρίας διανέμονται κεφαλαία που ανήκουν δικαιωματικά στους πιστωτές της.

2.4.2 ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑ

Τα κέρδη που παρακρατούμαι επενδύονται ,γενικά , σε περιουσιακά στοιχεία που είναι απαραίτητα για την δραστηριότητα της εταιρίας. Τα κέρδη που παρακρατήθηκαν στο παρελθόν έχουν κιόλας επενδυθεί σε παραγωγικές εγκαταστάσεις, σε αποθέματα και σε άλλα περιουσιακά στοιχεία και δεν υπάρχουν με την μορφή ρευστών διαθέσιμων. Συνεπώς ακόμα και αν μια εταιρία έχει μια ικανοποιητική ιστορία κερδών, μπορεί να μην είναι σε θέση να καταβάλει μέρισμα λόγω μειωμένης ρευστότητας. Μάλιστα μια αναπτυσσόμενη εταιρία, ακόμα και αν είναι εξαιρετικά επικερδής, έχει συνήθως έντονη ανάγκη για κεφάλαια. Σε αυτή την περίπτωση η στάρια είναι πιθανόν να επιλέξει την μη διανομή κερδών.

2.4.3 ΑΝΑΓΚΗ ΕΞΟΦΛΗΣΗΣ ΔΑΝΕΙΩΝ

Όταν μια εταιρία έχει σύναψη δάνεια για την χρηματοδότηση επεκτάσεων ή σε αντικατάσταση άλλων μορφών χρηματοδότησης, αντιμετωπίζει δυο εναλλακτικές λύσεις. Μπορεί είτε να αναχρηματοδοτήσει τα δάνεια στην λήξη τους σε κάποια άλλη μορφή χρεογράφων, είτε να αποφασίσει την εξόφληση των δανειακών υποχρεώσεων από υπάρχοντα χρηματικά διαθέσιμα. Αν αποφασιστεί η εξόφληση των δανείων, αυτό θα απαιτήσει την παρακράτηση κερδών.

2.4.4 ΔΑΝΕΙΑΚΕΣ ΣΥΜΒΑΣΕΙΣ

Οι δανειακές συμβάσεις, ιδιαίτερα αυτές που αφορούν σε μακροπρόθεσμα δάνεια, συνήθως περιλαμβάνουν ορισμένους όρους οι οποίοι περιορίζουν την ικανότητα μιας εταιρίας να διανέμει μερίσματα. Οι περιορισμοί αυτοί έχουν σχεδιαστεί για την προστασία της θέσεως των δανειστών και συνήθως προβλέπουν ότι τα μελλοντικά μερίσματα μπορούν να καταβληθούν μόνο από τα κέρδη που δημιουργήθηκαν μετά από την υπογραφή της δανειακής σύμβασης (δηλαδή δεν μπορούν να καταβληθούν από τα παρακρατηθέντα κέρδη του παρελθόντος).

2.4.5 ΡΥΘΜΟΣ ΕΠΕΚΤΑΣΗΣ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ

Όσο ταχύτερος είναι ο ρυθμός ανάπτυξης της εταιρίας, τόσο μεγαλύτερες είναι οι ανάγκες χρηματοδότησης για την επέκταση των περιουσιακών στοιχείων της. Επιπλέον, όσο μεγαλύτερες είναι οι μελλοντικές ανάγκες σε κεφάλαια, τόσο περισσότερο πιθανό είναι η εταιρία να παρακρατήσει τα κέρδη της αντί να τα διανείμει.

2.4.6 ΚΟΣΤΟΣ ΕΥΚΑΙΡΙΑΣ & ΣΤΑΘΕΡΟΤΗΤΑ ΚΕΡΔΩΝ

Η αποδοτικότητα ενδεχόμενων επενδύσεων ίσου κινδύνου εκτός της εταιρίας καθορίζει και το πόσο ελκυστική είναι η διανομή κερδών στους μετόχους με την μορφή μερισμάτων σε σχέση με την επένδυση τους στην ίδια την εταιρία

Μια εταιρία που πραγματοποιεί σχετικά σταθερά κέρδη είναι συχνά σε θέση να προβλέψει τα μελλοντικά της κέρδη. Κατά συνέπεια, μια τέτοια εταιρία είναι περισσότερο πιθανό να διανέμει σε μερίσματα μεγαλύτερο ποσοστό των κερδών της παρά μια εταιρία με κυμαινόμενα κέρδη. Η ασταθής εταιρία δεν είναι βέβαιο αν θα μπορέσει να μέσα στα επόμενα χρόνια να πραγματοποιήσει τα αναμενόμενα κέρδη, με αποτέλεσμα την παρακράτηση ενός αυξημένου ποσοστού των παραγόντων κερδών. Ένα χαμηλό μέρισμα είναι περισσότερο εύκολο να διατηρηθεί σε περίπτωση μελλοντικής μείωσης των κερδών.

2.4.7 ΔΥΝΑΤΟΤΗΤΑ ΠΡΟΣΒΑΣΗΣ ΣΤΙΣ ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΕΣ

Μια μεγάλη και καθιερωμένη εταιρία με καλή ιστορία αποδοτικότητας και σταθερότητας κερδών έχει εύκολη πρόσβαση στις κεφαλαιαγορές και στις άλλες μορφές εξωτερικής χρηματοδότησης. Μια νέα και μικρή εταιρία έχει μεγάλο κίνδυνο για τους επενδυτές. Η ικανότητα που έχει μια τέτοια εταιρία να άντληση μετοχικά ή δανειακά κεφάλαια από τις κεφαλαιαγορές είναι περιορισμένη, γι' αυτό και είναι υποχρεωμένη να παρακρατεί μεγαλύτερο μέρος των κερδών της για την χρηματοδότηση των δραστηριοτήτων της. Τηρούμενων των αναλογιών, είναι περισσότερο πιθανό, μια καθιερωμένη εταιρία να έχει μεγαλύτερο ποσοστό κερδών σε σχέση με μια νέα ή μικρή εταιρία.

2.4.8 ΕΛΕΓΧΟΣ

Μια άλλη σημαντική μεταβλητή η οποία επηρεάζει την πολιτική μερισμάτων είναι ο έλεγχος και γι 'αυτό τον λόγο έχει καθιέρωση την πολιτική να επεκτείνονται οι εταιρίες μόνο μέχρι το σημείο που τους επιτρέπουν τα κέρδη τους. Η πολιτική αυτή στηρίζεται στο επιχείρημα ότι η άντληση των κεφαλαίων με την πώληση κοινών μετοχών μπορεί να εξασθενίσει τον έλεγχο του κυρίαρχου ομίλου των μετόχων της εταιρίας. Η εξάρτηση λοιπόν από την εσωτερική χρηματοδότηση με σκοπό την διατήρηση του ελέγχου μειώνει το ποσοστό των διανεμόμενων κερδών .

2.4.9 ΦΟΡΟΣ ΑΔΙΑΝΕΜΗΤΩΝ ΚΕΡΔΩΝ

Η παρακράτηση κερδών μπορεί να καταλήξει σε κεφαλαιακά κέρδη, τα οποία φορολογούνται με χαμηλότερους φορολογικούς συντελεστές σε σχέση με τα μερίσματα. Για να αποφευχθεί η χρησιμοποίηση της εταιρίας από τους μετόχους σαν ένα μηχανισμό αποφυγής φορολόγησης του ατομικού τους εισοδήματος (μερισμάτων) με υψηλούς συντελεστές , η φορολογική νομοθεσία των ανώνυμων εταιριών επιβάλλει φόρο στα αδιανεμήτα κέρδη.

2.5 ΜΗ ΧΡΗΜΑΤΙΚΑ ΜΕΡΙΣΜΑΤΑ

Πέρα από τα χρηματικά μερίσματα οι ανώνυμες εταιρίες χρησιμοποιούν επίσης μερίσματα σε μετοχές, διάσπαση μετοχών, αντίστροφη διάσπαση μετοχών, και μετοχές θησαυροφυλακίου(είναι οι κοινές μετοχές που επαναγοραζει η εκδότρια εταιρία σαν εναλλακτική λύση της διανομής μερισμάτων).

2.5.1 ΜΕΡΙΣΜΑ ΣΕ ΜΕΤΟΧΕΣ ΚΑΙ ΔΙΑΣΠΑΣΗ ΜΕΤΟΧΩΝ

Από την πλευρά των επενδυτών δεν υπάρχει ουσιαστική διάφορα ανάμεσα σε μετοχές και διάσπαση μετοχής. Και στις δυο περιπτώσεις οι μέτοχοι δεν γίνονται περισσότερο πλούσιοι αλλά απλώς κατέχουν περισσότερες μετοχές της ίδιας εταιρίας. Οι εταιρίες χρησιμοποιούν το μέρισμα σε μετοχές και την διάσπαση μετοχών για τέσσερις κυρίως λόγους.

Πρώτον, η αύξηση του αριθμού των μετοχών επιτρέπει στην εταιρία να διατηρήσει την τιμή των μετοχών σε επίπεδα που δίνουν την δυνατότητα σε μεγάλο αριθμό επενδυτών να αγοράσουν τις μετοχές.

Δεύτερον, η αύξηση του αριθμού των μετοχών μπορεί να αύξηση το μέσο αριθμό που διαπραγματεύονται σε μια μέρα . μετοχές με μεγάλο μέσο αριθμό διαπραγμάτευσης σε μια μέρα είναι συνήθως λιγότερο ευπαθείς από εκείνες που έχουν μικρό μέσο αριθμό διαπραγμάτευσης ημερησίως . Κατά συνέπεια η αύξηση του αριθμού των μετοχών μπορεί να κάνει τις μετοχές περισσότερο ελκυστικές στους θεσμικούς επενδύτες οι οποίοι εμπορεύονται μεγάλο αριθμό μετοχών.

Τρίτον, ο αυξημένος αριθμός μετοχών μπορεί να μεταφέρει ένα μήνυμα στους επενδύτες. Μερικοί επενδύτες μπορεί να πιστεύουν ότι η εταιρία χρησιμοποιεί το μέρισμα σε μετοχές ή την διάσπαση της μετοχής για να παρακρατήσει τα κέρδη και να αναπτυχθεί με ένα γρηγορότερο ρυθμό.

Τέταρτον, το μέρισμα σε μετοχές και η διάσπαση μετοχών επιτρέπει στην εταιρία να αποφύγει τις ταμιακές εκροές που υποχρεωτικά συνεπάγεται η καταβολή μερισμάτων. Με τον τρόπο αυτό η εταιρία μπορεί να βελτιώσει την ρευστότητα της .

2.5.2 ΑΝΤΙΣΤΡΟΦΗ ΔΙΑΣΠΑΣΗ ΜΕΤΟΧΩΝ & ΜΕΤΟΧΕΣ ΘΗΣΑΥΡΟΦΥΛΑΚΙΟΥ

Η αντίστροφη διάσπαση (reverse split) σημαίνει μείωση του αριθμού των μετοχών και ανάλογη αύξηση της ονομαστικής αξίας της μετοχής. Πολλές φορές αιτία της αντίστροφης διάσπασης της μετοχής είναι οι οικονομικές δυσκολίες .

Οι μετοχές θησαυροφυλακίου (treasury stocks) είναι ο όρος που χρησιμοποιείται για τις κοινές μετοχές που επαναγοράσε η εκδότρια εταιρία. Η επαναφορά αποτελεί εναλλακτική λύση της διανομής μερισμάτων. Η επαναφορά καταλήγει να παραμείνουν λιγότερες μετοχές σε κυκλοφορία. Αν υποθέσουμε ότι η επαναφορά δεν θα επηρεάσει αρνητικά τα κέρδη της εταιρίας, τότε τα κέρδη ανά μετοχή για τις μετοχές που θα παραμείνουν σε κυκλοφορία θα αυξηθούν. Η αύξηση αυτή των κερδών ανά μετοχή μπορεί να έχει σαν αποτέλεσμα την αύξηση της χρηματιστηριακής αξίας των μετοχών, γεγονός που σημαίνει ότι τα μερίσματα έχουν αντικατασταθεί από κεφαλαιακά κέρδη.

2.5.3 ΠΛΕΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ & ΜΕΙΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ ΤΗΣ ΕΠΑΝΑΓΟΡΑΣ ΜΕΤΟΧΩΝ

Τα κυριότερα πλεονεκτήματα της επαναγορας μετοχών είναι τα ακόλουθα. Πρώτον οι μετοχές έχουν την δυνατότητα επιλογής όταν η εταιρία επαναγοράζει τις μετοχές της, δηλαδή να πουλήσουν ή να μην πουλήσουν τις μετοχές τους. Αντίθετα στην περίπτωση διανομής κερδών οι μέτοχοι είναι υποχρεωμένοι να αποδεχθούν τα μερίσματα και να πληρώσουν το σχετικό φόρο. Κατά συνέπεια, οι μέτοχοι που χρειάζονται μετρητά μπορούν να πουλήσουν μερικές από τις μετοχές τους στην εταιρία, ενώ οι μέτοχοι που δεν επιθυμούν επιπρόσθετα μετρητά μπορούν απλά να παρακρατήσουν τις μετοχές τους.

Δεύτερον, η επαναφορά μπορεί να αποσύρει από την αγορά κεφαλαίων μια μεγάλη ποσότητα μετοχών η οποία ενδεχομένως να δημιουργούσε μεγάλη προσφορά μετοχών και κατά συνέπεια, να διατηρούσε την τιμή της μετοχής σε χαμηλά επίπεδα.

Τρίτον, η διοίκηση είναι απρόθυμη να αυξήσει τα μερίσματα, αν η αύξηση αυτή δεν μπορεί να διατηρηθεί στο μέλλον. Κατά συνέπεια, αν η αυξημένη ρευστότητα της εταιρείας θεωρείται προσωρινή, τότε η διοίκηση ενδεχομένως να προτιμήσει να διανείμει τα πλεονάζοντα μετρητά μάλλον με τη μορφή της επαναγοράς των μετοχών παρά να αναγγείλει ένα αυξημένο μέρισμα το οποίο δεν μπορεί να διατηρηθεί στο μέλλον.

Τέταρτον, η επαναγορά μετοχών μπορεί να χρησιμοποιηθεί για την πραγματοποίηση μεγάλης έκτασης αλλαγών στην κεφαλαιακή διάρθρωση της εταιρείας. Για παράδειγμα, μια εταιρεία μπορεί να επαναγοράσει τις μετοχές της προκειμένου να αυξήσει τη δανειακή της επιβάρυνση με απώτερο σκοπό να επιτύχει την επιθυμητή κεφαλαιακή διάρθρωση.

Εκτός όμως από τα πλεονεκτήματα υπάρχουν και μειονεκτήματα της επαναγοράς μετοχών. Πρώτον, οι μέτοχοι ενδεχομένως δεν είναι αδιάφοροι μεταξύ μερισμάτων και κεφαλαιακών κερδών και η τιμή των κοινών μετοχών μπορεί να ωφεληθεί περισσότερο παρά από τις επαναγορές μετοχών.

Δεύτερον, οι μέτοχοι που πουλάνε μετοχές μπορεί να μην είναι πλήρως ενήμεροι για όλες τις συνέπειες της επαναγοράς ή μπορεί να μην έχουν όλες τις αναγκαίες πληροφορίες σχετικά με τις παρούσες και μελλοντικές δραστηριότητες της εταιρείας.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΤΡΙΤΟ

' ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΜΙΣΘΩΣΗ '

3.1 ΙΣΤΟΡΙΚΗ ΕΞΕΛΙΞΗ

Συναλλαγές με στοιχεία χρηματοδοτικής μίσθωσης (X.M.) είναι γνωστές από τους αρχαιότατους χρόνους. Η πρώτη πράξη που θα μπορούσε να χαρακτηριστεί χρηματοδοτική μίσθωση, θεωρείται από ορισμένους μίσθωση στην Αίγυπτο την τρίτη χιλιετία προ Χριστού, από έναν κτηματία σε κάποιους άλλους ονομαζόμενους Muskemus, μιας έκτασης γης, μαζί με όλο τον εξοπλισμό, τους δούλους και τα κοπάδια των ζώων, έναντι περιοδικών καταβολών και για το χρονικό διάστημα ίσο με επτά πλημμύρες του Νείλου.

Αργότερα οι Ρωμαίοι ανέπτυξαν περισσότερο το θεσμό και κατάρτισαν λεπτομερείς διατάξεις για τη ρύθμιση της μίσθωσης αυτής που ενσωματώθηκαν στο Ρωμαϊκό Δίκαιο. Στον Μεσαίωνα, οι πράξεις χρηματοδοτικής μίσθωσης αναφέρονταν κυρίως σε άλογα και σε γεωργικά εργαλεία, ενώ στην Αγγλία επεκτάθηκε η δραστηριότητα αυτή στον τομέα των ακίνητων.

Σημαντική ανάπτυξη γνωρίζει η χρηματοδοτική μίσθωση από τα μέσα του 19^{ου} αιώνα, όποτε εμφανίζονται στις Η.Π.Α., αλλά και στην Αγγλία οι πρώτες εταιρίες χρηματοδοτικής μίσθωσης που ειδικεύονται στη μίσθωση βαγονιών για μεταφορά εμπορευμάτων.

Στις αρχές του 20^{ου} αιώνα ώθηση στην ανάπτυξη του θεσμού έδωσε η εμφάνιση του αυτοκίνητου. Η σύγχρονη φάση της χρηματοδοτικής μίσθωσης χρονολογείται από τα πρώτα μεταπολεμικά χρόνια. Ορόσημο

θεωρείται η ίδρυση στις Η.Π.Α. από τον Henry Schoenfeld της εταιρίας United States Leasing Comporation. Από τότε η εξέλιξη του θεσμού στις Η.Π.Α. υπήρξε θεαματική. Όλες σχεδόν οι μεγάλες επιχειρήσεις παραγωγής και εμπορίας κεφαλαιουχικών αγαθών χρησιμοποιούν τη χρηματοδοτική μίσθωση σαν εναλλακτική μέθοδο διάθεσης των προϊόντων τους, ενώ ένα σημαντικό ποσοστό των νέων επενδύσεων χρηματοδοτείται με την μέθοδο αυτή.

Στην Ευρώπη η χρηματοδοτική μίσθωση μεταφυτεύθηκε από τις Η.Π.Α. στις αρχές της δεκαετίας του 1980 ο ρυθμός ανάπτυξης του θεσμού ήταν πολύ ταχύτερος, σε σύγκριση με εκείνον των Η.Π.Α. γιατί οι επενδύτες αναγνώρισαν τα σοβαρά πλεονεκτήματα του.

3.2 ΟΡΙΣΜΟΣ

Η χρηματοδοτική μίσθωση είναι μια σύμβαση, με την οποία ο ένας των συμβαλλόμενων, ο εκμισθωτής (lessor) παραχωρεί τη χρήση ενός πράγματος στον αντισυμβαλλόμενο, το μισθωτή (lessee) για μια ορισμένη χρονική περίοδο έναντι περιοδικών πληρωμών.

Με άλλα λόγια, η χρηματοδοτική μίσθωση αποτελεί έναν τρόπο απόκτησης της χρήσης διαφόρων πραγμάτων χωρίς να μεσολαβήσει η αγορά των πραγμάτων αυτών.

Ο παραπάνω ορισμός, επειδή είναι πολύ γενικός δεν είναι δυνατόν να συμπεριλάβει με ακρίβεια όλες τις μορφές με τις οποίες εμφανίζεται η χρηματοδοτική μίσθωση και οι οποίες διαφοροποιούνται σημαντικά με βάση νομικά, λογιστικά, οικονομικά, ή φορολογικά κριτήρια.

Την ασάφεια αυτή προσπάθησε να περιορίσει η Επιτροπή Διεθνών Λογιστικών Πρότυπων η οποία το 1982 δημοσίευσε την IAS-17 που χρησιμοποιούνται διεθνώς στα πλαίσια της χρηματοδοτικής μίσθωσης .

3.3 ΒΑΣΙΚΑ ΕΙΔΗ

Οι δυο βασικές μορφές χρηματοδοτικής μίσθωσης είναι η χρηματοοικονομική μίσθωση και η λειτουργική μίσθωση.

Στην χρηματοοικονομική μίσθωση (financial leasing) ο εκμισθωτής μεταβιβάζει στο μισθωτή όλους τους κινδύνους, αλλά και όλα τα οφέλη που είναι δυνατό να προέλθουν από το μίσθιο. Τα μισθώματα που καταβάλλονται εξασφαλίζουν στον εκμισθωτή την ανάκτηση της δαπάνης αγοράς του μισθίου καθώς και μια λογική καθαρή απόδοση των κεφαλαίων που επένδυσε. Η λέξη καθαρή σημαίνει ότι ο μισθωτής είναι υπεύθυνος για τη συντήρηση, ασφάλιση και λοιπά έξοδα τα οποία σχετίζονται με την χρήση του μισθίου. Η σύμβαση δεν μπορεί να ακυρωθεί πριν από την λήξη της .

Η λειτουργική μίσθωση (operating leasing ή service leasing), στην οποία οι κίνδυνοι και τα οφέλη δεν μεταβιβάζονται πλήρως στο μισθωτή, περιλαμβάνει και την παροχή υπηρεσιών συντήρησης του μισθίου. Η μίσθωση αυτή περιέχει μια ρήτρα ακύρωσης, η οποία δίνει στο μισθωτή το δικαίωμα διακοπής της σύμβασης και επιστροφής του εξοπλισμού πριν από την λήξη της συμφωνίας. Η διάρκεια της μίσθωσης μπορεί να είναι τόσο μικρή που το καταβαλλόμενο μίσθωμα να μην επαρκεί για την ανάκτηση του πλήρους κόστους του εξοπλισμού. Οι ηλεκτρονικοί υπολογιστές, τα φωτοτυπικά μηχανήματα και τα διάφορα οχήματα είναι τα βασικά είδη εξοπλισμού που καλύπτονται με λειτουργικές μισθώσεις.

3.4 ΛΟΙΠΑ ΕΙΔΗ

Εκτός από τα δυο βασικά είδη χρηματοδοτικής μίσθωσης υπάρχει ένας αρκετά μεγάλος αριθμός χρηματοδοτικών μισθώσεων, οι οποίες ενώ από την πρώτη όψη εντάσσονται στο ένα ή στο άλλο από τα προαναφερθέντα

είδη, παρουσιάζουν τέτοιες ιδιαιτερότητες, οι οποίες τις κατατάσσουν σε ξεχωριστά είδη χρηματοδοτικών μισθώσεων .

Διακρίνουμε την πώληση και επαναμισθωση, τη συμμετοχική χρηματοδοτική μίσθωση την διεθνή χρηματοδοτική μίσθωση, τη φορολογική χρηματοδοτική μίσθωση και την άμεση μίσθωση .

3.4.1 ΠΩΛΗΣΗ ΚΑΙ ΕΠΑΝΑΜΙΣΘΩΣΗ

Στην πώληση και επαναμισθωση η επιχείρηση πουλάει ένα μέρος ή όλα τα πάγια στοιχεία της σε ένα χρηματοπιστωτικό ίδρυμα και ταυτόχρονα συνάπτει με τον αγοστή μια σύμβαση μίσθωσης των στοιχείων αυτών, για ένα ορισμένο χρονικό διάστημα και κάτω από συγκεκριμένους όρους.

Οι επιχειρήσεις θεωρούν τα πάγια περιουσιακά στοιχεία σαν αναγκαίο κακό. Με την πώληση και επαναμισθωση, οι επιχειρήσεις παρακάμπτουν την αναγκαιότητα αυτή και συγχρόνως βελτιώνουν την ρευστότητα τους. Επιπρόσθετα, ενώ οι επιχειρήσεις εξακολουθούν να χρησιμοποιούν τα πάγια περιουσιακά στοιχεία για τις ανάγκες της λειτουργίας τους, έχουν ευνοϊκότερη φορολογική αντιμετώπιση, επειδή το καταβαλλόμενο μίσθωμα εκπίπτει από τα έσοδα. Στην ουσία οι επιχειρήσεις υπολογίζουν αποσβέσεις στα πάγια περιουσιακά στοιχεία που πούλησαν.

Η πώληση και επαναμισθωση παρουσιάζουν ιδιαίτερο ενδιαφέρον για πολλές μεταποιητικές επιχειρήσεις, οι οποίες απασχολούν πολλά πάγια στοιχεία τα οποία επιπλέον χρηματοδοτούνται με βραχυπρόθεσμα κεφάλαια και όχι με ίδια ή τουλάχιστον με μακροπρόθεσμα όπως ορίζουν οι βασικές αρχές χρηματοδότησης των επιχειρήσεων.

3.4.2 ΣΥΜΜΕΤΟΧΙΚΗ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΙΚΗ ΜΙΣΘΩΣΗ

Η συμμετοχική χρηματοδοτική μίσθωση απαρτίζεται από ένα ή περισσότερα πρόσωπα και ασχολούνται με την χρηματοδότηση που

περιέχει τα κεφάλαια για την αγορά του μισθίου. Ο εκμισθωτής απολαμβάνει όλα τα φορολογικά πλεονεκτήματα που πηγάζουν από την κυριότητα του μισθίου (αποσβέσεις), παρά το γεγονός ότι συμμετέχει στο κόστος απόκτησης του μισθίου μόνο κατά ένα μικρό ποσοστό .

Εδώ υπάρχουν δυο συμβάσεις. Η μια είναι η σύμβαση χρηματοδοτικής μίσθωσης μεταξύ εκμισθωτή και μισθωτή, ο οποίος κατά κάποιο τρόπο ενεργεί σαν εκπρόσωπος των χρηματοδοτών. Η άλλη είναι η σύμβαση χρηματοδότησης μεταξύ των χρηματοδοτών και του εκμισθωτή. Για την εξασφάλιση των συμφερόντων των χρηματοδοτών, ο εκμισθωτής τους εκχωρεί ανάλογο ποσοστό από τα μισθώματα. Η μορφή αυτή της χρηματοδοτικής μίσθωσης χρησιμοποιείται όταν το μίσθια είναι αντικείμενο μεγάλης αξίας , όπως τρένα, αεροπλάνα, πλοία κ.λ.π.

3.4.3 ΔΙΕΘΝΗΣ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΙΚΗ ΜΙΣΘΩΣΗ

Στην διεθνή χρηματοδοτική μίσθωση δυο τουλάχιστον από τους συμβαλλομένους έχουν την έδρα των επιχειρήσεων τους σε διαφορετικές χώρες. Όταν ο πωλητής του αντικειμένου εδρεύει στο εξωτερικό και ο μισθωτής και εκμισθωτής στο εσωτερικό, έχουν εισαγωγική χρηματοδοτική μίσθωση ,ενώ αντίθετα, όταν ο μισθωτής έχει έδρα σε χώρα του εξωτερικού και οι υπόλοιποι δυο στο εσωτερικό, τότε έχουμε εξαγωγική χρηματοδοτική μίσθωση.

Η διεθνής χρηματοδοτική μίσθωση συνδέεται, σε σύγκριση με την εγχώρια χρηματοδοτική μίσθωση, με πρόσθετους κινδύνους για τον εκμισθωτή. Πρώτον, το συναλλαγματικό κίνδυνο που οφείλεται στην διακύμανση των συναλλαγματικών ισοτιμιών και ειδικότερα του νομίσματος, στο οποίο εκφράζονται τα μισθώματα, έναντι του εθνικού νομίσματος της χώρας του εκμισθωτή. Δεύτερον, τον κίνδυνο χώρας (country risk), ο οποίος περιλαμβάνει τόσο τον οικονομικό κίνδυνο όσο και τον πολιτικό κίνδυνο. Ο οικονομικός κίνδυνος αναφέρεται στο

ενδεχόμενο αδυναμίας της χώρας του μισθωτή να ανταποκριθεί στις οικονομικές της υποχρεώσεις στο εξωτερικό. Ο πολιτικός κίνδυνος αναφέρεται στην ενδεχόμενη απροθυμία του νέου καθεστώτος της χώρας του μισθωτή να αναγνωρίσει τις συμβατικές δεσμεύσεις του προηγούμενου καθεστώτος. Τρίτον, τον αυξημένο πιστωτικό κίνδυνο λόγω των σοβαρών πρόσθετων δυσχερειών στην εκτίμηση της φερεγγυότητας του εκμισθωτή ή μισθωτή που οφείλονται κυρίως στο διαφορετικό νομικό περιβάλλον. Οι διαφορές στη φορολογική νομοθεσία και στο νομικό προσδιορισμό της χρηματοδοτικής μίσθωσης από χώρα σε χώρα, μάλλον συνιστούν εμπόδιο στην ανάπτυξη των διεθνών χρηματοδοτικών μισθώσεων. Ένα άλλο εμπόδιο είναι οι δεσμεύσεις που προβλέπουν οι νομοθεσίες των διαφόρων χωρών για την χρησιμοποίηση του εξοπλισμού, ο οποίος αποκτήθηκε με χρηματοδοτική μίσθωση εκτός των συνόρων τους. Για παράδειγμα, στις Η.Π.Α. δε χορηγείται συνήθως η έκπτωση επένδυσης (investment tax credit) σε περίπτωση χρηματοδοτικής μίσθωσης εξοπλισμού που χρησιμοποιείται εκτός Η.Π.Α. Στην Αγγλία, το ποσοστό που δικαιούται ο εκμισθωτής να εκπέσει τον πρώτο χρόνο από το κόστος του μισθίου (capital allowance) περιορίζεται στο 25% σε περίπτωση διεθνούς χρηματοδοτικής μίσθωσης (σε εθνικές μισθώσεις εκπίπτει το 100%). Κάτω από αυτές τις συνθήκες είναι λογικό ο εκμισθωτής να απαιτεί υψηλότερο μίσθωμα.

Μερικές φορές η προσεκτική μελέτη των νομοθεσιών αποκαλύπτει νομικούς χειρισμούς οι οποίοι τελικά καθιστούν μία διεθνή χρηματοδοτική μίσθωση ελκυστική. Για παράδειγμα αν ένας Άγγλος εκμισθώσει ένα περιουσιακό στοιχείο σε έναν Αμερικάνο στις Η.Π.Α., χωρίς δικαίωμα αγοράς στο τέλος της σύμβασης, αλλά μόνο με δικαίωμα ανανέωσης, τότε ο εκμισθωτής δικαιούται έκπτωση 25%. Αν είχε χορηγηθεί δικαίωμα αγοράς, τότε η χρηματοδοτική μίσθωση θα ήταν για την αγγλική νομοθεσία 'ενοικίαση – αγορά' (hire purchase) και ο εκμισθωτής θα έχανε την έκπτωση του 25%. Σύμφωνα με την νομοθεσία των Η.Π.Α., επειδή ο

μισθωτής έχει το δικαίωμα ανανέωσης, αποκτά την κυριότητα του μισθίου και επομένως δικαιούται την έκπτωσης επένδυσης (10%) και τις αποσβέσεις του μισθίου. Οι φορολογικές αρχές της Αγγλίας θεωρούν ότι ο Άγγλος εκμισθωτής έχει την κυριότητα του μισθίου, ενώ οι αρχές των Η.Π.Α. θεωρούν ότι ο Αμερικάνος μισθωτής έχει την κυριότητα με αποτέλεσμα να διπλασιάζονται τα φορολογικά πλεονεκτήματα (double tip leasing).

3.4.4 ΦΟΡΟΛΟΓΙΚΗ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΙΚΗ ΜΙΣΘΩΣΗ

Η ανάπτυξη της χρηματοδοτικής μίσθωσης στις Η.Π.Α. έχει επηρεαστεί σημαντικά από τη φορολογική νομοθεσία (tax based leasing). Ο θεσμός προσφέρει την ευκαιρία σε επιχειρήσεις, οι οποίες δεν προβλέπεται να έχουν φορολογητέα κέρδη, να αποκτήσουν νέα περιουσιακά στοιχεία απαραίτητα για την παραγωγική τους διαδικασία, εκχωρώντας τις φορολογικές τους ατέλειες στον εκμισθωτή. Για παράδειγμα ο εκμισθωτής Α είναι μία επιχείρηση που πραγματοποιεί σημαντικά κέρδη και έχει φορολογικό συντελεστή 46%. Η επιχείρηση Β χρειάζεται καινούργιο εξοπλισμό αξίας 2 εκατομμυρίων δολαρίων, προκειμένου να αυτοματοποιήσει την παραγωγική της διαδικασία. Η επιχείρηση Β δεν προβλέπεται να έχει σημαντικό φορολογητέο εισόδημα τα επόμενα δύο χρόνια. Επομένως, αν δανειστεί για να αγοράσει τον εξοπλισμό, τα χρηματοπιστωτικά έξοδα δεν θα καλυφθούν από τα έσοδά της. Ο Α ευχαρίστως αναλαμβάνει να αγοράσει τον εξοπλισμό και να τον μισθώσει στην επιχείρηση Β, έναντι ενός λογικού μισθώματος, προκειμένου να εκμεταλλευτεί τις φορολογικές ωφέλειες που είναι σημαντικές. Οι ωφέλειες (tax shield) προέρχονται από την έκπτωση επένδυσης -10% επί των 2 εκατομμυρίων δολαρίων – και από τις αποσβέσεις του μισθίου. Γενικά, σε αυτές τις περιπτώσεις, οι όροι της σύμβασης διατυπώνονται μετά από προσεκτική μελέτη της φορολογικής νομοθεσίας και έχουν στόχο

να μεγιστοποιήσουν τις ωφέλειες από το φορολογικό σύστημα. Οι περισσότερες συμβάσεις που πραγματοποιούνται στις Η.Π.Α. είναι αυτού του είδους .

3.4.5. ΑΜΕΣΗ ΜΙΣΘΩΣΗ

Στην περίπτωση της άμεσης μίσθωσης (direct leasing) ο εκμισθωτής είναι θυγατρική εταιρία του κατασκευαστή ή εκείνου που παρέχει το περιουσιακό στοιχείο και έχει σαν αντικείμενο την προώθηση των πωλήσεων της μητέρας επιχείρησης με τη σύναψη χρηματοοικονομικών μισθώσεων. Ο εκμισθωτής αναλαμβάνει και την συντήρηση του μισθίου.

3.5. ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΙΚΗΣ ΜΙΣΘΩΣΗΣ ΓΙΑ ΤΟΝ ΕΚΜΙΣΘΩΤΗ

Η απόκτηση κάποιου περιουσιακού στοιχείου μπορεί να γίνει με δανειακά κεφαλαία ή εναλλακτικά το στοιχείο μπορεί να ενοικιαστεί . Ο μισθωτής υιοθετεί την μίσθωση, αν το κόστος της είναι μικρότερο από το κόστος της αγοράς του περιουσιακού στοιχείου με δανεισμό. Ο εκμισθωτής μπορεί να αγοράσει το περιουσιακό στοιχείο που προορίζεται να αποτελέσει αντικείμενο χρηματοδοτικής μίσθωσης είτε με ίδια κεφαλαία είτε με σύναψη δανείου. Αν η καθαρή παρούσα αξία της μίσθωσης είναι μεγαλύτερη από το μηδέν τότε η μίσθωση συμφέρει τον εκμισθωτή.

Πάντως, ανεξάρτητα από τον τρόπο αξιολόγησης, η απόφαση του εκμισθωτή θα βασιστεί στην καθαρή παρούσα αξία των καθαρών ταμιακών ροών της μίσθωσης με συντελεστή προεξόφλησης το πραγματικό κόστος ευκαιρίας του κεφαλαίου του εκμισθωτή. Συγκεκριμένα αν η παρούσα αξία είναι θετική, ο εκμισθωτής έχει

συμφέρον να εκμισθώνει περιουσιακά στοιχεία παρά να τοποθετεί τα κεφάλαιά του σε εναλλακτικές χρήσεις.

3.6 ΠΛΕΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ & ΜΕΙΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ Χ.Μ. ΓΙΑ ΤΟ ΜΙΣΘΩΤΗ

Η χρηματοδοτική μίσθωση παρουσιάζει μια σειρά από πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα για το μισθωτή. Συγκεκριμένα ο μισθωτής απολαμβάνει βελτίωση ρευστότητας και δανειακής επιβάρυνσης, εύκολη χρηματοδότηση, μεγαλύτερη ευελιξία, φορολογικά κίνητρα, ακριβή προσδιορισμό του κόστους της επένδυσης, καλύτερο προγραμματισμό των ταμιακών ροών και δαπανών, λιγότερες εμπράγματα εξασφαλίσεις, μικρότερο κίνδυνο πτώχευσης και καλύτερες υπηρεσίες συντήρησης . Από την άλλη πλευρά όμως ο μισθωτής επιβαρύνεται με μεγαλύτερο ονομαστικό κόστος σε σύγκριση με την τραπεζική χρηματοδότηση, δεν έχει την ιδιοκτησία της υπολειμματικής αξίας του μισθίου και αναλαμβάνει μεγαλύτερο κύκλο ευθυνών .

3.7 ΠΛΕΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ ΓΙΑ ΤΟΝ ΕΚΜΙΣΘΩΤΗ

Η χρηματοδοτική μίσθωση για τον εκμισθωτή συνεπάγεται στην ουσία μόνο πλεονεκτήματα. Τα κυριότερα από τα πλεονεκτήματα είναι το κοινωνικό κόστος, ο κίνδυνος, η διαπραγματευτική ικανότητα και τα φορολογικά πλεονεκτήματα.

Μια εταιρία χρηματοδοτικής μίσθωσης μπορεί να μειώσει το κοινωνικό κόστος της οικονομικής απαξίωσης του μισθίου και να αύξηση την υπολειμματική του αξία. Το μίσθιο μπορεί να κριθεί ακατάλληλο για τον χρηστή στο τέλος της μίσθωσης, όμως είναι δυνατό να καλύπτει πλήρως τις ανάγκες ενός άλλου χρηστή. Χαρακτηριστικό παράδειγμα είναι οι ηλεκτρονικοί υπολογιστές.

Η εταιρία χρηματοδοτικής μίσθωσης παραμένει κύριος του μισθίου. Κατά συνέπεια, μπορεί, να αφαιρέσει το μίσθιο από τη χρήση του μισθωτή, σε αντίθεση με όσα συμβαίνουν στην τραπεζική χρηματοδότηση, όπου κύριος του εξοπλισμού είναι ο δανειολήπτης.

Η χρηματοδοτική μίσθωση αποτελεί ένα ιδιαίτερα δυναμικό μέσο για την αύξηση του κύκλου εργασιών του προμηθευτή του μισθίου. Επομένως οι εταιρίες χρηματοδοτικής μίσθωσης μπορούν να επιτύχουν ευνοϊκές τιμές και πιστωτικές διευκολύνσεις, οι οποίες μέχρι ένα σημείο μετακυλύουν στο μισθωτή.

Εκτός από το μισθωτή, οι συμβάσεις χρηματοδοτικής μίσθωσης παρέχουν συγκεκριμένα φορολογικά πλεονεκτήματα στον εκμισθωτή όπως εκπτώσεις για λειτουργικές δαπάνες και τόκους ξένων κεφαλαίων ,δυνατότητα αποσβέσεων κ.λ.π.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΤΕΤΑΡΤΟ

ΟΜΟΛΟΓΙΑΚΑ ΔΑΝΕΙΑ

4.1 ΟΡΙΣΜΟΣ

Τα ομολογιακά δάνεια είναι δάνεια μεγάλου ύψους και πουλιούνται από επιχειρήσεις σε επενδύτες, προκειμένου να αντλήσουν τα αναγκαία για τη λειτουργία του κεφαλαίου μεγάλης διάρκειας. Το κεφάλαιο των δανείων αυτών αναλαμβάνεται από πολλούς δανειστές. Κάθε δανειστής χορηγεί μόνο ένα μικρό μέρος του συνολικού δανείου. Η απαίτηση των δανειστών κατά του δανειζομένου για την επιστροφή του κεφαλαίου και την καταβολή των τόκων ενσωματώνεται στις ομολογίες.

Στην ομολογία αναγράφεται το ποσόν του δανείου, το μέρος του δανείου που αντιπροσωπεύει η ομολογία, το επιτόκιο του δανείου, ο χρόνος πληρωμής των τόκων, ο χρόνος εξοφλήσεως του δανείου και οι λοιποί όροι έκδοσης του δανείου.

Στην Ελλάδα, ομολογιακά δάνεια εκδίδουν το Δημόσιο, τα Νομικά Πρόσωπα Δημόσιου Δικαίου, οι κρατικές επιχειρήσεις, οι τράπεζες και οι ανώνυμες εταιρίες. Όμως η ανάπτυξη του θεσμού μέχρι και σήμερα δεν θεωρείται γενικά ικανοποιητική.

4.2 ΣΥΜΒΑΣΗ ΔΑΝΕΙΟΥ

Η σύμβαση ενός ομολογιακού δανείου επηρεάζει σημαντικά το πραγματικό κόστος του δανείου και την μελλοντική ευελιξία της εκδότριας επιχείρησης.

Η σύμβαση του δανείου είναι ένα νομικό έγγραφο το οποίο αναφέρεται στα δικαιώματα και στις υποχρεώσεις των κατοχών των ομολογιών και της εκδότριας επιχείρησης. Η σύμβαση περιλαμβάνει περιοριστικούς όρους για την εκδότρια εταιρία, όπου καλύπτουν θέματα όπως οι συνθήκες κάτω από τις οποίες η επιχείρηση μπορεί να εξόφληση τις ομολογίες πριν από την λήξη τους, το επίπεδο το οποίο ο δείκτης κάλυψης τόκων μπορεί να διατηρείται, αν η επιχείρηση πρόκειται να εκδώσει επιπρόσθετο δάνειο και περιορισμούς στις πληρωμές μερισμάτων, προκειμένου τα κέρδη να χρησιμοποιηθούν κατά προτεραιότητα για την εξυπηρέτηση του δανείου. Γενικά, οι όροι αυτοί είναι σχεδιασμένοι να διασφαλίζουν τους επενδύτες ότι η επιχείρηση δεν μεταβάλλει τη χρηματοοικονομική της πολιτική, με σκοπό να υποβαθμίσει την ποιότητα των ομολογιών της μετά από τη στιγμή της έκδοσης της.

4.3 ΒΑΣΙΚΕΣ ΚΑΤΗΓΟΡΙΕΣ ΟΜΟΛΟΓΙΩΝ

Η ταξινόμηση των ομολογιών συνήθως βασίζεται στο είδος της εξασφάλισης που παρέχουν οι επιχειρήσεις οι οποίες εκδίδουν τις ομολογίες. Η εξασφάλιση παρέχεται με εκχώρηση απαίτησης σε βάρος των περιουσιακών στοιχείων της επιχείρησης που δανείζεται.

Οι κάτοχοι ομολογιών, όπως οι άλλοι δανειστές, επιθυμούν να προστατεύουν τα συμφέροντα τους με την εκχώρηση απαίτησης κατά των ενεργητικών στοιχείων του δανειζομένου. Παρόλο που αυτό ισχύει νομικά, από πρακτική άποψη, η καλύτερη προστασία των δανειστών είναι η ικανότητα της εκδότριας επιχείρησης να πραγματοποιεί κέρδη.

Οι βασικές κατηγορίες ομολογιών είναι οι μη εγγυημένες ομολογίες, οι υποδιεστερες μη εγγυημένες ομολογίες, οι ενυπόθηκες ομολογίες, οι ενεχυριασμενες ομολογίες, οι υποχρεώσεις εξοπλισμού και οι ομολογίες βιομηχανικών εσόδων.

4.3.1. ΜΗ ΕΓΓΥΗΜΕΝΕΣ ΟΜΟΛΟΓΙΕΣ

Οι μη εγγυημένες ομολογίες (debentures) βασίζονται στην γενική αφερεγγυότητα της εκδότριας επιχείρησης χωρίς να γίνεται αναφορά σε ορισμένες απατήσεις σε βάρος συγκεκριμένων ενεργητικών στοιχείων. Η απαίτηση που ενσωματώνεται σε μια μη εγγυημένη ομολογία δεν εξασφαλίζεται με εμπράγματο δικαίωμα σε βάρος συγκεκριμένου περιουσιακού στοιχείου. Οι κάτοχοι μη εγγυημένων ομολογιών είναι γενικοί πιστωτές της επιχείρησης και κατά συνέπεια, οι απαιτήσεις τους προστατεύονται από περιουσία η οποία δεν έχει χρησιμοποιηθεί για εγγύηση άλλης υποχρέωσης.

4.3.2 ΥΠΟΔΕΕΣΤΕΡΕΣ ΜΗ ΕΓΓΥΗΜΕΝΕΣ ΟΜΟΛΟΓΙΕΣ

Οι υποδεέστερες μη εγγυημένες ομολογίες (subordinated debentures) έχουν μια απαίτηση σε βάρος ενεργητικών στοιχείων της εκδότριας επιχείρησης η οποία μπορεί να ικανοποιηθεί μόνο αν προηγουμένως έχει εξοφληθεί το κύριο δάνειο. Οι ομολογίες αυτές μπορεί να έπονται είτε ορισμένων γραμματίων προς πληρωμή είτε όλων των άλλων δανείων της επιχείρησης. Οι υποδεέστερες μη εγγυημένες ομολογίες μιας επιχείρησης που έχει εξαντλήσει όλη την ικανότητά της σχετικά με την έκδοση ενυπόθηκων ομολογιών έχουν υψηλό κίνδυνο και επιτόκιο.

4.3.3. ΕΝΥΠΟΘΗΚΕΣ ΟΜΟΛΟΓΙΕΣ

Οι ενυπόθηκες ομολογίες (mortgage bonds) εξασφαλίζονται με εγγραφή υποθήκης σε ακίνητα. Ανάλογα με το είδος της υποθήκης οι ενυπόθηκες ομολογίες διακρίνονται σε ενυπόθηκες ομολογίες πρώτης υποθήκης, δεύτερης υποθήκης κ.λ.π.

Οι ενυπόθηκες ομολογίες διακρίνονται επίσης σε κλειστές και ανοικτές, ανάλογα με την δυνατότητα ή όχι χρησιμοποίησης του ίδιου ενεργητικού στοιχείου για την εξασφάλιση άλλου δανείου. Στις ανοικτές ομολογίες η επιχείρηση μπορεί να πουλήσει και άλλες ομολογίες, εκτός από τις αρχικές, οι οποίες εξασφαλίζονται με το ίδιο ενεργητικό στοιχείο.

Στις κλειστές ομολογίες η επιχείρηση δεν μπορεί να πουλήσει περισσότερες ομολογίες από αυτές που έχουν εκδοθεί και εξασφαλίζεται με το ενεργητικό στοιχείο.

4.3.4. ΕΝΕΧΥΡΙΑΣΜΕΝΕΣ ΟΜΟΛΟΓΙΕΣ

Οι ομολογίες αυτές εξασφαλίζονται με ενεχυρίαση μετοχών και ομολογιών ιδιοκτησίας της εκδότριας επιχείρησης. Οι ομολογίες και οι μετοχές που βαρύνονται με ενέχυρο κατατίθενται σε ένα θεματοφύλακα για την διασφάλιση των συμφερόντων των ομολογιούχων. Αν οι ενεχυριασμένες ομολογίες εξασφαλίζονται με ενυπόθηκες ομολογίες, τότε οι ομολογίες αυτές έχουν την ίδια απαίτηση όπως μια ενυπόθηκη ομολογία.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΠΕΜΠΤΟ 'ΜΕΤΑΤΡΕΨΙΜΕΣ ΟΜΟΛΟΓΙΕΣ'

5.1 ΓΕΝΙΚΑ

Τα χρηματοοικονομικά δικαιώματα, τα οποία αντιπροσωπεύουν ένα σημαντικό μέρος της σύγχρονης χρηματοοικονομικής σκηνής, είναι η βάση όλων των μετατρέψιμων χρεογράφων. Έτσι, το παρόν κεφάλαιο αρχίζει με μία σύντομη παρουσίαση των χρηματοοικονομικών δικαιωμάτων και στη συνέχεια αναπτύσσει τα πιστοποιητικά αγοράς μετοχών, στις μετατρέψιμες ομολογίες, τα προθεσμιακά συμβόλαια και τις ανταλλαγές επιτοκίων.

5.2 ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΑ ΔΙΚΑΙΩΜΑΤΑ

ΟΡΙΣΜΟΣ : Τα χρηματοοικονομικά δικαιώματα (option) είναι συμβόλαια με τα οποία ο πωλητής παρέχει στον αγοραστή το δικαίωμα να αγοράσει από τον πωλητή ή να πουλήσει σε αυτόν ένα αντικείμενο σε καθορισμένη τιμή και σε συγκεκριμένο χρονικό διάστημα. Τα δικαιώματα είναι εργαλεία που επινοήθηκαν από εξωεπιχειρησιακούς παράγοντες παρά από την επιχείρηση, αγοράζονται και πουλιούνται κυρίως από επενδυτές και κερδοσκόπους και είναι μεγαλύτερης σημασίας για τους μεμονωμένους επενδυτές παρά για τα χρηματοοικονομικά στελέχη.

Το αντικείμενο του δικαιώματος (underlying object) μπορεί να είναι μία συγκεκριμένη ποσότητα μετοχών, εμπορευμάτων, ξένου νομίσματος, χρηματιστηριακών δεικτών κ.λπ. Η προκαθορισμένη τιμή (αγοράς ή πώλησης) ονομάζεται τιμή άσκησης του δικαιώματος (exercise ή strike price). Η ημερομηνία που εκπνέει η ισχύς του δικαιώματος ονομάζεται

ημερομηνία λήξεως (expiration date). Το κόστος που καταβάλλει ο αγοραστής για την αγορά ενός δικαιώματος και εισπράττει αντίστοιχα ο πωλητής ονομάζεται πριμ δικαιώματος (option premium).

5.3 ΕΙΔΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΔΙΚΑΙΩΜΑΤΩΝ

Τα χρηματοοικονομικά δικαιώματα διακρίνονται ανάλογα με την φύση του δικαιώματος που παρέχουν στον κομιστή, το αντικείμενο που αφορούν, την τυποποίηση των όρων συναλλαγής, και τον χρόνο άσκησης του δικαιώματος.

➤ ΦΥΣΗ ΔΙΚΑΙΩΜΑΤΟΣ:

Με βάση την φύση του δικαιώματος διακρίνουμε τέσσερα είδη δικαιωμάτων: δικαίωμα αγοράς, δικαίωμα πώλησης, δικαίωμα αγοράς-πώλησης και συνδυασμό δικαιωμάτων ίδιου είδους.

✧ *Δικαίωμα αγοράς.* Το δικαίωμα αγοράς (call option) παρέχει δυνατότητα αγοράς μίας συγκεκριμένης ποσότητας του αντικειμένου στο οποίο αναφέρεται το δικαίωμα σε μία προκαθορισμένη τιμή.

✧ *Δικαίωμα πώλησης.* Το δικαίωμα πώλησης (put option) παρέχει δικαίωμα πώλησης του αντικειμένου στο οποίο αναφέρεται σε μία προκαθορισμένη τιμή.

✧ *Δικαίωμα αγοράς-πώλησης.* Το δικαίωμα αγοράς-πώλησης (call-put option) αποτελεί συνδυασμό των δύο παραπάνω ειδών δικαιωμάτων και παρέχει στον αγοραστή ταυτόχρονα δικαίωμα αγοράς και πώλησης αντικειμένου στην ίδια προκαθορισμένη τιμή άσκησης του δικαιώματος όσο για την αγορά όσο και για την πώληση.

✧ *Συνδυασμός δικαιωμάτων ίδιου είδους.* Στην περίπτωση αυτή ο επενδυτής αγοράζει και πουλά ταυτόχρονα το ίδιο είδος δικαιώματος (spread), δηλαδή είναι αγοραστής και πωλητής του ίδιου είδους δικαιώματος σε διαφορετική προκαθορισμένη τιμή.

➤ ΑΝΤΙΚΕΙΜΕΝΟ ΔΙΚΑΙΩΜΑΤΟΣ:

Με βάση το αντικείμενο που αφορούν διακρίνουμε πέντε είδη δικαιωμάτων: μετοχών (stock options) , συναλλάγματος (currency options), χρηματιστηριακών ή εμπορικών δεικτών (index options) , σε σύνολο χρεογράφων (basket options) και εμπορευμάτων (commodity options).

➤ ΤΥΠΟΠΟΙΗΣΗ ΟΡΩΝ ΣΥΝΑΛΛΑΓΗΣ :

Με βάση την τυποποίηση των όρων συναλλαγής διακρίνουμε δύο είδη δικαιωμάτων: συμβατικά δικαιώματα και καταχωρημένα δικαιώματα.

❖ *Συμβατικά δικαιώματα.* Στα συμβατικά δικαιώματα (conventional options) οι όροι αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης μεταξύ του αγοραστή και του πωλητή συνήθως διαμέσου χρηματιστών ή εμπόρων. Την εφαρμογή των όρων συνήθως εγγυάται μία χρηματιστηριακή εταιρία. Η τιμή άσκησης του συμβατικού δικαιώματος είναι συνήθως η τρέχουσα τιμή άσκησης του αντικειμένου στο οποίο αναφέρεται το δικαίωμα κατά την ημέρα που κλείνεται η συμφωνία. Σε εξαιρετικές περιπτώσεις η τιμή άσκησης μπορεί να είναι ανώτερη ή κατώτερη από την τρέχουσα τιμή.

❖ *Καταχωρημένα δικαιώματα.* Σε αντίθεση με τα συμβατικά , τα καταχωρημένα δικαιώματα (listed options) έχουν τυποποιημένους όρους όπως ημερομηνίες λήξεως , τιμές άσκησης και συνολική αξία του αντικειμένου , το οποίο ο κομιστής του δικαιώματος μπορεί να αγοράσει ή να πουλήσει. Τα καταχωρημένα δικαιώματα χαρακτηρίζονται από το συγκεκριμένο είδος του υποκείμενου χρεογράφου , το μήνα εκτέλεσης της συναλλαγής (delivery month) , την μορφή του δικαιώματος που αυτά παρέχουν στον κομιστή τους και την προκαθορισμένη τιμή στην οποία γίνεται η συναλλαγή .

➤ ΧΡΟΝΟΣ ΑΣΚΗΣΗΣ ΔΙΚΑΙΩΜΑΤΟΣ:

Ανάλογα με τον χρόνο άσκησης του δικαιώματος διακρίνουμε δύο είδη δικαιωμάτων. Πρώτον δικαιώματα άσκησης αμερικάνικου τύπου των οποίων η άσκηση είναι δυνατή σε οποιαδήποτε ημερομηνία μέσα στο καθορισμένο χρονικό διάστημα άσκησης του δικαιώματος. Δεύτερον

δικαιώματα ευρωπαϊκού τύπου που ασκούνται σε συγκεκριμένη ημερομηνία.

5.4 ΛΟΓΟΙ ΧΡΗΣΙΜΟΠΟΙΗΣΗΣ ΔΙΚΑΙΩΜΑΤΩΝ

Τα δικαιώματα χρησιμοποιούνται για δύο λόγους: πραγματοποίηση κέρδους και προστασία από τις διακυμάνσεις της τιμής του αντικειμένου του δικαιώματος(αντιστάθμιση).

Στην περίπτωση πραγματοποίησης κέρδους (speculation) ο αγοραστής ενός δικαιώματος αγοράς προβλέπει σε ανατίμηση του αντικειμένου της συναλλαγής μέσα στο χρονικό διάστημα του δικαιώματος. Αν η τρέχουσα τιμή (spot rate) σε κάποια χρονική στιγμή είναι υψηλότερη από την τιμή άσκησης ενός δικαιώματος αγοράς , τότε το δικαίωμα μπορεί να ασκηθεί με κέρδος (in the money). Αν η τρέχουσα τιμή είναι μικρότερη από την τιμή άσκησης , τότε το δικαίωμα αγοράς είναι κάτω από το χρηματικό τους ισοδύναμο και θα προκύψει ζημία σε περίπτωση άσκησης του (out of the money). Αν το δικαίωμα είναι κάτω από το χρηματικό του ισοδύναμο σε όλη την διάρκεια της ισχύος του τότε ο αγοραστής θα αφήσει να παρέλθει άπρακτο το αντίστοιχο χρονικό διάστημα , αφού το δικαίωμα αγοράς του παρέχει το δικαίωμα, αλλά δεν του επιβάλλει την υποχρέωση να αγοράσει το αντικείμενο της συναλλαγής. Όταν η τρέχουσα τιμή είναι ίση με την τιμή άσκησης , τότε το δικαίωμα αγοράς είναι στο χρηματικό του ισοδύναμο (at the money) , δεν προκύπτει δηλαδή ούτε κέρδος ούτε ζημία από τυχόν άσκηση του δικαιώματος.

Το βασικό πλεονέκτημα που παρέχει το δικαίωμα αγοράς ή το δικαίωμα πώλησης στον αγοραστή είναι ότι του εξασφαλίζει την δυνατότητα να κερδοσκοπήσει, θεωρητικά απεριόριστα, αξιοποιώντας τις εκτιμήσεις του για άνοδο ή κάθοδο της τρέχουσας τιμής του αντικειμένου , μέχρι την ημερομηνία λήξεως. Παράλληλα , περιορίζει την ενδεχόμενη ζημία του σε περίπτωση μη επαλήθευσης των προβλέψεων του.

Είναι προφανές ότι για τον πωλητή ενός δικαιώματος αγοράς ισχύουν οι ακριβώς αντίθετες δυνατότητες κέρδους ή ζημίας , δηλαδή γι'αυτόν η δυνατή ζημία είναι απροσδιόριστη κατά τη στιγμή της πώλησης του δικαιώματος και θεωρητικά απεριόριστη , ενώ το κέρδος δεν μπορεί να είναι μεγαλύτερο από ένα ανώτατο όριο που είναι ίσο με την πώληση του δικαιώματος.

Με την άσκηση δικαιώματος αγοράς ο κερδοσκόπος δεν είναι υποχρεωμένος να αγοράσει το αντικείμενο στην προκαθορισμένη τιμή και να το πουλήσει στην άμεση αγορά στην υψηλότερη τιμή που έχει διαμορφωθεί εκεί για να επιτύχει κέρδος , αλλά αρκεί να ρευστοποιήσει τα δικαιώματά του στην χρηματιστηριακή αγορά στην τρέχουσα τιμή τους που θα είναι ανώτερη από το κόστος αγοράς τους. Πρέπει να τονιστεί ότι το δικαίωμα είναι τίτλος ανώνυμος , διαπραγματεύσιμος στο Χρηματιστήριο , του οποίου η τρέχουσα τιμή εξαρτάται από πολλούς παράγοντες. Είναι φανερό ότι η τρέχουσα τιμή ενός δικαιώματος αγοράς δεν μπορεί να είναι μικρότερη από τη διαφορά μεταξύ της αντίστοιχης κατά την ίδια ημερομηνία τρέχουσας τιμής του αντικειμένου του δικαιώματος και της προκαθορισμένης τιμής. Επειδή η τελευταία τιμή παραμένει σε όλη την διάρκεια ζωής του δικαιώματος αμετάβλητη , αν η τρέχουσα τιμή αυξάνεται είναι επόμενο και η μεταξύ των δύο τιμών διαφορά , άρα και η ελάχιστη τιμή του δικαιώματος να διευρύνεται ισόποσα.

Ειδικές κατηγορίες ομολογιών θεωρούνται οι ομολογίες υψηλού κινδύνου και απόδοσης, οι εγγυημένες ομολογίες, οι ομολογίες εισοδήματος, οι ομολογίες αγοραστικής δύναμης, οι συμμετοχικές ομολογίες, οι ομολογίες με πιστοποιητικά αγοράς μετοχών, οι μετατρέψιμες ομολογίες, οι ομολογίες μηδενικού επιτοκίου και οι ομολογίες κυμαινόμενου επιτοκίου.

Οι επιχειρήσεις αποσύρουν ομολογίες χρησιμοποιώντας μια ή περισσότερες από τις οκτώ μεθόδους : πληρώνοντας ένα πόσο εφάπαξ στη λήξη των ομολογιών, μετατρέποντας τις ομολογίες σε μετοχές,

ανακαλώντας τις ομολογίες, αποσύροντας τις ομολογίες, χρησιμοποιώντας ένα χρεολυτικό κεφάλαιο, αγοράζοντας τις ομολογίες στην ελεύθερη αγορά, ακυρώνοντας τις ομολογίες και ανταλλάσσοντας τις ομολογίες με μετοχές. Η μετατροπή αποφασίζεται από τον κάτοχο της ομολογίας, ενώ οι υπόλοιπες επτά μέθοδοι αποφασίζονται από την εκδότρια επιχείρηση.

Αντικατάσταση ενός ομολογιακού δανείου (bond refunding) είναι η απόσυρση του δανείου με την έκδοση ενός νέου ομολογιακού δανείου. Η παλιά έκδοση ομολογιών ανακαλείται και στην θέση της πουλιέται μια νέα. Ο κυριότερος λόγος αντικατάστασης ενός ομολογιακού δανείου είναι η μείωση των επιτοκίων αγοράς που δίνει την ευκαιρία στις επιχειρήσεις να χρηματοδοτηθούν με χαμηλότερο κόστος. Η αντικατάσταση των ομολογιακών δανείων μπορεί να αναλυθεί σαν ένα πρόβλημα αξιολόγησης επενδύσεων. Ο αντικειμενικός σκοπός της είναι να καθορίσει την καθαρή παρούσα αξία της διαδικασίας αντικατάστασης.

Στις Η.Π.Α. από τις αρχές του αιώνα, οι ομολογίες κατατάσσονται σε ρυθμίσεις ανάλογα με την πιθανότητα αθέτησης από την πλευρά των ατόμων προς τις υποχρεώσεις τους. Οι διαβαθμίσεις βασίζονται τόσο σε ποιοτικά όσο και σε ποσοτικά χαρακτηριστικά.

Όμως πρέπει να τονιστεί ότι η διαβάθμιση είναι σε μεγάλο βαθμό υποκειμενική. Οι Moody's και Standard and Poor's χρησιμοποιούν γράμματα για το συμβολισμό της διαβάθμισης των ομολογιών. Οι διαβαθμίσεις των ομολογιών είναι σημαντικές τόσο για τις επιχειρήσεις όσο και για τους επενδυτές. Η διαβάθμιση μιας ομολογίας μπορεί να μεταβληθεί κατά την διάρκεια της ζωής της, αν μεταβληθεί η χρηματοοικονομική κατάσταση του εκδότη.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΕΚΤΟ

' ΤΡΑΠΕΖΙΚΗ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ '

ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΗ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ

6.1 Ορισμός

Η τραπεζική χρηματοδότηση περιλαμβάνει τα τραπεζικά δάνεια, τις μη εγγυημένες με εμπράγματα ασφάλεια τραπεζικές πιστώσεις και τις εγγυημένες με εμπράγματα ασφάλεια τραπεζικές πιστώσεις.

Τα κυριότερα χαρακτηριστικά των τραπεζικών δανείων είναι η σύμβαση δανείου, τα αντισταθμιστικά υπόλοιπα και οι δεσμεύσεις δανείου.

Το κόστος των τραπεζικών δανείων διαφέρει τόσο μεταξύ των δανειζομένων σε δεδομένη χρονική στιγμή, όσο και για όλους τους δανειζόμενους με την πάροδο του χρόνου.

Όταν μια επιχείρηση επιθυμεί να επιλέξει την τράπεζα με την οποία θα συνεργαστεί, πρέπει να γνωρίζει ότι υπάρχουν σημαντικές διαφορές μεταξύ των τραπεζών, οι οποίες επηρεάζουν την απόφαση αναφορικά με ποια τράπεζα θεωρείται κατάλληλη για την συγκεκριμένη επιχείρηση.

Οι μη εγγυημένες με εμπράγματα ασφάλεια τραπεζικές πιστώσεις διεκπεραιώνονται με την μορφή είτε ακάλυπτης είτε καλυμμένης χρηματοδότησης (ενεχυρίαση γραμματίων και συναλλαγματικών, προεξόφληση γραμματίων και συναλλαγματικών, ενεχυρίαση συμβατικών υποχρεώσεων και ενεχυρίαση απαιτήσεων κατά πελατών.)

Στην τραπεζική χρηματοδότηση η εμπράγματα ασφάλεια παρέχεται με την μορφή του ενέχυρου αποθεμάτων, χρεογράφων, φορτωτικών και συναλλαγματικών φορτωτικών.

Στην περίπτωση της ενεχυρίασης των αποθεμάτων , οι δανειστές προσπαθούν να διατηρήσουν τον έλεγχο των αποθεμάτων με διάφορες μεθόδους. Συγκεκριμένα , με τις μεθόδους της διαρκούς ασφαλείας και της απόδειξης παρακαταθήκης τα αποθέματα βρίσκονται στην κατοχή των δανειστών. Αντίθετα, με τις μεθόδους της τερματικής αποθήκης και της υπαίθριας αποθήκης ο έλεγχος των αποθεμάτων ανατίθεται σε εξουσιοδοτημένους τρίτους.

6.2 ΠΡΑΚΤΟΡΕΙΑ ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΩΝ ΑΠΑΙΤΗΣΕΩΝ

►ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ:

Στις Η.Π.Α., στο παρελθόν , τα πιστοποιητικά αγοράς μετοχών είχαν χρησιμοποιηθεί από μικρές και γρήγορα αναπτυσσόμενες επιχειρήσεις σαν κίνητρο πώλησης ομολογιακών δανείων ή προνομιούχων μετοχών.

Οι επιχειρήσεις αυτές θεωρούνταν από τους επενδυτές σαν επιχειρήσεις υψηλού κινδύνου. Κατά συνέπεια , οι ομολογίες τους θα πουλιόνταν μόνο αν είχαν πολύ υψηλό επιτόκιο και συγχρόνως οι συγκεκριμένες επιχειρήσεις αποδεχόντουσαν αυστηρά περιοριστικούς όρους στην έκδοση δανείων. Για να αποφευχθεί αυτό οι επιχειρήσεις πρόσφεραν μαζί με τις ομολογίες πιστοποιητικά αγοράς μετοχών.

Όμως , πριν από μερικά χρόνια , μεγάλες επιχειρήσεις συγκέντρωσαν σημαντικά κεφάλαια με έκδοση ομολογιακών δανείων τα οποία συνοδεύονταν από πιστοποιητικά αγοράς μετοχών.

Τα πιστοποιητικά αγοράς μετοχών που συνοδεύουν ομολογίες , δίνουν το δικαίωμα στους επενδυτές να έχουν μερίδιο στην ανάπτυξη της επιχείρησης. Έτσι , οι επενδυτές είναι πρόθυμοι να αποδεχτούν ένα χαμηλότερο επιτόκιο ομολογιών και λιγότερο περιοριστικούς όρους στην έκδοση δανείων.

Μια ομολογία με πιστοποιητικό αγοράς μετοχών έχει παράλληλα χαρακτηριστικά δανείου και κοινών μετοχών. Τα πιστοποιητικά αυτά είναι

ένα υβριδικό χρεόγραφο το οποίο δίνει στο χρηματοοικονομικό στέλεχος την ευκαιρία να διευρύνει το μίγμα των χρεογράφων της επιχείρησης , με αποτέλεσμα να μπορεί να απευθυνθεί σε μια ευρύτερη ομάδα επενδυτών.

Στην πράξη όλα τα πιστοποιητικά αγοράς μετοχών μπορούν σήμερα να αποκοπούν από την αντίστοιχη ομολογία . Έτσι , μετά την πώληση ομολογιών με πιστοποιητικά αγοράς μετοχών , τα τελευταία μπορούν να αποκοπούν και να εμπορευτούν ξεχωριστά από τις ομολογίες. Όταν τα πιστοποιητικά αγοράς μετοχών ασκηθούν , οι ομολογίες με το χαμηλό τοκομερίδιο θα παραμείνουν σε κυκλοφορία , τα πιστοποιητικά αγοράς μετοχών θα φέρουν στην επιχείρηση πρόσθετα κεφάλαια , ενώ το κόστος του ομολογιακού δανείου θα παραμείνει σχετικά χαμηλό.

➤ΤΙΜΗ ΑΣΚΗΣΗΣ :

Η τιμή άσκησης των πιστοποιητικών αγοράς μετοχών συνήθως καθορίζεται πάνω από την χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής της επιχείρησης την ημέρα έκδοσης του ομολογιακού δανείου.

Όμως , χωρίς την ύπαρξη κάποιων κινήτρων , τα πιστοποιητικά αγοράς μετοχών δεν ασκούνται πριν την ημερομηνία λήξεώς τους , γιατί η χρηματιστηριακή αξία τους θα είναι μεγαλύτερη από αυτήν της άσκησης και έτσι οι κάτοχοι τους έχουν συμφέρον να τα πουλήσουν παρά να τα ασκήσουν.

Υπάρχουν δύο περιπτώσεις που οι κάτοχοι πιστοποιητικών αγοράς μετοχών έχουν συμφέρον να ασκήσουν το δικαίωμα τους. Πρώτον , όταν πλησιάζει η ημερομηνία λήξεως των πιστοποιητικών και η χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής είναι υψηλότερη από την τιμή άσκησης του πιστοποιητικού.

Δεύτερον , το πιστοποιητικό αγοράς μετοχών δεν δικαιούται μέρισμα και έτσι δεν παρέχει κανένα εισόδημα. Όμως , αν η κοινή μετοχή της επιχείρησης έχει ένα υψηλό μέρισμα , τότε αυτή προσφέρει μία υψηλή μερισματική απόδοση. Αυτό έχει σαν αποτέλεσμα οι κάτοχοι

πιστοποιητικών αγοράς μετοχών να έχουν συμφέρον να ασκήσουν το δικαίωμα τους και να αγοράσουν μετοχές .

6.3 ΜΕΤΑΤΡΕΨΙΜΕΣ ΟΜΟΛΟΓΙΕΣ

Μετατρέψιμες ομολογίες (convertible bonds) μπορούν , κάτω από συγκεκριμένες συνθήκες , να ανταλλαγούν με κοινές μετοχές κατά τη βούληση του κατόχου. Σε αντίθεση με την άσκηση των πιστοποιητικών αγοράς μετοχών που αποφέρει στην επιχείρηση πρόσθετα κεφάλαια , οι μετατρέψιμες ομολογίες δεν αποφέρουν νέα κεφάλαια. Το ύψος του δανείου αντικαθίστανται στον ισολογισμό της επιχείρησης από ισότοπο κοινό μετοχικό κεφάλαιο .

Οι μετατρέψιμες ομολογίες σε ορισμένες περιπτώσεις έχουν κάποια χαρακτηριστικά των χρεογράφων σταθερού εισοδήματος όπως οι κοινές ομολογίες και σε άλλες περιπτώσεις έχουν χαρακτηριστικά των κοινών μετοχών. Οι επενδυτές προτιμούν τις μετατρέψιμες ομολογίες , γιατί αποτελούν σχετικά ασφαλή επένδυση από άποψη πραγματοποίησης εισοδήματος και επιπλέον παρέχουν την δυνατότητα πραγματοποίησης κεφαλαιακών κερδών όπως οι κοινές μετοχές.

Οι επιχειρήσεις επίσης προτιμούν τις μετατρέψιμες ομολογίες , γιατί παρέχουν την δυνατότητα άντλησης κεφαλαίων μεγάλης διάρκειας τα οποία ενδεχομένως να μην είναι διαθέσιμα με ευνοϊκούς όρους με την μορφή των απλών δανείων. Επιπρόσθετα η δυνατότητα μετατροπής των ομολογιών σε κοινές μετοχές δίνει την ευκαιρία στην επιχείρηση να βελτιώσει την κεφαλαιακή της διάρθρωση και να αντλήσει αργότερα πρόσθετα δανειακά κεφάλαια σταθερής επιβάρυνσης.

6.4 ΠΛΕΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ

Οι μετατρέψιμες ομολογίες έχουν ορισμένα πλεονεκτήματα για τους επενδυτές. Πρώτον, οι επενδυτές προτιμούν τις μετατρέψιμες ομολογίες γιατί συνδυάζουν την ασφάλεια των απλών ομολογιών και την δυνατότητα ανάπτυξης μίας κοινής μετοχής. Αν η τιμή των μετοχών μειωθεί, τότε η μετατρέψιμη ομολογία θα πουληθεί στην αξία επένδυσης ή με πριμ πάνω από αυτήν την αξία. Αν η τιμή της μετοχής αυξηθεί, τότε η μετατρέψιμη ομολογία θα πουληθεί με πριμ ή στην αξία μετατροπής της.

Δεύτερον, οι τόκοι των νεοεκδοθεισών μετατρέψιμων ομολογιών είναι συνήθως μεγαλύτεροι από τα μερίσματα των κοινών μετοχών. Κατά συνέπεια, οι επενδυτές έχουν υψηλότερη απόδοση με μικρότερο κίνδυνο.

6.5 ΜΕΙΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ

Η έκδοση μετατρέψιμων ομολογιών έχει όμως και ορισμένα μειονεκτήματα για την επιχείρηση. Τα κυριότερα από τα μειονεκτήματα αυτά είναι τα ακόλουθα.

Πρώτον, μερικές φορές στερεί την δυνατότητα πώλησης νέων μετοχών με πριμ. Ορισμένες νέες εκδόσεις μετοχών θεωρούνται συμφέρουσες από τους επενδυτές και έτσι η επιχείρηση θα ήταν σε καλύτερη θέση, αν πουλούσε νέες μετοχές με πριμ παρά μετατρέψιμες ομολογίες.

Δεύτερον, οι μετατρέψιμες ομολογίες έχουν συνήθως χαμηλό τοκομερίδιο. Όμως πρέπει να τονιστεί ότι το πλεονέκτημα αυτό χάνεται, αν πραγματοποιηθεί η μετατροπή.

Τρίτον, η εκδότρια επιχείρηση αναμένει ότι η τιμή της μετοχής θα αυξηθεί πάνω από την τιμή μετατροπής και έτσι η μετατροπή των ομολογιών θα γίνει συμφέρουσα για τους ομολογιούχους. Αν όμως τα κέρδη δεν αυξηθούν και μαζί με αυτά δεν αυξηθεί η τιμή της μετοχής, τότε η μετατροπή δεν θα γίνει και η επιχείρηση θα βρεθεί σε δυσχερή θέση

λόγω της ύπαρξης σημαντικού χρέους και χαμηλών κερδών. Για τους επενδύτες η έκδοση μετατρέψιμων ομολογιών έχει δυο μειονεκτήματα. Πρώτον , η πιθανότητα μετατροπής των ομολογιών σε μετοχές μπορεί να δημιουργήσει υπερβάλλουσα προσφορά μετοχών στην αγορά (overhanging issue). Μια αύξηση του αριθμού των μετοχών σε κυκλοφορία χωρίς να υπάρχει αντίστοιχη ζήτηση για τις μετοχές αυτές θα προκαλέσει μείωση της τιμής των μετοχών. Δεύτερον , η μετατροπή των ομολογιών σε κοινές μετοχές μπορεί να καταλήξει σε αραίωση των κερδών. Με άλλα λόγια το ίδιο ποσό κερδών και ενεργητικών στοιχείων κατανέμεται σε ένα μεγαλύτερο αριθμό μετοχών.

ΜΕΡΟΣ ΤΡΙΤΟ

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΠΡΩΤΟ

' ΜΕΣΑ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΑΝΑΛΥΣΗΣ '

1.1 ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΙ ΔΕΙΚΤΕΣ

Η οικονομική κατάσταση της επιχείρησης αποτελεί αντικείμενο ενδιαφέροντος πλήθους παραγόντων που βρίσκονται μέσα ή έξω από αυτή. Η διοίκηση για να προγραμματίσει τη μελλοντική δραστηριότητα και για να επιτύχει τους αντικειμενικούς σκοπούς που τίθενται πρέπει να γνωρίζει τις δυνατότητες και τις αδυναμίες της επιχείρησης. Οι πιστωτές θα πρέπει να αξιολογήσουν την δυνατότητα αυτής να επιστρέψει τα δανεισθέντα και να καταβάλλει τους τόκους. Οι επενδυτές προκειμένου να αγοράσουν μετοχές ενδιαφέρονται βεβαίως για την παρούσα αλλά ιδιαίτερα για την μακροπρόθεσμη οικονομική κατάσταση η οποία εκφράζεται για αυτούς διαμέσου των προσδοκώμενων κερδών.

Η υπεύθυνη διοίκηση μιας επιχείρησης απαιτεί την συνεχή παρακολούθηση των δραστηριοτήτων. Για παράδειγμα τα χρηματοοικονομικά στελέχη πρέπει να γνωρίζουν αν η επιχείρηση έχει ή όχι αρκετή ρευστότητα πρέπει, δηλαδή, να εξασφαλίσουν ότι υπάρχουν επαρκή κεφάλαια για την έγκαιρη εξόφληση των υποχρεώσεων. Επίσης, οι εταιρείες ορίζουν κάποιες κατευθυντήριες γραμμές σε ότι αφορά το ύψος του χρέους που είναι αποδεκτό και τις πάγιες χρηματοοικονομικές δεσμεύσεις.

Παρόμοια, τα διευθυντικά στελέχη μελετούν τις τάσεις και το βαθμό της αποτελεσματικότητας και αποδοτικότητας της επιχείρησής τους. Ένας τρόπος για να υπολογιστεί η ρευστότητα, η δανειοληπτική ικανότητα, και η αποδοτικότητα μιας επιχείρησης είναι να γίνει ανάλυση των χρηματοοικονομικών δεικτών. Αυτή η ανάλυση μπορεί να χρησιμεύσει ως βάση για το χρηματοοικονομικό σχεδιασμό και μπορεί να αποτελέσει εργαλείο για την παρακολούθηση της απόδοσης.

1.2 ΧΡΗΣΕΙΣ ΚΑΙ ΕΙΔΗ ΔΕΙΚΤΩΝ

Η ανάλυση των δεικτών βοηθά στον προσδιορισμό της γενικής χρηματοοικονομικής κατάστασης της επιχείρησης και διευκολύνει τους αναλυτές και τους επενδυτές να εκτιμήσουν αν η επιχείρηση διατρέχει τον κίνδυνο της αφερεγγυότητας και αν η δραστηριότητα της επιχείρησης είναι σε καλό επίπεδο σε σχέση με το βιομηχανικό κλάδο στον οποίο ανήκει ή στους ανταγωνιστές της. Οι επενδυτές μελετούν τους δείκτες για να εκτιμήσουν την απόδοση και την ανάπτυξη της επιχείρησης. Έτσι, οι χαμηλοί χρηματοοικονομικοί δείκτες οδηγούν γενικά σε υψηλό κόστος χρηματοδότησης ενώ οι καλοί δείκτες σημαίνουν συνήθως ότι οι επενδυτές είναι πρόθυμοι να διαθέσουν κεφάλαια στην εταιρεία με λογικό κόστος. Οι τράπεζες χρησιμοποιούν τους δείκτες για να προσδιορίσουν αν θα χορηγήσουν πίστωση και πόση πίστωση θα χορηγήσουν σε μια επιχείρηση.

Οι πιστωτές ανησυχούν όταν η επιχείρηση Δε δημιουργεί αρκετά κέρδη για να καταβάλει τις περιοδικές πληρωμές των τόκων από τα δάνεια που εκκρεμούν. Ανησυχούν επίσης και για τις εταιρείες που είναι υπερφορτωμένες με χρέη αφού μια πτωτική τάση στην επιχειρηματική

δραστηριότητα μπορεί να οδηγήσει στην αφερεγγυότητα. Οι αναλυτές χρεογράφων παρακολουθούν συνεχώς τους διάφορους χρηματοοικονομικούς δείκτες των επιχειρήσεων που τους ενδιαφέρουν χρησιμοποιώντας προγράμματα υπολογιστών και εφαρμογές λογιστικών φύλλων σαν το Excel και το Lotus 1-2-3. Με τέτοιου είδους αναλύσεις μπορούν να εντοπίζουν τις δυνατότητες και τις αδυναμίες των διαφόρων εταιρειών.

Τα διευθυντικά στελέχη χρησιμοποιούν τους χρηματοοικονομικούς δείκτες για να ελέγχουν τις λειτουργίες της επιχείρησης, για να εξασφαλίζουν ότι οι επιχειρήσεις τους χρησιμοποιούν αποτελεσματικά του πόρους, και για να αποφεύγουν τον κίνδυνο της αφερεγγυότητας. Σκοπός είναι να εκτιμηθεί αν η χρηματοοικονομική και λειτουργική κατάσταση της επιχείρησης βελτιώνεται με το χρόνο και αν οι γενικοί δείκτες της είναι καλύτεροι ή χειρότεροι από τους δείκτες των ανταγωνιστριών εταιρειών. Όταν αυτοί οι δείκτες πέσουν κάτω από ορισμένα επίπεδα, το διευθυντικό στέλεχος έχει την ευθύνη να ξαναπάρει στα χέρια του τον έλεγχο πριν δημιουργηθούν σοβαρά προβλήματα.

Η ανάλυση των δεικτών σας επιτρέπει να καταλάβετε καλύτερα τη σχέση ανάμεσα στον ισολογισμό και την κατάσταση αποτελεσμάτων χρήσης. Για παράδειγμα, για να υπολογίσετε την αποδοτικότητα των επενδύσεων μιας επιχείρησης, πρέπει να γνωρίζετε το σύνολο του ενεργητικού (κάτι που θα πάρετε από τον ισολογισμό της επιχείρησης) και τα καθαρά έσοδα (που τα παίρνετε από την κατάσταση αποτελεσμάτων χρήσης). Επιπλέον, ορισμένοι δείκτες μπορούν να δείξουν πόσο αποτελεσματικά χρησιμοποιούνται τα περιουσιακά στοιχεία και αν το μίγμα των υποχρεώσεων είναι καλό. Είναι προφανές ότι η χρήση των χρηματοοικονομικών δεικτών είναι ένα σημαντικό εργαλείο στο σύγχρονο χρηματοοικονομικό σχεδιασμό.

Παρά το ότι υπάρχουν –πέρα πολλοί μεμονωμένοι δείκτες, γενικά ταξινομούνται σε πέντε μεγάλες κατηγορίες:

- Δείκτες ρευστότητας
- Δείκτες δραστηριότητας
- Δείκτες χρέους
- Δείκτες αποδοτικότητας
- Δείκτες της αγοράς

1.3 ΔΕΙΚΤΕΣ ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑΣ

Ο βαθμός ρευστότητας ενός περιουσιακού στοιχείου εξαρτάται από το πόσο γρήγορα μπορεί να μετατραπεί σε χρήμα χωρίς να προκαλέσει σημαντική ζημιά. Η διαχείριση της ρευστότητας συνιστάται στη συσχέτιση των δανειακών απαιτήσεων με τη διάρκεια ζωής των περιουσιακών στοιχείων και άλλες ταμειακές ροές, έτσι ώστε να αποφευχθεί η τεχνητή αδυναμία πληρωμής. Ο υπολογισμός της ρευστότητας είναι σημαντικός. Το κύριο ερώτημα, επομένως, είναι αν μπορεί η επιχείρηση να αντλήσει αρκετά χρήματα για να εξοφλήσει τους προμηθευτές και τους πιστωτές της.

Στην ουσία, οι δείκτες ρευστότητας (liquidity ratios) ελέγχουν το βαθμό φερεγγυότητας μιας επιχείρησης. Δυο γνωστοί δείκτες που χρησιμοποιούνται για τον υπολογισμό της ρευστότητας και ο δείκτης άμεσης ρευστότητας.

1.3.1 ΔΕΙΚΤΗΣ ΚΥΚΛΟΦΟΡΙΑΚΗΣ ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑΣ

Ο δείκτης κυκλοφοριακής ρευστότητας (current ratio) δείχνει τη σχέση ανάμεσα στο κυκλοφορούν ενεργητικό και τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις:

$$\text{Κυκλοφοριακή ρευστότητα} = \frac{\text{Κυκλοφορούν ενεργητικό}}{\text{Βραχ/σμες υποχρεώσεις}}$$

Παράδειγμα: Δείκτης κυκλοφοριακής ρευστότητας

Η κυκλοφοριακή ρευστότητα μιας επιχείρησης που έχει κυκλοφορούν ενεργητικό αξίας 200 εκατομμυρίων δραχμών και βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις ύψους 100 εκατομμυρίων δραχμών είναι 2 προς 1:

$$\text{Κυκλοφοριακή ρευστότητα} = 200.000.000/100.000.000 = 2$$

Ο δείκτης μπορεί να ποικίλλει, ανάλογα με το βιομηχανικό κλάδο και τον τύπο της εταιρείας. Ένας δείκτης ίσος ή μεγαλύτερος του 2 μπορεί να είναι ικανοποιητικός για μια κατασκευαστική εταιρεία κοινής ωφέλειας εξαιτίας των ιδιαίτερα προβλέψιμων ταμειακών εισροών της και των λίγων βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεών της.

Η κυκλοφοριακή ρευστότητα δε μετρά πάντα τον πραγματικό βαθμό ρευστότητας μιας επιχείρησης. Προφανώς, μια επιχείρηση με μεγάλα ταμειακά αποθέματα και εμπορεύσιμα χρεόγραφα είναι πιο ρευστή από μια επιχείρηση με μεγάλα αποθέματα και μεγάλες προθεσμίες είσπραξης των εισπρακτέων λογαριασμών. Ένας πιο λεπτομερής δείκτης για την αντιμετώπιση του προβλήματος της σύνθεσης των περιουσιακών στοιχείων θα έπρεπε να εξαιρεί το στοιχείο του ενεργητικού με τη μικρότερη ρευστότητα.

1.3.2 ΔΕΙΚΤΗΣ ΑΜΕΣΗΣ ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑΣ

Ο δείκτης άμεσης ρευστότητας εξαρρεί τη λιγότερο ρευστοποιήσιμη κατηγορία αποθεμάτων και επικεντρώνεται στα στοιχεία που ρευστοποιούνται με μεγαλύτερη ευχέρεια, και προσδιορίζει αν μια επιχείρηση θα είναι σε θέση να ανταποκριθεί στις υποχρεώσεις προς τους πιστωτές της στην περίπτωση που αντιμετωπίσει μια καταστροφική πτώση στις πωλήσεις.

Δείκτης άμεσης ρευστότητας = Κυκλοφορούν ενεργητικό – Αποθέμ.

Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις

Παράδειγμα Δείκτης άμεσης ρευστότητας

Στο προηγούμενο παράδειγμα, το κυκλοφορούν ενεργητικό ήταν 200 εκατομμύρια δραχμές. Τι γίνεται, όμως, αν τα 50 εκατομμύρια δραχμές δεσμεύονται σε αποθέματα; Ο δείκτης άμεσης ρευστότητας αυτής της επιχείρησης είναι :

Δείκτης άμεσης ρευστότητας = $200000000 - 50000000 / 10000000 = 1,5$

Αυτός ο αριθμός ενδέχεται να υποδηλώνει ότι η επιχείρηση μπορεί να ανταποκριθεί με ευκολία στις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της, γιατί δε φαίνεται να αντιμετωπίζει προβλήματα στην άντληση κεφαλαίων από άλλα στοιχεία του κυκλοφορούντος ενεργητικού. Από την άλλη μεριά αυτή η επιχείρηση μπορεί να έχει μερικούς αμφίβολους εισπρακτέους λογαριασμούς ή να ανήκει σε ένα βιομηχανικό κλάδο υψηλής ευαισθησίας όπου οι πιστωτές εξοφλούνται σχετικά γρήγορα. Έτσι, αυτή η επιχείρηση ίσως πρέπει να έχει δείκτη άμεσης ρευστότητας 2 και ο δείκτης 1,5 να δηλώνει ότι θα πρέπει να προσπαθήσει να μειώσει τα αποθέματα ή να αυξήσει την αξία των υπόλοιπων ρευστοποιήσιμων στοιχείων της.

1.4 ΔΕΙΚΤΕΣ ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΑΣ

Οι δείκτες δραστηριότητας προσδιορίζουν την ταχύτητα με την οποία μπορεί μια επιχείρηση να αντλήσει κεφάλαια αν προκύψει τέτοια ανάγκη. Προφανώς, όσο ταχύτερα μπορεί να μετατρέψει μια επιχείρηση τα αποθέματα και τους εισπρακτέους της λογαριασμούς σε μετρητά, τόσο καλύτερη είναι η θέση της.

1.4.1 ΜΕΣΗ ΠΕΡΙΟΔΟΣ ΕΙΣΠΡΑΞΗΣ

Αν βρείτε τη μέση περίοδο είσπραξης μιας επιχείρησης θα γνωρίζεται πόσο καιρό πρέπει να περιμένει η επιχείρηση για να ρευστοποιηθούν οι εισπρακτέοι της λογαριασμοί. Πρέπει να έχετε υπόψη ότι στο σύνολο των πωλήσεων δεν περιλαμβάνονται οι πωλήσεις τοις μετρητοίς.

Μέση περίοδος είσπραξης = $\text{Εισπρακτέοι λογ/σμοί} / (\text{ετήσιες πωλήσεις επί πιστώσει} + 360 \text{ ημέρες})$

Παράδειγμα : Μέση περίοδος είσπραξης

Αν στον υπολογισμό μιας επιχείρησης αναφέρεται ότι οι εισπρακτέοι λογαριασμοί της ανέρχονται σε 70000000 δραχμές και στην κατάσταση αποτελεσμάτων χρήσης φαίνεται ότι οι πωλήσεις επί πιστώσει είναι 550000000 δραχμές, τότε :

Μέση περίοδος είσπραξης = $70000000 / 550000000 + 360 = 45,8$ ημέρες

Όπως συμβαίνει και με τους άλλους δείκτες έτσι και η μέση περίοδος είσπραξης πρέπει να μελετηθεί σε σχέση και με άλλες πληροφορίες. Αν η πολιτική της επιχείρησης του παραδείγματός μας είναι να επεκτείνει την πίστωση προς τους πελάτες της σε 38 ημέρες, τότε η μέση περίοδος είσπραξης των 45,8 ημερών δηλώνει ότι η επιχείρηση αντιμετωπίζει προβλήματα στην έγκαιρη είσπραξη των εισπρακτέων λογαριασμών και ότι θα έπρεπε να αναθεωρήσει την πιστωτική της πολιτική. Αντίστροφα, αν η συνηθισμένη πολιτική της επιχείρησης είναι να ορίζει προθεσμία

είσπραξης 55 ημερών, τότε η μέση περίοδος των 45,8 ημερών δείχνει ότι η εισπρακτική πολιτική της επιχείρησης είναι αποτελεσματική.

Να θυμάστε ότι η μέση περίοδος είσπραξης δεν είναι παρά ένας μέσος όρος που μπορεί να είναι παραπλανητικός.

1.4.2 ΜΕΣΗ ΠΕΡΙΟΔΟΣ ΠΛΗΡΩΜΗΣ

Το αντίστοιχο των εισπρακτέων λογαριασμών είναι οι πληρωτέοι λογαριασμοί. Για να βρείτε τη μέση περίοδο πληρωμής των πληρωτέων λογαριασμών, πρέπει να κάνετε ότι κάνατε και με τους εισπρακτέους λογαριασμούς - να διαιρέσετε, δηλαδή, το ποσό των πληρωτέων λογαριασμών με τις ετήσιες αγορές.

Μέση περίοδος πληρωμής = Πληρωτέοι λογ/σμοί / Ετήσιες αγορές επί πιστώσει + 360 ημέρες

Οι ετήσιες αγορές επί πιστώσει όμως δεν εμφανίζονται στην οικονομική έκθεση. Για να βρείτε αυτό το ποσό πρέπει να υπολογίσετε το ποσοστό του κόστους πωληθέντων που αγοράστηκαν επί πιστώσει.

Παράδειγμα : Υπολογισμός της μέσης περιόδου πληρωμής

ΠΡΟΒΛΗΜΑ : Οι πληρωτέοι λογαριασμοί ανέρχονται σε 27500000 δραχμές. Αν το κόστος των πωληθέντων αγαθών είναι 300000000 δραχμές και εκτιμάται ότι το 80% αυτών των αγαθών αγοράστηκαν επί πιστώσει, ποιά είναι η μέση περίοδος πληρωμής;

ΛΥΣΗ : Οι ετήσιες αγορές επί πιστώσει είναι 240000000 δραχμές (300000000 × 0,80). Έτσι, μπορείτε να υπολογίσετε τη μέση περίοδο πληρωμής των πληρωτέων λογαριασμών :

Μέση περίοδος πληρωμής = 27500000 / (240000000 + 360ημ.) = 41,25ημ

Η μέση περίοδος πληρωμής (των πληρωτέων λογαριασμών) για την επιχείρηση είναι 41,25 ημέρες. Οποιαδήποτε μικρότερη περίοδος σημαίνει ότι οι προμηθευτές κάνουν στην επιχείρηση έκπτωση ή ότι θεωρούν ότι δεν παρέχει ισχυρές εξασφαλίσεις και έτσι έχουν αυστηρότερους όρους γι' αυτή. Οποιαδήποτε μεγαλύτερη περίοδος ίσως σημαίνει ότι η επιχείρηση μπορεί να έχει καλύτερους πιστωτικούς όρους ή ότι δεν πληρώνει αμέσως - ότι χρησιμοποιεί, δηλαδή, τους προμηθευτές ως πηγή χρηματοδότησης.

Οι προμηθευτές - οι οποίοι, γενικά, θέλουν τα λεφτά τους όσο το δυνατό πιο γρήγορα - υπολογίζουν αυτόν τον δείκτη για να δούν έπειτα από πόσο καιρό θα πάρουν τα λεφτά τους από την επιχείρηση. Έτσι, μια και η καθυστέρηση της εξόφλησης είναι συνήθως ωφέλιμη για την επιχείρηση, ο διευθυντής της επιχείρησης που ελέγχει τις πληρωμές πρέπει να εξισορροπεί αυτά τα δυο άκρα.

Αν ο μέσος όρος του κλάδου της βιομηχανίας στον οποίο ανήκει η επιχείρηση υπερβαίνει το δείκτη της επιχείρησης, ο διευθυντής της επιχείρησης θα θέλει να μάθει γιατί περιορίστηκε η πίστωση που χορηγείται στην επιχείρηση και τι μπορεί να γίνει για να της χορηγηθεί καλύτερη και μεγαλύτερη πίστωση με καλύτερους όρους από τους προμηθευτές.

1.4.3 ΡΕΥΣΤΟΠΟΙΗΣΗ ΑΠΟΘΕΜΑΤΩΝ

Η ρευστότητα των αποθεμάτων είναι σημαντική για μια επιχείρηση, γιατί τα αποθέματα ρευστοποιούνται δυσκολότερα από οποιοδήποτε άλλο

στοιχείο του κυκλοφορούντος ενεργητικού. Επειδή η επιχείρηση πρέπει να δεσμεύσει κεφάλαια για την διατήρηση των αποθεμάτων η όσο το δυνατό ταχύτερη πώληση των αποθεμάτων για να απελευθερωθούν χρήματα για άλλες χρήσεις έχει πολλά πλεονεκτήματα. Σε γενικές γραμμές, όταν υπάρχει μεγάλη ρευστότητα αποθεμάτων, θεωρείται ότι υπάρχει αποτελεσματική χρήση αυτών των στοιχείων.

Ο δείκτης ανακύκλωσης αποθεμάτων υπολογίζεται ως εξής :

Ανακύκλωση αποθεμάτων = Κόστος πωληθέντων / Μέση αξία αποθ/των

Παράδειγμα : Ρευστοποίηση αποθεμάτων

Αν το ετήσιο κόστος πωληθέντων μιας επιχείρησης είναι 300.000.000 δραχμές και η αξία του μέσου αποθέματος είναι 30.000.000 δραχμές, τότε ο δείκτης ανακύκλωσης των αποθεμάτων της επιχείρησης είναι 10 προς ένα.

Ανακύκλωση αποθεμάτων = $300.000.000 / 30.000.000 = 10$

Ένας άλλος τρόπος για την ανάλυση της ικανότητας μιας επιχείρησης να ρευστοποιεί τα αποθέματα της είναι η χρήση του δείκτη ρευστοποίησης αποθεμάτων, ο οποίος δείχνει πόσες ημέρες χρειάζονται για να ρευστοποιηθούν τα αποθέματα. Ο μαθηματικός τύπος αυτού του δείκτη είναι :

Περίοδος ρευστοποίησης αποθεμάτων = $360\text{ημ.} / \text{Ανακύκλωση αποθ/των}$

Παράδειγμα : ρευστοποίηση αποθεμάτων

Από το προηγούμενο παράδειγμα έχουμε ότι ο δείκτης ανακύκλωσης των αποθεμάτων είναι 10 προς ένα και ότι η αξία των αποθεμάτων είναι 30.000.000 δραχμές. Ο δείκτης ρευστοποίησης των αποθεμάτων μας πληροφορεί ότι τα αποθέματα ρευστοποιούνται κάθε 36 ημέρες.

$360 / 10 = 36$ ημέρες

Πριν γίνει οποιαδήποτε ερμηνεία αυτών των δεικτών των αποθεμάτων, πρέπει να συγκρίνονται με τους μέσους όρους του κλάδου της

βιομηχανίας, γιατί οι δείκτες διαφέρουν πολύ από τον ένα κλάδο στον άλλο. Οι εταιρείες που πωλούν ευπαθή προϊόντα, όπως τα λαχανικά έχουν συνήθως υψηλό δείκτη ανακύκλωσης και χαμηλό δείκτη ρευστοποίησης, ενώ η ανακύκλωση των αποθεμάτων ενός κατασκευαστή μηχανημάτων θα είναι πολύ χαμηλότερη και οι ημέρες ρευστοποίησης πολύ περισσότερες. Αν ο δείκτης μιας επιχείρησης είναι σημαντικά χαμηλότερος από το μέσο όρο του βιομηχανικού κλάδου στον οποίο ανήκει, τα διευθυντικά στελέχη θα πρέπει να ερευνήσουν τους λόγους για τους οποίους συμβαίνει αυτό.

Θα πρέπει να είστε ιδιαίτερα προσεκτικοί όταν ερμηνεύετε τους δείκτες ανακύκλωσης αποθεμάτων και περιόδου ρευστοποίησης. Ένας υψηλός δείκτης ανακύκλωσης Δε σημαίνει απαραίτητα ότι η επιχείρηση αποτελεσματικά τα αποθέματά της, υψηλός δείκτης μπορεί να προκύψει όταν η επιχείρηση αντιμετωπίζει συχνά έλλειψη αποθεμάτων, γιατί δεν παράγει ή δεν αγοράζει αρκετά προϊόντα. Σε αυτή την περίπτωση, ο υψηλός δείκτης σημαίνει κακό σχεδιασμό ή ελλιπή έλεγχο των αποθεμάτων. Έτσι αν δεν μελετηθεί σε βάθος η πολιτική που εφαρμόζει μια επιχείρηση για τα αποθέματά της, ο δείκτης και μόνο δεν παρέχει επαρκείς πληροφορίες για την δυνατότητα της επιχείρησης να παράγει χρήματα από τα αποθέματα.

1.5 ΔΑΝΕΙΑΚΗ ΕΠΙΒΑΡΥΝΣΗ ΤΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ

Μια επιχείρηση μπορεί να δανειστεί κεφάλαια βραχυπρόθεσμα (κυρίως για να χρηματοδοτήσει το κεφάλαιο κίνησης) ή μακροπρόθεσμα (κυρίως για να αγοράσει εγκαταστάσεις και εξοπλισμό). Όταν μια επιχείρηση

παίρνει ένα μακροπρόθεσμο δάνειο, δεσμεύεται να καταβάλλει περιοδικά τόκους και να εξοφλήσει το κεφάλαιο κατά τη λήξη του. Για να το κάνει αυτό, πρέπει να έχει αρκετά έσοδα, έτσι ώστε να μπορεί να καλύπτει τις δόσεις αποπληρωμής του δανείου. Ένας τρόπος για να βρούμε την δανειακή επιβάρυνση μιας επιχείρησης είναι να αναλύσουμε διάφορους δείκτες οφειλών.

1.5.1 ΔΕΙΚΤΗΣ ΧΡΕΟΥΣ

Ο δείκτης χρέους δείχνει το ποσοστό του συνόλου των περιουσιακών στοιχείων που χρηματοδοτούνται με δάνειο. Όσο χαμηλότερος είναι ο δείκτης χρέους τόσο μικρότερη είναι η χρηματοοικονομική εξάρτηση. Αντίθετα, όσο υψηλότερος είναι ο δείκτης χρέους, τόσο μεγαλύτερη είναι η χρηματοοικονομική εξάρτηση.

Δείκτης χρέους = Ξένα κεφάλαια / Σύνολο Ενεργητικού

Παράδειγμα : Δείκτης Χρέους

Αν από τον ισολογισμό μιας επιχείρησης φαίνεται ότι οι υποχρεώσεις της (ξένα κεφάλαια) ανέρχονται σε 100.000.000 δραχμές και το σύνολο του ενεργητικού της είναι 500.000.000 δραχμές, τότε :

$$\text{Δείκτης χρέους} = 100.000.000 / 500.000.000 = 0,2 \text{ ή } 20\%$$

Ένας υψηλός δείκτης τείνει να μεγεθύνει τα κέρδη, ενώ ένας χαμηλός δείκτης μπορεί να σημαίνει ότι τα δάνεια της επιχείρησης δεν χρησιμοποιούνται αποτελεσματικά.

1.5.2 ΔΕΙΚΤΗΣ ΔΑΝΕΙΑΚΗΣ ΕΠΙΒΑΡΥΝΣΗΣ

Ένας πολύ γνωστός χρηματοοικονομικός δείκτης είναι αυτός που εξετάζει τη σχέση ανάμεσα στις μακροπρόθεσμες οφειλές

(μακροπρόθεσμα ξένα κεφάλαια) και την αξία του μετοχικού κεφαλαίου (ίδια κεφάλαια). Αυτός ο δείκτης ονομάζεται δείκτης δανειακής επιβάρυνσης.

$$\text{Δείκτης δανειακής επιβάρυνσης} = \frac{\text{Μακρ/σμες οφειλές} + \text{Αξία μισθώσ./}}{\text{Ίδια κεφάλαια}}$$

Οι δημόσιες επιχειρήσεις κοινής ωφέλειας, οι οποίες έχουν σταθερή εισροή εισπράξεων, είναι σε θέση να έχουν υψηλούς δείκτες δανειακής επιβάρυνσης, ενώ οι εταιρείες πώλησης εποχιακών ειδών συνήθως χαμηλούς δείκτες. Με αλλά λόγια οι πελάτες των επιχειρήσεων κοινής ωφελείας κάνουν περιοδικές πληρωμές σε αυτές τις εταιρείες. Επειδή όμως οι επιχειρήσεις γνωρίζουν περίπου το ποσό που θα τους καταβληθεί και έχουν την δυνατότητα να αυξήσουν τη χρέωση των πελατών όταν τα ποσοστά απόδοσης τους πέσουν κάτω από ένα συγκεκριμένο επίπεδο, μπορούν να προϋπολογίζουν τα κέρδη τους σε πολύ μεγάλο βαθμό. Έτσι έχουν την δυνατότητα να εκδίδουν ομολογίες με περισσότερη εμπιστοσύνη, γιατί τα έσοδα που θα έχουν στο μέλλον θα τους εξασφαλίσουν τις πληρωμές των τόκων και την εξόφληση του κεφαλαίου χωρίς να αντιμετωπίσουν ιδιαίτερο κίνδυνο χρεοκοπίας. Οι εποχιακές εταιρείες από την άλλη μεριά, απολαμβάνουν υψηλά κέρδη εκμετάλλευσης όταν οι οικονομικές συνθήκες είναι ευνοϊκές, αλλά σε περιόδους οικονομικής ύφεσης τα κέρδη εκμετάλλευσης θα είναι χαμηλά. Αν εκδώσουν μεγάλο αριθμό ομολογιών, μπορεί να μην είναι σε θέση να καλύψουν τις πληρωμές των τόκων όταν μειωθούν τα κέρδη τους. Έτσι, αυτές οι εταιρείες πρέπει να υιοθετούν συντηρητικότερες πολιτικές, σε ότι αφορά την έκδοση ομολογιών, και να εκδίδουν περισσότερες μετοχές που δεν τις υποχρεώνουν να καταβάλλουν μερίσματα σε άσχημες οικονομικές περιόδους.

1.5.3 ΔΕΙΚΤΗΣ ΚΑΛΥΨΗΣ ΤΟΥ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ ΜΕ ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ

Ο δείκτης κάλυψης ενεργητικού με μακροπρόθεσμα κεφαλαία συσχετίζει τις οφειλές με το σύνολο του ενεργητικού μιας επιχείρησης, και μπορεί να δώσει χρήσιμες πληροφορίες για το βαθμό μέχρι τον οποίο η επιχείρηση χρηματοδοτεί το ενεργητικό της με μακροπρόθεσμα δάνεια.

Δείκτης κάλυψης ενεργητικού με μακροπρόθεσμα κεφάλαια =
Μακροπρόθεσμα κεφάλαια / Σύνολο ενεργητικού

Αυτός ο δείκτης μπορεί να χρησιμεύσει ως υποκατάστατο για την εκτίμηση της χρηματοοικονομικής εξάρτησης της επιχείρησης.

1.5.4 ΔΕΙΚΤΗΣ ΚΑΛΥΨΗΣ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΔΑΠΑΝΩΝ

Επίσης, σημαντικό είναι να δούμε κατά πόσο η επιχείρηση είναι σε θέση να πληρώσει τους τόκους της. Γι'αυτό τον σκοπό, μπορούμε να χρησιμοποιήσουμε τον δείκτη κάλυψης χρηματοοικονομικών δαπανών. Αυτός ο δείκτης μετρά κατά πόσο καλύπτονται οι πληρωμές τόκων από τα λειτουργικά έσοδα της επιχείρησης (τα κέρδη πριν την αφαίρεση τόκων και φόρων, earnings before interest and tax, EBIT). Προφανώς, όσο υψηλότερο είναι αυτό το ποσοστό, τόσο ικανότερη είναι η επιχείρηση να εξοφλήσει τους πιστωτές της.

Δείκτης κάλυψης χρηματοοικονομικών δαπανών = EBIT / Ετήσιες δαπάνες για τόκους.

Η χαμηλή κάλυψη τόκων δηλώνει επικίνδυνη θέση, γιατί μια μείωση στην οικονομική δραστηριότητα μπορεί να μειώσει τα EBIT κάτω από το

πόσο των τόκων που πρέπει να καταβάλει η επιχείρηση, οδηγώντας την έτσι σε αδυναμία πληρωμής και, τελικά, στην χρεοκοπία. Αυτός ο κίνδυνος όμως μετριάζεται από το γεγονός ότι τα EBIT δεν είναι η μόνη πηγή κάλυψης των δαπανών. Οι επιχειρήσεις αντλούν ταμειακές ροές και από τις αποσβέσεις, οι οποίες μπορούν να χρησιμοποιηθούν για την εξόφληση των τόκων. Στόχος της επιχείρησης πρέπει να είναι μια μεγάλη προστατευτική κάλυψη, έτσι ώστε να είναι σε θέση να εξοφλήσει τους πιστωτές της.

Ο δείκτης κάλυψης χρηματοοικονομικών δαπανών είναι ατελής, γιατί ο παρανομαστής δεν περιλαμβάνει ορισμένες άλλες πάγιες πληρωμές, όπως είναι η εξόφληση των κεφαλαίων, οι δαπάνες για μισθώσεις, και τα μερίσματα των προνομιούχων μετοχών.]

1.5.5 ΔΕΙΚΤΗΣ ΣΥΝΟΛΙΚΗΣ ΚΑΛΥΨΗΣ

Για να αντιμετωπίσουμε τα προβλήματα που αφήνει ακάλυπτα ο δείκτης κάλυψης χρηματοοικονομικών δαπανών, πρέπει να υπολογίσουμε ένα δείκτη συνολικής κάλυψης.

Δείκτης συνολικής κάλυψης = Ταμειακές εισροές / Μισθώματα + τόκοι
+(εξόφληση δανείου) + (μερίσματα προνομιούχων)

$$1 - t$$

Όλες οι δαπάνες που εμφανίζονται στον παρανομαστή είναι πάγιες και πρέπει να λαμβάνονται υπόψη. Είναι προφανές ότι η επιχείρηση και οι επενδυτές της θα προτιμούσαν την υψηλότερη δυνατή κάλυψη, αλλά αυτό εξαρτάται ως ένα βαθμό και από την αποδοτικότητα της επιχείρησης.

Αν οι δείκτες χρέους ξεφύγουν από τα όρια, το κόστος κεφαλαίου της επιχείρησης μπορεί να αυξηθεί. Επίσης η αξία του μετοχικού κεφαλαίου

μπορεί να μειωθεί ως αντίδραση στον υψηλότερο βαθμό κινδύνου που θα έχει η επιχείρηση. Επομένως, τα διευθυντικά στελέχη πρέπει να προσέχουν ώστε να μην υπάρχουν υπερβολικά ομολογιακά δάνεια στην διάρθρωση του κεφαλαίου της επιχείρησης.

1.6 ΔΕΙΚΤΗΣ ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑΣ

Οι επενδύτες, οι μέτοχοι, και τα χρηματοοικονομικά στελέχη προσέχουν ιδιαίτερα την αποδοτικότητα των επιχειρήσεων. Η ανάλυση του κέρδους ξεκινά από τη μελέτη του τρόπου με τον οποίο χρησιμοποιείται το μίγμα των περιουσιακών στοιχείων. Οι καλοί διευθυντές χρησιμοποιούν αποτελεσματικά το ενεργητικό τους ώστε, με την αύξηση της παραγωγικής ικανότητας της επιχείρησής τους, έχει πολύ μεγάλη σημασία αν θέλουν οι διευθυντές της να προσελκύσουν κεφάλαια και να χρησιμοποιήσουν με επιτυχία την ανάπτυξη της.

Αν τα ποσοστά απόδοσης μιας συγκεκριμένης επιχείρησης πέσουν κάτω από ένα ορισμένο επίπεδο, ο λόγος τιμής προς κέρδη και η αξία της μετοχής της επιχείρησης θα μειωθούν – γεγονός που εξηγεί τη σπουδαιότητα που έχει ο υπολογισμός της αποδοτικότητας κάθε επιχείρησης.

1.6.1 ΜΙΚΤΑ ΠΕΡΙΘΩΡΙΑ ΚΕΡΔΟΥΣ

Τα μικτά περιθώρια κέρδους δείχνουν πόσο αποτελεσματικά χρησιμοποιεί η διοίκηση της επιχείρησης τα υλικά και την εργασία κατά την διαδικασία της παραγωγής.

Μικτό περιθώριο κέρδους = Πωλήσεις – κόστος πωληθέντων / Πωλήσεις

Παράδειγμα : Μικτό περιθώριο κέρδους

Αν οι πωλήσεις μιας επιχείρησης ανέρχονται σε 100000000 δραχμές και το κόστος πωληθέντων εμπορευμάτων σε 600000000 δραχμές, το μικτό περιθώριο κέρδους θα είναι :

$$\text{Μικτό περιθώριο κέρδους} = 100000000 - 600000000 / 100000000 = 40\%$$

Όταν το κόστος εργασίας και υλικών αυξάνονται με ταχείς ρυθμούς, είναι πιθανό να μειώσουν τα μικτά περιθώρια κέρδους, εκτός και αν η επιχείρηση μεταβιβάσει αυτό το κόστος στους πελάτες αυξάνοντας τις τιμές των προϊόντων της. Για να δούμε αν αυτό το κόστος έχει ξεφύγει από τα όρια, θα πρέπει να συγκρίνουμε αυτόν το δείκτη με τα περιθώρια κέρδους άλλων παρόμοιων εταιρειών. Αν τα περιθώρια των ανταγωνιστών είναι υψηλότερα, η επιχείρηση πρέπει να συνειδητοποιήσει ότι είναι αναγκαίο να κάνει κάτι για να ελέγξει αποτελεσματικότερα το κόστος εργασίας και υλικών.

1.6.2 ΠΕΡΙΘΩΡΙΑ ΚΕΡΔΟΥΣ ΕΚΜΕΤΑΛΛΕΥΣΗΣ

Τα περιθώρια κέρδους εκμετάλλευσης δείχνουν κατά πόσο κατάφερε η διοίκηση της επιχείρησης να δημιουργήσει κέρδη από την κύρια δραστηριότητα της επιχείρησης.

$$\text{Περιθώριο κέρδους εκμετάλλευσης} = \text{Λειτουργικά κέρδη} / \text{Πωλήσεις}$$

Ο αριθμητής αυτού του δείκτη αντιπροσωπεύει τα κέρδη μετά την αφαίρεση του κόστους των πωληθέντων εμπορευμάτων και των λειτουργικών εξόδων από τις πωλήσεις αλλά πριν την αφαίρεση των τόκων και των φόρων.

Αυτός ο δείκτης είναι ένα κατά προσέγγιση μέτρο της ποσοστιαίας μεταβολής των κερδών που μπορεί να επιτύχει μια επιχείρηση κατά την

άσκηση των κυρίων δραστηριοτήτων της, μια και δηλώνει πόσα μικτά κέρδη (EBIT) δημιουργούνται για κάθε δραχμή πωλήσεων. Ένα υψηλό κέρδος εκμετάλλευσης μπορεί να σημαίνει ότι ο έλεγχος του κόστους είναι αποτελεσματικός ή ότι οι πωλήσεις αυξάνονται ταχύτερα απ' ότι το λειτουργικό κόστος. Τα διευθυντικά στελέχη πρέπει να εντοπίσουν τις αιτίες που δημιουργούν υψηλά ή χαμηλά περιθώρια κέρδους εκμετάλλευσης, ώστε να μπορούν να προσδιορίσουν αν η επιχείρηση λειτουργεί αποτελεσματικά ή όχι ή αν οι τιμές της αυξήθηκαν ταχύτερα ή βραδύτερα από το κόστος.

1.6.3 ΠΕΡΙΘΩΡΙΑ ΚΑΘΑΡΟΥ ΚΕΡΔΟΥΣ

Τα περιθώρια καθαρού κέρδους δημιουργούνται από όλες τις φάσεις της δραστηριότητας μιας επιχείρησης. Με άλλα λόγια, αυτός ο δείκτης συγκρίνει τα καθαρά έσοδα με τις πωλήσεις.

Περιθώριο καθαρού κέρδους = Καθαρά κέρδη μετά την αφαίρεση των φόρων / Πωλήσεις

Παράδειγμα : περιθώριο καθαρού κέρδους .

Αν τα κέρδη μιας επιχείρησης μετά την αφαίρεση των φόρων είναι 10000000 δρχ. και οι πωλήσεις είναι 100000000 δρχ. τότε

Περιθώριο καθαρού κέρδους = $10000000 / 100000000 = 10\%$

Ορισμένες επιχειρήσεις έχουν υψηλά περιθώρια καθαρού κέρδους (πάνω από 20%) ενώ κάποιες άλλες έχουν χαμηλά περιθώρια καθαρού κέρδους (που κυμαίνονται μεταξύ 3% και 5%). Το επίπεδο αυτών των περιθωρίων ποικίλλει από τον ένα βιομηχανικό κλάδο στον άλλο. Συνήθως, οι επιχειρήσεις με καλή διαχείριση πετυχαίνουν σχετικά υψηλότερα περιθώρια κέρδους, γιατί διαχειρίζονται τους πόρους τους πιο αποτελεσματικά. Από την πλευρά των επενδυτών, η επιχείρηση θα έχει

όφελος αν μπορεί να διατηρεί τα περιθώρια του κέρδους της υψηλότερα από το μέσο όρο του κλάδου της βιομηχανίας στον οποίο ανήκει και, αν είναι δυνατό, να δείχνει ότι υπάρχει τάση βελτίωσης τους. Επίσης, όσο χαμηλότερα διατηρούνται οι δαπάνες της επιχείρησης – όσες και αν είναι οι πωλήσεις της – τόσο υψηλότερος θα είναι ο δείκτης του περιθωρίου καθαρού κέρδους.

1.6.4 ΔΕΙΚΤΗΣ ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑΣ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ

Ο δείκτης αποδοτικότητας ιδίων κεφαλαίων μετρά το ποσοστό απόδοσης που παίρνουν οι μέτοχοι. Οι αναλυτές χρεογράφων, όπως επίσης και οι επενδύτες, δείχνουν ιδιαίτερο ενδιαφέρον γι' αυτό τον δείκτη. Σε γενικές γραμμές, όσο υψηλότερη είναι η απόδοση μιας επιχείρησης τόσο πιο ελκυστική είναι η μετοχή της. Αυτός ο δείκτης παρέχει έναν τρόπο για την εκτίμηση της αποδοτικότητας και των ποσοστών απόδοσης μιας επιχείρησης, τα οποία μπορούν να συγκριθούν με τα αντίστοιχα άλλων μετοχών. Ο υπολογισμός του δείκτη γίνεται ως εξής :

Αποδοτικότητα ιδίων κεφαλαίων = Καθαρά κέρδη μετά την αφαίρεση των φόρων / Μετοχικό κεφάλαιο

1.6.5 ΔΕΙΚΤΗΣ ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ

Ο δείκτης αποδοτικότητας επενδύσεων επινοήθηκε από την εταιρεία Du Pont Company για δική της χρήση, αλλά σήμερα χρησιμοποιείται από πολλές μεγάλες επιχειρήσεις για την μέτρηση των συνδυασμένων

αποτελεσμάτων των περιθωρίων κέρδους και του λόγου των πωλήσεων προς το σύνολο του ενεργητικού.

Αποδοτικότητα επενδύσεων = καθαρά κέρδη / πωλήσεις x πωλήσεις / σύνολο ενεργητικού = καθαρά έσοδα / σύνολο ενεργητικού

Αυτός ο τύπος συγκρίνει τον τρόπο με τον οποίο δημιουργεί κέρδη η επιχείρηση και τον τρόπο με τον οποίο χρησιμοποιεί τα στοιχεία του ενεργητικού για να δημιουργήσει πωλήσεις. Αν τα στοιχεία του ενεργητικού χρησιμοποιούνται αποτελεσματικά, τα έσοδα θα είναι υψηλά διαφορετικά τα έσοδα θα είναι χαμηλά.

1.7 ΔΕΙΚΤΕΣ ΤΗΣ ΑΓΟΡΑΣ

Οι επιχειρήσεις ανησυχούν για την αντίδραση των επενδυτών απέναντι στο μετοχικό τους κεφάλαιο, γι' αυτό και συγκρίνουν ορισμένους δείκτες της αγοράς για να βρουν την αξία που έχουν οι δικές τους μετοχές. Αυτή η αξία τους επιτρέπει επίσης να προσδιορίσουν το κόστος έκδοσης νέων μετοχών. Ορισμένοι από αυτούς τους δείκτες είναι ο δείκτης τιμής προς κέρδη, η μερισματική απόδοση, και ο λόγος διανομής μερίσματος.

1.7.1 ΔΕΙΚΤΗΣ ΤΙΜΗΣ ΠΡΟΣ ΚΕΡΑΗ

Εκτός από το μοντέλο της σταθερής αύξησης μερίσματος, ένα άλλο μέτρο που χρησιμοποιείται ευρέως για την αποτίμηση μιας μετοχής είναι το πηλίκο της τιμής της προς τα κέρδη της. Σε γενικές γραμμές ο δείκτης τιμής προς κέρδη κατατάσσει την αξία των επιχειρήσεων σε σχέση με τα κέρδη τους ανά μετοχή. Αυτός ο δείκτης περιλαμβάνει όλα όσα σκέφτονται οι επενδυτές για την αύξηση των κερδών, τον κίνδυνο της επιχείρησης, την αποτελεσματικότητά της, και τη χρηματοοικονομική της κατάσταση

σε μια και μόνο τιμή. Ο δείκτης τιμής προς κέρδη είναι η τιμή που είναι πρόθυμοι να πληρώσουν πολλοί επενδύτες για κάθε δραχμή των κερδών αν μετοχή. Μια εταιρεία με υψηλή απόδοση, η οποία αναπτύσσεται με ταχείς ρυθμούς, έχει καλή διαχείριση, και σχετικά χαμηλό βαθμό κινδύνου, έχει συνήθως υψηλό δείκτη τιμής προς κέρδη, ενώ μια εταιρεία με κακή απόδοση έχει χαμηλό δείκτη τιμής προς κέρδος. Για να υπολογίσουμε τον δείκτη τιμής προς κέρδη πρέπει να γνωρίζουμε τα εξής:

1. Τα μελλοντικά αναμενόμενα κέρδη(earnings per share, EPS) ανά μετοχή της επιχείρησης.

$$\text{EPS} = \text{Αναμενόμενα κέρδη} / \text{αριθμός μετοχών σε κυκλοφορία}$$

2. Την τρέχουσα τιμή της μετοχής
3. το λόγο διανομής της μετοχής της επιχείρησης

$$\text{Λόγος διανομής} = \text{Μέρισμα} / \text{Κέρδη}$$

4. Ένα μέτρο του κινδύνου που προέρχεται από το μοντέλο αποτίμησης κεφαλαιουχικών Αγαθών

Είναι προφανές ότι γίνεται η υπόθεση πως η επιχείρηση χρησιμοποιεί τους πόρους της για τη δημιουργία εισοδήματος. Όταν αυτό γίνεται αποτελεσματικά και αποδοτικά, αναγνωρίζεται στην εκτίμηση του δείκτη τιμής προς κέρδος. Ο μαθηματικός τύπος είναι :

$$\text{Δείκτης τιμής προς κέρδη} = \text{Λόγος διανομής} / \text{K} - \text{G}$$

$$\text{Όπου λόγος διανομής} = \text{Μέρισμα} / \text{κέρδη}$$

$$\text{K} = \text{Προεξοφλητικό επιτόκιο της μετοχής}$$

$$\text{G} = \text{Αναμενόμενη αύξηση των κερδών}$$

1.7.2 ΜΕΡΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ

Τα μερίσματα των μετοχών καταβάλλονται από τα καθαρά έσοδα. Οι μέτοχοι συμμετέχουν στα μερίσματα και στα κεφαλαιουχικά κέρδη των μετοχών τους. Έτσι, μια από τις σημαντικές αποδόσεις που προσέχουν είναι τα μερίσματα και η απόδοση που έχουν από αυτά τα μερίσματα. Οι επενδύτες συγκρίνουν τα μερίσματα των μετοχών (όλα τα αλλά παραμένουν ίσα) και αγοράζουν τη μετοχή που έχει την υψηλότερη απόδοση. Σύγκριση , γίνεται επίσης και ανάμεσα στις αποδόσεις των μετοχών και των ομολογιών. Η απόδοση των μετοχών πολλών επιχειρήσεων κοινής ωφέλειας είναι συνήθως σχετικά υψηλή, με αποτέλεσμα αυτές οι μετοχές να προσελκύουν μια πελατεία επενδυτών που αναζητούν τέτοιες υψηλές αποδόσεις και την πιθανότητα δημιουργίας κεφαλαιουχικών κερδών. Όταν συνδυαστούν αυτά τα χαρακτηριστικά, είναι πιθανό να παρακινήσουν τους επενδύτες να αγοράσουν μετοχές αντί για ομολογίες των επιχειρήσεων κοινής ωφέλειας.

Επίσης, τα μερίσματα είναι ενδεικτικά της ικανότητας μιας επιχείρησης να δημιουργεί κέρδη και αποτελούν μέτρο χρηματοοικονομικής σταθερότητας. Γι' αυτό τον λόγο, οι μετοχές που αποφέρουν μέρισμα έχουν τους πιστούς οπαδούς τους . Για να βρούμε πόσα καταβάλλει σε μέρισμα μια εταιρεία, χρησιμοποιούμε τους εξής δείκτες :

$$\text{Λόγος διανομής} = \text{Μέρισμα ανά μετοχή} / \text{Κέρδη ανά μετοχή}$$

Οι μερισματικές αποδόσεις ποικίλλουν από τον ένα βιομηχανικό κλάδο στον άλλο αλλά, γενικά, οι επιχειρήσεις εποχιακού χαρακτήρα και οι μικρές και ταχέως αναπτυσσόμενες εταιρείες έχουν μικρές αποδόσεις ανά μετοχή, ενώ οι επιχειρήσεις κοινής ωφελείας και οι εξαιρετικά σταθερές και συνεχώς αναπτυσσόμενες εταιρίες καταβάλλουν υψηλότερα μερίσματα. Οι αποδόσεις αν μετοχή που αλλάζουν σημαντικά από το συνηθισμένο σχήμα τους προκαλούν αρνητικές επιδράσεις στην τιμή της μετοχής. Είναι σαφώς προτιμότερο για μια εταιρεία να διατηρεί σταθερή

μερισματική πολιτική. Διαφορετικά, οι επενδύτες μπορεί να απογοητευτούν και κάτι τέτοιο ίσως οδηγήσει σε αρνητικές επιπτώσεις στην τιμή της μετοχής της.

1.8 ΑΝΑΛΥΣΗ ΜΟΧΛΕΥΣΕΩΣ

Κάθε οικονομική δραστηριότητα που σκοπό έχει τη δημιουργία εισοδήματος διέρχεται από περιόδους κρίσεως που καταλήγουν σε σοβαρή μείωση του καθαρού αποτελέσματος ακόμα και στην εμφάνιση ζημιών. Έτσι μια επιχειρηματική δραστηριότητα υφίσταται περιοδικές διακυμάνσεις στις πωλήσεις ή στις προσφερόμενες υπηρεσίες. Το αποτέλεσμα των διακυμάνσεων στην κύρια πηγή εσόδων μιας επιχειρηματικής μονάδας αντανακλάται φυσικά και στα κέρδη προ υπολογισμού των φόρων. Η διακύμανση όμως των πωλήσεων επιφέρει πολύ μεγαλύτερες διακυμάνσεις στα κέρδη προ φόρων δια μέσου των καλουμένων λειτουργικής και χρηματοοικονομικής μοχλεύσεως.

Ο όρος μόχλευση έχει ληφθεί από το αντίστοιχο σύστημα του μοχλού, ο οποίος καθιστά δυνατή τη μετακίνηση βαριού αντικειμένου με άσκηση μικρής πίεσεως. Στην οικονομική ορολογία μόχλευση σημαίνει τη χρήση ενεργητικών ή κεφαλαίων για τα οποία καταβάλλεται σταθερό ποσό, το οποίο προσομοιάζεται με το υπομόχλιο, που επιτυγχάνουν την αύξηση των πωλήσεων, η οποία καταλήγει σε ακόμη μεγαλύτερη αύξηση στα κέρδη.

1.9 ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΚΗ ΜΟΧΛΕΥΣΗ

Η λειτουργική μόχλευση (operating leverage) ορίζεται ως η ποσοστιαία μεταβολή στα κέρδη, η οποία είναι υψηλότερη από την ποσοστιαία μεταβολή στις πωλήσεις που την προκαλεί. Η λειτουργική μόχλευση εμφανίζεται στη περίπτωση που υπάρχουν σταθερές δαπάνες οι οποίες πρέπει να καλυφθούν. Η ανάλυση για τον προσδιορισμό του

νεκρού σημείου είναι η μέθοδος που μετρά την έκταση κατά την οποία έχει χρησιμοποιηθεί η λειτουργική μόχλευση.

1.10 ΑΝΑΛΥΣΗ ΝΕΚΡΟΥ ΣΗΜΕΙΟΥ

Η ανάλυση του νεκρού σημείου είναι βασικά η μέθοδος μελέτης και προγραμματισμού των κερδών που διεκπεραιούται με βάση την υπάρχουσα σχέση των σταθερών δαπανών και του μεταβλητού κόστους προς τα έσοδα. Ειδικότερα είναι το μέσο με το οποίο προσδιορίζεται το σημείο στο οποίο οι πωλήσεις καλύπτουν ακριβώς το συνολικό κόστος. Σαν κέρδη νοούνται τα λειτουργικά μόνο προ φόρων και τόκων, δεν έχουν δηλαδή συμπεριληφθεί στην πλευρά των κερδών ανάλογα προερχόμενα από πηγές διαφορετικές της παραγωγικής δραστηριότητας ή στην πλευρά των δαπανών ανάλογες μη οφειλόμενες στη συνήθη δραστηριότητα της επιχειρήσεως.

Ο προσδιορισμός του νεκρού σημείου είναι βασικής σπουδαιότητας. Η διεύθυνση κάνει χρήση αυτού σε πολλές περιπτώσεις όπως όταν μελετά τον αντίκτυπο στα κέρδη, από τυχόν προγραμματιζόμενη μεταβολή στη τιμή πώλησεως, ή από αναμενόμενη μεταβολή στο κόστος των πρώτων υλών ή την αμοιβή εργασίας. Σε περίπτωση επίσης νέων επενδύσεως και αυξήσεως της παραγωγικής δυναμικότητας, η ανάλυση του νεκρού σημείου είναι απαραίτητη γιατί και το σταθερό κόστος θα αυξηθεί και ο αντίκτυπος στα διάφορα επίπεδα παραγωγής από τυχόν μείωση της τιμής πώλησεως για την προώθηση της αυξημένης παραγωγής θα πρέπει να είναι γνωστός.

Βοηθά επίσης και στην πληροφόρηση της ικανότητας της επιχειρήσεως να εξυπηρετήσει το χρέος στα διάφορα επίπεδα παραγωγής. Γενικά, η γνώση της σχέσεως κερδών και προσόδων στα διάφορα επίπεδα παραγωγής, ενδείκνυται να είναι γνωστή στη διεύθυνση με βάση

διαφορετικές τιμές πωλήσεων και διαφορετικά μεταβλητά και σταθερό κόστος. Συνεπώς η ανάλυση του νεκρού σημείου είναι απαραίτητη σε περίπτωση ορισμού των τιμών πωλήσεων, ελέγχου του κόστους και σε πολλές άλλες οικονομικές αποφάσεις.

Ο προσδιορισμός του νεκρού σημείου θα μπορούσε να γίνει και με βάση τα «παραχθέντα» μετρητά. Αυτό γιατί μέρος σε ορισμένες επιχειρήσεις σημαντικό, των σταθερών εξόδων δεν απαιτούν μετρητά, όπως συμβαίνει με τις αποσβέσεις. Σε περίοδο χαλαρής επιχειρηματικής δραστηριότητας το σταθερό κόστος είναι δυνατό να συμβάλλει στην εμφάνιση ζημιών. Αν όμως οι πραγματικές δαπάνες σε μετρητά είναι μικρές η επιχείρηση πιθανότατα να μη βρίσκεται στο σημείο εκείνο που αδυνατεί να ικανοποιήσει απαιτήσεις σε μετρητά. Πρέπει επίσης να αναφερθεί ότι υψηλό σταθερό κόστος και χαμηλό μεταβλητό προκαλούν μεγάλες ποσοστιαίες μεταβολές στα κέρδη και προς τα επάνω και προς τα κάτω. Συνεπώς μια επιχείρηση με υψηλό σταθερό κόστος, παρ' όλο που σε μια όχι καλή περίοδο μπορεί να φέρει ζημιές, σε περίπτωση στροφής της καταστάσεως προς το καλύτερο θα παρουσιάσει σημαντικότερο ύψος κερδών.

Κατά την ανάλυση του νεκρού σημείου αντιμετωπίζονται ορισμένες δυσκολίες που πηγάζουν από την πράξη. Όταν παράγονται περισσότερα από ένα προϊόντα πιθανόν να ανδεικνύεται η κατασκευή περισσότερων νεκρών σημείων, ένα για κάθε παραγόμενο προϊόν, ιδίως όταν τα προϊόντα αλλάζουν. Πρέπει επίσης να έχουμε υπόψιν ότι τα δεδομένα που χρησιμοποιούμε αφορούν σε ιστορικές σχέσεις που πιθανόν να μην ισχύουν για μεγάλο χρονικό διάστημα. Προβλήματα επίσης προκύπτουν και από την κατηγορία εκείνων των εξόδων που είναι «μερικώς σταθερά» και «μερικώς μεταβλητά». Τέλος όταν προστίθενται νέα παραγωγικά μέσα για να αυξηθεί η παραγωγή το σταθερό κόστος πιθανόν να μεταβάλλεται. Οι διαφορετικές αυτές καταστάσεις επιβάλλουν

περιορισμούς και για να είναι χρήσιμη η ανάλυση του νεκρού σημείου θα πρέπει να αντιμετωπίζει τις καταστάσεις αυτές κατάλληλα.

1.11 ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΜΟΧΛΕΥΣΗ

Μιλάμε για χρηματοοικονομική μόχλευση στην περίπτωση που οι επιχειρήσεις χρησιμοποιούν ξένα κεφάλαια για την χρηματοδότηση των επενδύσεων. Καταφεύγουν σε εξωτερικές πηγές κεφαλαίων όταν νομίζουν ότι η αποδοσή τους θα αυξήσει τα κέρδη που αντιστοιχούν σε κάθε μετοχή και όχι απλώς τα συνολικά. Η χρηματοοικονομική μόχλευση είναι θετική όταν η επιχείρηση κερδίζει περισσότερα με τα ενεργητικά στοιχεία που αποκτά από εκείνα τα οποία πληρώνει. Η μόχλευση είναι αρνητική όταν η επιχείρηση πληρώνει περισσότερα από ό,τι κερδίζει.

Η έρευνα των αποτελεσμάτων της χρηματοοικονομικής μοχλεύσεως διεξάγεται με ανάλυση της σχέσεως των κερδών, προ της αφαιρέσεως των τόκων και των φόρων αφ' ενός και των καθαρών κερδών κατά κοινή μετοχή αφ' ετέρου. Δια μέσου αυτής της τεχνικής ο οικονομικός διευθυντής της επιχειρήσεως προσδιορίζει τα αποτελέσματα της επιδράσεως των διαφόρων μεθόδων χρηματοδοτήσεως επι των κερδών κατά μετοχή.

Η χρηματοδότηση των νέων επενδύσεων πιθανόν να μεταβάλλει βραχυχρόνια τη σχέση των ξένων κεφαλαίων κεφαλαίων με τα ίδια. Θεωρητικά η άριστη κεφαλαιακή διάρθρωση επιτυγχάνεται την στιγμή κατά την οποία το οριακό πραγματικό κόστος είναι το ίδιο, ανεξάρτητα από τη μέθοδο χρηματοδοτήσεως. Το πραγματικό κόστος απτελείται από δυο μέρη. Από το κόστος το οποίο σχετίζεται με τη δέσμευση της επιχειρήσεως προς τρίτους και καλείται άμεσο κόστος. Αυτό μπορεί να είναι το επιτόκιο του χρέους, το μέρος των κοινών μετοχών, διάφορα έξοδα κ.τ.λ. Το άλλο συστατικό του κόστους ονομάζεται αφανές κόστος.

Αυτό πηγάζει από την πτώση της τιμής της μετοχής λόγω της αυξημένης δανειακής επιβαρύνσεως.

Ο προσδιορισμός του ύψους του χρέους, που θα πρέπει να χρησιμοποιήσει η επιχείρηση για να μεγιστοποιήσει την αξία της μετοχής της, είναι δύσκολος. Δεν υπάρχει κανόνας που θα ήταν δυνατό να εφαρμοστεί αλλά ούτε και μπορεί να λεχθεί με βεβαιότητα ότι η μέση δανειακή επιβάρυνση του κλάδου θα μπορούσε να κατευθύνει την επιχείρηση στον προσδιορισμό του ύψους του χρέους. Ορισμένες επιχειρήσεις είναι σε θέση να δικαιολογήσουν σημαντικές αποκλίσεις από τη μέση δανειακή επιβάρυνση του κλάδου.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΔΕΥΤΕΡΟ

'ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΔΙΑΡΘΡΩΣΗ'

2.1 ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ ΠΟΥ ΕΠΗΡΕΑΖΟΥΝ ΤΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΔΙΑΡΘΡΩΣΗ

Όταν μελετάμε τη χρηματοοικονομική διάρθρωση μιας επιχείρησης θα πρέπει να έχουμε υπ' όψη ορισμένους παράγοντες για να καταλήξουμε στην ορθότερη πολιτική επι της χρηματοδοτήσεως. Οι παράγοντες αυτοί επηρεάζουν κατά διάφορους τρόπους την κεφαλαιακή διάρθρωση της επιχειρήσεως και συνεπώς τη μορφή χρηματοδοτήσεως των επενδύσεων.

2.1.1 ΣΤΑΘΕΡΟΤΗΤΑ ΤΩΝ ΠΩΛΗΣΕΩΝ

Όταν οι πωλήσεις δεν παρουσιάζουν διακυμάνσεις, οι επιχειρήσεις είναι σε θέση να υπολογίσουν με μεγάλη ακρίβεια τις ανάγκες τους σε μετρητά. Οι εταιρίες αυτές δύναται να δανεισθούν με ευκολία και η πιθανότητα να μην έχουν την δυνατότητα να πληρώσουν τις σταθερές δαπάνες του τόκου και χρεολυσίου, κατά τη λήξη τους, είναι μικρή. Το αντίθετο ισχύει για εταιρίες που τα έσοδα τους υπόκεινται σε διακυμάνσεις, αυξάνουν σημαντικά τον κίνδυνο λόγω των αυξημένων πιθανοτήτων που υπάρχουν να μη δύναται να εκπληρώσουν τις υποχρεώσεις τους στους δανειστές τους.

Η σταθερότητα των εσόδων της ΔΕΗ και του ΟΤΕ και ο αυξημένος βαθμός ακριβείας με τον οποίο είναι δυνατό να προϋπολογισθεί ο ρυθμός

αυξήσεως των εσόδων, διευκολύνει τον δανεισμό μεγάλων ποσών χωρίς σημαντική αύξηση του κινδύνου για τους δανειστές.

2.1.2. ΡΥΘΜΟΣ ΑΥΞΗΣΕΩΣ

Εταιρίες που βρίσκονται στο στάδιο της αναπτύξεως έχουν μεγάλες ανάγκες για κεφάλαια, τα οποία θα χρησιμοποιήσουν για την απόκτηση των κερδοφόρων ενεργητικών, που είναι απαραίτητα για την αύξηση της παραγωγικής τους δραστηριότητας. Τα παραγόμενα από αυτές κέρδη, ακόμη και στην περίπτωση που δεν διανέμουν μέρισμα, δεν επαρκούν συνήθως για την κάλυψη των αναγκών τους σε κεφάλαια. Από έρευνες που έγιναν σε άλλες χώρες μάλλον προκύπτει ότι η δυναμικής αυξήσεως κερδών επιχειρήσεις χρησιμοποιούν χρέος σε αυξημένο βαθμό.

2.1.3. ΕΛΕΓΧΟΣ ΤΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΣ

Στις μεγάλες επιχειρήσεις, όταν οι μέτοχοι της πλειοψηφίας προτίθενται να συνεχίσουν το στενό έλεγχο της επιχειρήσεως, η αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου με πωλήσεις μετοχών στο κοινό δεν ενδείκνυται. Αν θελήσουν όμως να αποχωρισθούν από κάποιο ποσοστό των μετοχών που έχουν δικαίωμα ψήφου, και εισάγουν την εταιρεία στο Χρηματιστήριο, είναι δυνατή η χρηματοδότηση των επενδύσεων δια μέσου εκδόσως μετοχών σε δημόσια εγγραφή χωρίς να τεθούν σε κίνδυνο τα συμφέροντα των ιδρυτών-μετόχων. Οι μέτοχοι μεσαίων επιχειρήσεων μάλλον αποφεύγουν την αύξηση του μετοχικού τους κεφαλαίου με την είσοδο νέων συνεταίρων, ιδιαίτερα όταν οι εταιρείες τις οποίες ελέγχουν έχουν ικανοποιητική κερδοφόρα δύναμη. Σ' άλλες περιπτώσεις, όπου οι ιδιοκτήτες μικρού και μεγάλου μεγέθους

επιχειρήσεων ικανοποιούνται με το υπάρχον μέγεθος αυτών, όχι μόνο δεν καταφεύγουν στην αύξηση του μετοχικού τους κεφαλαίου, αλλά ούτε, απ' αυτές, και σε δανεισμό.

2.1.4. ΔΙΑΡΘΡΩΣΗ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΩΝ – ΚΕΡΔΗ

Οι σχέσεις των λογαριασμών του ενεργητικού μεταξύ τους και στο σύνολο επηρεάζουν κατά διάφορους τρόπους τη χρηματοοικονομική διάρθρωση. Εταιρείες κοινής ωφέλειας έχουν περιορισμένο κυκλοφορούν ενεργητικό σε σχέση προς το σύνολο του ενεργητικού τους. Ο δείκτης κυκλοφοριακής ρευστότητας 1 προς 1 κρίνεται συνήθως από τους δανειστές ικανοποιητικός για τις εταιρείες κοινής ωφέλειας, όχι όμως και για την πλειονότητα των βιομηχανικών εταιρειών που οι δανειστές προτιμούν βελτιωμένη σχέση.

Ο αριθμός των φόρων με τους οποίους ο τόκος των παλιών και των ζητούμενων νέων κεφαλαίων μαζί λαμβανόμενα καλύπτεται από τα κέρδη, είναι σημαντικής σπουδαιότητας για τους δανειστές. Ο αριθμοδείκτης βρίσκεται με διαίρεση των κερδών πριν από την αφαίρεση των φόρων και του τόκου, δια του συνόλου των τόκων. Ο δείκτης αυτός μετρά πόσο τα κέρδη δύναται να μειωθούν προτού η επιχείρηση βρεθεί σε αδυναμία καταβολής των τόκων.

Ακόμα σημαντικότερης σπουδαιότητας δείκτης για τους δανειστές είναι αυτός που δηλώνει τον αριθμό των φόρων με τους οποίους οι σταθερές δαπάνες του τοκοχρεωλυσίου καλύπτονται από τα κέρδη. Ο δείκτης βρίσκεται με διαίρεση των κερδών, τα οποία θα ήταν δυνατό να διατεθούν για την πληρωμή των δαπανών αυτών, δια των σταθερών.

2.1.5. ΠΙΣΤΩΤΙΚΑ ΙΔΡΥΜΑΤΑ

Τα πιστωτικά ιδρύματα και οι επενδυτές ομολογούχοι αναλύουν ορισμένες σχέσεις των λογαριασμών του ισολογισμού και των αποτελεσμάτων χρήσεως. Σημαντικής όμως σπουδαιότητας ανάλυση είναι αυτή που αφορά τη σταθερότητα της ροής των μετρητών και τη σχέση αυτών προς τις σταθερές δαπάνες. Επιχειρήσεις πολλές φορές έχουν υψηλό βαθμό δανειακής επιβαρύνσεως αλλά εκείνο το οποίο έχει εξαιρετική βαρύτητα είναι η ικανότητα αυτών να δημιουργούν μετρητά. Ο υπολογισμός δηλαδή της δανειακής επιβαρύνσεως δεν είναι πάντοτε ενδεικτικό στοιχείο της ικανότητας της επιχειρήσεως να καλύψει τις σταθερές δαπάνες.

Η αύξηση των τραπεζικών καταθέσεων και η παράδοση της υψηλής δανειακής επιβαρύνσεως έχουν καταστήσει τον υπερ-δανεισμό εύκολο για πολλές επιχειρήσεις, που ο βαθμός δανειακής επιβαρύνσεως έχει υπερβεί τα ανεκτά όρια ή τη δυνατότητα για περαιτέρω δανεισμό. Φυσικά η κατάσταση αυτή δεν οδηγεί στη δημιουργία υγιών επιχειρήσεων. Γενικά η χρηματοοικονομική διάρθρωση είναι αποτέλεσμα πολλών παραγόντων. Αν η διάρθρωση αυτή δεν ικανοποιεί τους επενδυτές, οποιαδήποτε απόφαση που τείνει να διαμορφώσει αυτή σύμφωνα με τις προσδοκίες των επενδυτών θα έχει σαν συνέπεια της βελτίωσης της θέσεως της μετοχής στην αγορά και αντιθέτως. Γενικά θα επιτευχθεί η μεγιστοποίηση η μεγιστοποίηση της αξίας της μετοχής αν οι πράξεις του Δ.Σ. της εταιρείας που αφορούν σε αποφάσεις επι της κεφαλαιακής διάρθρωσεως βρουν ανταπόκριση τόσο στους επενδυτές σε μετοχές όσο και στους δανειστές.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΤΡΙΤΟ

'ΡΟΗ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ'

3.1 ΑΝΑΛΥΣΗ ΡΟΗΣ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ

Η ανάλυση της ροής των κεφαλαίων είναι το άλλο σημαντικότερο εργαλείο στη διάθεση της διεύθυνσεως και των λοιπών ενδιαφερομένων μερών για την αξιολόγηση της οικονομικής καταστάσεως της επιχειρήσεως. Η ανάλυση αυτή πραγματοποιείται είτε με βάση στοιχεία του παρελθόντος, οπότε καταρτίζεται η έκθεση πηγών και χρήσεων κεφαλαίων, είτε με βάση προβαλλόμενα στοιχεία στο μέλλον, οπότε καταρτίζεται ο ταμιακός προϋπολογισμός.

3.2 ΠΗΓΕΣ ΚΑΙ ΧΡΗΣΕΙΣ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ

Η έκθεση πηγών και χρήσεων κεφαλαίων βασικά μας λέγει από πού προήλθαν τα κεφάλαια και πώς χρησιμοποιήθηκαν . Σε πλατύτερη έννοια η καθαρή περιουσία της επιχειρήσεως και οι υποχρεώσεις αντιπροσωπεύουν πηγές κεφαλαίων και τα ενεργητικά στοιχεία χρήσεις . Η κατάρτιση εκθέσεως πηγών και χρήσεων κεφαλαίων δυνατό να βασίζεται , α) στην ταμιακή ροή και β) στο κεφάλαιο κινήσεως .Συνήθης μορφή είναι η ταμιακή .

Στην έννοια κεφάλαιο δύναται να εγκλεισθεί διαφορετικό περιεχόμενο. Συνήθως η έννοια ταυτίζεται με τα μετρητά ή και το κεφάλαιο κινήσεως , πολλές φορές όμως της αποδίδεται και άλλο περιεχόμενο .

Προτού αναπτύξουμε την τεχνική καταρτίσεως της εκθέσεως θα πρέπει να εξηγήσουμε και υπολογίσουμε τον όρο «ταμιακή ροή» εφόδια εξ εργασιών». Πρόκειται περί του cash flow της αγγλικής ορολογίας . Δείχνει το ύψος των μετρητών που πηγάζει από τη λειτουργία της επιχειρήσεως και δύναται να χρησιμοποιηθεί απ' αυτήν .

Οι αποσβέσεις , που είναι δαπάνη αλλά δεν απαιτεί μετρητά , πραγματικά δεν είναι πηγή κεφαλαίων . Προστίθεται όμως στα καθαρά κέρδη γιατί προηγουμένως το ύψος των αποσβέσεων της περιόδου αφαιρέθηκε από τα έσοδα των εργασιών για να λάβουμε τα καθαρά κέρδη .

Για να καταρτίσουμε την έκθεση πηγών και χρήσεων κεφαλαίων , υπολογίζουμε τις μεταβολές των λογαριασμών του ισολογισμού μεταξύ δύο συνεχών χρήσεων .Ακολουθως η μεταβολή αυτή καταχωρείται είτε ως πηγή κεφαλαίων είτε ως χρήση κεφαλαίων .

Ως πηγή κεφαλαίων καταχωρείται όταν :

A. μειώνεται οποιοδήποτε κονδύλιο ενεργητικού

B. αυξάνεται οποιοδήποτε κονδύλιο παθητικού,

Ως χρήση κεφαλαίου καταχωρείται όταν :

A. αυξάνεται οποιοδήποτε κονδύλιο ενεργητικού

B. μειώνεται οποιοδήποτε κονδύλιο παθητικού

Γ. αυξάνεται ο λογαριασμός του αναπόσβεστου κόστους των παγίων.

Για να έχουμε την πραγματική εικόνα των πηγών και χρήσεων κεφαλαίων και ιδιαίτερα το ύψος των επενδύσεων σε πάγια ενεργητικά , αυξάνουμε το κονδύλιο του συγκεκριμένου πάγιου ενεργητικού κατά το ύψος της αποσβέσεως της χρήσεως και από αυτό αφαιρούμε το αναπόσβεστο κονδύλιο του ενεργητικού της προηγούμενης χρήσεως .

3.3 ΤΑΜΙΑΚΟΣ ΠΡΟΫΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ

Το βασικό μέσο προβλέψεως του ύψους των απαιτούμενων κεφαλαίων και της χρονικής στιγμής που θα χρειασθούν αυτά είναι ο ταμιακός προϋπολογισμός. Με αυτόν καθορίζεται από την επιχείρηση εγγράφως η χρονική στιγμή και το μέγεθος αυτών που θα εισρεύσουν καθώς και το μέγεθος αυτών που θα εκρεύσουν. Η έγκαιρη γνώση της διαφοράς των ροών αυτών έχει εξαιρετικής σπουδαιότητας σημασία για τον οικονομικό διευθυντή. Η λήψη αποφάσεως σε οποιοδήποτε τομέα παραγωγής, αγορών, προσωπικού, έχει τους αντίκτυπους επί της χρηματοοικονομικής θέσεως της επιχειρήσεως και κατ' επέκταση και επί της αποδοτικότητάς της. Δια μέσου αυτού είναι σε θέση να γνωρίζει την θέση της επιχειρήσεως από πλευράς ρευστότητας και ανάλογα να λαμβάνει τα κατάλληλα μέτρα.

Ο ταμιακός προϋπολογισμός αποκαλύπτει την επάρκεια ή όχι των μετρητών για την αντιμετώπιση των υποχρεώσεων. Σε περίπτωση υπερεπάρκειας μετρητών δύναται να αποφασισθεί και η επένδυση τους ακόμη και εκτός της επιχειρήσεως, ώστε να μη μένουν άεργα και σε περίπτωση ανεπάρκειας να το γνωρίζουμε εγκαίρως ώστε να έχουμε επάρκεια χρόνου για να μελετήσουμε τον τρόπο και την συμφερότερη πηγή αντλήσεως των απαιτούμενων κεφαλαίων.

3.4 ΔΙΑΡΚΕΙΑ

Η συνήθης χρονική διάρκεια του ταμιακού προϋπολογισμού είναι το έτος ή μικρότερο αυτού διάστημα. Δύναται όμως να καλύπτει οποιαδήποτε χρονική περίοδο αρκεί αυτή να κάνει αποτελεσματικό τον προϋπολογισμό. Συνήθως όμως χρονικές περιόδους μεγαλύτερες του έτους

δεν καθιστούν αποτελεσματικό τον προϋπολογισμό γιατί υπάρχουν αυξημένες πιθανότητες μεταβολής των οικονομικών συνθηκών. Πάντως η χρονική διάρκεια που θα καλύψει ο προϋπολογισμός επηρεάζεται και από την φύση του αντικειμένου των εργασιών της εταιρείας. Ο ετήσιος ταμιακός προϋπολογισμός καταρτίζεται συνήθως κατά μήνες για όλο το έτος ή κατά μήνες για το πρώτο τετράμηνο και κατά τετράμηνα για το επόμενο χρονικό διάστημα του έτους. Όσο σταθερότερη είναι η ταμιακή ροή τόσο και μικρότερες δύναται να είναι οι υποδιαίρεσεις του προϋπολογισμού. Συνηθίζεται τελευταία όταν προέρχεται ο μήνας ή το τετράμηνο να προστίθεται και άλλος μήνας ή τετράμηνο ώστε να έχουμε καταρτισμένο προϋπολογισμό ενός έτους. Στην περίπτωση αυτή μιλάμε για συνεχούς προϋπολογισμού.

3.5 ΠΡΟΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΠΩΛΗΣΕΩΝ

Το πρώτο βήμα στην κατάρτιση του ταμιακού προϋπολογισμού είναι η εκτίμηση των πωλήσεων του χρονικού διαστήματος που θα καλύψει ο προϋπολογισμός. Για την πρόβλεψη του ύψους των πωλήσεων χρησιμοποιούνται συνήθως δυο μέθοδοι. Στην αποκαλούμενη εσωτερική μέθοδο η πρόβλεψη του ύψους των πωλήσεων πηγάζει από τους πωλητές της εταιρείας. Με τις προβλέψεις αυτές γίνονται είτε κατά γεωγραφικές περιφέρειες είτε κατά προϊόν, ο διευθυντής του τμήματος πωλήσεων κάνει συγκερασμό των εκτιμήσεων των πωλητών και της ενώνει σε ένα προϋπολογισμό πωλήσεων της επιχείρησης. Η μέθοδος αυτή μειονεκτεί στο ότι δεν λαμβάνει υπόψη την οικονομική κατάσταση και τις προοπτικές του κλάδου.

Στην αποκαλούμενη εξωτερική μέθοδο η εκτίμηση του ύψους των πωλήσεων βασίζεται στην οικονομική προοπτική μιας ορισμένης περιόδου. Τα οικονομικά στελέχη της εταιρείας προβλέπουν την

αναμενόμενη εξέλιξη της οικονομίας και του κλάδου και από αυτά υπολογίζουν την μερίδα τους στο προϊόν ή στα προϊόντα που παράγουν. Αν οι προβλέψεις με τις δύο μεθόδους διαφέρουν μεταξύ τους γίνεται συγκερασμός των προβλέψεων αυτών. Πάντως μεγαλύτερη βάση δίνεται στην εξωτερική μέθοδο για την διαμόρφωση της τελικής πρόβλεψης.

Η εφαρμογή των μεθόδων που χρησιμοποιούνται ποικίλουν μεταξύ επιχειρήσεων και εξαρτώνται επίσης και από το μέγεθος αυτών. Ήδη σήμερα χρησιμοποιούνται και Η/Υ. Συνήθως το ύψος των πωλήσεων του παρελθόντος αποτελεί σημείο εκκινήσεως για την πρόβλεψη του μέλλοντος.

Το επόμενο βήμα στην κατάρτιση του ταμιακού προϋπολογισμού είναι ο υπολογισμός των εσόδων από τις πωλήσεις. Ένα μέρος αυτών γίνεται τοις μετρητοίς και το υπόλοιπο επί πιστώσει. Στις επί πιστώσει πωλήσεις η χρονική στιγμή που εισρέουν τα μετρητά στην επιχείρηση εξαρτάται από τους όρους. Αν η πίστωση παραχωρείται για τριάντα μέρες η ρευστοποίηση των λογαριασμών υποτίθεται ότι θα πραγματοποιηθεί εντός της προθεσμίας αυτής, για τον υπολογισμό των εσόδων από τις πωλήσεις. Κατά αυτήν πρέπει επίσης να ληφθεί υπόψη και το ποσοστό από τις πωλήσεις επί πιστώσει που δε ρευστοποιείται εντός τριάντα ημερών. Τα στοιχεία του παρελθόντος και η πείρα θα μας βοηθήσουν να υπολογίσουμε το ποσοστό των πωλήσεων που δεν θα εξοφληθεί τοις μετρητοίς εντός τριάντα ημερών.

3.6 ΠΡΟΫΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΔΑΠΑΝΩΝ

Το επόμενο βήμα μετά τον προϋπολογισμό των πωλήσεων και εσόδων είναι ο προϋπολογισμός των δαπανών. Ο προϋπολογισμός του όγκου της παραγωγής βασίζεται στα προϊόντα που προβλέπεται να πωληθούν και συνεπώς ο υπολογισμός της αξίας των πρώτων υλών που θα αγορασθούν,

της αμέσου εργασίας και των γενικών βιομηχανικών εξόδων βασίζεται στις φυσικές μονάδες που θα παραχθούν. Έτσι καταρτίζονται οι προϋπολογισμοί, α) αγορών, β) αμέσου εργασίας και γ) γενικών βιομηχανικών εξόδων. Ο συγκερασμός των προϋπολογισμών αυτών υπό μορφή περιλήψεως σε έναν προϋπολογισμό αποτελεί τον προϋπολογισμό του βιομηχανικού κόστους.

Η διοίκηση της επιχειρήσεως κατά την κατάρτιση προγράμματος παραγωγής θα έρθει αντιμέτωπος του θέματος του σχεδιασμού αυτής. Θα πρέπει να προγραμματίσει την παραγωγή είτε με βάση τις πωλήσεις, οπότε αυτή θα κυμαίνεται όπως και οι πωλήσεις είτε να την ισοπεδώσει, οπότε θα είναι ανεξάρτητη τυχόν εποχικών διακυμάνσεων. Όταν η παραγωγή ακολουθεί σε διακυμάνσεις τις πωλήσεις θα πρέπει η όλη παραγωγική δραστηριότητα να εντείνεται κατά την περίοδο της αυξημένης ζήτησεως και να χαλαρώνει κατά την περίοδο της μειωμένης ζήτησης. Στην πρώτη περίπτωση τα αποθέματα δεν είναι μεγάλα και συνεπώς το κόστος αυτών, αλλά κατά την περίοδο προ της αιχμής θα πρέπει να ληφθεί υπόψη ότι θα αυξηθεί το εργατικό δυναμικό και θα παραγγελθούν αυξημένες ποσότητες πρώτων υλών. Μετά την περίοδο της αιχμής ελαττώνεται το εργατικό δυναμικό και ο όγκος παραγγελιών των πρώτων υλών. Στη δεύτερη περίπτωση της επιπέδου ή σταθερής παραγωγής τα αποθέματα είναι μεγάλα και συνεπώς και το κόστος αυτών κατά της μειωμένης ζήτησεως καθώς και το κόστος διατηρήσεως. Μειώνονται όμως κατά την περίοδο της αιχμής.

3.7 ΠΡΟΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΛΟΙΠΩΝ ΔΑΠΑΝΩΝ

Στην κατηγορία αυτή των δαπανών περιλαμβάνονται οι λογαριασμοί των γενικών εξόδων διοικήσεως, χρηματοδοτήσεως, εξόδων πωλήσεως, δαπανών για κεφαλαιουχικό εξοπλισμό, μερισμάτων, φόρου εισοδήματος

και λοιπών δαπανών που απαιτούν μετρητά. Πολλές από τις δαπάνες αυτές δεν παρουσιάζουν δυσκολία στον προϋπολογισμό τους.

Προϋπολογισμός Γενικών Εξόδων Διοικήσεως. Τα διάφορα έξοδα διοικήσεως και τα έξοδα για την λειτουργία των διαφόρων τμημάτων δια μέσου των οποίων αυτή εκφράζεται βραχυπρόθεσμα δεν εξαρτιούνται από τον όγκο της παραγωγής. Μακροπρόθεσμα όμως μεταβολές μπορεί να συμβούν καθώς μεταβάλλεται σημαντικά το επίπεδο της παραγωγικής δραστηριότητας. Αυτά λοιπόν μπορούν να προβλεφθούν χωρίς σημαντικές δυσκολίες. Και στην περίπτωση των γενικών εξόδων διοικήσεως τα έξοδα σχετίζονται εμμέσως ή αμέσως με τη δραστηριότητα αυτή και γίνεται διάκριση κατά τον προϋπολογισμό σε σταθερό και μεταβλητό.

Προϋπολογισμός Εξόδων Πωλήσεων. Τα περισσότερα από τα έξοδα πωλήσεων δεν παρουσιάζουν δύσκολα προβλήματα κατά τον προϋπολογισμό τους. Αυτά είναι εκείνα που συνδέονται αμέσως με το ύψος των πωλήσεων ή εκείνα τα οποία, λόγω της φύσεως τους, έχουν σταθερό μάλλον ύψος. Ορισμένα προβλήματα παρουσιάζουν τα έξοδα που δε σχετίζονται με τις πωλήσεις ή για τα οποία πολλές φορές γίνονται ιδιαίτερες συμφωνίες. Για άλλα έξοδα πωλήσεων διατίθεται πολλές φορές ετήσια ορισμένο ποσό πέραν του οποίου δεν δημιουργούνται δαπάνες. Όπως και στην περίπτωση των γενικών εξόδων διοικήσεως, τα έξοδα πωλήσεων διαχωρίζονται σε μεταβλητά και σταθερά ώστε να καθίσταται εμφανής ο αντίκτυπος τους σε μεταβαλλόμενες συνθήκες και να διευκολύνεται έτσι η λήψη αποφάσεως.

Προϋπολογισμός Κεφαλαιουχικών Δαπανών. Οι επενδύσεις σε κεφαλαιουχικές δαπάνες έχουν συνήθως αποφασισθεί και εγκριθεί από το προηγούμενο έτος και στο τρέχον έτος απλώς γίνεται η διάθεση του ποσού που εγκρίθηκε. Το ίδιο συμβαίνει και με δαπάνες βελτιώσεως ή αντικαταστάσεως. Άλλες μη σημαντικές κεφαλαιουχικές δαπάνες μπορεί

να επηρεασθούν από την τρέχουσα παραγωγική δραστηριότητα ή τις προοπτικές πωλήσεων.

Προϋπολογισμός Πληρωμής Μερισμάτων Φόρου Και Λοιπών Δαπανών. Εκτός των εκταμιεύσεων που αναφέρθηκαν προηγουμένως η επιχείρηση δημιουργεί και άλλες κατά την πληρωμή των μερισμάτων, τόκων, φόρου, εισοδήματος και λοιπές πληρωμές. Οι δαπάνες αυτές αποφασίζονται πριν από την κατάρτιση του ταμιακού προϋπολογισμού και συνεπώς δεν παρουσιάζουν δυσκολίες. Για ορισμένες από τις πληρωμές αυτές η επιχείρηση έχει την δυνατότητα να αποφασίσει την ημέρα πληρωμής τους (μέρισμα) ενώ για άλλες αδυνατεί να τις μεταβάλλει (τόκοι). Τέλος οι λοιπές πληρωμές είναι συνήθως προβλέψιμες όπως π.χ. συμβαίνει με την εξόφληση χρέους.

ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ - ΕΠΙΛΟΓΟΣ

Με τον όρο Χρηματοοικονομική νοείται η εφαρμογή μιας σειράς οικονομικών αρχών για τη μεγιστοποίηση του πλούτου, δηλαδή της συνολικής αξίας μιας επιχείρησης. Στην πραγματικότητα, κανείς δε γνωρίζει πότε επιτυγχάνεται ο μέγιστος πλούτος, αν και εξυπακούεται ότι είναι ο τελικός στόχος κάθε επιχείρησης. Ένας τρόπος για να υπολογιστεί ο πλούτος μιας επιχείρησης είναι μέσω της τιμής της κοινής μετοχής της. Όταν ανεβαίνει η τιμή της μετοχής μιας επιχείρησης, τότε θεωρείται ότι ο πλούτος των μετοχών της επιχείρησης αυξήθηκε.

Η χρηματοοικονομική έχει αναπτύξει πολλές και σύνθετες προσεγγίσεις προκειμένου να δώσει στα διευθυντικά στελέχη τα εργαλεία για να λύνουν τα δύσκολα προβλήματα της επιχείρησης. Κατά τα τελευταία 15 χρόνια, η χρηματοπιστωτική οικονομική διεύρυνε τους οριζόντες της, και σήμερα η έμφαση δίνεται στους τρόπους αποτελεσματικής διαχείρισης των περιορισμένων πόρων και της επένδυσης κεφαλαίων σε περιουσιακά στοιχεία ή προγράμματα που αποφέρουν το κατάλληλο αντιστάθμισμα κινδύνου/απόδοσης. Δόθηκε βάρος στη μελέτη εναλλακτικών σεναρίων και στην επίδραση κάθε εναλλακτικού σεναρίου στην αξία της επιχείρησης. Μεγαλύτερη προσοχή δόθηκε στον προσδιορισμό της κατάλληλης αναλογίας χρηματοδότησης χρέους και μετοχικού κεφαλαίου, καθώς επίσης και στην ορθή πολιτική μερίσματος. Η ανάγκη για την επεξεργασία μακροπρόθεσμων προγραμμάτων, για την αξιοποίηση των νέων χρηματοοικονομικών τίτλων και για την κατανόηση των διεθνών αρχών γίνεται όλο και περισσότερο εμφανής.

Η γνώση της χρηματοπιστωτικής πολιτικής δεν πρέπει να είναι αποκλειστικό προνόμιο των διαχειριστών των διαθεσίμων της επιχείρησης, των ελεγκτών, και των σχεδιαστών των

χρηματοοικονομικών προγραμμάτων.— Σε κάθε επιχείρηση, αν οι λογιστές, οι στατιστικοί, και οι υπεύθυνοι πωλήσεων έχουν αντίληψη και κατανόηση των χρηματοοικονομικών αρχών, θα είναι σε θέση να συμμετέχουν αποτελεσματικότερα στη διαδικασία λήψης των αποφάσεων.

Η χρηματοοικονομική είναι λίγο επιστήμη και λίγο τέχνη. Η χρηματοοικονομική ανάλυση παρέχει τη δυνατότητα να λαμβάνονται ορθές και ευέλικτες επενδυτικές αποφάσεις στην κατάλληλη και πλεονεκτικότερη χρονική στιγμή. Ο χρηματοοικονομικός προγραμματισμός, ένας κρίσιμος τομέας της χρηματοοικονομικής διαχείρισης, περιλαμβάνει τη σε καθημερινή βάση λήψη αποφάσεων που βοηθούν την επιχείρηση να αντιμετωπίζει τις ταμειακές ανάγκες, και απαιτεί προσεκτική παρακολούθηση των ενδιάμεσων μεταβολών της επιχειρηματικής δραστηριότητας. Η ανάλυση των κυκλικών διακυμάνσεων βοηθά το χρηματοοικονομικό διαχειριστή να διατηρεί το χρηματοοικονομικό κόστος σε χαμηλά επίπεδα και να αποφεύγει τη δημιουργία πλεονασμάτων στα αποθέματα και στην παραγωγική ικανότητα. Σωστός χρονικός συντονισμός της επιχειρηματικής δραστηριότητας οδηγεί σε καλύτερες αποφάσεις ως προς την παραγωγή και τα αποθέματα έτσι ώστε να ανταποκρίνονται στις μεταβολές της οικονομικής δραστηριότητας.

Ο σχεδιασμός για την επίτευξη των καλύτερων αποτελεσμάτων πρέπει να είναι ευέλικτος έτσι ώστε να επιτρέπει εναλλακτικές στρατηγικές για την αντικατάσταση των υπαρχόντων προγραμμάτων στην περίπτωση που οι χρηματοοικονομικές και οικονομικές εξελίξεις αποκλίνουν από τα προβλεπόμενα πρότυπα. Επιπλέον, ο χρηματοοικονομικός σχεδιασμός συνεπάγεται την επιλογή του κατάλληλου χρόνου για επενδύσεις, ώστε να αποφευχθεί η υπερβολική επέκταση των δραστηριοτήτων και αναποτελεσματική χρήση των πόρων. Βέλτιστη χρήση των χρηματικών

κεφαλαίων σημαίνει διερεύνηση των διαφορετικών επιλογών που υπάρχουν και επιλογή εκείνων που αποφέρουν τη μεγαλύτερη συνολική απόδοση. Σημαίνει, επίσης, ότι πρέπει να υιοθετούνται αποτελεσματικές μέθοδοι για τον προσδιορισμό του ποσού του δανεισμού ώστε να μειωθούν οι χρηματοοικονομικοί κίνδυνοι. Η χρηματοδότηση που θα χρησιμοποιηθεί για την άντληση κεφαλαίων πρέπει να περιλαμβάνει χαρακτηριστικά ασφαλείας που θα επιτρέπουν τις επαναχρηματοδοτήσεις όταν οι συνθήκες της αγοράς είναι ευνοϊκές.

Αφού ληφθεί η απόφαση για χρηματοδότηση, τα στελέχη πρέπει να παρακολουθούν σταθερά τις εξελίξεις. Αν το αρχικό πρόγραμμα δεν ανταποκρίνεται στις προσδοκίες τότε είναι απαραίτητη η αναγνώριση αυτού του γεγονότος και η λήψη επανορθωτικών μέτρων. Οι ανεπαρκείς ή άκαμπτοι διαχειριστές είναι υπόλογοι στις δυνάμεις του ανταγωνισμού και στην κρίση της αγοράς, στην οποία η αξιολόγηση αποτελεί τον ύστατο καθοριστικό παράγοντα της επιτυχημένης ή αποτυχημένης χρηματοοικονομικής διαχείρισης.

Γι' αυτό το λόγο, είναι σημαντικό να είναι ενήμερα τα στελέχη για τις νέες προόδους στη σύγχρονη θεωρία της χρηματοοικονομικής, καθώς και για τις εξελίξεις που συμβαίνουν στις οικονομικές αγορές. Η χρηματοοικονομική έχει αναδειχθεί σε σημαντική επιστήμη που απαιτεί συνεχή αναβάθμιση των παλαιών και βελτίωση των νέων εννοιών. Οι πρόσφατες προόδους στις μεθόδους αξιολόγησης μπορούν να συμβάλουν στη λήψη καλύτερων αποφάσεων.

Πιστεύουμε ότι ανάλογα με τα μέσα και την βιβλιογραφία που διαθέταμε καταβάλλαμε την βέλτιστη προσπάθεια για την ορθότερη προσέγγιση του θέματος και την όσο δυνατόν καλύτερη συγγραφή του ώστε να είναι κατανοητό και ευανάγνωστο.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

➤ ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

1. Αρτίκης Π. Γεώργιος , Καθ. Πανεπιστημίου Πειραιώς .
Χρηματοοικονομική Διοίκηση (Αποφάσεις Επενδύσεων),
Αθήνα 1999.
2. Αρτίκης Π. Γεώργιος , Καθ. Πανεπιστημίου Πειραιώς.
Χρηματοοικονομική Διοίκηση (Αποφάσεις Χρηματοδοτήσεων)
Αθήνα 1999.
3. Βασιλείου Δημήτριος , Χρηματοοικονομική Διοίκηση
Α.Σ.Σ.Ο.Ε. 1999
4. Ζοπουνίδης Κ. Αναπλ. Καθηγητής Πανεπιστημίου Κρήτης ,
Πολυκριτήρια Μεθοδολογία & Χρηματοοικονομικό Management
Κρήτη 1996
5. Κανελλόπουλος Κ. Χαράλαμπος , Καθ. Πανεπιστημίου Πειραιώς .
Management – Αποτελεσματική Διοίκηση. Αθήνα 1990
6. Καραθανάσης Α. Γεώργιος , Καθ. Οικονομικού Πανεπιστημίου
Αθηνών . Χρηματοοικονομική Διοίκηση & Χρηματιστηριακές
Αγορές. Αθήνα 1999.
7. Παπούλιας Π. Γεώργιος , Χρηματοοικονομική Διοίκηση & Πολιτική
(Financial Management & Policy) Αθήνα 1982.
8. Πειρουνάκης Γ. Νικόλαος , Ph. D. Χρηματοοικονομική Διαχείριση
Αθήνα 1993 Γ' Έκδοση.
9. Πετρίδου Ευγενία , Διοίκηση Management . Θεσσαλονίκη 1999.
10. Χολέβας Κ. Ιωάννης , Οργάνωση & Διοίκηση (Management)
Αθήνα 1995.
11. Χρηματοοικονομική, Σειρά : Οικονομικά & Διαχείριση , Τρίτη
Αμερικάνικη Έκδοση. Α.Α. Groppelli – Ehsan Nikbakht.
Εκδόσεις Κλειδάριθμος 1999

➤ **ΞΕΝΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ**

1. Brealey Richard, Fundamentals of Corporate Finance.
2. Demigay , Financial Management For International Business.
3. Forest & George , Financial Statement Analysis.

➤ **ΕΦΗΜΕΡΙΔΕΣ**

1. Κυριακάτικη Ελευθεροτυπία , Οικονομία , Σαββατοκύριακο 27-28
Ιανουαρίου 2001